

บทที่ 8 นโยบายเงินปันผล

8.1 ความหมายของนโยบายเงินปันผล

เงินปันผล หมายถึง เงินที่สหกรณ์การเกษตรจะต้องจ่ายให้แก่สมาชิกผู้ถือหุ้นนโยบายเงินปันผลจึงเป็นสิ่งที่กำหนดว่าในปีนั้น ๆ สหกรณ์ควรจะแบ่งรายได้ให้กับสมาชิกในฐานะเป็นเจ้าของกิจการ สหกรณ์มากน้อยเพียงใด และสหกรณ์เองควรเก็บรายได้ไว้เพื่อเป็นทุนสำรองจำนวนเท่าใด นโยบายเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์ต่อการตัดสินใจลงทุนและการจัดหาเงินทุนเป็นอย่างยิ่ง เงินปันผลที่จะนำมาจ่ายให้กับสมาชิกของสหกรณ์นั้นมาจากกำไรสะสม การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลจะทำให้เงินสดของสหกรณ์มีจำนวนลดลงซึ่งจะมีผลให้สภาพคล่องของสหกรณ์ลดลง ในขณะเดียวกันกำไรสะสมก็จะลดลงด้วย การตัดสินใจไม่จ่ายเงินปันผลจะทำให้สหกรณ์มีกำไรสะสมเพิ่มขึ้น กำไรสะสมนี้เราถือว่าเป็นแหล่งของเงินทุนของสหกรณ์อย่างหนึ่งที่สหกรณ์สามารถนำไปลงทุนในโครงการต่าง ๆ ได้เมื่อต้องการเงินทุน

การใช้เงินลงทุนจากกำไรสะสมจะทำให้เห็นนโยบายการจ่ายเงินปันผลกระทบต่อการตัดสินใจหาเงินทุน ถ้าหากสหกรณ์มีโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนต่ำสุดที่ต้องการ สหกรณ์ก็จะนำกำไรสะสมไปลงทุน เงินส่วนที่เหลือจึงจะถูกจัดสรรไปให้สมาชิกผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล (Cash dividend) ดังนั้น เงินปันผลที่จ่ายให้กับสมาชิกจะสูงหรือต่ำจึงขึ้นอยู่กับจำนวนเงินที่ใช้ลงทุนในโครงการต่าง ๆ ในแต่ละปี ถ้าสหกรณ์มีความต้องการเงินลงทุนสูงสมาชิกอาจไม่ได้รับเงินปันผลเลย แต่ถ้าปีใดสหกรณ์ไม่ต้องการลงทุนในโครงการใดเลย สหกรณ์ก็อาจจ่ายเงินปันผลได้ถึง 100% ของรายได้

จากทฤษฎีเกี่ยวกับส่วนที่เหลือ (Residual Theory)¹ ที่ว่าสมาชิกผู้ถือหุ้นจะไม่เห็นความแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายในปัจจุบันกับกำไรจากการขายหุ้น (Capital gain) トラバケที่มีโครง

¹J.Fred Weston, and Eugene F. Brigham, **Essential of Managerial Finance**, 4th. ed, Hinsdale, Illinois: The Dryden Press, 1977. p. 470.

การที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ต้องการผู้ถือหุ้นจะยินดีที่จะให้สหกรณ์นำเงินไปลงทุน แต่ถ้าสหกรณ์ไม่ต้องการลงทุน เขาก็ยินดีที่จะรับเงินปันผล

แต่อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลไม่จำเป็นต้องจ่ายตามจำนวนเงินส่วนที่เหลือ เพราะจะทำให้ระดับของการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงขึ้นลงมาก สหกรณ์จะสามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลไม่ให้แตกต่างกันมากในแต่ละปีได้โดยการกำหนดระดับการจ่ายเงินปันผลซึ่งทำให้สหกรณ์สามารถจ่ายได้ทุกปี ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับถูกต้องใกล้เคียงในการประมาณความต้องการใช้เงินทุนและกำไรสุทธิของสหกรณ์

8.2 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล

ในการกำหนดการจ่ายเงินปันผลและการเก็บรายได้ไว้ในรูปเงินสดสำรอง หรือนโยบายเงินปันผลของสหกรณ์จะเป็นอย่างไรนั้นจะขึ้นอยู่กับปัจจัยที่สำคัญหลายประการ คือ

1. สภาพคล่องของกิจการสหกรณ์ (Liquidity Position)

สหกรณ์ที่ดำเนินธุรกิจแล้วได้รับผลกำไร มักจะแสดงกำไรสะสมหรือเงินสำรองไว้ในบัญชีขงดุลของสหกรณ์ ซึ่งกำไรสะสมหรือเงินสำรองที่ปรากฏอยู่ในบัญชีขงดุลนั้นจะไม่ใช้ตัวเดียวกับเงินสด เพราะสหกรณ์มักจะนำเอาเงินสำรองนั้นไปลงทุนในทรัพย์สินต่างๆที่จำเป็นในการดำเนินธุรกิจ เช่น อาคาร ที่ดิน เครื่องมือเครื่องจักร ทำให้มีเงินสดจำนวนน้อยลง เงินสำรองที่ปรากฏอยู่ในบัญชีจึงไม่ได้อยู่ในรูปของเงินสด ดังนั้น แม้ว่าสหกรณ์จะดำเนินธุรกิจได้รับกำไรมาก แต่สหกรณ์อาจจะไม่สามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่สมาชิกได้ เพราะเงินสดหรือสภาพคล่องมีน้อย โดยเฉพาะอย่างยิ่งสหกรณ์ที่กำลังขยายธุรกิจซึ่งต้องการเงินสดไปลงทุนจำนวนมาก สหกรณ์จึงอาจไม่จ่ายเงินปันผลในปีนั้นก็ได้

2. ข้อกำหนดของกฎข้อบังคับของสหกรณ์

จากข้อบังคับของสหกรณ์ได้กำหนดให้จ่ายเงินปันผลจากผลกำไรที่ได้รับ และมีข้อกำหนดอื่น ๆ อีกเช่น

ก. ห้ามจ่ายเงินปันผลจากเงินทุน เพราะจะทำให้เงินทุนกระจายไปแทนที่จะนำมาลงทุนเพื่อหาผลกำไรเพิ่มขึ้น

ข. ให้จ่ายเงินปันผลจากกำไรหรือผลตอบแทนในปีที่ผ่านมา ซึ่งปรากฏอยู่ในบัญชีกำไรสะสม

ค. สหกรณ์ไม่ต้องจ่ายเงินปันผลเมื่อเกิดการล้มละลาย ซึ่งการล้มละลายในที่นี้หมายถึง การที่หนี้สินของสหกรณ์มีมากกว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่ ทั้งนี้ เพราะเจ้าหนี้ย่อมมีสิทธิเหนือสินทรัพย์ของกิจการก่อนเจ้าของ

3. ความสามารถในการกู้ยืม (Ability to borrow)

สหกรณ์ที่มีชื่อเสียงและมีขนาดใหญ่ย่อมจะมีความสามารถในการกู้ยืมสูง ความสามารถในการกู้ยืมอาจจะอยู่ในรูปของวงเงินเครดิตหรือข้อตกลงในวงเงินกู้ ถ้าสหกรณ์มีความสามารถในการกู้ยืมสูงก็จะทำให้สามารถจ่ายเงินปันผลได้สูงกว่า

4. ข้อจำกัดในสัญญากู้ยืม (Restriction in debt contracts)

ในการกู้ยืมเงินบางครั้งผู้ให้กู้ต้องการความปลอดภัยในการให้กู้ จึงมักจะมีการกำหนดข้อจำกัดต่าง ๆ ไว้ในสัญญากู้ยืม โดยเฉพาะอย่างยิ่งการกู้ยืมเงินระยะยาวมักมีข้อกำหนดการจ่ายเงินปันผลของสหกรณ์เอาไว้ เช่น

ก. เงินปันผลที่นำมาจ่ายจะทำได้ก็ต่อเมื่อจ่ายจากกำไรที่ได้รับหลังจากทำสัญญาเงินกู้ ทั้งนี้ ก็เพื่อป้องกันมิให้สหกรณ์นำเอารายได้จากปีก่อน ๆ มาจ่ายเป็นเงินปันผล

ข. สหกรณ์จะจ่ายเงินปันผลไม่ได้ถ้าเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (Net working capital) ซึ่งหาได้จากทรัพย์สินหมุนเวียนลบด้วยหนี้สินหมุนเวียนต่ำกว่าระดับที่กำหนดไว้

5. ความจำเป็นในการชำระหนี้สิน (Need to repay debt)

ในกรณีที่สหกรณ์ต้องกู้ยืมเงินมาเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการเมื่อถึงกำหนดชำระ สหกรณ์จะมีทางเลือกอยู่ 3 ทางด้วยกันคือ การนำหลักทรัพย์ชนิดอื่นไปไถ่ถอนหนี้เก่าเมื่อถึงกำหนดชำระหรือขอต่อสัญญา หรือนำเอาเงินสดไปชำระหนี้ ถ้าสหกรณ์ตัดสินใจที่จะชำระหนี้สหกรณ์จำเป็นต้องกันเงินรายได้ส่วนหนึ่งไว้ในรูปกำไรสะสม ซึ่งจะมีผลให้การจ่ายเงินปันผลให้กับสมาชิกลดน้อยลง

6. ความสม่ำเสมอของรายได้ (Stability of earnings)

ถ้ารายได้ของสหกรณ์ค่อนข้างสม่ำเสมอทุกปี สหกรณ์ก็จะสามารถคาดคะเนรายได้ในอนาคตค่อนข้างจะถูกต้อง ดังนั้น จึงสามารถจ่ายเงินปันผลได้สูงกว่าสหกรณ์ที่มีรายได้ที่ไม่แน่นอน

7. อัตราการขยายตัวของสินทรัพย์

เมื่อสหกรณ์มีการขยายตัวมากขึ้น ย่อมมีความต้องการเงินทุนเพื่อการขยายธุรกิจนั้นมากขึ้น ดังนั้น ถ้าสหกรณ์คาดคะเนว่าความต้องการเงินทุนในอนาคตจะสูงขึ้น สหกรณ์ก็จะเก็บเงินรายได้ส่วนหนึ่งไว้เป็นกำไรสะสมมากกว่าที่จะจ่ายออกไปในรูปของเงินปันผล

8. อัตรากำไร

ถ้าสหกรณ์ดำเนินกิจการโดยได้รับผลกำไรหรือผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สูงก็มีแนวโน้มว่าจะต้องจ่ายเงินในรูปของเงินปันผลให้แก่สมาชิกผู้ถือหุ้นสูง เพราะไม่มีความต้องการที่จะนำเงินทุนไปใช้ในการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานของสหกรณ์

9. อัตราการชำระภาษีของสมาชิกผู้ถือหุ้น

อัตราการชำระภาษีของสมาชิกผู้ถือหุ้นจะมีผลต่อการจ่ายเงินปันผล คือ ถ้าสมาชิกผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นผู้ที่มีรายได้สูง ซึ่งต้องเสียภาษีในอัตราที่สูง สหกรณ์มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลต่ำ แต่จะได้ผลตอบแทนในรูปของมูลค่าหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้น ในทางตรงกันข้าม ถ้าหากสมาชิกส่วนใหญ่เป็นผู้ที่มีรายได้ต่ำ สหกรณ์ก็มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูง

10. การควบคุม

เพื่อความสะดวกในการควบคุมกิจการ บางครั้งผู้บริหารไม่ต้องการเงินทุนจากภายนอก เนื่องจากมีข้อผูกพันต่าง ๆ มากมาย การจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงทำให้สามารถหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกได้ง่าย ดังนั้น จึงเลือกวิธีจ่ายเงินปันผลต่ำ

11. การเข้าถึงตลาดเงินทุน

สหกรณ์ที่มีขนาดใหญ่มีประวัติการดำเนินงานที่ดี และมีรายได้ที่สม่ำเสมอ ย่อมเข้าถึงตลาดเงินทุนได้ง่าย ในทางตรงกันข้าม สำหรับสหกรณ์ที่ด้อยขึ้นใหม่ขนาดเล็ก ผู้ที่จะให้กำเนิดความรู้สึกว่าเป็นการเสี่ยงต่อการที่จะให้สหกรณ์ที่มีขนาดเล็กและไม่เคยทราบผลการดำเนินงานมาก่อนกู้ยืมเงิน ดังนั้น ความสามารถในการหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกจึงน้อยลง ดังนั้น สหกรณ์ขนาดเล็กจึงจำเป็นต้องมีการเก็บเงินรายได้ไว้ในรูปของกำไรสะสมมากขึ้น โดยจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำกว่าสหกรณ์ที่มีกิจการขนาดใหญ่ซึ่งสามารถหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกได้ง่าย

12. ภาวะเงินเฟ้อ

ภายใต้สถานการณ์ของภาวะเงินเฟ้อ สมาชิกผู้ถือหุ้นย่อมต้องการได้รับเงินปันผลมากกว่า เพราะยิ่งนานออกไปค่าของเงินก็มีแนวโน้มจะลดลงเรื่อยๆ ตามสภาวะเงินเฟ้อ สหกรณ์จึงจำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

8.3 ประเภทของนโยบายเงินปันผล

เราอาจจำแนกนโยบายเงินปันผลของสหกรณ์ต่างๆ ออกได้ 3 ประเภท คือ

1. นโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นในจำนวนที่คงที่ (Stable dividend policy)

นโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นในจำนวนที่คงที่นี้ หมายความว่า สหกรณ์จะพยายามคงระดับจำนวนเงินปันผลต่อหุ้นให้คงเดิมไม่เปลี่ยนแปลงแม้ว่าระดับรายได้ของสหกรณ์ในแต่ละปีจะไม่เท่าเทียมกันก็ตาม แต่อย่างไรก็ตาม ถ้าสหกรณ์เกิดความแน่ใจว่ารายได้ที่ได้รับเพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้นเป็นการเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างถาวร สหกรณ์ก็จะเปลี่ยนแปลงจำนวนเงินปันผลต่อหุ้นให้เพิ่มหรือลดตามรายได้ แต่เมื่อมีการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของจำนวนเงินปันผลต่อหุ้นแล้วก็จะดำรงจำนวนเช่นนี้ตลอดไปไม่เปลี่ยนแปลงหรือจนกว่าสหกรณ์จะแน่ใจว่าการเปลี่ยนแปลงไปของรายได้นั้นเป็นการเปลี่ยนไปโดยถาวร

2. นโยบายการจ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนที่คงที่ต่อรายได้ (Constant payout ratio)

ในกรณีนี้จำนวนเงินปันผลที่สมาชิกได้รับ ต่อหุ้น จะเปลี่ยนแปลงไปตาม ระดับ รายได้ ของ สหกรณ์ กล่าวคือ ถ้าปีใดสหกรณ์มีรายได้มากก็จะจ่ายเงินปันผลมาก แต่ถ้าปีใดสหกรณ์ได้รับรายได้น้อยก็จะจ่ายเงินปันผลน้อย วิธีนี้มักไม่เป็นที่ยอมรับ เพราะสมาชิกผู้ถือหุ้นบางรายอาศัยรายได้จากเงินปันผลเป็นรายได้หลัก เมื่อได้รับเงินปันผลน้อยในปีที่รายได้ของสหกรณ์ต่ำก็จะทำให้ประสบปัญหาหาก

3. นโยบายการกำหนดอัตราเงินปันผลต่ำสุดบวกด้วยอัตราพิเศษ (Regular and extra dividends)

นโยบายนี้เป็นนโยบายที่ผสมผสานกันระหว่างนโยบายทั้งสองข้างได้กล่าวไปแล้ว นโยบายนี้จะก่อให้เกิดความยืดหยุ่นให้กับสหกรณ์เป็นอย่างมาก กล่าวคือ สหกรณ์จะกำหนดเงินปันผลขั้นต่ำที่จะต้องจ่ายแน่นอนจำนวนหนึ่งไม่ว่ารายได้จะลดต่ำลงอย่างไรก็ยังคงจ่ายเงินปันผลจำนวนนั้นแน่นอน แต่ถ้า

ปีใดรายได้ของสหกรณ์เพิ่มสูงขึ้นก็จะจ่ายเงินปันผลพิเศษเพิ่มขึ้น วิธีการเช่นนี้จะช่วยให้การบริหารการเงินของสหกรณ์มีความคล่องตัวมากขึ้น เป็นการป้องกันมิให้สมาชิกผู้ถือหุ้นยึดถือเป็นอัตราเงินปันผลที่จะต้องจ่ายเพิ่มขึ้นในอนาคต นโยบายนี้เหมาะสำหรับสหกรณ์ที่มีรายได้ไม่แน่นอน

8.4 ทฤษฎีเกี่ยวกับเงินปันผล

ทฤษฎีเกี่ยวกับเงินปันผลส่วนใหญ่จะมาจากแนวความคิดของ 2 สำนัก คือ

1. ทฤษฎีของ *Myron Gordon* และ *John Lintner* ซึ่งมีแนวความคิดว่าผู้ถือหุ้นมักเป็นพวกที่ไม่ชอบเสี่ยง พวกนี้มักมีความต้องการที่จะได้รับเงินปันผลในปัจจุบันในจำนวนที่สูง ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลจึงมีผลกระทบต่อฐานะทางการเงินของผู้ถือหุ้น

2. ทฤษฎีของ *Merton Miller* และ *Franco Modigliani* มีแนวความคิดว่า การจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อฐานะทางการเงินของผู้ถือหุ้น สิ่งที่มีผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นคือกำไรที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต เมื่อมีโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนต่ำสุดที่ต้องการ ก็จะนำไปลงทุนส่วนที่เหลือจึงจะนำมาจ่ายเงินปันผล ทฤษฎีนี้ขึ้นอยู่กับข้อสมมุติ 5 ประการ คือ¹

1. ตลาดของเงินทุนมีความสมบูรณ์ ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผลข้อมูลในการตัดสินใจมีพร้อมโดยไม่เสียค่าใช้จ่าย หลักทรัพย์สามารถแบ่งออกได้โดยไม่จำกัดจำนวน ไม่มีค่าใช้จ่ายในการขายหุ้น ไม่มีผู้ถือหุ้นคนใดมีอิทธิพลเหนือราคาหุ้นในตลาด

2. ไม่มีต้นทุนในการออกหุ้นใหม่
3. ไม่มีภาษี
4. นโยบายในการลงทุนคงที่ไม่เปลี่ยนแปลง
5. การดำเนินธุรกิจอยู่ภายใต้ความแน่นอน

¹James C, Van Horn, *Financial management and policy*, 5th. ed., Englewood Cliffs, N.J. Prentice-Hall Inc. 1980, p. 325.

แนวความคิดของ *Myron Gordon* และ *John Lintner* เชื่อว่าการจ่ายเงินปันผลจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้น และมีเหตุผลในการโต้แย้งทฤษฎีของ *Merton Miller* และ *Franco Modigliani* ซึ่งกล่าวว่าสิ่งที่มีผลกระทบต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นคือกำไรหรือผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต ดังต่อไปนี้

1. ภายใต้อาการความไม่แน่นอน ผู้ถือหุ้นซึ่งไม่ชอบเสี่ยงย่อมพอใจที่จะได้รับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่า ผู้ลงทุนย่อมยินดีที่จะซื้อหุ้นของกิจการที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงกว่า

ทฤษฎีของ *Merton Miller* และ *Franco Modigliani* กำหนดให้สถานการณ์อยู่ภายใต้ความแน่นอน ดังนั้น การคาดการณ์ต่าง ๆ เกี่ยวกับรายได้ในอนาคตจึงแน่นอน การจ่ายเงินปันผลจึงไม่มีผลต่อราคาหุ้น

2. การแจ้งข่าวสารเกี่ยวกับเงินปันผล กิจการซึ่งดำเนินงานมานานและจ่ายเงินปันผลค่อนข้างคงที่ตลอดเวลา ต่อมาเมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้น ย่อมทำให้ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนเชื่อว่ากิจการมีกำไรและมีเงินสดเป็นจำนวนมากขึ้น ดังนั้น ราคาหุ้นในตลาดจะสูงขึ้น

ทฤษฎีของ *Merton Miller* และ *Franco Modigliani* ให้ความสำคัญแก่รายได้มากกว่าการที่กิจการสามารถจ่ายเงินปันผลได้เพิ่มขึ้นเป็นเพราะรายได้เพิ่มขึ้น เงินปันผลย่อมมาจากรายได้ เงินปันผลโดยตัวของมันเองแล้วไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น

3. ความต้องการเงินเพื่อใช้จ่ายในปัจจุบัน ภายใต้อาการความไม่แน่นอนผู้ถือหุ้นต้องการเงินมาใช้จ่ายในชีวิตประจำวัน เขาจึงยินดีที่จะลงทุนซื้อหุ้นของกิจการที่จ่ายเงินปันผลสูง

ภายใต้อธิษฐานสมมติของทฤษฎีของ *Merton Miller* และ *Franco Modigliani* ที่ว่าตลาดหุ้นมีความสมบูรณ์ ผู้ถือหุ้นไม่จำเป็นต้องได้รับเงินปันผล เมื่อต้องการเงินผู้ถือหุ้นสามารถนำหุ้นออกขายได้ทันที

4. การขายหุ้นเพิ่มในราคาที่ต่ำลง กิจการที่จ่ายเงินปันผลออกไปทำให้เงินทุนลดลง จึงจำเป็นต้องหาเงินทุนเพิ่มโดยการนำหุ้นออกขาย ผู้ที่ซื้อหุ้นของกิจการแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ ผู้ถือหุ้นเดิมซึ่งเชื่อว่ามูลค่าของกิจการไม่ควรจะต่ำกว่าเดิม อีกกลุ่มหนึ่งคือนักลงทุนซึ่งมักจะมีความเชื่อว่ามูลค่าของหุ้นจะต่ำกว่าราคาที่กำหนดไว้ ดังนั้น เพื่อที่จะให้ขายหุ้นได้มากขึ้นกิจการจึงต้องลดราคาหุ้นลง

จากเดิม จากเหตุผลอันนี้ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ต้องการให้มีการจ่ายเงินปันผลแต่จะคงไว้ในบัญชีสะสม

ภายใต้ข้อสมมุติของ *Merton Miller* และ *Franco Modigliani* การนำหุ้นออกขายเพื่อทดแทนเงินปันผลที่จ่ายออกไปของกิจการนั้นขายได้ในราคาปัจจุบัน

5. ผลกระทบของภาษี อัตราภาษีซึ่งเก็บจากเงินปันผลจะสูงกว่าอัตราภาษีที่เก็บจากกำไรในการขายหุ้น (Capital gain) ผู้ถือหุ้นจึงไม่ต้องการเงินปันผล การจ่ายเงินปันผลย่อมทำให้ราคาหุ้นตกลง

จากข้อสมมุติของ *Merton Miller* ไม่มีการคิดภาษีใด ๆ ทั้งสิ้น จึงไม่มีความแตกต่างกันระหว่างเงินปันผลกับกำไรที่ได้รับจากการขายหุ้น

6. ค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นใหม่ การจ่ายเงินปันผลทำให้กิจการที่ต้องการเงินทุนออกหุ้นเพิ่ม และเสียค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นทำให้ผู้ถือหุ้นชอบที่จะเก็บเงินไว้ในรูปกำไรสะสมมากกว่าการจ่ายเงินปันผลจะทำให้ราคาหุ้นต่ำลง

ข้อสมมุติของ *Merton Miller* และ *Franco Modigliani* ไม่มีค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นใหม่

7. ค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายหุ้น กิจการที่ไม่ได้จ่ายเงินปันผลเมื่อผู้ถือหุ้นต้องการเงิน จึงนำหุ้นออกขายโดยต้องเสียค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายหุ้นจำนวนหนึ่ง เช่น ค่านายหน้า เป็นต้น ผู้ถือหุ้นที่มีความต้องการใช้เงินสดจึงชอบที่จะได้รับเงินปันผลมากกว่า การจ่ายเงินปันผลจึงทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น

จากข้อสมมุติของ *Merton Miller* และ *Franco Modigliani* ไม่มีค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายหุ้น

8.5 ขั้นตอนในการจ่ายเงินปันผล

ในการจ่ายเงินปันผลให้แก่สมาชิกนั้น ในแต่ละปีสหกรณ์จะจ่ายเงินปันผลให้แก่สมาชิกตามปริมาณหุ้นที่สมาชิกมีอยู่ โดยปกติแล้วมักจะมีการจ่ายเงินปันผลให้สมาชิกผู้ถือหุ้นในวันประชุมใหญ่ในแต่ละปี ซึ่งตามกฎหมายข้อบังคับของสหกรณ์ได้กำหนดไว้ไม่ให้เกิน 150 วัน นับตั้งแต่วันสิ้นปีทางบัญชีของสหกรณ์ ดังนั้น การคิดเงินปันผลของสหกรณ์จึงต้องมีการคิดล่วงหน้าเพื่อให้เสร็จทันเวลา ขั้นตอนในทางปฏิบัติเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลเราอาจสรุปได้ดังนี้คือ

1. กำหนดยอดเงินค้ำหุ้นของสมาชิกสหกรณ์จากฝ่ายทะเบียนของสหกรณ์
 2. กำหนดเงินปันผลจากอัตราผลตอบแทนแก่เงินปันผลซึ่งได้กำหนดไว้ตายตัว โดยคำนึงถึงระยะเวลาที่สหกรณ์ได้รับเงินค้ำหุ้น
 3. รวมยอดเงินปันผลเฉลี่ยคืน แล้วจัดทำรายงานเสนอต่อที่ประชุมใหญ่
-