

นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนไทย : การวิเคราะห์แบบ Moderated Moderation ของอิทธิพลร่วม ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการเติบโต ของบริษัท ภายใต้บริบทของการถือหุ้นโดยผู้บริหาร

ดร.เพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 10 สิงหาคม 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 17 ตุลาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 4 พฤศจิกายน 2568

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลัก เพื่อศึกษาอิทธิพลกำกับของความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการเติบโตของบริษัท ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนไทย จำนวน 475 บริษัท ระยะเวลา 7 ปี ครอบคลุมช่วงปี พ.ศ. 2561–2567 รวม 3,325 ข้อมูลรายปี การวิเคราะห์ที่ใช้ Hayes' PROCESS Macro ผลการวิจัยพบว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหารส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง เมื่อบริษัทมีส่วน คณะกรรมการอิสระและอัตราการเติบโตอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงจากการที่ผู้บริหารกักเก็บกระแสเงินสดไว้ ภายใต้การควบคุมของตนเอง ในทางตรงกันข้าม เมื่อบริษัทมีส่วนของคณะกรรมการอิสระในระดับสูงและไม่ได้มีการเติบโตที่สูงมากนัก การถือหุ้นโดยผู้บริหารกลับมีสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล แสดงให้เห็นว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพสามารถสร้างวินัยทางการเงินและเพิ่มความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้นได้ อีกประเด็นสำคัญที่ค้นพบคือ ระดับการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่ร้อยละ 20 ซึ่งถือเป็นจุดเปลี่ยนเชิงโครงสร้างของกลไกธรรมาภิบาล หากการถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 20 กลไกการกำกับดูแลกิจการโดยเฉพาะบทบาทของคณะกรรมการอิสระ จะมีความจำเป็น ในการกำกับตรวจสอบเนื่องจากแรงจูงใจภายในยังไม่แข็งแกร่งเพียงพอ แต่เมื่อการถือหุ้นของผู้บริหารสูงถึงร้อยละ 20 หรือมากกว่า แรงจูงใจภายในจากการถือหุ้นโดยตรงจะกลายเป็นกลไกหลักที่กำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล ขณะที่คณะกรรมการอิสระจะทำหน้าที่เสริม เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือและความมั่นใจในนโยบายการจ่ายเงินปันผล

คำสำคัญ: การจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล การถือหุ้นโดยผู้บริหาร ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ การเติบโตของบริษัท

Dividend Policy of Thai Listed Firms: A Moderated Moderation Analysis of the Joint Influence of Board Independence and Firm Growth under the Context of Managerial Ownership

Dr. Penprapak Manapreechadeelert

*Assistant Professor of Accounting Department,
Faculty of Business Administration and Information Technology,
Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi*

Received: August 10, 2025

Revised: October 17, 2025

Accepted: November 4, 2025

ABSTRACT

This research investigates the moderating effects of board independence and firm growth on the relationship between managerial ownership and dividend payouts among Thai listed companies. The sample comprises 475 firms over a 7-year period (2018–2024), totaling 3,325 firm-year observations. Using Hayes' PROCESS Macro, the analysis reveals that managerial ownership reduces dividend payouts when firms have a low proportion of independent directors and low growth, reflecting the risk of managerial cash flow entrenchment. In contrast, when board independence is high and firm growth is not excessive, managerial ownership is positively associated with dividends, indicating that effective governance can discipline managers and enhance shareholder confidence. A critical threshold is observed at 20% managerial ownership. Below this level, external monitoring mechanisms, particularly independent directors, are vital as internal incentives remain insufficient. Once managerial ownership reaches or exceeds 20%, internal incentives become the dominant force shaping dividend policy, while independent directors play a complementary role in reinforcing the credibility of payouts.

Keywords: Dividend Policy, Dividend Yield, Managerial Ownership, Board Independence, Firm Growth

1. ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลยังคงเป็นหนึ่งในปริศนาทางการเงินที่ไม่อาจหาข้อสรุปที่ชัดเจนได้ แม้จะได้รับความสนใจและถูกศึกษาภายใต้กรอบทฤษฎีการเงินมาโดยตลอด โดยเฉพาะในประเด็นที่ว่า เหตุใดบริษัทจึงจ่ายเงินปันผลและปัจจัยใดที่กำหนดระดับและรูปแบบการจ่ายเงินปันผลในแต่ละช่วงเวลา (Miller & Modigliani, 1961; Black, 1976) แม้จะมีทฤษฎีที่เสนอว่า ในตลาดที่มีประสิทธิภาพนโยบายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท แต่ในทางปฏิบัติกลับพบว่า นักลงทุนยังคงใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการประเมินความน่าเชื่อถือของผู้บริหาร ความมั่นคงทางการเงิน และแนวโน้มการเติบโตในอนาคต ซึ่งสะท้อนผ่านการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ (Jiraporn et al., 2016; Hou et al., 2025) การจ่ายเงินปันผลได้กลายเป็นตัวชี้วัดสำคัญของเสถียรภาพและความน่าเชื่อถือของบริษัท นักลงทุนจำนวนมากให้ความสำคัญกับความต่อเนื่องและความสม่ำเสมอในการจ่ายปันผลเพื่อใช้เป็นสัญญาณในการประเมินสถานะทางการเงินและความสามารถในการฟื้นตัวของบริษัท ตัวอย่างที่ชัดเจนคือบริษัทในกลุ่มเทคโนโลยีและพลังงานของสหรัฐฯ เช่น Apple Inc. และ Exxon Mobil ซึ่งมีผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงได้กลับมาดำเนินนโยบายจ่ายเงินปันผลอีกครั้งในช่วงปี ค.ศ. 2022–2023 หลังจากกระงับการจ่ายในช่วงวิกฤต เพื่อแสดงถึงการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและเสริมสร้างภาพลักษณ์ด้านความน่าเชื่อถือต่อนักลงทุน (PricewaterhouseCoopers, 2023) ในบริบทของประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนจำนวนมากมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว โดยเฉพาะกรณีที่ผู้บริหารมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อข้อกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลในสองทิศทาง กล่าวคือ ในแง่บวก การถือหุ้นโดยผู้บริหารอาจทำหน้าที่เป็นกลไกจูงใจให้ฝ่ายบริหารดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพและส่งผ่านผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผล แต่ในอีกด้านหนึ่งหากไม่มีระบบกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ ผู้บริหารอาจใช้สถานะดังกล่าวเบี่ยงเบนทรัพยากร เพื่อประโยชน์ส่วนตนแทนที่จะกระจายผลกำไรคืนสู่ผู้ถือหุ้น (Thanatawee, 2013; Jiraporn et al., 2016) ดังนั้นการศึกษาอิทธิพลของการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล จึงยังคงเป็นประเด็นที่มีนัยสำคัญ โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาภายใต้ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับกลไกการกำกับดูแลกิจการภายในกิจการ

คณะกรรมการอิสระนับเป็นหนึ่งในกลไกสำคัญของระบบการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะในบริษัทที่มีการแยกอำนาจระหว่างเจ้าของกับผู้บริหาร (Fama & Jensen, 1983) การมีคณะกรรมการอิสระในสัดส่วนที่เหมาะสมสามารถช่วยลดความเสี่ยงจากพฤติกรรมแสวงหาประโยชน์ของฝ่ายบริหาร (Chaisalee & Manapreechadeelert, 2024) นอกจากนี้ Al-Hiyari et al. (2024) ยังพบว่า การจ่ายเงินปันผลได้รับผลกระทบในเชิงลบจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล สะท้อนให้เห็นว่า เมื่อผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลภายในของบริษัทได้อย่างเพียงพอ ย่อมก่อให้เกิดความกังวลต่อพฤติกรรมของฝ่ายบริหาร ที่มักหลีกเลี่ยงการจ่ายเงินปันผล เพื่อรักษาความยืดหยุ่นทางการเงินและลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ในขณะเดียวกัน ศักยภาพการเติบโตของบริษัท ซึ่งถือเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Fama & French, 2001; Imamah et al., 2019; Chen et al., 2022) โดยทั่วไปหากบริษัทอยู่ในช่วงขยายตัวหรือมีโอกาสในการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง บริษัทมักเลือกที่จะสะสมกำไรไว้เพื่อรักษาสภาพคล่องทางการเงิน (Farooq et al., 2024) อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ระหว่างศักยภาพการเติบโตกับนโยบายเงินปันผลไม่ได้เป็นไปในลักษณะเชิงเส้นเสมอไป เนื่องจากความซับซ้อนของปัจจัยแวดล้อมที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะโครงสร้างความเป็นเจ้าของและกลไกการกำกับดูแลกิจการภายใน ซึ่งมีบทบาทสำคัญในการควบคุมพฤติกรรมของฝ่ายบริหารและชี้นำการจัดสรรผลตอบแทน (Kaur & Kaur, 2024; Okeke et al., 2025)

จากข้อพิจารณาข้างต้น งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อวิเคราะห์นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนไทย โดยมุ่งศึกษาบทบาทของการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ภายใต้บริบทของกลไกกำกับดูแลกิจการภายในผ่านความเป็นอิสระของคณะกรรมการและศักยภาพการเติบโตของบริษัทซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับร่วม โดยใช้แนวทางการวิเคราะห์แบบ Moderated Moderation ตามข้อเสนอของ Hayes (2022) ที่สามารถสะท้อนพลวัตเชิงซ้อนและเงื่อนไขแวดล้อมที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร การเลือกใช้วิธีการดังกล่าวถือเป็นการต่อยอดจากงานวิจัยที่ผ่านมาซึ่งส่วนใหญ่เป็นการวิเคราะห์เชิงเส้นตรงที่ยังมีข้อจำกัดในการอธิบายปฏิสัมพันธ์ร่วมของตัวแปรกำกับที่ซับซ้อน จึงทำให้ผลการศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับบทบาทของการถือหุ้นโดยผู้บริหาร ความเป็นอิสระของคณะกรรมการเติบโตของบริษัทต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผลมักให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างหรือขัดแย้งกัน งานวิจัยนี้จึงมีส่วนสำคัญในการเติมเต็มช่องว่างดังกล่าวโดยการชี้ให้เห็นเงื่อนไขและปัจจัยเชิงบริบทที่ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารในฐานะผู้ถือหุ้นกับพฤติกรรมกรจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงไป ผลการศึกษานี้ไม่เพียงช่วยให้เกิดความเข้าใจที่ชัดเจนและครอบคลุมมากขึ้นเกี่ยวกับกลไกการจ่ายเงินปันผลในบริษัทจดทะเบียนไทย แต่ยังชี้ให้เห็นว่า กลไกกำกับดูแลกิจการภายในโดยเฉพาะบทบาทของคณะกรรมการอิสระและศักยภาพการเติบโตของบริษัทมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผลของผู้บริหาร ซึ่งทำหน้าที่เป็นกลไกสำคัญในการลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล เสริมสร้างเสถียรภาพในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยเฉพาะในบริบทของโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่เป็นลักษณะเฉพาะของประเทศตลาดเกิดใหม่อย่างประเทศไทย

2. ทฤษฎีการส่งสัญญาณและการพัฒนาสมมติฐาน

นักวิจัยจำนวนมากได้เสนอแนวคิดเชิงทฤษฎีหลากหลายแนวทาง เพื่ออธิบายนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะในบริบทที่พิจารณาจากคุณลักษณะเฉพาะของบริษัท หนึ่งในทฤษฎีหลักที่ได้รับการอ้างอิงอย่างแพร่หลายคือ **ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)** ของ Jensen & Meckling (1976) ซึ่งระบุว่า การจ่ายเงินปันผลมีบทบาทในการจำกัดไม่ให้ผู้บริหารถือครองเงินสดส่วนเกิน เพื่อใช้ในทางที่อาจขัดกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและยังช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหาร (Okeke et al., 2025) นอกจากนี้ ทฤษฎีตัวแทนยังเน้นบทบาทของคณะกรรมการอิสระในฐานะกลไกกำกับดูแลกิจการภายในที่ช่วยเสริมสร้างความโปร่งใสของฝ่ายบริหาร คณะกรรมการอิสระมีหน้าที่ตรวจสอบการดำเนินงานและปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะในประเด็นการจัดสรรเงินทุนและนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งอาจตกเป็นเครื่องมือในการแสวงหาผลประโยชน์ของฝ่ายบริหาร หากขาดการตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพ (Chaisalee & Manapreechadeelert, 2024; Okeke et al., 2025) นอกจากนี้ **ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)** อธิบายว่า ภายใต้สถานการณ์ที่มีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างฝ่ายบริหารซึ่งมีข้อมูลภายในเกี่ยวกับสถานะทางการเงิน การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลจึงถูกใช้ เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณที่สะท้อนถึงศักยภาพในการดำเนินงาน ความมั่นคงของกระแสเงินสดและความเชื่อมั่นของผู้บริหารต่อแนวโน้มในอนาคตของบริษัท การประกาศจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นหรือการรักษาระดับการจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่องจะถูกตีความว่า เป็นสัญญาณบวก สามารถลดความไม่แน่นอนในมุมมองของนักลงทุนและสร้างความเชื่อมั่นในมูลค่าบริษัทได้ (Miller & Rock, 1985) ขณะเดียวกัน **ทฤษฎีลำดับชั้นทางการเงิน (Pecking Order Theory)** ของ Myers & Majluf (1984) อธิบายว่า บริษัทมีลำดับความสำคัญในการจัดหาแหล่งเงินทุน โดยจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน เช่น กำไรสะสม รองลงมาคือ หนี้สินและท้ายที่สุดคือ

การเพิ่มทุนผ่านการออกหุ้นใหม่ แนวโน้มดังกล่าวมีความสัมพันธ์โดยตรงกับโอกาสในการเติบโตของบริษัท กล่าวคือ ในบริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง ฝ่ายบริหารมักตัดสินใจเก็บรักษากระแสเงินสดไว้ใช้ในการลงทุนในโครงการใหม่ ๆ แทนที่จะนำไปจ่ายเป็นเงินปันผล เพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนจากการระดมทุนภายนอกและป้องกันการลดสัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นเดิม (Farooq et al., 2024)

2.1 การถือหุ้นโดยผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผล

การแยกอำนาจระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารสามารถนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Fama & Jensen, 1983) กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นคาดหวังให้บริษัทสร้างผลตอบแทนสูงสุด ในขณะที่ผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจในการตัดสินใจ เพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่า แต่อย่างไรก็ตาม หลักฐานเชิงประจักษ์ด้านการกำกับดูแลกิจการได้เสนอวิธีการลดช่องว่างนี้ โดยชี้ให้เห็นว่า การถือหุ้นของผู้บริหารสามารถช่วยปรับแรงจูงใจให้ผลประโยชน์สอดคล้องกัน (Jensen & Meckling, 1976; Tran et al., 2024) เนื่องจากผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นจะมองผลตอบแทนของตนผูกพันกับความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายอื่น ส่งผลให้มีแนวโน้มบริหารงานโดยคำนึงถึงประสิทธิภาพและความโปร่งใสมากขึ้น นอกจากนี้ นโยบายการจ่ายเงินปันผลยังทำหน้าที่เป็นอีกหนึ่งกลไกสำคัญที่เสริมสร้างวินัยทางการเงินของฝ่ายบริหาร (Rasheed & Tahir, 2025; Lubis et al., 2025) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลช่วยจำกัดการกักเก็บกระแสเงินสดส่วนเกิน ลดโอกาสในการนำทรัพยากรไปใช้ในกิจกรรมที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด การที่ผู้บริหารมีทั้งแรงจูงใจจากการถือหุ้นและอยู่ภายใต้ต้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มีประสิทธิภาพ กลไกภายในและกลไกทางการเงินจึงทำงานเกื้อหนุนซึ่งกันและกันในการลดทอนความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ และมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมความโปร่งใส ตลอดจนการสร้างคุณค่าให้แก่บริษัทในระยะยาว

สมมติฐานที่ 1 การถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล

2.2 ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการจ่ายเงินปันผล

ความเป็นอิสระของคณะกรรมการถือเป็นกลไกหลักของการกำกับดูแลกิจการภายในภายใต้ทฤษฎีตัวแทน โดยช่วยตรวจสอบและสร้างสมดุลระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983) โครงสร้างคณะกรรมการที่มีความเป็นอิสระสูงไม่เพียงแต่เพิ่มความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือ แต่ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนเสถียรภาพเชิงกลยุทธ์ของบริษัท (Naseem et al., 2023; Vinjamury, 2025) นอกจากนี้ ยังเชื่อมโยงกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลซึ่งช่วยลดต้นทุนตัวแทนและเสริมวินัยทางการเงิน (Rozeff, 1982) งานวิจัยที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่า ในกลุ่มบริษัทครอบครัว คณะกรรมการอิสระมีบทบาทช่วยสนับสนุนต่อการจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูงขึ้น เพื่อคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Setia-Atmaja, 2010; Kilincarslan, 2021) อีกทั้ง คณะกรรมการยังมีบทบาทสำคัญกว่าฝ่ายบริหารในการอนุมัติและกำหนดนโยบายปันผล (Thompson & Adasi Manu, 2021) แม้ว่างานวิจัยในอดีต เช่น El-Masry et al. (2008) จะไม่พบความสัมพันธ์ชัดเจน แต่โดยภาพรวมวรรณกรรมส่วนใหญ่ยังคงยืนยันถึงบทบาทเชิงบวกของคณะกรรมการอิสระต่อการยกระดับการกำกับดูแลกิจการ ความโปร่งใสและความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดทุน

สมมติฐานที่ 2 ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล

2.3 การเติบโตของบริษัทและการจ่ายเงินปันผล

ภายใต้การศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรด้านการเติบโตของบริษัทได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายว่าเป็นประเด็นสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายทางการเงินและได้รับความสนใจอย่างต่อเนื่องในวรรณกรรมทางการเงิน โดยทั่วไป บริษัทที่มีแนวโน้มการเติบโตสูงมักต้องใช้งบประมาณจำนวนมากเพื่อการลงทุนใหม่ ส่งผลให้เผชิญข้อจำกัดด้านกระแสเงินสดและลดทอนความสามารถในการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น (Gul, 1999; Okeke et al., 2025) ตามแนวคิดของทฤษฎีลำดับขั้นทางการเงิน บริษัทส่วนใหญ่มีจำกัดลำดับการใช้เงินทุนโดยเริ่มจากการใช้กำไรสะสมภายในบริษัท ก่อนจะพิจารณาเงินกู้หรือการระดมทุนผ่านการออกหุ้นใหม่ (Myers & Majluf, 1984) ด้วยเหตุนี้ บริษัทที่อยู่ในช่วงของการเติบโตจึงมักเลือกเก็บรักษาผลกำไร เพื่อใช้ในการลงทุนมากกว่าการจ่ายเงินปันผล (Higgins, 1972; Fama & French, 2001; Okeke et al., 2025) หลักฐานเชิงประจักษ์จำนวนมาก ได้ยืนยันถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการเติบโตของบริษัทกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล เช่น งานวิจัยของ Mitton (2004) และ Imamah et al. (2019) พบว่า บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักมีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่เติบโตช้าหรือมีโอกาสนในการลงทุน แม้ว่างานวิจัยบางส่วน เช่น Chen et al. (2022) และ Okeke et al. (2025) พบว่า บริษัทที่มีการเติบโตสูงใช้การจ่ายเงินปันผล เพื่อส่งสัญญาณความแข็งแกร่งและสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน แต่โดยภาพรวมวรรณกรรมส่วนใหญ่ยังคงยืนยันว่า การเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการลดลงของอัตราการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 3 การเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล

2.4 การถือหุ้นโดยผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผล: อิทธิพลกำกับของความเป็นอิสระของคณะกรรมการ

ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผล ยังเป็นประเด็นที่ถกเถียงกันในวรรณกรรม โดยมีสองแนวคิดที่ขัดแย้งกัน ได้แก่ แนวคิดการสอดคล้องของผลประโยชน์ (Convergence-of-Interests Hypothesis) ซึ่งเสนอว่า การถือหุ้นของผู้บริหารช่วยลดปัญหาความขัดแย้งกับผู้ถือหุ้นและส่งเสริมการจ่ายเงินปันผล (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983) ตรงกันข้ามกับแนวคิดสมมติฐานการรักษาลงขันอย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) ที่มองว่า การถือหุ้นในระดับสูงของผู้บริหารอาจนำไปสู่การสะสมอำนาจและลดแรงจูงใจในการจ่ายเงินปันผล (Morck et al., 1988; La Porta et al., 2000) จากข้อค้นพบงานวิจัยในอดีต เช่น Morck et al. (1988), Setia-Atmaja (2010), Shan (2019) และ Kilincarslan (2021) พบว่า เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนสูงจนมีอำนาจควบคุมการตัดสินใจของบริษัทได้ จะเกิดแรงจูงใจในการดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ของตน ดังนั้นความเป็นอิสระของคณะกรรมการจึงมีบทบาทสำคัญทั้งในด้านการกำกับดูแลและการลดทอนผลกระทบเชิงลบจากการถือหุ้นของผู้บริหาร อีกทั้งยังช่วยส่งเสริมวินัยทางการเงินผ่านนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่โปร่งใสและตอบสนองต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวม

สมมติฐานที่ 4 ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับในเชิงบวกของความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล

2.5 การถือหุ้นโดยผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผล: อิทธิพลกำกับของการเติบโตของบริษัท

ภายใต้ทฤษฎีการส่งสัญญาณ การจ่ายเงินปันผลถูกมองว่า เป็นกลไกสำคัญที่ผู้บริหารใช้แสดงถึงความมั่นคงทางการเงิน ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดและแนวโน้มการเติบโตในระยะยาว (Miller & Rock, 1985) อย่างไรก็ตาม ระดับการเติบโตของบริษัทมีบทบาทต่อความเหมาะสมของการจ่ายเงินปันผล โดยบริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูงมักเลือกสะสมกระแสเงินสด เพื่อการลงทุนมากกว่าการจ่ายปันผล ขณะที่บริษัทที่เข้าสู่ช่วงอิมตัวของวงจรธุรกิจมักจ่ายปันผลสูงขึ้นเพื่อรักษาความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน (Higgins, 1972; Fama & French, 2001; Okeke et al., 2025) งานวิจัยที่ผ่านมา เช่น Mitton (2004) และ Imamah et al. (2019) พบว่า บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำ เนื่องจากมีความต้องการใช้กระแสเงินสด เพื่อรองรับโครงการลงทุนใหม่ ๆ ที่มีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางส่วนเสนอข้อค้นพบในทิศทางตรงกันข้าม โดยระบุว่า บริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงอาจเลือกใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นกลยุทธ์ในการส่งสัญญาณเชิงบวกต่อผู้ลงทุนภายนอก โดยเฉพาะในกรณีที่บริษัทต้องการแสดงความมั่นคง ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดและสร้างความเชื่อมั่นให้กับตลาด ตัวอย่างเช่น Chen et al. (2022) และ Okeke et al. (2025) พบว่า บริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโตสูงใช้การจ่ายเงินปันผล เพื่อส่งสัญญาณถึงความแข็งแกร่งทางการเงิน มากกว่าการใช้เงินปันผลเพื่อจัดการกับปัญหากระแสเงินสดส่วนเกิน

จากประเด็นที่กล่าวมาข้างต้น ระดับการเติบโตของบริษัทจึงสามารถมีบทบาทในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยทำให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวมีความแตกต่างกันไปภายใต้บริบทของระดับการเติบโตที่แตกต่างกัน กล่าวอีกนัยหนึ่ง การเติบโตของบริษัทอาจเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยอธิบายความไม่สอดคล้องของผลลัพธ์ในงานวิจัยที่ผ่านมาและสะท้อนถึงพลวัตของโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับพฤติกรรมทางการเงินของบริษัทได้อย่างชัดเจน

สมมติฐานที่ 5 การเติบโตของบริษัทมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับในเชิงลบของความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล

2.6 ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการจ่ายเงินปันผล: อิทธิพลกำกับของการเติบโตของบริษัท

โดยทั่วไปแล้วบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการสูงมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงกว่าที่เป็นเช่นนี้เพราะกรรมการอิสระทำหน้าที่เป็นกลไกสำคัญในการกำกับดูแลกิจการ โดยจะคำนึงอำนาจและตรวจสอบการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น Setia-Atmaja (2010) และ Kilincarslan (2021) ระบุว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการอิสระสูงจะกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการควบคุมโดยฝ่ายบริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่อย่างไรก็ตามกลยุทธ์การจัดการเงินสดและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทมีความแตกต่างกันไปตามศักยภาพการเติบโต ซึ่งสามารถอธิบายได้ผ่านมุมมองของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการส่งสัญญาณ บริษัทที่มีศักยภาพการเติบโตสูง (High-Growth Firms) คณะกรรมการและฝ่ายบริหารมักมีแรงจูงใจร่วมกันในการสะสมกระแสเงินสดไว้ภายในกิจการ เพื่อรักษาความยืดหยุ่นทางการเงินและเตรียมพร้อมสำหรับโอกาสในการลงทุนใหม่ โดยไม่ต้องพึ่งพาการกู้ยืมหรือการออกหุ้นเพิ่มทุนซึ่งมีต้นทุนสูง กลยุทธ์ดังกล่าวสะท้อนถึงการตัดสินใจที่มุ่งเน้นการสร้างมูลค่าในระยะยาว แม้ว่าจะนำไปสู่การจ่ายเงินปันผลที่อยู่ในระดับต่ำหรือไม่มีการจ่ายเลยก็ตาม ผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับมุมมองของทฤษฎีตัวแทนที่เชื่อว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะเก็บรักษาเงินสด เพื่อใช้ตามดุลยพินิจและสอดคล้อง

กับทฤษฎีการส่งสัญญาณซึ่งอธิบายได้ว่า การไม่จ่ายปันผลอาจสะท้อนถึงกลยุทธ์การลงทุนที่เน้นการขยายกิจการในอนาคตมากกว่าการคืนผลตอบแทนในปัจจุบัน (Fama & French, 2001; Mitton, 2004; Okeke et al. 2025) ตรงกันข้ามบริษัทที่มีศักยภาพการเติบโตต่ำ (Low-Growth Firms) คือ บริษัทที่เติบโตถึงจุดอิ่มตัวแล้วไม่จำเป็นต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ทำให้เกิดเงินสดส่วนเกินสะสมอยู่ภายในบริษัท ในบริบทนี้ คณะกรรมการอิสระมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลและลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น (Agency Conflict) โดยการผลักดันให้บริษัทนำเงินสดส่วนเกินมาใช้ในการจ่ายปันผล การดำเนินการดังกล่าวไม่เพียงช่วยคืนผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น แต่ยังทำหน้าที่เป็นกลไกในการควบคุมพฤติกรรมการใช้ทรัพยากรของฝ่ายบริหาร ป้องกันไม่ให้เงินสดถูกนำไปลงทุนในโครงการที่ไม่สร้างมูลค่าเพิ่ม อีกทั้งยังช่วยลดความเสี่ยงจากการตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาดของผู้บริหาร การจ่ายปันผลจึงทำหน้าที่ทั้งเป็นเครื่องมือด้านธรรมาภิบาลและเป็นสัญญาณเชิงบวกที่สะท้อนถึงเสถียรภาพทางการเงินและความมั่นคง (Thompson & Adasi Manu, 2021)

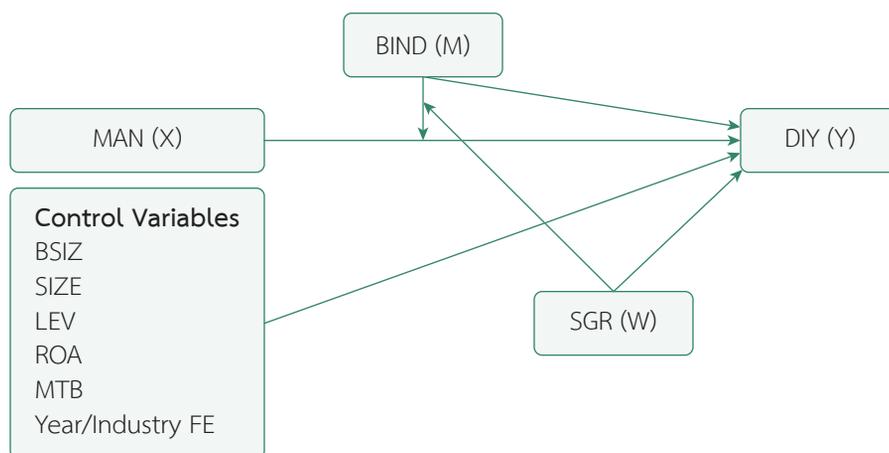
สมมติฐานที่ 6 การเติบโตของบริษัทมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับการจ่ายปันผล

2.7 การถือหุ้นโดยผู้บริหารและการจ่ายปันผล: อิทธิพลกำกับของความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการเติบโตของบริษัท

สมมติฐานนี้มีแรงจูงใจจากผลการวิจัยในอดีต ที่ยังไม่สามารถสรุปผลแน่ชัดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับนโยบายการจ่ายปันผล จากแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Miller & Rock, 1985) และทฤษฎีลำดับขั้นทางการเงิน (Myers & Majluf, 1984) ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับนโยบายการจ่ายปันผลไม่ได้เป็นแบบเส้นตรงหรือคงที่ หากแต่ขึ้นอยู่กับบริบทของปัจจัยภายในและโอกาสในการเติบโตของบริษัท ปัจจัยสำคัญสองประการที่อาจทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับ ได้แก่ (1) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งทำหน้าที่เป็นกลไกกำกับดูแลกิจการภายใน และ (2) ระดับการเติบโตของบริษัท ซึ่งส่งผลต่อข้อจำกัดและแรงจูงใจในการจัดสรรกระแสเงินสดของบริษัท ปัจจัยทั้งสองอาจมีผลร่วม (Interactive Effects) ต่อทิศทางและระดับของความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายปันผล กล่าวคือ ในบริษัทที่มีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระสูงและอัตราการเติบโตสูง การถือหุ้นของผู้บริหารอาจส่งผลในเชิงบวกต่อการจ่ายปันผล ขณะที่ในบริบทที่บริษัทมีอัตราการเติบโตสูง หรือขาดความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจลดลงหรือเปลี่ยนทิศทางไป สมมติฐานที่ 7 ของการวิจัยครั้งนี้จึงมีเป้าหมายเพื่อทดสอบอิทธิพลกำกับร่วม (Moderated Moderation Effect) ของความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการเติบโตของบริษัท ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับนโยบายการจ่ายปันผล อันเป็นจุดเด่นสำคัญ (Key Highlight) ของการศึกษานี้ ซึ่งนำไปสู่การอธิบายพลวัตเชิงซ้อนของโครงสร้างความเป็นเจ้าของและพฤติกรรมทางการเงินของบริษัทในตลาดเกิดใหม่ โดยขยายขอบเขตองค์ความรู้ให้ลึกซึ้งยิ่งขึ้นกว่างานวิจัยที่ผ่านมา

สมมติฐานที่ 7 ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการเติบโตของบริษัทมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับร่วมต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารต่อการจ่ายปันผล

จากการทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐานที่กล่าวมา ผู้วิจัยได้สังเคราะห์และนำเสนอกรอบแนวคิดในการวิจัย เพื่อมุ่งอธิบายพลวัตที่ซับซ้อนระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ กลไกกำกับดูแลกิจการภายในและพฤติกรรมทางการเงินของบริษัท ภายใต้บริบทของตลาดเกิดใหม่ที่มีลักษณะเฉพาะ กรอบแนวคิดนี้ไม่เพียงสะท้อนความพยายามในการเชื่อมโยงทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และทฤษฎีลำดับชั้นทางการเงิน (Pecking Order Theory) เท่านั้น แต่ยังถือเป็นการนำเสนอองค์ความรู้ใหม่ที่แตกต่างจากแนวทางของงานวิจัยในอดีตและมีความเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยในบริบทปัจจุบัน



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

หมายเหตุ คำอธิบายรายละเอียดเกี่ยวกับการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้นำเสนอไว้ในภาคผนวกที่ 1

3. ข้อมูลและระเบียบวิธีวิจัย

3.1 ข้อมูลและแหล่งที่มา

การศึกษานี้ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 475 บริษัท ครอบคลุมระยะเวลา 7 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึง พ.ศ. 2567 โดยข้อมูลที่น่ามาใช้เป็นข้อมูลแบบแผงที่สมดุล (Balanced Panel Data) รวมทั้งสิ้น 3,325 ข้อมูลรายปี ข้อมูลทั้งหมดได้มาจากฐานข้อมูล SETSMART ซึ่งสามารถเข้าถึงผ่านทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.setsmart.com) การแจกแจงรายละเอียดของกลุ่มตัวอย่างแสดงไว้ในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคัดเลือกตัวอย่างและการแจกแจงบริษัทตามกลุ่มอุตสาหกรรม

การคัดเลือกตัวอย่าง	จำนวนบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูลรายปี	ร้อยละ (%)
จำนวนบริษัททั้งหมดใน SET	683	สินค้าอุปโภคบริโภค	252	7.58
บริษัทในกลุ่มการเงินและการประกันภัย	(68)	เทคโนโลยี	266	7.79
ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	(67)	ทรัพยากร	350	10.74
บริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์และข้อมูลผิดปกติ	(73)	อุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร	413	12.42
คงเหลือ	475	อุตสาหกรรม	595	17.89
ระยะเวลา (ปี)	7	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	651	19.58
		บริการ	798	24.00
รวม	3,325		3,325	100.00

ในการศึกษาี้ ผู้วิจัยได้ดำเนินการตรวจสอบและจัดการกับข้อมูลผิดปกติ (Outliers) เพื่อให้มั่นใจในความถูกต้องและความน่าเชื่อถือของผลการวิเคราะห์ โดยใช้วิธีการสองแนวทาง ได้แก่ การตัดข้อมูลผิดปกติด้วย Mahalanobis Distance และการปรับค่าข้อมูลด้วยวิธี Winsorization ดังนี้

ขั้นแรก ได้มีการประเมินค่า Mahalanobis Distance เป็นวิธีการที่คำนึงถึงความสัมพันธ์ร่วมกันระหว่างตัวแปรหลายตัว (Multivariate Outliers) โดยพิจารณาค่าระยะห่างของแต่ละจุดข้อมูลจากค่าเฉลี่ยของกลุ่มในบริบทของ Covariance Matrix หากค่าดังกล่าวสูงเกินกว่าค่าที่กำหนดตาม Chi-square Distribution ที่ระดับนัยสำคัญ 0.001 จะถือว่าเป็นข้อมูลผิดปกติและถูกตัดออกจากชุดข้อมูลเพื่อป้องกันผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อการวิเคราะห์ (De Maesschalck et al., 2000)

ขั้นที่สอง เพื่อจัดการกับค่าผิดปกติ ผู้วิจัยได้ใช้วิธี Winsorization ซึ่งหมายถึง การแทนค่าผิดปกติในชุดข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series) ด้วยค่าที่ใกล้เคียงที่สุดภายในชุดข้อมูลนั้น ซึ่งเป็นกระบวนการปรับค่าที่อยู่สุดขอบของการแจกแจงให้อยู่ในช่วงที่เหมาะสม โดยไม่ตัดข้อมูลออกจากชุดข้อมูลทั้งหมด วิธีการนี้ช่วยลดอิทธิพลของค่าที่เบี่ยงเบนมากผิดปกติ (Nyitrai & Virág, 2019)

3.2 ตัวแปรในการวิจัย

ในการศึกษานี้ ตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์จำแนกออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ ตัวแปรตาม ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานและตัวแปรควบคุม ดังนี้

(1) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) ซึ่งใช้เป็นตัวแทนของพฤติกรรมกรรมการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล สามารถสะท้อนระดับผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับ ซึ่งเป็นวิธีการที่เหมาะสมในการประเมินความคุ้มค่าของการลงทุนในเชิงเปรียบเทียบ (Gul, 1999) ข้อได้เปรียบที่สำคัญของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลคือ เป็นอัตราส่วนที่สามารถเปรียบเทียบระหว่างบริษัทต่างขนาดได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยไม่ถูกจำกัดด้วยระดับราคาหุ้นหรือจำนวนเงินปันผลที่จ่ายเพียงอย่างเดียว (Khan et al., 2025) ดังนั้นการใช้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจึงมีความเหมาะสมในเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติ โดยเฉพาะเมื่อวัตถุประสงค์ของการศึกษาเน้นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ และปัจจัยทางการเงินกับพฤติกรรมกรรมการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในลักษณะที่สามารถเปรียบเทียบข้ามบริษัทและข้ามช่วงเวลาได้อย่างมีประสิทธิภาพ

(2) ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน (Test Variables) ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยที่คาดว่าจะมีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (Managerial Ownership) ซึ่งสะท้อนระดับความเป็นเจ้าของของฝ่ายบริหารที่อาจส่งผลต่อแรงจูงใจในการกำหนดนโยบายเงินปันผล (Jensen & Meckling, 1976; Shan, 2019; Kaur & Kaur, 2024) ตัวแปรกำกับ ได้แก่ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ซึ่งเป็นตัวชี้วัดด้านการกำกับดูแลกิจการภายในที่ส่งเสริมการตัดสินใจที่โปร่งใสและเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976; Setia-Atmaja, 2010; Kilincarslan, 2021; Thompson & Adasi Manu (2021) และการเติบโตของบริษัท (Sale Growth Rate) ซึ่งแสดงถึงโอกาสในการเติบโตและขยายกิจการในอนาคต รวมทั้งอาจส่งผลต่อการตัดสินใจในการเก็บรักษากำไรไว้ลงทุนหรือนำไปจ่ายปันผล (Gul, 1999; Okeke et al., 2025)

(3) ตัวแปรควบคุม (Control Variables) เพื่อให้การวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานต่อการจ่ายเงินปันผลมีความแม่นยำและปราศจากอคติจากปัจจัยร่วม งานวิจัยนี้จึงได้กำหนดตัวแปรควบคุมที่มีแนวโน้มจะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมกรรมการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนไว้อย่างรอบด้านตามวรรณกรรมในอดีต โดยครอบคลุมทั้งลักษณะภายในบริษัท สถานะทางการเงินและสภาพแวดล้อมจากภายนอก ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) สะท้อนถึงโครงสร้างของกลไกการกำกับดูแลกิจการภายใน โดยบริษัทที่มีจำนวนกรรมการมากอาจมีความหลากหลายด้านมุมมองและบทบาทการตรวจสอบที่เข้มงวดมากขึ้น ส่งผลต่อทิศทางการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล (Fama & Jensen, 1983; Khan et al., 2025) ขนาดของบริษัท (Firm Size) ซึ่งวัดจากมูลค่าสินทรัพย์รวม โดยบริษัทขนาดใหญ่ มักมีแหล่งทรัพยากรที่มั่นคงกว่า มีความสามารถในการเข้าถึงตลาดทุนและเผชิญความไม่แน่นอนในการดำเนินงานน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ส่งผลให้มีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลได้ต่อเนื่องมากกว่า (Gul, 1999; Fama & French, 2001; Khan et al., 2025) ภาระหนี้สิน (Leverage) ซึ่งแสดงถึงข้อจำกัดทางการเงินของบริษัท โดยบริษัทที่มีระดับหนี้สินสูงอาจต้องรักษาสภาพคล่องเพื่อชำระหนี้ ทำให้มีทรัพยากรทางการเงินที่จำกัดในการจ่ายเงินปันผล (Gul, 1999; Jensen & Meckling, 1976; Thompson & Adasi Manu, 2021) ผลการดำเนินงาน (Return on Assets: ROA) ถูกนำมาใช้เป็นตัวแทนของความสามารถในการสร้างกำไรจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ ซึ่งเป็นแหล่งที่มาหลักของเงินสดสำหรับการจ่ายปันผล ความสามารถ

ในการทำกำไรในระดับสูงจึงมีแนวโน้มสนับสนุนการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้น (Mai et al., 2023; Kaur & Kaur, 2024) รวมถึงอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market-to-Book Ratio: MTB) ซึ่งสะท้อนการประเมินค่าของนักลงทุนต่อมูลค่าของบริษัทใน (Khan et al., 2025) นอกจากนี้ เพื่อควบคุมอิทธิพลจากปัจจัยภายนอกที่เปลี่ยนแปลงตามช่วงเวลาและลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรม งานวิจัยนี้ยังได้ควบคุมผลกระทบของช่วงเวลา (Time Effects) โดยใช้ตัวแปรจำลองรายปี เพื่อสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของบริษัทเศรษฐกิจในแต่ละปีและผลกระทบของประเภทอุตสาหกรรม (Industry Effects) โดยใช้ตัวแปรจำลองอุตสาหกรรม เพื่อควบคุมความแตกต่างด้านโครงสร้างธุรกิจและวัฏจักรทางเศรษฐกิจระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม (Setia-Atmaja, 2010; Thompson & Adasi Manu, 2021) การควบคุมตัวแปรเหล่านี้ มีความสำคัญอย่างยิ่งในการลดปัญหาอคติจากการละเว้นตัวแปรสำคัญ (Omitted Variable Bias) และช่วยให้ผลการประมาณค่าจากแบบจำลองสะท้อนความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระได้อย่างถูกต้องเชิงสถิติ

หมายเหตุ คำอธิบายรายละเอียดเกี่ยวกับการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้นำเสนอไว้ในภาคผนวกที่ 1

3.3 แบบจำลองการวิเคราะห์

การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ให้แนวทาง Moderated Moderation โดยใช้เครื่องมือทางสถิติ PROCESS Macro (Hayes, 2022) ซึ่งมีความสามารถในการตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงปฏิสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรกำกับหนึ่งระดับและสองระดับได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยใช้ Model 3 ซึ่งออกแบบมาเพื่อทดสอบอิทธิพลเชิงซ้อนของตัวแปรกำกับร่วมสองตัวต่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม การใช้ PROCESS Macro ช่วยให้สามารถประมาณค่าผลกระทบแบบมีเงื่อนไข (Conditional Effects) ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการตีความเชิงนโยบายเกี่ยวกับปัจจัยที่มีบทบาทในการส่งเสริมหรือยับยั้งพฤติกรรมการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นภายใต้บริบทของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

แบบจำลองในการทดสอบสมมติฐาน

$$\begin{aligned} \text{DIV}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{MAN}_{it} + \beta_2 \text{BIND}_{it} + \beta_3 \text{SGR}_{it} + \beta_4 \text{MAN}_{it} * \text{BIND}_{it} + \beta_5 \text{MAN}_{it} * \text{SGR}_{it} + \beta_6 \text{BIN}_{it} * \text{SGR}_{it} \\ & + \beta_7 \text{MAN}_{it} * \text{BIND}_{it} * \text{SGR}_{it} + \beta_8 \text{BSIZ}_{it} + \beta_9 \ln \text{SIZE}_{it} + \beta_{10} \text{ROA}_{it} + \beta_{11} \text{MTB}_{it} \\ & + \text{Industry/YEAR Fixed Effect} + e_{it} \end{aligned}$$

โดยที่ e_{it} คือ ค่าคลาดเคลื่อนแบบสุ่มของบริษัท i ในช่วงเวลา t ซึ่งแสดงถึงความแปรปรวนที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระที่รวมอยู่ในแบบจำลอง ค่าคลาดเคลื่อนนี้ยังรวมถึงความแปรปรวนที่เกิดจากปัจจัยเฉพาะของบริษัทและอุตสาหกรรมซึ่งไม่เปลี่ยนแปลงตามช่วงเวลา (Time-Invariant Unobservable Heterogeneity) โดยในแบบจำลองนี้ได้ควบคุมผลกระทบดังกล่าวไว้แล้วผ่านการใช้ตัวแปรจำลอง (Dummy Variables) สำหรับบริษัทและอุตสาหกรรมในลักษณะของ Fixed Effects เพื่อให้การประมาณค่ามีความเที่ยงตรงมากยิ่งขึ้น (Rumelt, 1991; Mummolo & Peterson, 2018)

4. ผลการวิเคราะห์และอภิปรายผล

4.1 สถิติเชิงพรรณนา

ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้นำเสนอไว้ในตารางที่ 2 ทั้งนี้ ข้อมูลยังไม่ได้ผ่านการ Winsorization เพื่อให้สามารถสะท้อนการกระจายของข้อมูลได้อย่างถูกต้องตามความเป็นจริง

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร (Variables)	N	MIN	MAX	Mean	SD	Skewness	Kurtosis
การจ่ายเงินปันผล (DIV) : %	3,325	0.000	10.220	2.818	2.814	0.857	-0.205
การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN) : %	3,325	0.000	73.890	11.860	16.739	1.479	1.381
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) : %	3,325	30	100	43.14	9.548	1.181	1.334
การเติบโตของบริษัท (SGR) : เท่า	3,325	-0.320	0.390	0.041	0.196	0.059	-0.957
ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZ) : คน	3,325	5	21	9.980	2.423	0.796	0.455
ขนาดของบริษัท (lnSIZE) : ลอการิทึม	3,325	11.960	21.950	15.814	1.572	0.721	0.370
ภาระหนี้สิน (LEV) : เท่า	3,325	0.011	6.831	1.033	0.215	2.031	5.490
ผลการดำเนินงาน (ROA) : เท่า	3,325	-0.05	0.31	0.059	0.068	1.028	1.574
อัตราส่วนมูลค่าตลาด (MTB) : เท่า	3,325	0.340	6.660	1.658	1.452	1.694	2.231

จากการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทน (DIV) ซึ่งเป็นตัวแปรตามของการศึกษา มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.818% แสดงถึง ระดับผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากการลงทุน โดยมีค่าสูงสุดที่ 10.22% และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ค่อนข้างสูง (SD = 2.814) สะท้อนถึง ความแตกต่างในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลระหว่างบริษัท ข้อมูลยังมีลักษณะเบ้ขวา (Skewness = 0.857) ซึ่งบ่งชี้ว่า บริษัทส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับต่ำ ขณะที่บางบริษัทที่ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยอย่างมาก ทำให้เกิดค่าที่กระจายไปทางขวาของการแจกแจงข้อมูล

การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.86% แต่มีค่าความเบ้สูง (Skewness = 1.479) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูง (SD = 16.739) แสดงถึง โครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียนไทย กระจายตัวกว้างและไม่สมมาตร กล่าวคือ มีบริษัทจำนวนมากที่ผู้บริหารถือหุ้นในระดับต่ำ แต่มีส่วนน้อยที่ถือหุ้นสูงมากจนถึงค่าเฉลี่ยให้สูงขึ้น ส่วนของความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) พบว่า มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 43.14% ซึ่งถือว่า อยู่ในระดับที่สอดคล้องกับแนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่แนะนำให้บริษัทมีกรรมการอิสระไม่น้อยกว่าหนึ่งในสามของจำนวนกรรมการทั้งหมด (The Stock Exchange of Thailand, 2017) โดยค่าดังกล่าวสะท้อนว่า กลุ่มตัวอย่างมีโครงสร้างคณะกรรมการ

ที่ส่งเสริมการกำกับดูแลที่เป็นอิสระในระดับที่เหมาะสม การเติบโตของยอดขาย (SGR) ซึ่งใช้เป็นตัวแทนของการเติบโตของบริษัท มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.041 เท่า หรือประมาณ 4.1% ต่อปี

ตัวแปรควบคุมอื่น ๆ แสดงลักษณะการกระจายของข้อมูลที่หลากหลาย โดยขนาดของคณะกรรมการ (BSIZ) มีค่าเฉลี่ย 9.98 คน ขนาดของบริษัท (lnSIZE) มีค่าเฉลี่ย 15.814 ซึ่งแสดงถึงระดับสินทรัพย์รวมที่กระจุกตัวในช่วงระดับกลางถึงใหญ่ ภาระหนี้สิน (LEV) มีค่าเฉลี่ย 1.033 เท่า แต่มีค่าความเบ้และความโด่งสูงมาก (Skewness = 2.031; Kurtosis = 5.490) บ่งชี้ว่า มีบางบริษัทที่มีภาระหนี้สินอยู่ในระดับสูงมากอย่างผิดปกติ ด้านผลการดำเนินงาน (ROA) พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.059 เท่า หรือประมาณ 5.9% โดยค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.31 เท่า และค่าต่ำสุดอยู่ที่ -0.05 เท่า ซึ่งชี้ให้เห็นว่า มีบริษัทบางส่วนที่ขาดทุนจากการดำเนินงาน ส่วนอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MTB) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.658 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับการที่บริษัทส่วนใหญ่ได้รับการประเมินมูลค่าจากตลาดในระดับที่สูงกว่ามูลค่าทางบัญชี

ค่าสถิติเชิงพรรณนาในตารางที่ 2 สะท้อนให้เห็นถึงลักษณะข้อมูลบางตัวแปร มีลักษณะที่เบ้หรือมีความโด่งที่เบี่ยงเบนจากการแจกแจงปกติ (Non-Normal Distribution) อันอาจส่งผลต่อความถูกต้องของการประมาณค่าในแบบจำลอง อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยมิได้ละเลยลักษณะของข้อมูลดังกล่าวและได้ดำเนินการทดสอบความแข็งแกร่งของข้อมูล (Robustness Check) เพื่อประเมินความไวของผลการวิเคราะห์ต่อข้อมูลที่มีค่าผิดปกติหรือการแจกแจงที่ไม่เป็นปกติ โดยใช้เทคนิคที่เหมาะสม โดยการนำ Winsorization นอกจากนี้ ผู้วิจัยใช้เทคนิค Bootstrapping ในตารางที่ 6 ผลจากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหลักมีความสม่ำเสมอและระดับนัยสำคัญทางสถิติยังคงอยู่ในทิศทางเดียวกันกับการวิเคราะห์หลัก ส่งผลให้สามารถสรุปได้ว่า ผลลัพธ์ของแบบจำลองมีความแข็งแกร่งและไม่ขึ้นอยู่กับลักษณะเฉพาะของการแจกแจงข้อมูลในกลุ่มตัวอย่างที่ใช้

4.2 สหสัมพันธ์ของตัวแปรทดสอบสมมติฐาน

ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยได้รายงานค่าดัชนีความแปรปรวนร่วม (Variance Inflation Factor: VIF) ในสองรูปแบบ ได้แก่ VIF (1) เป็นค่าจริงที่คำนวณจากตัวแปร โดยไม่ผ่านการแปลงข้อมูล และ VIF (2) เป็นการแปลงตัวแปรให้มีค่าเฉลี่ยเป็นศูนย์ (Mean Centering) เพื่อจัดการกับปัญหา Multicollinearity ที่อาจเกิดจากการสร้างตัวแปรปฏิสัมพันธ์ การรายงานค่า VIF ทั้งสองรูปแบบ มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบและประเมินระดับของ Multicollinearity ได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้ตารางที่ 3 แสดงค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้ โดยโครงสร้างของตารางแบ่งออกเป็นสองส่วนคือ

ส่วนด้านบนของเส้นทแยงมุมหลัก แสดงค่า สหสัมพันธ์ของตัวแปรในรูปแบบ ค่าจริง โดยไม่ผ่านการแปลงข้อมูล

ส่วนด้านล่างของเส้นทแยงมุมหลัก แสดงค่า สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ผ่านการ แปลง Mean Centering แล้ว เพื่อใช้ในการวิเคราะห์การปฏิสัมพันธ์ (3-Ways Interaction) และเพื่อลดปัญหา Multicollinearity ที่อาจเกิดขึ้นจากการสร้างตัวแปรปฏิสัมพันธ์

ตารางที่ 3 ตารางสหสัมพันธ์ขั้นต้นของตัวแปรทดสอบสมมติฐาน

ตัวแปร	VIF (1)	VIF (2)	MAN	BIND	SGR	XM	XW	MW	XMW	BSIZ	lnSIZE	LEV	ROA	MTB
การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN)	27.01	1.13	1	.128**	0.010	.972**	.159**	0.020	.166**	-.205**	-.163**	-0.037	.101**	0.036
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	1.79	1.18	.128**	1	.043*	.260**	.066**	.107**	.102**	-.247**	.064**	0.037	-0.006	-0.012
การเติบโตของบริษัท (SGR)	32.65	1.29	0.010	.043*	1	0.020	.563**	.975**	.557**	-0.016	.096**	.063**	.266**	.100**
MAN*BIND (XM)	28.62	1.03	.129**	-0.023	0.025	1	.170**	0.039	.189**	-.229**	-.150**	-0.033	.100**	0.036
MAN*SGR (XW)	43.66	1.03	-0.021	0.024	-0.019	0.037	1	.566**	.982**	-.059**	0.005	0.025	.191**	.109**
BIND*SGR (MW)	33.54	1.05	0.023	.102**	.081**	0.013	.078**	1	.584**	-0.026	.107**	.074**	.255**	.092**
MAN*BIND*SGR (XMW)	45.47	1.04	.040*	0.021	.089**	0.033	.098**	-.088**	1	-.068**	0.004	0.031	.185**	.111**
ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZ)	1.54	1.54	-.205**	-.247**	-0.016	-0.014	-0.018	0.002	-.044*	1	.446**	.077**	0.040	0.026
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	1.85	1.85	-.163**	.064**	.096**	-.041*	-0.028	.054**	-.046*	.446**	1	.423**	.072**	.064**
ภาระหนี้สิน (LEV)	1.47	1.47	-0.037	0.037	.063**	-0.023	-0.006	.054**	0.005	.077**	.423**	1	-.204**	.082**
ผลการดำเนินงาน (ROA)	1.43	1.43	.101**	-0.006	.266**	0.037	0.025	0.005	0.020	0.040	.072**	-.204**	1	.377**
อัตราส่วนมูลค่าตลาด (MTB)	1.39	1.39	0.036	-0.012	.100**	0.023	.056**	-0.012	.059**	0.026	.064**	.082**	.377**	1

หมายเหตุ ***, ** and * significance at the 0.01, 0.05 and 0.10 level, respectively

ก่อนการดำเนินการวิเคราะห์เชิงสถิติพบว่า ข้อมูลที่ใช้สร้างแบบจำลองมีปัญหา Multicollinearity (ภาวะร่วมเส้นตรงพหุ) อย่างรุนแรง โดยสังเกตได้จากค่า VIF (1) ของตัวแปรบางตัว ได้แก่ MAN, SGR และ XW ซึ่งมีค่า VIF สูงถึง 27.01, 32.65 และ 43.66 ตามลำดับ ตัวเลขดังกล่าวเกินกว่าขอบเขตที่ยอมรับได้ ($VIF > 10$) อย่างมากและสะท้อนว่า ตัวแปรเหล่านี้มีความสัมพันธ์เชิงเส้นที่สูงมากกับตัวแปรอื่นในแบบจำลอง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อมีการสร้างตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (Interaction Terms) เข้ามาเพิ่มเติม ปัญหานี้ยังปรากฏชัดจากค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรซึ่งสูงถึง 0.982 ซึ่งเกินเกณฑ์มาตรฐานที่แนะนำไว้ที่ 0.8 จึงยืนยันถึงความรุนแรงของปัญหา Multicollinearity ที่อาจบิดเบือนค่าประมาณสัมประสิทธิ์และการตีความผลลัพธ์ เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้มีการใช้เทคนิค Mean Centering หรือการปรับค่าตัวแปรให้อยู่ในรูปที่ค่าเฉลี่ยเป็นศูนย์ ผลการตรวจสอบค่า VIF (2) ภายหลังจากแปลงข้อมูลพบว่า ลดลงอย่างชัดเจน โดยทุกตัวแปร มีค่า VIF ต่ำกว่า 5 ซึ่งอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ตามเกณฑ์ที่นักวิชาการหลายท่านแนะนำ เช่น Hair et al. (2019) และ Tsagris & Pandis (2021) การปรับเปลี่ยนดังกล่าวทำให้มั่นใจได้ว่า ไม่มีปัญหา Multicollinearity และช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของการประมาณค่าพารามิเตอร์ในแบบจำลอง

ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติมซึ่งนำเสนอในภาคผนวกที่ 2 แสดงให้เห็นว่า การละเลยการทำ Mean Centering ในแบบจำลองที่มีตัวแปรกำกับ (Interaction Terms) จะนำไปสู่ผลเสียหลายประการ ได้แก่ (1) ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรบางตัวเปลี่ยนทิศทางหรือมีค่าขนาดที่ผิดเพี้ยน (2) ผลการวิเคราะห์บิดเบือนและอาจไม่สะท้อนความเป็นจริง และ (3) ทำให้ข้อสรุปการวิจัยคลาดเคลื่อนไปจากความถูกต้องเชิงทฤษฎีและเชิงประจักษ์ ดังนั้นการตัดสินใจใช้ Mean Centering จึงเป็นมาตรการที่ถูกต้องและมีความสำคัญอย่างยิ่ง เพราะไม่เพียงช่วยลดปัญหา Multicollinearity ให้อยู่ในระดับที่ยอมรับได้ แต่ยังรับประกันความถูกต้องและความน่าเชื่อถือของผลการวิเคราะห์เชิงสถิติในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรปฏิสัมพันธ์อีกด้วย

4.3 การอภิปรายผลการวิจัย

การอภิปรายผลในส่วนนี้จะใช้แบบจำลอง PROCESS Macro ของ Hayes (Model 3) ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ถึง 7 เนื่องจากแบบจำลองมีความเหมาะสมต่อการวิเคราะห์พลวัตของตัวแปรกับกับอิทธิพลร่วม (Moderated Moderation) (Hayes, 2022) การใช้ Model 3 ช่วยให้สามารถตรวจสอบปฏิสัมพันธ์สามทาง (3-Ways Interactions) จะนำไปสู่ความเข้าใจเชิงลึกเกี่ยวกับบทบาทกำกับร่วมของกลไกภายใน ในการกำหนดนโยบายการเงินปันผลในบริษัทจดทะเบียนของไทย

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ด้วย PROCESS Macro ของ Hayes (Model 3: Direct Paths, Two-Way And Three-Way Interaction Effects)

Hypothesis Effect	β	SE	t-value	p-value	95% Confidence interval		Results
					Lower level	Upper level	
Constant	-0.198	0.577	-0.343	0.732	-1.329	0.934	
<i>Direct Effects</i>							
H1 (+) การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN)	0.007	0.003	2.163	0.031**	0.001	0.013	Supported
H2 (+) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	0.538	0.568	0.947	0.344	-0.576	1.652	
H3 (-) การเติบโตของบริษัท (SGR)	-2.392	0.289	-8.271	0.000***	-2.959	-1.825	Supported
ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZ)	0.093	0.026	3.627	0.000***	0.043	0.143	
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	0.091	0.043	2.093	0.037**	0.006	0.176	
ภาระหนี้สิน (LEV)	-0.427	0.282	-1.515	0.130	-0.980	0.126	
ผลการดำเนินงาน (ROA)	18.870	0.884	21.349	0.000***	17.137	20.603	
อัตราส่วนมูลค่าตลาด (MTB)	-0.373	0.041	-9.204	0.000***	-0.453	-0.294	
<i>Two-Way Interaction</i>							
H4 (+) MAN * BIND (XM)	0.123	0.033	3.675	0.000***	0.057	0.188	Supported
H5 (-) MAN * SGR (XW)	-0.019	0.016	-1.206	0.228	-0.049	0.012	
H6 (-) BIND * SGR (MW)	3.160	2.688	1.176	0.240	-2.110	8.431	
<i>Three-Way Interaction</i>							
H7 MAN * BIND * SGR (XMW)	-0.715	0.183	-3.909	0.000***	-1.074	-0.356	Supported
YEAR/ Industry FE	Included						
R2	0.2573						
R2-change	0.0048						
Observations	3325						
Number of firms	475						
Year	2018–2024						

หมายเหตุ β = Unstandardized Coefficient; SE = Standard Error, ***, ** and * significance at the 0.01, 0.05 and 0.10 level, respectively

สมมติฐานที่ 1 (H1) การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIV)

ผลการวิเคราะห์สนับสนุนสมมติฐานที่ 1 การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล ($\beta = 0.007, p < 0.05$) ผลลัพธ์นี้สะท้อนให้เห็นว่า เมื่อผู้บริหารมีส่วนการถือหุ้นในบริษัทเพิ่มขึ้น มีแนวโน้มที่จะสนับสนุนนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น เพื่อส่งเสริมผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นรวมถึงตนเองในฐานะเจ้าของร่วม การถือหุ้นโดยผู้บริหารมีบทบาทเป็นกลไกปรับแนวแรงจูงใจที่ช่วยลดช่องว่างของความขัดแย้ง เพราะเมื่อผู้บริหารมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นร่วม จะมีแรงจูงใจทางการเงินในการเพิ่มมูลค่าบริษัทให้สูงสุดและจะได้รับผลกระทบโดยตรงจากผลการดำเนินงานของบริษัท (Tran et al., 2024) นอกจากนี้ การจ่ายเงินปันผลยังทำหน้าที่เป็นกลไกควบคุมภายใน ที่ช่วยลดปัญหาการใช้เงินส่วนเกินไปในทางที่ไม่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น (Lubis et al., 2025; Rasheed & Tahir, 2025) งานวิจัยนี้ชี้ชัดว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างกลไกกำกับดูแลกิจการ เพราะทำให้แรงจูงใจของผู้บริหารสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น

สมมติฐานที่ 2 (H2) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIV)

ผลการวิเคราะห์พบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ($\beta = 0.538, p > 0.05$) ทำให้สมมติฐานที่ 2 ไม่ได้ได้รับการสนับสนุน สะท้อนให้เห็นว่า คณะกรรมการอิสระเพียงอย่างเดียว ยังไม่สามารถกำหนดนโยบายเงินปันผลได้อย่างมีประสิทธิภาพ สะท้อนให้เห็นว่า คณะกรรมการอิสระเพียงปัจเจกเดี่ยวอาจยังไม่เพียงพอในการกำหนดนโยบายเงินปันผล โดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนาที่อาจมีความเข้มแข็งของกลไกกำกับดูแลแตกต่างจากประเทศพัฒนาแล้ว (La Porta et al., 2000) อย่างไรก็ตาม แม้ตัวแปรความเป็นอิสระของคณะกรรมการจะไม่แสดงอิทธิพลโดยตรงในการทดสอบสมมติฐานนี้ แต่ผลจากสมมติฐานที่ 4 กลับชี้ว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับ (Moderator) ที่เสริมความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลได้อย่างมีนัยสำคัญ

สมมติฐานที่ 3 (H3) การเติบโตของบริษัท (SGR) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล (DIV)

ผลการวิเคราะห์สนับสนุนสมมติฐานที่ 3 พบว่า การเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล ($\beta = -2.392, p < 0.001$) สนับสนุนแนวคิดของทฤษฎีลำดับขั้นทางการเงิน (Myers & Majluf, 1984) ที่ระบุว่า บริษัทมักใช้แหล่งเงินทุนภายในเป็นอันดับแรก โดยเฉพาะในช่วงที่มีแผนการเติบโตบริษัทจะมีแนวโน้มเก็บรักษากำไรสะสมไว้เพื่อรองรับการลงทุนมากกว่าการจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น ในบริบทของตลาดทุนไทยลักษณะโครงสร้างของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ โดยเฉพาะบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว มีความต้องการใช้เงินทุนอย่างต่อเนื่องส่งผลให้การเก็บรักษากระแสเงินสดไว้ใช้ลงทุนกลายเป็นกลยุทธ์หลักมากกว่าการแบ่งจ่ายผลตอบแทนผ่านเงินปันผล สอดคล้องกับข้อเสนอของ Higgins (1972), Fama & French (2001) และ Okeke et al. (2025) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการเติบโตกับอัตราการจ่ายเงินปันผลเช่นเดียวกัน

สมมติฐานที่ 4 (H4) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) มีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับในเชิงบวกของความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN) กับการจ่ายเงินปันผล (DIV)

ผลการวิเคราะห์สนับสนุนสมมติฐานที่ 4 ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับที่ส่งเสริมความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล (DIV) ($\beta = 0.123, p < 0.001$) สนับสนุนแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนที่ชี้ว่า กลไกการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพผ่านความเป็นอิสระของคณะกรรมการสามารถควบคุม

พฤติกรรมแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนของผู้บริหารและปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983) หากบริษัทมีคณะกรรมการอิสระที่มีอำนาจตรวจสอบอย่างแท้จริงจะสามารถช่วยลดความเสี่ยง ส่งเสริมให้การตัดสินใจด้านนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มีความโปร่งใสและตอบสนองต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวม (Setia-Atmaja, 2010; Shan, 2019; Kilincarslan, 2021) นอกจากนี้ ผลการศึกษานี้ยืนยันกลไกที่ประสานการทำงานอย่างเป็นระบบ ซึ่งเสนอว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการถือหุ้นของผู้บริหารสามารถทำงานร่วมกัน เพื่อสนับสนุนการกำหนดนโยบายที่เป็นธรรมโดยเฉพาะในการจัดสรรผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 5 (H5) การเติบโตของบริษัท (SGR) มีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับในเชิงลบของความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล

ผลการวิเคราะห์ที่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = -0.019, p > 0.05$) จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 5 ซึ่งแสดงว่า ระดับการเติบโตของบริษัท ไม่ได้ส่งผลเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ภายใต้ทฤษฎีการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลมักถูกใช้เป็นการสื่อสารถึงความมั่นคงทางการเงิน ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดและความแข็งแกร่งในอนาคตของบริษัท (Miller & Rock, 1985) อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีนี้มีข้อจำกัดในการอธิบายพฤติกรรมของบริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูง ซึ่งมักเลือกเก็บรักษากระแสเงินสดไว้ เพื่อใช้ลงทุนมากกว่าจ่ายเงินปันผล (Higgins, 1972; Fama & French, 2001; Okeke et al., 2025) แม้สมมติฐานนี้จะไม่ได้รับการสนับสนุนเชิงสถิติในงานวิจัยนี้ แสดงให้เห็นว่า ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงความซับซ้อนของพลวัตระหว่างการเติบโตของบริษัท โครงสร้างความเป็นเจ้าของและพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะในบริบทของตลาดหุ้นไทย ซึ่งบริษัทจดทะเบียนอาจมีแนวทางในการจัดสรรกำไรที่แตกต่างกันออกไปตามกลยุทธ์การดำเนินงาน สภาพแวดล้อมทางธุรกิจและโครงสร้างการบริหารภายใน กล่าวอีกนัยหนึ่ง ระดับการเติบโตของบริษัทไม่ใช่ปัจจัยที่เปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลโดยตรง หากแต่ทำหน้าที่ร่วมกับปัจจัยอื่นในการกำหนดพฤติกรรมทางการเงินของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ซึ่งงานวิจัยนี้ได้พบประเด็นสำคัญในสมมติฐานที่ 7 ที่ชี้ให้เห็นถึงอิทธิพลของปฏิสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหาร ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการเติบโตของบริษัทที่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 6 (H6) การเติบโตของบริษัท (SGR) มีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับในเชิงลบของความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) กับการจ่ายเงินปันผล (DIV)

ผลการวิเคราะห์ที่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = 3.160, p > 0.05$) จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 6 อธิบายได้ว่า คณะกรรมการอิสระยังไม่มีบทบาทเพียงพอในการควบคุมนโยบายการจัดสรรกระแสเงินสด โดยเฉพาะในช่วงที่บริษัทมีแผนการเติบโตเชิงรุกตามทฤษฎีลำดับขั้นทางการเงิน บริษัทที่มีศักยภาพการเติบโตสูงมักเลือกเก็บรักษากระแสเงินสดไว้ใช้ลงทุน เพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนจากการระดมทุนภายนอก (Myers & Majluf, 1984) ส่งผลให้คณะกรรมการอิสระแม้มีบทบาทกำกับติดตาม แต่ก็อาจสนับสนุนฝ่ายบริหารในการรักษาความยืดหยุ่นทางการเงินมากกว่าการจ่ายเงินปันผล แม้ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 6 จะไม่แสดงความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ผลลัพธ์ดังกล่าวก็สะท้อนให้เห็นถึงข้อจำกัดของการพิจารณากลไกกำกับดูแลในมิติเดียว กล่าวคือ บทบาทของคณะกรรมการอิสระอาจไม่สามารถอธิบายพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลได้อย่างชัดเจน หากไม่พิจารณาร่วมกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของภายในบริษัทโดยเฉพาะการถือหุ้นของผู้บริหาร ดังนั้นเพื่อให้เข้าใจพลวัตของกลไกการกำกับดูแลกิจการภายในบริษัทได้อย่างชัดเจน งานวิจัยนี้จึงได้ขยาย

การวิเคราะห์ไปสู่ปฏิสัมพันธ์สามทาง (3-ways Interaction) ซึ่งปรากฏผลลัพธ์สำคัญในสมมติฐานที่ 7 โดยชี้ให้เห็นว่าการถือหุ้นโดยผู้บริหาร ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและระดับการเติบโตของบริษัท มีอิทธิพลร่วมกันต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีความเชื่อมโยงและทำงานร่วมกันภายใต้โครงสร้างความเป็นเจ้าของและบริบทของบริษัท กล่าวคือ ผลลัพธ์ของกลไกใดกลไกหนึ่ง เช่น การถือหุ้นโดยผู้บริหาร หรือความเป็นอิสระของคณะกรรมการอาจไม่ชัดเจนหากพิจารณาแยกจากกัน แต่จะส่งผลต่อการตัดสินใจด้านการจ่ายเงินปันผลเมื่อพิจารณาร่วมกับระดับการเติบโตของบริษัท

สมมติฐานที่ 7 (H7) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการเติบโตของบริษัท มีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับร่วมของความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารต่อการจ่ายเงินปันผล

ผลการวิเคราะห์สนับสนุนสมมติฐานที่ 7 ($\beta = -0.715, p < 0.001$) สะท้อนให้เห็นภาพที่ชัดเจนว่า อิทธิพลของการถือหุ้นโดยผู้บริหารต่อการจ่ายเงินปันผลไม่ได้มีลักษณะคงที่ หากแต่ลดลงเมื่อบริษัทมีระดับการเติบโตที่สูงขึ้นและมีคณะกรรมการที่มีความเป็นอิสระมากขึ้น การค้นพบนี้ช่วยคลี่คลายข้อถกเถียงในงานวิจัยที่ผ่านมา ซึ่งยังไม่สามารถให้คำตอบที่แน่ชัดต่อบทบาทของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้ ความสัมพันธ์ที่ปรากฏสะท้อนถึงลักษณะที่ไม่เป็นเชิงเส้นและไม่คงที่ โดยมีปัจจัยกำกับที่สำคัญคือกลไกการกำกับดูแลกิจการผ่านคณะกรรมการอิสระและสถานะการเติบโตของบริษัท การที่ผลลัพธ์ชี้ให้เห็นพลวัตเชิงซ้อนระหว่างกลไกทั้งสองนี้ ทำให้เห็นว่า การพิจารณาเพียงปัจจัยใดปัจจัยหนึ่งไม่เพียงพอต่อการอธิบายพฤติกรรมของบริษัท แต่ต้องมองในลักษณะการทำงานร่วมกันที่ซับซ้อนและเปลี่ยนแปลงไปตามเงื่อนไขของแต่ละบริษัท นอกจากนี้ ความสำคัญของผลลัพธ์ยังอยู่ที่การเชื่อมโยงกับบริบทของตลาดเกิดใหม่อย่างประเทศไทย ซึ่งระบบการกำกับดูแลกิจการยังคงมีความแตกต่างกันทั้งด้านโครงสร้างและลักษณะของอุตสาหกรรม การค้นพบนี้จึงไม่เพียงแต่ยืนยันแนวคิดเชิงทฤษฎี หากยังสะท้อนถึงความเป็นจริงในเชิงปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดทุนไทย เมื่อพิจารณาการแสดงผลเชิงเงื่อนไขที่นำเสนอในตารางที่ 5 ก็ยิ่งทำให้เห็นชัดเจนว่าระดับของความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการเติบโตของบริษัทสามารถเปลี่ยนแปลงทิศทาง และขนาดของผลกระทบที่การถือหุ้นโดยผู้บริหารมีต่อการจ่ายเงินปันผลได้อย่างไร ซึ่งเป็นการขยายขอบเขตการวิเคราะห์ที่ช่วยให้ได้ภาพรวมที่สมบูรณ์และน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น

กล่าวโดยสรุป การสนับสนุนสมมติฐานที่ 7 ชี้ให้เห็นถึงบทบาทของปัจจัยเชิงบริบทที่มีความสำคัญต่อการอธิบายพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลของบริษัทและเป็นการเพิ่มคุณค่าให้กับองค์ความรู้ในด้านทฤษฎีและการกำกับดูแลกิจการ โดยเน้นย้ำว่า ผลลัพธ์เหล่านี้มิได้เกิดจากปัจจัยใดปัจจัยหนึ่ง หากแต่เกิดจากพลวัตของกลไกหลายด้านที่ทำงานร่วมกันอย่างซับซ้อนในสภาวะแวดล้อมของตลาดทุนที่แตกต่างกัน

ตารางที่ 5 ผลลัพธ์เชิงเงื่อนไขของตัวแปรอธิบายหลักเมื่อพิจารณาระดับต่างๆ (ต่ำ กลางและสูง) ของตัวแปรกำกับ

Level of BIND	Level of SGR	β	SE	t-value	p-value	95% CI	
						Lower	Upper
Low-BIND 33.59%	Low-SGR_ 15.52%	-0.015	0.007	-2.193	0.028**	-0.028	-0.002
	Medium-SGR_ 4.09%	-0.005	0.005	-1.017	0.309	-0.014	0.005
	High-SGR_ 23.7%	0.005	0.007	0.704	0.481	-0.009	0.018
Medium-BIND 43.14%	Low-SGR_ 15.52%	0.011	0.004	2.450	0.014**	0.002	0.019
	Medium-SGR_ 4.09%	0.007	0.003	2.163	0.031**	0.001	0.013
	High-SGR_ 23.7%	0.003	0.005	0.713	0.476	-0.006	0.012
High-BIND 52.68%	Low-SGR_ 15.52%	0.036	0.006	5.825	0.000***	0.024	0.048
	Medium-SGR_ 4.09%	0.019	0.004	4.424	0.000***	0.010	0.027
	High-SGR_ 23.7%	0.002	0.006	0.258	0.797	-0.010	0.013

หมายเหตุ β = Unstandardized Coefficient; SE = Standard Error, , ***, ** and * significance at the 0.01, 0.05 and 0.10 level, respectively

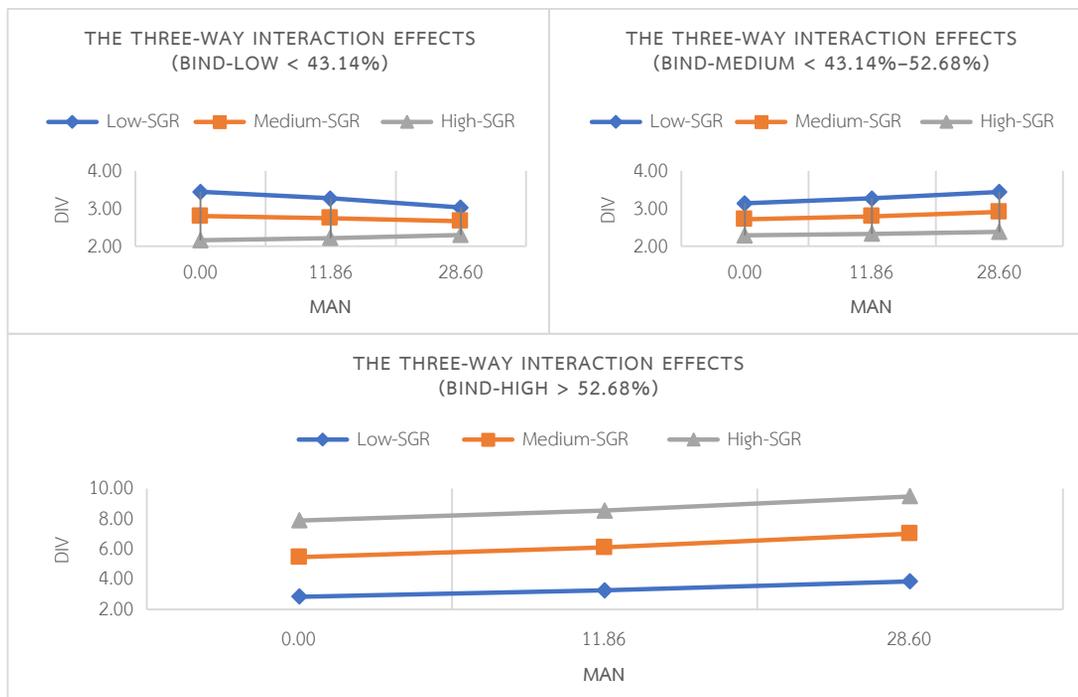
ผลการวิเคราะห์เชิงเงื่อนไข (Conditional Effects) แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) และอัตราการเติบโตของบริษัท (SGR) ทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับสำคัญที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่าง การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN) และการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) โดยผลลัพธ์สะท้อนถึงพลวัตเชิงซ้อนของกลไก การกำกับดูแลกิจการที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยปัจจัยเพียงด้านเดียว แต่เกิดจากปฏิสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็น เจ้าของ กลไกกำกับดูแลและบริบทของการเติบโตของบริษัท โดยสรุปได้ตามสถานการณ์ต่าง ๆ ดังนี้

1. **สถานการณ์ที่กลไกการกำกับดูแลอ่อนแอ (Low-BIND)** เมื่อบริษัทมีคณะกรรมการอิสระในระดับต่ำ (ต่ำกว่า 43.14%) และเผชิญกับการเติบโตในระดับต่ำ (SGR < -15.52%) ผลการวิเคราะห์พบว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหารส่งผลลบ ต่อการจ่ายเงินปันผล ภายใต้เงื่อนไขนี้ ผู้บริหารที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสูงอาจเลือกเก็บกระแสเงินสดไว้ใช้ เพื่อตอบสนอง ผลประโยชน์ส่วนตัวหรือเพื่อลงทุนในโครงการที่ตนเองควบคุม (Entrenchment Effect) มากกว่าที่จะจ่ายคืนผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามผลกระทบเชิงลบนี้จะลดลงหรือหายไปเมื่อระดับการเติบโตของบริษัทสูงขึ้น

2. **สถานการณ์ที่กลไกการกำกับดูแลสมดุล (Medium-BIND)** ในกรณีที่คณะกรรมการอิสระอยู่ในระดับปานกลาง (43.14%–52.68%) และอัตราการเติบโตอยู่ในระดับต่ำถึงปานกลาง การถือหุ้นโดยผู้บริหารกลับส่งผลบวกต่อการ จ่ายเงินปันผล ผลลัพธ์นี้สะท้อนถึงการทำงานร่วมกันที่มีประสิทธิภาพ (Effective Alignment) กล่าวคือ คณะกรรมการ อิสระระดับปานกลางมีศักยภาพในการกำกับดูแลที่เพียงพอ ขณะที่ผู้บริหารที่มีการถือหุ้นก็มีแรงจูงใจที่จะดำเนินการ ในทิศทางที่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นผ่านการจ่ายปันผลที่เหมาะสม

3. สถานการณ์ที่กลไกการกำกับดูแลเข้มแข็ง (High-BIND) เมื่อคณะกรรมการอิสระอยู่ในระดับสูง (มากกว่า 52.68%) และอัตราการเติบโตของบริษัทอยู่ในระดับต่ำถึงปานกลาง ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหารมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลเช่นเดียวกับในกรณี Medium-BIND การกำกับดูแลที่เข้มแข็งช่วยเพิ่มความมั่นใจว่าผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นสอดคล้องกัน อย่างไรก็ตาม เมื่อบริษัทอยู่ในภาวะการเติบโตสูงความสัมพันธ์เชิงบวกดังกล่าวจะลดลงและไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งอธิบายได้ว่า ในสภาวะดังกล่าวกลไกกำกับดูแลอาจเปิดโอกาสให้ผู้บริหารกักเก็บเงินสดไว้เพื่อการลงทุน ที่คาดว่า จะสร้างมูลค่าเพิ่มในอนาคตมากกว่าการจ่ายออกในรูปแบบเงินปันผล

ผลลัพธ์เหล่านี้สะท้อนว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทมิได้ถูกกำหนดโดยปัจจัยด้านความเป็นเจ้าของเพียงอย่างเดียว หากแต่เป็นผลจากปฏิสัมพันธ์เชิงซ้อนระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหาร ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ และศักยภาพการเติบโตของบริษัท การค้นพบนี้จึงตอกย้ำถึงความจำเป็นในการใช้แบบจำลองปฏิสัมพันธ์ เพื่อทำความเข้าใจพลวัตของกลไกการกำกับดูแลกิจการอย่างรอบด้าน การนำเสนอผลลัพธ์ในภาพที่ 2 ที่แบ่งตามระดับของความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ช่วยให้เห็นภาพการเปลี่ยนแปลงของความสัมพันธ์ดังกล่าวได้อย่างเป็นรูปธรรมและเข้าใจง่าย โดย Hayes (2022) แนะนำให้ใช้การวิเคราะห์เชิงเงื่อนไข เพื่ออธิบายกลไกปฏิสัมพันธ์ในเชิงลึก โดย ค่า $-1SD$, ค่าเฉลี่ย (Mean) และ $+1SD$ เป็นแนวทางมาตรฐานในการรายงาน Conditional Effects ของตัวแปรกำกับ ค่าทั้งสามนี้ช่วยให้เห็นภาพได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (เช่น MAN) และตัวแปรตาม (เช่น DIVD) มีการเปลี่ยนแปลงอย่างไร ภายใต้ระดับที่แตกต่างกันของตัวแปรกำกับ



ภาพที่ 2 ความเชื่อมโยงเชิงพลวัตระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหาร ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ และการเติบโตของบริษัทที่มีต่อการจ่ายเงินปันผล

จากภาพที่ 2 ในสถานการณ์ที่สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระอยู่ในระดับต่ำ ($BIND < 43.14\%$) พบว่า ความชันของเส้นกราฟที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง MAN กับ DIV ในทั้งสามระดับของการเติบโต (Low, Medium, High-SGR) มีแนวโน้มลาดลงเล็กน้อย โดยเฉพาะในกลุ่ม Low-SGR เส้นกราฟมีความชันติดลบอย่างชัดเจน ซึ่งสะท้อนว่า เมื่อผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มขึ้นการจ่ายเงินปันผลกลับลดลงในบริษัทที่มีการเติบโตต่ำ ในทางตรงกันข้าม เมื่อสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระอยู่ในช่วงปานกลาง ($43.14\% - 52.68\%$) ลักษณะของเส้นกราฟในทั้งสามระดับ SGR เปลี่ยนแปลงไป โดยเฉพาะในกลุ่ม Low-SGR และ Medium-SGR ซึ่งเส้นกราฟมีความชันเป็นบวกชัดเจน แสดงว่าเมื่อการถือหุ้นโดยผู้บริหารเพิ่มขึ้นการจ่ายเงินปันผลก็เพิ่มขึ้นตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม เมื่อสัดส่วนของความเป็นอิสระของคณะกรรมการสูงกว่า 52.68% (High-BIND) ลักษณะของเส้นกราฟมีความแตกต่างอย่างมาก โดยทุกเส้นมีแนวโน้มเป็นบวก ความชันของแต่ละเส้นแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ เส้นของกลุ่ม Low-SGR มีความชันสูงที่สุด รองลงมาคือ Medium-SGR ในขณะที่เส้นของ High-SGR มีความชันต่ำที่สุด แม้จะมีค่าตัดต้น (Intercept) สูงที่สุดในบรรดาทั้งสามกลุ่มก็ตาม ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ในบริษัทที่มีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งการถือหุ้นโดยผู้บริหารสามารถส่งเสริมการจ่ายเงินปันผลได้อย่างชัดเจนในบริษัทที่มีการเติบโตต่ำถึงปานกลาง แต่เมื่อบริษัทมีการเติบโตสูง ผลของ MAN ต่อ DIV กลับค่อย ๆ ลดลง ผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นทางการเงินที่ชี้ว่า ในสถานการณ์ที่บริษัทมีแนวโน้มเติบโตสูง ผู้บริหารมักเลือกเก็บรักษากระแสเงินสดไว้ภายใน เพื่อรองรับการลงทุนมากกว่าการจ่ายปันผล แม้จะมีแรงจูงใจจากการถือหุ้นหรืออยู่ภายใต้กลไกการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งก็ตาม

4.4 การทดสอบความแข็งแกร่งของข้อมูล (Robustness Test)

จากการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาในตารางที่ 2 พบว่า ข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาไม่ได้แจกแจงเป็นปกติ ในหลายกรณี แสดงถึงการกระจายที่ไม่สมมาตรและมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความแม่นยำของการประมาณค่าในแบบจำลองทางสถิติ ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงได้ดำเนินการทดสอบความแข็งแกร่งของข้อมูล (Robustness Test) โดยใช้เทคนิค Bootstrapping ซึ่งเป็นวิธีการทางสถิติที่เหมาะสมสำหรับข้อมูลที่มีลักษณะแจกแจงไม่ปกติ โดย Bootstrapping เป็นกระบวนการสุ่มตัวอย่างซ้ำ (Resampling) จากข้อมูลจริง โดยงานวิจัยนี้ใช้การสุ่มจำนวน 5,000 ครั้ง เพื่อนำมาใช้ในการประมาณค่าพารามิเตอร์ทางสถิติใหม่อีกครั้ง ซึ่งช่วยให้สามารถประเมินความน่าเชื่อถือของค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficients) และค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Errors) ได้อย่างแม่นยำโดยไม่ต้องอาศัยสมมติฐานเกี่ยวกับการแจกแจงของข้อมูล

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 6 ซึ่งใช้เทคนิค Bootstrapping เพื่อยืนยันความแข็งแกร่งของแบบจำลองพบว่า สมมติฐานหลักของงานวิจัย ($H1$, $H3$, $H4$ และ $H7$) ได้รับการสนับสนุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยพิจารณาจากช่วงความเชื่อมั่น (95% Bootstrapped Confidence Interval) ซึ่งไม่ครอบคลุมค่า 0 ในขณะที่ $H2$, $H5$ และ $H6$ ไม่ได้ได้รับการสนับสนุนทางสถิติ เนื่องจากช่วงความเชื่อมั่นของค่าประมาณครอบคลุมค่า 0 ซึ่งหมายถึง ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลลัพธ์ข้างต้นสะท้อนว่า แบบจำลองมีความแข็งแกร่งภายใต้ข้อมูลที่มีลักษณะไม่เป็นปกติ ซึ่งการใช้เทคนิค Bootstrapping ได้ช่วยเพิ่มความมั่นใจในข้อสรุปของการศึกษา

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้เทคนิค Bootstrapping

Hypothesis Effect	β	BootMean	BootSE	BootLLCI	BootULCI	Results
Constant	-0.198	-0.186	0.529	-1.213	0.875	
<i>Direct effects</i>						
H1 (+) การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN)	0.007	0.007	0.003	0.000	0.013	<i>Supported</i>
H2 (+) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	0.538	0.545	0.567	-0.550	1.677	
H3 (-) การเติบโตของบริษัท (SGR)	-2.392	-2.389	0.297	-2.973	-1.792	<i>Supported</i>
ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZ)	0.093	0.093	0.025	0.043	0.142	
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	0.091	0.090	0.041	0.010	0.168	
ภาระหนี้สิน (LEV)	-0.427	-0.424	0.288	-0.990	0.152	
ผลการดำเนินงาน (ROA)	18.870	18.911	1.018	16.936	20.910	
อัตราส่วนมูลค่าตลาด (MTB)	-0.373	-0.375	0.036	-0.446	-0.305	
<i>Two-Way Interaction</i>						
H4 (+) MAN * BIND (XM)	0.123	0.121	0.035	0.051	0.188	<i>Supported</i>
H5 (-) MAN * SGR (XW)	-0.019	-0.019	0.016	-0.051	0.014	
H6 (-) BIND * SGR (MW)	3.160	3.144	2.611	-2.022	8.257	
<i>Three-Way Interaction</i>						
H7 MAN * BIND * SGR (XMW)	-0.715	-0.715	0.174	-1.061	-0.367	<i>Supported</i>
YEAR/ Industry FE	Included					
Observations	3,325					
Number of firms	475					
Year	2018–2024					

หมายเหตุ β = Unstandardized Coefficient; SE = Standard Error

4.5 การวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติม

เพื่อให้ผลการวิเคราะห์สะท้อนบริบทของบริษัทจดทะเบียนไทยได้อย่างเหมาะสมและเพิ่มความน่าเชื่อถือของข้อสรุป ผู้วิจัยจึงได้ดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติม โดยมุ่งตรวจสอบว่า ผลลัพธ์จากแบบจำลองหลักยังคงมีความสอดคล้องและมีความมั่นคงภายใต้เงื่อนไขและการแบ่งกลุ่มย่อยที่แตกต่างกัน การวิเคราะห์เชิงลึกในลักษณะนี้มีความสำคัญเนื่องจากช่วยยืนยันความถูกต้องของผลการวิจัย ลดความเสี่ยงจากอคติที่อาจเกิดขึ้นจากโครงสร้างข้อมูลเฉพาะบางกลุ่มและเพิ่มความลึกในการตีความเชิงนโยบายและเชิงวิชาการ ในขั้นตอนนี้ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ซึ่งผลการทดสอบทางสถิติพบความแตกต่างที่มีนัยสำคัญต่อการอธิบายผลลัพธ์ของการวิเคราะห์ โดยสามารถแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ (1) กลุ่มที่ผู้บริหารถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 20 จำนวน 2,499 ตัวอย่าง (คิดเป็นร้อยละ 75.16) และ (2) กลุ่มที่ผู้บริหารถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไป จำนวน 826 ตัวอย่าง (คิดเป็นร้อยละ 24.84) การแบ่งกลุ่มตัวอย่างเช่นนี้สอดคล้องกับเกณฑ์ที่ใช้ในงานวิจัยก่อนหน้า เช่น Slovin & Sushka (1993) รวมถึง Burkart & Panunzi (2006) ที่ชี้ให้เห็นว่า การถือหุ้นเกินร้อยละ 20 ถือเป็นการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (High Ownership Concentration) ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการกำหนดทิศทางเชิงกลยุทธ์และการดำเนินงานของบริษัท โดยทั่วไปการถือหุ้นร้อยละ 20 ถือเป็นระดับที่ผู้ถือหุ้นสามารถมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลและการตัดสินใจเชิงนโยบายของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งย่อมก่อให้เกิดผลกระทบทั้งด้านบวกและด้านลบต่อบริษัท รวมถึงต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย การทดสอบในลักษณะนี้จึงช่วยขยายกรอบการตีความผลการวิจัยให้ครอบคลุมพลวัตของโครงสร้างความเป็นเจ้าของในตลาดหุ้นไทยได้ดียิ่งขึ้น โดยรายละเอียดผลการวิเคราะห์เพิ่มเติมดังกล่าวได้นำเสนอไว้ในตารางที่ 7

ผลการวิเคราะห์จากตารางที่ 7 ได้นำเสนอข้อค้นพบที่มีนัยสำคัญต่อวรรณกรรมด้านการกำกับดูแลกิจการและการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการระบุจุดเปลี่ยนของระดับการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่ร้อยละ 20 ซึ่งถือเป็นเส้นแบ่งเชิงโครงสร้าง ที่ทำให้อิทธิพลและพลวัตของกลไกการกำกับดูแลกิจการเปลี่ยนแปลงไปอย่างชัดเจน ข้อค้นพบนี้สะท้อนว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหารมิได้ทำหน้าที่เพียงเป็นตัวแปรอิสระในการอธิบายพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลเท่านั้น แต่ยังปรากฏบทบาทในฐานะเงื่อนไขเชิงบริบทที่กำหนดทิศทางและความเข้มแข็งของกลไกการตัดสินใจด้านนโยบายเงินปันผลอีกด้วย กล่าวคือ เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นยังอยู่ต่ำกว่าระดับร้อยละ 20 กลไกจากคณะกรรมการอิสระจะมีบทบาทสำคัญในการถ่วงดุลและกำหนดนโยบาย แต่เมื่อการถือหุ้นมากกว่าระดับร้อยละ 20 กลไกภายในที่เกิดจากแรงจูงใจของผู้บริหารเองกลับกลายเป็นปัจจัยหลัก ขณะที่กลไกการกำกับดูแลกิจการจากคณะกรรมการอิสระมีบทบาทในเชิงเสริมและสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่การจ่ายเงินปันผล

สำหรับบริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 20 ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า การถือหุ้นยังไม่ก่อให้เกิดแรงจูงใจที่เข้มแข็งเพียงพอจะมีอิทธิพลโดยตรงต่อการตัดสินใจจ่ายปันผล ($\beta = -0.004, p > 0.05$) แรงขับเคลื่อนหลักในกลุ่มนี้กลับมาจากกลไกการกำกับดูแลกิจการจากความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) ที่ทำหน้าที่ลดปัญหาตัวแทนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ปฏิสัมพันธ์สองทางระหว่าง BIND และ SGR ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติสูง ($BIND * SGR: \beta = 9.745, p > 0.001$) ยืนยันว่า คณะกรรมการอิสระสามารถผลักดันให้บริษัทที่อยู่ในช่วงการเติบโตเปลี่ยนโอกาสทางธุรกิจไปสู่ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผลได้อย่างมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่บริษัทมีอัตราการเติบโตในระดับสูงมากประสิทธิภาพของกลไกดังกล่าวอาจถูกจำกัดลง เนื่องจากทั้งฝ่ายบริหารและคณะกรรมการมีแรงจูงใจร่วมกัน

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ด้วย PROCESS Macro ของ Hayes (Model 3: Direct Paths, Two-Way And Three-Way Interaction Effects) โดยพิจารณาตามสัดส่วนการถือหุ้น

Hypothesis Effect	MAN < 20%				MAN ≥ 20%				
	β	SE	t-value	p-value	β	SE	t-value	p-value	
Constant	0.857	0.618	1.386	0.166	-1.306	1.344	-0.972	0.331	
Direct Effects									
H1 การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN)	-0.004	0.011	-0.390	0.696	0.026	0.008	3.122	0.002***	
H2 ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	-0.048	0.642	-0.075	0.940	2.258	1.246	1.812	0.070	
H3 การเติบโตของบริษัท (SGR)	-2.342	0.337	-6.948	0.000***	-2.929	0.605	-4.844	0.000***	
ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZ)	0.053	0.027	1.920	0.055	0.041	0.067	0.617	0.537	
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	0.074	0.047	1.580	0.114	0.334	0.100	3.338	0.001***	
ภาระหนี้สิน (LEV)	0.083	0.322	0.259	0.796	-1.881	0.588	-3.197	0.002***	
ผลการดำเนินงาน (ROA)	18.907	1.029	18.380	0.000***	21.823	1.824	11.966	0.000***	
อัตราส่วนมูลค่าตลาด (MTB)	-0.420	0.045	-9.377	0.000***	-0.612	0.078	-7.835	0.000***	
Two-way Interaction									
MAN * BIND (XM)	0.146	0.101	1.448	0.148	0.301	0.086	3.506	0.001***	
MAN * SGR (XW)	-0.009	0.055	-0.154	0.878	-0.078	0.042	-1.884	0.060	
BIND * SGR (MW)	9.745	3.046	3.199	0.001***	-8.160	6.498	-1.256	0.210	
Three-way Interaction									
MAN * BIND * SGR (XMW)	-1.205	0.513	-2.351	0.019**	-0.294	0.473	-0.623	0.534	
YEAR/Industry FE	Included			Included					
R2	0.2165			0.3161					
R2-chang	0.0025			0.0050					
Observations	2,499			826					

หมายเหตุ β = Unstandardized Coefficient; SE = Standard Error, ***, ** and * significance at the 0.01, 0.05 and 0.10 level, respectively

ในการคงไว้ซึ่งกระแสเงินสดภายใน เพื่อจัดสรรกำไรกลับเข้าสู่การลงทุนต่อเนื่อง อันเป็นกลยุทธ์ที่มุ่งสร้างมูลค่าในระยะยาว มากกว่าการจ่ายผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลในระยะสั้น

ในทางตรงกันข้าม สำหรับบริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไป กลไกการกำกับดูแลมีลักษณะเปลี่ยนแปลงไปอย่างสิ้นเชิง ผลการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่า แรงจูงใจภายในที่เกิดจากการถือหุ้นในระดับสูงได้กลายเป็นกลไกหลักในการขับเคลื่อนการตัดสินใจ แม้ว่าการถือหุ้นจะไม่ส่งผลโดยตรงต่อการจ่ายเงินปันผล ($\beta = -0.004, p > 0.05$) แต่การกระทำของสิทธิประโยชน์ในระดับนี้เพียงพอที่จะสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจสอดคล้องกับผู้ถือหุ้น โดยที่กลไกการกำกับดูแลกิจกรรม เช่น ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ มีบทบาทเพียงในฐานะตัวแปรกำกับ (Moderator) ที่ช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของการตัดสินใจ มากกว่าที่จะเป็นกลไกขับเคลื่อนหลัก (MAN * BIND: $\beta = -8.160, p > 0.05$) นอกจากนี้ การไม่พบอิทธิพลเชิงนัยสำคัญจากปฏิสัมพันธ์สามทาง (MAN * BIND * SGR: $\beta = -0.294, p > 0.05$) ยิ่งสะท้อนว่า เมื่อแรงจูงใจภายในของผู้บริหารมีความเข้มข้นเพียงพอแล้ว กลไกการกำกับดูแลกิจกรรมและเงื่อนไขด้านการเติบโตของบริษัทก็ไม่สามารถเปลี่ยนทิศทางการตัดสินใจด้านนโยบายปันผลได้

ข้อค้นพบจากการวิเคราะห์ที่มีนัยสำคัญทั้งในเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติ ประการแรก งานวิจัยสามารถระบุเกณฑ์เชิงโครงสร้างที่ชัดเจนคือ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ร้อยละ 20 ซึ่งทำหน้าที่เสมือน Structural Breakpoint ที่กำหนดว่า กลไกการกำกับดูแลใดจะกลายเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักและกลไกใดจะทำหน้าที่เพียงปัจจัยสนับสนุน ประการถัดมา การบูรณาการเชิงทฤษฎีได้รับการขยายความอย่างชัดเจนมากขึ้น โดยผลการศึกษานับสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผ่านบทบาทของกลไกกำกับดูแลในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์และยังสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นสูง ซึ่งการจ่ายปันผลสามารถทำหน้าที่เป็นสัญญาณเชิงบวกที่มีน้ำหนักและความน่าเชื่อถือสูงต่อผู้ลงทุนและตลาดทุน ในเชิงปฏิบัติ ผลการวิเคราะห์ปัจจัยควบคุมต่อย้ำความสำคัญของพื้นฐานทางธุรกิจ โดยเฉพาะความสามารถในการทำกำไร (ROA) ซึ่งยังคงมีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลในทุกกลุ่มบริษัท ขณะที่ขนาดของบริษัท (lnSIZE) มีบทบาทเฉพาะในกรณีที่ผู้บริหารถือหุ้นสูง ซึ่งสะท้อนว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกระทำของการถือหุ้นโดยผู้บริหารและระบบกำกับดูแลภายในที่เข้มข้น มีแนวโน้มจะจ่ายเงินปันผลมากกว่า กล่าวโดยสรุป การวิเคราะห์จากตารางที่ 7 ไม่เพียงแต่ชี้ให้เห็นรูปแบบเชิงโครงสร้างของการถือหุ้นโดยผู้บริหารเท่านั้น หากยังเสนอกรอบแนวคิดใหม่ที่ช่วยทำความเข้าใจพลวัตของกลไกการกำกับดูแลกิจกรรมและการตัดสินใจด้านนโยบายเงินปันผลได้อย่างรอบด้านและลึกซึ้งยิ่งขึ้น

5. สรุปผลการวิจัย ประโยชน์ ข้อจำกัดและงานวิจัยในอนาคต

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์สำคัญ เพื่อทำความเข้าใจพลวัตเชิงซ้อนที่กำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมุ่งเน้นการวิเคราะห์บทบาทร่วมกันของความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) และการเติบโตของบริษัท (SGR) ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN) และการจ่ายเงินปันผล (DIVD) ข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ประกอบด้วยข้อมูลรายปี 3,325 ชุด จาก 475 บริษัท ครอบคลุมช่วงปี พ.ศ. 2561-2567 และใช้เทคนิค PROCESS Macro (Model 3) ของ Hayes (2022) เพื่อวิเคราะห์ปฏิสัมพันธ์หลายมิติ ข้อค้นพบหลักและอิทธิพลทางตรง ผลการวิเคราะห์เชิงเส้นในลำดับแรกสะท้อนให้เห็นโครงสร้างพื้นฐานของ

ความสัมพันธ์ โดยพบว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่ว่า การมีส่วนได้เสียโดยตรงจะช่วยลดแรงจูงใจในการเบี่ยงเบนผลประโยชน์ ในขณะที่เดียวกันการเติบโตของบริษัทกลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นทางการเงิน ที่อธิบายว่า บริษัทที่ต้องการเติบโตมีแนวโน้มเก็บรักษากำไรไว้เพื่อการลงทุนซ้ำมากกว่าที่จะจ่ายคืนให้ผู้ถือหุ้นในรูปแบบเงินปันผล

ผลการวิเคราะห์ปฏิสัมพันธ์สามทางคือ ประเด็นสำคัญที่เป็นสิ่งที่โดดเด่นของงานวิจัยนี้คือ การก้าวข้ามข้อจำกัดของการวิเคราะห์เชิงเส้นไปสู่การวิเคราะห์ปฏิสัมพันธ์สามทาง (3-Ways Interaction) ซึ่งเผยให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลมีได้มีลักษณะตรงไปตรงมา แต่เป็นความสัมพันธ์ที่แฝงไว้ด้วยความซับซ้อนและขึ้นอยู่กับเงื่อนไขของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นระดับความเป็นอิสระของคณะกรรมการหรือศักยภาพการเติบโตของบริษัทที่ทำหน้าที่กำหนดทิศทางและขอบเขตของการตัดสินใจด้านนโยบายปันผล ภายใต้เงื่อนไขที่คณะกรรมการอิสระต่ำและการเติบโตต่ำ ความสัมพันธ์เชิงบวกที่ควรเกิดขึ้นกลับอ่อนแรงลงอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นถึงภาวะที่ผู้บริหารใช้อำนาจเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตน (Entrenchment) ในบริบทที่การกำกับดูแลไม่เข้มแข็ง ตรงกันข้าม เมื่อระดับของคณะกรรมการอิสระสูงขึ้นและบริษัทมีการเติบโตในระดับที่ไม่สูงเกินไป ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นกับการจ่ายปันผลกลับเปลี่ยนไปในทิศทางบวกอย่างชัดเจน ซึ่งสะท้อนถึงภาวะสมดุลเชิงประสิทธิภาพ (Effective Alignment) ที่ผู้บริหารและคณะกรรมการอิสระสามารถสร้างแรงจูงใจร่วมกันให้สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ งานวิจัยวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติมโดยพบข้อค้นพบเชิงเปรียบเทียบที่สำคัญยิ่งคือ การระบุระดับจุดเปลี่ยนของการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่ร้อยละ 20 ซึ่งทำหน้าที่เป็นเส้นแบ่งโครงสร้างที่ชัดเจน ในบริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 20 แรงจูงใจภายในยังไม่แข็งแกร่งเพียงพอ การกำกับดูแลจากคณะกรรมการอิสระและพลวัตการเติบโตจึงต้องเข้ามามีบทบาทในฐานะกลไกขับเคลื่อนหลักของนโยบายการจ่ายเงินปันผล ตรงกันข้ามเมื่อผู้บริหารถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไป แรงจูงใจภายในที่แข็งแกร่งจะทำหน้าที่เป็นกลไกกำหนดทิศทางหลักของนโยบาย โดยที่คณะกรรมการอิสระเปลี่ยนบทบาทเป็นกลไกสนับสนุนที่ช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือและความสมดุลของการตัดสินใจ ผลการศึกษานี้ไม่เพียงแต่ยืนยันข้อสันนิษฐานของทฤษฎีตัวแทนในการลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ทฤษฎีการส่งสัญญาณที่อธิบายว่าการจ่ายเงินปันผลภายใต้โครงสร้างการถือหุ้นที่เข้มข้นของผู้บริหารเป็นสัญญาณเชิงบวกที่มีน้ำหนักและน่าเชื่อถือในสายตานักลงทุน ข้อค้นพบจึงมีทั้งคุณูปการเชิงทฤษฎีในการพัฒนาองค์ความรู้ด้านการกำกับดูแลกิจการและคุณูปการเชิงปฏิบัติสำหรับผู้กำหนดนโยบายและผู้ลงทุน ที่สามารถใช้เป็นหลักในการประเมินพฤติกรรมกรรมการกำกับดูแลและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนไทยได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

5.2 ประโยชน์ของการวิจัย

ประโยชน์ในเชิงทฤษฎี งานวิจัยนี้มีส่วนสำคัญในการขยายองค์ความรู้ด้านกลไกการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนในประเทศเกิดใหม่อย่างประเทศไทย ซึ่งมีลักษณะเฉพาะของโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีความกระจุกตัวสูงและบทบาทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มิอาจมีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายทางการเงินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ จุดเด่นทางทฤษฎีของงานวิจัยนี้คือ การนำเสนอกรอบการวิเคราะห์แบบ Moderated Moderation ผ่านโมเดล PROCESS Macro Model 3 Hayes (2022) ที่ช่วยให้เข้าใจพลวัตเชิงซ้อนระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ (การถือหุ้นโดยผู้บริหาร) กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลภายใต้เงื่อนไขของกลไกการกำกับดูแลภายใน (ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ)

และข้อจำกัดด้านโอกาสทางธุรกิจ (การเติบโตของบริษัท) ข้อค้นพบสำคัญที่พบว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวแสดงลักษณะที่ไม่เป็นเชิงเส้น (Non-Linear) และมีทิศทางที่เปลี่ยนแปลงไปตามบริบทของการกระจุกตัวของการถือหุ้น ช่วยเสริมสร้างองค์ความรู้เชิงลึกต่อทฤษฎีต่าง ๆ ได้แก่ ทฤษฎีตัวแทนที่กล่าวถึงแรงจูงใจและความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976) ทฤษฎีการส่งสัญญาณที่มองว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือถ่ายทอดข้อมูลคุณภาพของบริษัท (Miller & Rock, 1985) และทฤษฎีลำดับขั้นทางการเงินที่เน้นข้อจำกัดในการจัดหาแหล่งเงินทุน (Myers & Majluf, 1984) นอกจากนี้ การแยกการวิเคราะห์ตามการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นได้เผยให้เห็นถึงลักษณะเฉพาะของกลไกกำกับดูแลในระดับบริษัท ทำให้ผลงานวิจัยนี้สามารถขยายขอบเขตความเข้าใจด้านการกำกับดูแลกิจการไปสู่บริษัทงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา

ประโยชน์ในเชิงปฏิบัติ ผลการวิจัยนี้มีประโยชน์อย่างยิ่งในเชิงปฏิบัติ เนื่องจากช่วยให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องสามารถทำความเข้าใจบทบาทของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารต่อพลวัตของการกำกับดูแลกิจการได้อย่างลึกซึ้งมากขึ้น สำหรับบริษัทจดทะเบียน ข้อค้นพบที่ว่า ระดับการถือหุ้นที่แตกต่างกันสร้างผลต่อกลไกกำกับดูแลกิจการที่ไม่เหมือนกัน ชี้ให้เห็นว่าการออกแบบโครงสร้างคณะกรรมการและการกำหนดนโยบายเงินปันผลควรพิจารณาควบคู่กับระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร หากบริษัทอยู่ในกลุ่มที่ผู้บริหารถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 20 จำเป็นต้องเสริมความเข้มแข็งของกลไกการกำกับดูแลกิจการ เช่น การเพิ่มประสิทธิภาพของกรรมการอิสระ เพื่อให้สามารถถ่วงดุลและกำกับดูแลได้อย่างแท้จริง ในขณะที่บริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไป แรงจูงใจจากการถือหุ้นจะเป็นกลไกหลักที่กำหนดทิศทางจ่ายเงินปันผล โดยมีคณะกรรมการอิสระทำหน้าที่เสริมสร้างความน่าเชื่อถือและช่วยยืนยันคุณภาพของนโยบายดังกล่าว

ในมุมมองของนักลงทุน ผลการวิจัยนี้ช่วยให้สามารถใช้ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นสัญญาณสำคัญในการประเมินความน่าเชื่อถือของนโยบายเงินปันผล หากผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนสูงการจ่ายเงินปันผลสามารถตีความได้ว่า เป็นสัญญาณเชิงบวกที่สะท้อนถึงความมั่นใจของผู้บริหารต่อเสถียรภาพของบริษัท ในขณะที่หากการถือหุ้นอยู่ในระดับต่ำนักลงทุนควรให้ความสำคัญกับบทบาทของกรรมการอิสระและความเข้มแข็งของกลไกการกำกับดูแลกิจการอื่น ๆ ประกอบการตัดสินใจ

สำหรับหน่วยงานกำกับดูแล เช่น ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ ข้อค้นพบนี้สามารถใช้เป็นข้อมูลสนับสนุนในการกำหนดเกณฑ์หรือมาตรการที่เหมาะสม โดยการพิจารณาแยกความแตกต่างของบริษัทตามระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร อาจนำไปสู่การออกแบบมาตรการกำกับดูแลที่มีความยืดหยุ่นและตรงเป้าหมายมากขึ้น ไม่ใช่แนวทางแบบเดียวกับทุกบริษัททั้งหมดซึ่งจะช่วยยกระดับความโปร่งใส เสริมสร้างความมั่นใจของนักลงทุนและสนับสนุนเสถียรภาพของตลาดทุนไทยในระยะยาว

5.3 ข้อจำกัดและงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดที่สำคัญซึ่งสะท้อนจากผลการวิเคราะห์ โดยแม้ว่าภาพรวมจะชี้ให้เห็นว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ แต่เมื่อพิจารณาแยกตามระดับการกระจุกตัวของการถือหุ้น กลับพบว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวมิได้ปรากฏอย่างสม่ำเสมอในทุกระดับการถือหุ้น ผลลัพธ์นี้อาจสะท้อนถึงลักษณะความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นเชิงเส้น ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับข้อเสนอของ Morck et al. (1988) ที่ชี้ว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจมีลักษณะเป็นรูปตัว U กลับหัว (Inverted U-shape) กล่าวคือ

การถือหุ้นในระดับปานกลางมีแนวโน้มที่จะจูงใจผู้บริหารให้จัดสรรเงินปันผล เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้น ขณะที่การถือหุ้นในระดับที่กระจุกตัวสูงเกินไปกลับลดแรงจูงใจในการส่งสัญญาณผ่านการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากผู้บริหารมีอำนาจควบคุมภายในมากพออยู่แล้ว ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรมุ่งตรวจสอบผลกระทบเชิงไม่เป็นเส้นตรงของการถือหุ้นโดยผู้บริหารอย่างเป็นระบบ ควบคู่ไปกับการพิจารณาโครงสร้างอำนาจของคณะกรรมการ (เช่น การควบคุมตำแหน่ง CEO และประธานกรรมการ หรือขนาดของคณะกรรมการ) ในฐานะตัวแปรกำกับ รวมทั้งการประยุกต์ใช้เทคนิค Piecewise Regression เพื่อทดสอบผลลัพธ์ในแต่ละช่วงของการถือหุ้น แนวทางเหล่านี้จะช่วยเปิดมุมมองใหม่ในการทำความเข้าใจนโยบายการจ่ายเงินปันผลและสะท้อนพลวัตการตัดสินใจที่สอดคล้องกับความเป็นจริงของตลาดทุนได้อย่างลึกซึ้งยิ่งขึ้น

REFERENCES

- Al-Hiyari, A., Kolsi, M. C., Lutfi, A., Shakkour, A. S., & aljumah, A. I. (2024). Information asymmetry and dividend payout in an emerging market: Does corporate governance quality matter? *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 10(1), 100188. <https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100188>
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8.
- Burkart, M., & Panunzi, F. (2006). Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection. *Journal of Financial Intermediation*, 15(1), 1–31.
- Chaisalee, T., & Manapreechadeelert, P. (2024). Environmental, Social, Governance Performance Score on Firm Value of Thai Listed Firms: Analysis of the Moderating Role of Board Independence. *Journal of Accounting Profession*, 20(68), 97–131. <https://doi.org/10.14456/jap.2024.19>
- Chen, B.-S., Chen, H.-Y., Chen, H.-Y., & Lin, F.-C. (2022). Corporate growth and strategic payout policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(2), 641–669.
- De Maesschalck, R., Jouan-Rimbaud, D., & Massart, D. L. (2000). The Mahalanobis distance. *Chemometrics and Intelligent Laboratory Systems*, 50(1), 1–18.
- El-Masry, A., Abdelsalam, O., & Elsegini, S. (2008). Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market Further evidence from CASE 50. *Managerial Finance*, 34(12), 953–964.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Farooq, M., Al-Jabri, Q., Khan, M. T., Ali Ansari, M. A., & Tariq, R. B. (2024). The impact of corporate governance and firm-specific characteristics on dividend policy: An emerging market case. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 16(3), 504–529.
- Gul, F. A. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 141–168. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(99\)00003-6](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(99)00003-6)

- Hair, J. F., William C. Black, Barry J. Babin, & Rolph E. Anderson. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Cengage Learning EMEA.
- Hayes, A. F. (2022). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach* (Vol. 3). The Guilford Press.
- Higgins, R. C. (1972). The corporate dividend-saving decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(2), 1527–1541.
- Hou, D., Yuan, Z., Taran-Bozbay, A., & Zahid, R. (2025). Dividend policies and managerial ability beyond financial constraints: Insights from China. *Humanities and Social Sciences Communications*, 12(1), 1–13.
- Imamah, N., Lin, T.-J., Suhadak, Handayani, S. R., & Hung, J.-H. (2019). Islamic law, corporate governance, growth opportunities and dividend policy in Indonesia stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 55, 110–126. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.03.008>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiraporn, P., Leelalai, V., & Tong, S. (2016). The effect of managerial ability on dividend policy: How do talented managers view dividend payouts? *Applied Economics Letters*, 23(12), 857–862.
- Kaur, J., & Kaur, K. (2024). Board composition, ownership structure and dividend policy: Evidence from NSE listed companies in India. *International Journal of Law and Management*, 67(3), 392–408. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-07-2023-0163>
- Khan, M. I., Farooq, M., Jabri, Q. A., Ullah, S., & Hussain, M. (2025). Managerial overconfidence and dividend policy: A case study of PSX listed firms. *Managerial Finance*, 51(8), 1275–1299. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2024-0710>
- Kilincarslan, E. (2021). The influence of board independence on dividend policy in controlling agency problems in family firms. *International Journal of Accounting and Information Management*, 29(4), 552–582. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-03-2021-0056>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- Lubis, R. K., Darmadi, S., Pratiwi, T. A., Windara, P. F., Lutvian, S., & Firas, R. (2025). Managerial ownership as a corporate governance mechanism in shaping leverage decisions: Insights from Indonesia. *Cogent Business & Management*, 12(1), <https://10.1080/23311975.2025.2473043>.
- Mai, M. U., Djuwarsa, T., & Setiawan, S. (2023). Board characteristics and dividend payout decisions: Evidence from Indonesian conventional and Islamic bank. *Managerial Finance*, 49(11), 1762–1782. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2022-0541>

- 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.
- Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5(4), 409–426.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Mummolo, J., & Peterson, E. (2018). Improving the interpretation of fixed effects regression results. *Political Science Research and Methods*, 6(4), 829–835.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Naseem, M. A., Ali, R., & Ur Rehman, R. (2023). Is there a mediating role of corporate social responsibility between board independence, board diversity, and dividend payouts decision? *Gender in Management: An International Journal*, 39(2), 291–308. <https://doi.org/10.1108/GM-10-2022-0327>
- Nyitrai, T., & Virág, M. (2019). The effects of handling outliers on the performance of bankruptcy prediction models. *Socio-Economic Planning Sciences*, 67, 34–42. <https://doi.org/10.1016/j.seps.2018.08.004>
- Okeke, O. C., Abdoush, T., & Omonijo, E. T. (2025). Dividend policy practice in emerging markets: The role of financial flexibility. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2024-0548>
- PricewaterhouseCoopers. (2023). *Global dividend trends 2023: Cash returns recover after pandemic*. <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/assets/global-dividend-trends-2023.pdf>.
- Rasheed, N., & Tahir, M. (2025). Corruption and dividend payouts: The moderating role of audit committee and ownership structure. *International Journal of Ethics and Systems*. <https://doi.org/10.1108/IJOES-12-2024-0394>
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Rumelt, R. P. (1991). How much does industry matter? *Strategic Management Journal*, 12(3), 167–185.
- Setia-Atmaja, L. (2010). Dividend and debt policies of family-controlled firms: The impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance*, 6(2), 128–142. <https://doi.org/10.1108/17439131011032059>
- Slovin, M. B., & Sushka, M. E. (1993). Ownership concentration, corporate control activity, and firm value: Evidence from the death of inside blockholders. *The Journal of Finance*, 48(4), 1293–1321.

- Shan, Y. G. (2019). Managerial ownership, board independence and firm performance. *Accounting Research Journal*, 32(2), 203–220. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2017-0149>
- Thanatawee, Y. (2013). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 121–132.
- The Stock Exchange of Thailand. (2017). *Principles of good corporate governance for listed companies 2017*. https://www.set.or.th/th/regulations/simplified/laws/files/CG_Principles_2017_EN.pdf
- Thompson, E. K., & Adasi Manu, S. (2021). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance*, 21(5), 737–753. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182>
- Tran, P. H. H., Tran, T. H., & Lee, J. (2024). How employee share ownership plans impact firms' market value: A conflict-of-interest theory approach. *European Management Review*, 21(2), 358–375.
- Tsagris, M., & Pandis, N. (2021). Multicollinearity. *American Journal of Orthodontics and Dentofacial Orthopedics*, 159(5), 695–696.
- Vinjamury, R. S. (2025). Corporate governance, CSR committee, sectoral spending and dividends. *International Journal of Social Economics*. <https://doi.org/10.1108/IJSE-09-2024-0794>

ภาคผนวก 1

ตารางที่ A1 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยและคำอธิบายตัวแปร

ตัวแปร (Variable)	ตัวย่อ (Abbreviation)	คำอธิบาย (Descriptions)
ตัวแปรตาม (Dependent Variable)		
การจ่ายเงินปันผล	DIV	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (เงินปันผลต่อหุ้น \times 100)/ราคาตลาดของหุ้น
ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน (Test Variables)		
การถือหุ้นโดยผู้บริหาร	MAN	(จำนวนหุ้นที่ผู้บริหารถือครองทั้งหมด \times 100) /จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทที่ถูกต้องและจำหน่าย
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ	BIND	(จำนวนคณะกรรมการบริษัทที่เป็นอิสระ \times 100) /จำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด
การเติบโตของบริษัท	SGR	อัตราการเติบโตของยอดขาย (ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขาย ปีที่ผ่านมา)/ยอดขายปีที่ผ่านมา
ตัวแปรควบคุม (Control Variables)		
ขนาดของคณะกรรมการ	BSIZ	จำนวนของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด
ขนาดของบริษัท	lnSIZE	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม
ภาระหนี้สิน	LEV	หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม
ผลการดำเนินงาน	ROA	กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม
อัตราส่วนมูลค่าตลาด	MTB	มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น/มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ ถือหุ้น
ผลกระทบของช่วงเวลา (Time effect)	YEAR	ผู้วิจัยจำแนกออกเป็น 7 ปีคือ ปี พ.ศ. 2561-2567 งานวิจัยนี้ใช้ปี พ.ศ. 2561 เป็นปีฐาน เนื่องจากเป็นปีแรก ที่เริ่มเก็บข้อมูล ช่วยให้สามารถเปรียบเทียบผลกระทบ ในแต่ละปีถัดไปได้

ตารางที่ A1 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยและคำอธิบายตัวแปร (ต่อ)

ตัวแปร (Variable)	ตัวย่อ (Abbreviation)	คำอธิบาย (Descriptions)
ผลกระทบของประเภทอุตสาหกรรม (Industry Effect)	INDUSTRY	ตัวแปรหุ่น โดยกำหนดให้ 1 = อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม, 0 ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม โดยผู้วิจัยจำแนกออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้ (1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (2) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (3) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (4) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (5) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (6) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (7) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง งานวิจัยนี้เลือกใช้กลุ่มอุตสาหกรรมบริการเป็นฐาน (Reference Group) สำหรับการทดสอบสมมติฐาน เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียน มากที่สุดในชุดข้อมูล จึงเหมาะสมในการเป็นหมวดอ้างอิง (Reference Category)

ภาคผนวก 2

ตารางที่ A2 ผลการวิเคราะห์ด้วย PROCESS Macro ของ Hayes (Model 3: Direct Paths, Two-Way และ Three-Way Interaction Effects) โดยใช้ค่าจริงของตัวแปร (Raw Scores) โดยไม่ได้แปลงข้อมูลเป็น Mean Centering

	β	SE	t-value	p-value	95% Confidence interval	
					LLCI	ULCI
Constant	0.411	0.640	0.642	0.521	-0.843	1.665
Direct Effects						
การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN)	-0.058	0.016	-3.731	0.000	-0.088	-0.028
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	-1.394	0.702	-1.986	0.047	-2.769	-0.018
การเติบโตของบริษัท (SGR)	-7.191	1.457	-4.935	0.000	-10.048	-4.333
ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZ)	0.093	0.026	3.627	0.000	0.043	0.143
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	0.091	0.043	2.093	0.037	0.006	0.176
ภาระหนี้สิน (LEV)	-0.427	0.282	-1.515	0.130	-0.980	0.126
ผลการดำเนินงาน (ROA)	18.870	0.884	21.349	0.000	17.137	20.603
อัตราส่วนมูลค่าตลาด (MTB)	-0.373	0.041	-9.204	0.000	-0.453	-0.294
Two-Way Interaction						
MAN * BIND (XM)	0.152	0.034	4.421	0.000	0.085	0.219
MAN * SGR (XW)	0.290	0.082	3.534	0.000	0.129	0.450
BIND * SGR (MW)	11.638	3.271	3.558	0.000	5.224	18.052
Three-Way Interaction						
MAN * BIND * SGR (XMW)	-0.715	0.183	-3.909	0.000	-1.074	-0.356
YEAR/ Industry FE	Included					
Observations	3,375					

งานวิจัยนี้มีความมุ่งหมายให้มีความสำคัญกับความถูกต้องทางวิชาการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการวิเคราะห์ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงปฏิสัมพันธ์หรือมีตัวแปรกำกับ จากการตรวจสอบผลการวิเคราะห์ในภาคผนวกที่ 2 (ตาราง A2) ซึ่งเป็นการวิเคราะห์โดยไม่ทำ Mean Centering ก่อนสร้างตัวแปรปฏิสัมพันธ์พบว่า เกิดปัญหาความสัมพันธ์ร่วมระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนจากค่าดัชนี VIF ที่สูงผิดปกติและค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปรหลักที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งเป็นสัญญาณว่า การวิเคราะห์นั้นอาจละเมิดข้อกำหนดเชิงสถิติที่สำคัญ หากนักวิจัยละเลยการจัดการ Multicollinearity อย่างเหมาะสม ผลลัพธ์ของการวิเคราะห์อาจผิดเพี้ยนและนำไปสู่ข้อสรุปที่ไม่สอดคล้องกับข้อเท็จจริง ตัวอย่างเช่น ในการวิเคราะห์ที่ไม่ได้ทำ Mean Centering พบว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MAN) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งขัดแย้งกับผลลัพธ์ในตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์หลักของงานวิจัย (แปลงข้อมูลเป็น Mean Centering แล้ว) ที่พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ ผลลัพธ์ของตัวแปรปฏิสัมพันธ์ เช่น $MAN \times BIND$ และ $MAN \times BIND \times SGR$ ก็มีทิศทางและขนาดของสัมประสิทธิ์ที่เปลี่ยนไปอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจส่งผลให้การตีความบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่คลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงเน้นย้ำว่า การดำเนินการตรวจสอบเงื่อนไขตามข้อตกลงในการทดสอบสมมติฐาน ถือเป็นขั้นตอนที่จำเป็นอย่างยิ่ง ไม่เพียงเพื่อความถูกต้องของผลการวิเคราะห์ แต่ยังช่วยให้สามารถตีผลการวิจัยได้อย่างถูกต้องและน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

