

## การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลและกำไรในอนาคตของกิจการ ภายใต้เงื่อนไข

### Mean Reversion แบบควอดราติก

### (Dividend Changes and Firm's Future Earnings with Quadratic Mean Reversion Condition)

การุณ สุขสองห้อง<sup>1</sup>

Karoon Suksonghong<sup>1</sup>

Received: June 21, 2021

Revised: August 30, 2021

Accepted: October 11, 2021

#### บทคัดย่อ

ในบริษัทที่การรับรู้ข้อมูลข่าวสารของบริษัทจดทะเบียนระหว่างฝ่ายบริหาร และผู้ถือหุ้นมีความไม่เท่าเทียมกัน การเฝ้าติดตามการตัดสินใจทางการเงินของฝ่ายบริหาร เช่น การปรับเปลี่ยนนโยบายปันผล จึงอาจเป็นแนวทางหนึ่งที่ผู้ถือหุ้นสามารถใช้ในการคาดเดามุมมองของผู้บริหารต่อความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ งานวิจัยนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลกับกำไรในอนาคต ของกิจการ (Information Content of Dividend Hypothesis) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทศวรรษรายปี ประเภท Balanced Panel ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2562 และนำเสนอแบบจำลองเศรษฐมิติที่สามารถควบคุมเงื่อนไข Mean Reversion ของกำไร ทั้งในรูปแบบฟังก์ชันเชิงเส้น และฟังก์ชันควอดราติก เพื่อแก้ไขปัญหาความเอนเอียงของผลการศึกษา (Omitted Variable Bias) ซึ่งเป็นประเด็นสำคัญที่ถูกกละเลยโดยงานวิจัยในอดีต

การศึกษานี้ใช้วิธีประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-effect Panel OLS ซึ่งผลการศึกษาพบหลักฐานที่สนับสนุนว่า การเปลี่ยนแปลงของกำไรมีพฤติกรรม Mean Reversion ในรูปแบบฟังก์ชันควอดราติก โดยผลการศึกษาจากแบบจำลองควอดราติกนั้น สนับสนุนทฤษฎี Dividend Irrelevant กล่าวคือ ฝ่ายบริหารมิได้ใช้การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลเพื่อส่งสัญญาณสะท้อนแนวโน้มกำไรในอนาคตของกิจการต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้นนักลงทุนจึงควรเพิ่มความระมัดระวังหากเลือกใช้การเปลี่ยนแปลงนโยบายปันผลเป็นเครื่องมือในการพยากรณ์กำไรในอนาคตของกิจการ นอกจากนั้นนัยยะของผลการศึกษา ยังเพิ่มหลักฐานสนับสนุนแนวคิดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในระดับกลาง และธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนอีกด้วย

*คำสำคัญ:* ความสามารถในการทำกำไร นโยบายเงินปันผล ทฤษฎีการส่งสัญญาณ Mean Reversion

<sup>1</sup> ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

Assistant Professor, Faculty of Management and Tourism, Burapha University. E-mail: karoon@buu.ac.th

## ABSTRACT

In the context of asymmetric information existing between executives and shareholders, monitoring a financial decision making of executives such as changing a dividend policy can possibly be a clue for anticipating executives' perspective toward the firm's future earnings. This study examines the association between the change in dividend and future earnings, the so-called "information content of dividend hypothesis", by collecting the secondary data of the firms listed in the Stock Exchange of Thailand. The annual data between 2010 and 2019 were structured into the balanced panel format. The econometric models allowing for capturing the mean reversion conditions in both linear and quadratic forms were introduced to overcome the issue of omitted variable bias that was neglected by previous studies.

The employed models were estimated using the fixed-effect panel OLS method. The obtained results revealed that earnings of the sample of listed firms are, in fact, follow the quadratic-function mean reversion process. Besides, the results estimated from the quadratic model provide the evidence supporting the dividend irrelevant theory implying that executives change the dividend policy with no intention to signal or reflect the firm's future earnings prospects. Therefore, predicting firm's future earnings with information of changes in dividend should be executed with caution. The results also support the notion of semi-strong form market efficiency as well as the good governance of listed company.

*Keywords: Profitability, Dividend Policy, Signaling Theory, Mean Reversion*

## ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

โดยทั่วไปการจ่ายเงินปันผล หรือนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศสู่สาธารณะ จัดเป็นข้อมูลสำคัญที่สะท้อนผลการดำเนินงานของกิจการทั้งในปัจจุบันและในอนาคต หากพิจารณาจาก Residual Theory กิจการที่มีผลประกอบการที่ดีและมีกำไร จะจ่ายเงินปันผลเพื่อเป็นผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น โดยอาจเป็นกำไรส่วนที่เหลือ (Residual) จากการปันกำไรบางส่วนไว้สำหรับการลงทุนในโครงการใหม่ๆ ช่วงเริ่มต้นของการพัฒนาทฤษฎีสัญญาของเงินปันผล (Dividend Signaling) Lintner (1956) พบว่ากำไรของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผล และได้อธิบายว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลเป็นการส่งผ่านข้อมูลสำคัญในมุมมองของผลประกอบการในอนาคต โดยผู้บริหารจะอนุมัติให้มีการปรับเพิ่มขึ้นของเงินปันผล ก็ต่อเมื่อมั่นใจว่าทิศทางกำไรในอนาคตจะเติบโตอย่างต่อเนื่องและยั่งยืน ดังนั้นหากพบว่ากิจการใดมีการปรับเปลี่ยนนโยบายเงินปันผลในเชิงบวก กิจการนั้นก็มีความโน้มที่จะมีการเปลี่ยนแปลงระดับของความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้นในอนาคต (Bhattacharya, 1979)

นอกจากนี้ภายใต้ความไม่สมบูรณ์ของตลาด (Imperfect Market Condition) และความไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารกิจการ (Insider) กับผู้ถือหุ้น (Outsider) ในการรับรู้ข่าวสารและข้อมูล (Asymmetric Information Condition) Miller and Modigliani (1961) ให้ความเห็นว่า ในสถานการณ์ปกติ กิจการมักจะดำเนินนโยบายเงินปันผลคงที่ (Stable Dividend Policy) ดังนั้นนักลงทุนจะตีความต่อการเปลี่ยนแปลงของนโยบายเงินปันผลของกิจการว่าเป็นการสะท้อนมุมมองของผู้บริหารต่อแนวโน้มกำไรในอนาคต หรืออาจกล่าวได้ว่าการตัดสินใจปรับเปลี่ยนนโยบายเงินปันผลของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับความคาดหวังในเชิงบวกของระดับกำไรในอนาคตของกิจการ (Miller & Rock, 1985) ความพยายามในช่วงแรกที่จะทดสอบทฤษฎีสัญญาของเงินปันผล เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลกับราคาหรือผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ของหลักทรัพย์ (Lee & Mauck, 2016; Tsai & Wu, 2015)

ในขณะที่การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลกับรายได้ในอนาคตและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Information content of dividend) ก็เป็นอีกแนวทางที่นิยมใช้ในการทดสอบสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล โดยแม้ว่าการเพิ่มปริมาณเงินปันผลที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้นอาจเป็นสัญญาณดีที่สะท้อนความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคต แต่หลักฐานเชิงประจักษ์ในหลายงานวิจัยกลับไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน (Braggion & Moore, 2011; Grullon et al., 2005; Liu & Chen, 2015; McCluskey et al., 2006; Nissim & Ziv, 2001) เนื่องจากโดยทั่วไปบริษัทมักตัดสินใจเพิ่มเงินปันผลเพื่อแสดงถึงแนวโน้มที่ดีของความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ในทางกลับกันบริษัทที่คาดการณ์ว่าผลการดำเนินงานในอนาคตจะแย่ลง อาจจะเลียนแบบพฤติกรรมกรรมการส่งสัญญาณดังกล่าวเพื่อปิดเบี่ยงข้อเท็จจริงของผลประกอบการ หรือในอีกมุมมองหนึ่งการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลอาจถือว่าเป็นสัญญาณในเชิงลบ เนื่องจากนักลงทุนเข้าใจว่าบริษัทขาดโอกาสการลงทุนใหม่ๆ อันจะส่งผลต่อการปรับลดลงของกำไรในระยะยาว (Casey & Dickens, 2000)

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าการศึกษาทฤษฎีสัญญาของเงินปันผลในบริบทของประเทศไทย ยังมีจำนวนจำกัด เช่น Suwanna (2012) และ Suwanna, Intuwonges, and Jantarakolica (2014) ได้ทำการทดสอบสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผลและพบว่าการเปลี่ยนแปลงของนโยบายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาและผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะที่หลักฐานเชิงประจักษ์ของ กัลยานี ภาคออต และคณะ (2561) ไม่พบการส่งสัญญาณดังกล่าวในกรณีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนการศึกษาสมมติฐาน Information Content of Dividend นั้น Kulkanya (2010) พบว่าบริษัทที่หยุดจ่ายเงินปันผลเป็นปีแรกจะมีผลกำไรที่ดีขึ้นในปีถัดไป แต่ไม่พบหลักฐานสนับสนุนแนวคิดที่ว่าบริษัทที่เริ่มจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรกจะมีผลกำไรที่ดีขึ้นในอนาคต ในขณะที่ผลการศึกษาของ Hangsasuta (2015) พบว่าบริษัทที่ปรับลดเงินปันผลจะมีแนวโน้มกำไรที่ดีขึ้นในปีถัดไป ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีสัญญาของเงินปันผล

งานวิจัยนี้มุ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลกับกำไรในอนาคต (Information Content of Dividend) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยแบบจำลองและวิธีการศึกษาที่แตกต่างจากงานวิจัยที่กล่าวข้างต้น โดยพิจารณาเงื่อนไขที่กำไรของกิจการ

มีพฤติกรรมการเข้าสู่ค่าเฉลี่ย (Mean Reversion) ตามข้อสังเกตของ Fama and French (2000) ซึ่งพิสูจน์ว่ากำไรในอนาคตของกิจการมีแนวโน้มที่จะลดลง (เพิ่มขึ้น) หากกำไรปีก่อนหน้าอยู่ในระดับที่สูงกว่า (ต่ำกว่า) ค่าเฉลี่ยของกำไรของกิจการ ดังนั้นการพัฒนาแบบจำลองเพื่อศึกษาการเปลี่ยนแปลงของกำไรโดยมิได้ควบคุมพฤติกรรมดังกล่าว อาจให้ผลการศึกษาที่มีความเอนเอียง (Bias) และไม่สม่ำเสมอ (Inconsistent) โดยในการศึกษานี้ได้ทำการควบคุมพฤติกรรม Mean Reversion ทั้งในรูปแบบฟังก์ชันเชิงเส้น (Linear Function) และฟังก์ชันควอดราติก (Quadratic Function) เพื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาในทั้งสองกรณี ซึ่งผลการวิจัยนี้จะเป็นการเพิ่มหลักฐานในวรรณกรรมด้านเงินปันผล และสะท้อนมุมมองของระดับประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียน ในส่วนถัดไปเป็นการนำเสนอการทบทวนวรรณกรรม วิธีการดำเนินการวิจัย ผลการวิจัย การอภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะเชิงนโยบายตามลำดับ

### การทบทวนวรรณกรรม

ในสถานะที่ผู้เล่นในตลาดมีความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข่าวสารและข้อมูล โดยเฉพาะระหว่างผู้บริหารกิจการซึ่งเป็นคนใน (Insider) กับผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นคนนอก (Outsider) การคาดการณ์แนวโน้มกำไรของกิจการในอนาคตนั้น ผู้ถือหุ้นทำได้เพียงวิเคราะห์เนื้อหาจากรายงานประจำปีและรายงานทางการเงินที่เผยแพร่สู่สาธารณะเท่านั้น ซึ่งเป็นที่ทราบกันดีว่ารายงานทางการเงินเป็นเพียงเครื่องมือที่สะท้อนผลประกอบการในอดีตและปีปัจจุบัน ในขณะที่ผู้บริหารกิจการอาจอาศัยประโยชน์จากความยืดหยุ่นของหลักการทางบัญชีในการบริหารจัดการกำไรเพื่อจงใจให้เชื่อว่ากิจการอยู่ในทิศทางที่ดี (Suksonghong & Amran, 2020) ดังนั้นแนวทางหนึ่งที่ผู้ถือหุ้นสามารถใช้ในการคาดเดามุมมองของผู้บริหารต่อแนวโน้มกำไรและความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการคือการเฝ้ารอสัญญาณจากการตัดสินใจทางการเงินของผู้บริหาร ซึ่งหนึ่งในนั้นคือการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล

ผลการศึกษาของ Lintner (1956) ได้พัฒนาแนวคิดและสมมติฐานที่ว่า การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลเป็นการสื่อสารข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับแนวโน้มกำไรในอนาคตของกิจการ โดยหลังจากนั้นแนวคิดดังกล่าวได้ถูกทดสอบในบริษัทต่างๆ ณ ช่วงเวลาที่ต่างกัน เช่น Watts (1973) ที่ได้ทดสอบความสัมพันธ์ของเงินปันผลกับผลกำไรในอนาคตของบริษัท โดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของเงินปันผลในปีปัจจุบันกับผลกำไรของปีถัดไป จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นของสหรัฐอเมริกา จำนวน 310 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 1947-1966 และพบหลักฐานสนับสนุนแนวคิดการส่งสัญญาณจากเงินปันผลต่อระดับกำไรในอนาคตของบริษัท หลังจากนั้น Healy and Palepu (1988) ได้ทำการศึกษาประเด็นดังกล่าวในกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรก หรือหยุดจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรก ในช่วงปี ค.ศ. 1969-1980 และพบว่า การเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลทั้งสองรูปแบบมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัท โดยการศึกษาในช่วงเวลาต่อมา ได้พบหลักฐานที่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลกับกำไรในอนาคตของกิจการเช่นกัน (Braggion & Moore, 2011; Lee, 2010; Liu & Chen, 2015; Gwilym et al., 2006; Zhou & Rutland, 2006)

อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยเชิงประจักษ์อีกกลุ่มหนึ่ง ให้การสนับสนุนทฤษฎี Dividend Irrelevant ที่พัฒนาโดย Miller and Modigliani (1961) ซึ่งเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับกำไร

หรือความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ เช่น การศึกษาของ Black and Scholes (1974) ซึ่งอธิบายว่า บริษัทสามารถปรับปรุงนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้ตามความเหมาะสมกับสถานการณ์ทางการเงินของบริษัทและรูปแบบการเสียภาษีของนักลงทุน ด้วยเหตุนี้ การจ่ายเงินปันผลจึงไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรของกิจการในขณะที่การศึกษาของ DeAngelo et al. (1996) และ Benartzi, Michaely, and Thaler (1997) ที่ใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทในสหรัฐอเมริการะหว่างปี ค.ศ. 1947-1966 และ ปี ค.ศ. 1947-1966 ตามลำดับ ก็ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลในปัจจุบันกับกำไรของบริษัทในอนาคต นอกจากนี้ Casey and Dickens (2000), McCluskey et. al. (2006) และ DeAngelo and DeAngelo (2006) ต่างก็ลงความเห็นว่า การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลไม่ได้เป็นการส่งสัญญาณต่อกำไรในอนาคตของกิจการ

ความไม่สอดคล้องกันของผลการศึกษาที่อ้างถึงข้างต้น สืบเนื่องมาจากการข้อสมมติฐานที่ว่าพฤติกรรมของกำไรมีการเปลี่ยนแปลงแบบสุ่มที่มีแนวโน้ม (Random Walk with Drift) ซึ่งขัดกับผลการศึกษาเชิงประจักษ์ที่พบว่า การเปลี่ยนแปลงกำไรมีพฤติกรรม Mean Reversion (Fama & French, 2000) ดังนั้นแบบจำลองที่ละเลยตัวแปรสำหรับควบคุมพฤติกรรม Mean Reversion ของกำไร จะเกิดปัญหาการละเลยตัวแปรที่สำคัญของแบบจำลอง (Omitted Variable Problem) ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มปัญหาด้าน Underspecified Model ส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองมีความเอนเอียง (Omitted Variable Bias) ดังนั้นการทดสอบสมมติฐาน Information Content of Dividend ในยุคถัดมาจึงให้ความสำคัญกับประเด็นดังกล่าวมากขึ้น (Choi et al., 2011; Goddard et al., 2006; Grullon et al., 2005; Lukose & Rao, 2010; Liu & Chen, 2015; Nissim & Ziv, 2001) เช่น การศึกษาของ Nissim and Ziv (2001) ที่ได้ปรับปรุงแบบจำลองของ Benartzi et al. (1997) โดยการเพิ่มตัวแปรควบคุมพฤติกรรม Mean Reversion ของกำไร ก่อนการนำไปใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลกับกำไรในอนาคต และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสองตัวแปร

อย่างไรก็ดี Grullon et al. (2005) ตั้งข้อสังเกตว่าแบบจำลองของ Nissim and Ziv (2001) อาจให้ผลที่เอนเอียง (Bias) เนื่องจากตัวแปรที่ใช้ควบคุมพฤติกรรม Mean Reversion จำกัดอยู่ในรูปแบบของฟังก์ชันเชิงเส้น (Linear) ซึ่งขัดแย้งกับข้อพิสูจน์ของ Elgers and Lo (1994) และ Fama and French (2000) ที่พบว่าพฤติกรรมการลู่เข้าสู่ค่าเฉลี่ยของกำไรของบริษัทในสหรัฐอเมริกา มีลักษณะเป็นฟังก์ชันพหุนาม (Polynomial) ดังนั้น Grullon et al. (2005) จึงดัดแปลงแบบจำลองของ Fama and French (2000) เพื่อทดสอบทฤษฎี Dividend Irrelevant กับกลุ่มตัวอย่างระหว่างปี ค.ศ. 1967-1993 และพบว่า การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต หลังจากนั้นการศึกษาในประเทศอื่นๆ พบหลักฐานที่สนับสนุนผลการศึกษาของ Grullon et al. (2005) เช่น การศึกษาเชิงประจักษ์ในสหราชอาณาจักรของ Goddard, McMillan and Wilson (2006) ซึ่งพบเพียงความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผล ณ ปัจจุบันกับกำไร ณ ปัจจุบัน แต่ไม่พบสัญญาณที่สะท้อนการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Lukose and Rao (2010) ในอินเดียที่ไม่พบหลักฐานสนับสนุนความสามารถในการพยากรณ์ของเงินปันผลต่อผลกำไรในอนาคตของกิจการ โดยผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของระดับกำไร ณ ปีที่นโยบายปันผลมีการเปลี่ยนแปลง นอกจากนี้ Choi, Ju and Park (2011) ที่ใช้แบบจำลองของ Grullon et al. (2005) ทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวในเกาหลี โดยทำการศึกษาด้วยวิธี Ordinary Least Square (OLS) กับข้อมูล

ภาคตัดขวาง (Cross-sectional Data) ก็ไม่พบสัญญาณของการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลต่อกำไรในอนาคตของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าการศึกษาทฤษฎีสัญญาณของเงินปันผลในบริบทของประเทศไทย มักมุ่งเน้นไปที่การศึกษาสัญญาณของเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคา หรือผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ (กัลยานี ภาคอิต และคณะ, 2561; Suwanna, 2012; Suwanna et al., 2014) ในขณะที่การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลต่อกำไรในอนาคต หรือ Information Content of Dividend นั้นยังมีจำนวนจำกัด เช่น Kulkanya (2010) ทำการศึกษาประเด็นดังกล่าวโดยมุ่งเน้นไปที่การจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรก และการหยุดจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรก ว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายปันผลทั้งสองลักษณะมีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตของกิจการหรือไม่ ซึ่งพบว่าบริษัทที่หยุดจ่ายเงินปันผลเป็นปีแรกจะมีผลกำไรที่ดีขึ้นในปีถัดไป แต่ไม่พบหลักฐานสนับสนุนแนวคิดที่ว่าบริษัทที่เริ่มจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรกจะมีผลกำไรที่ดีขึ้นในอนาคต ในขณะที่ผลการศึกษาของ Hangsasuta (2015) ซึ่งวิเคราะห์ผลการศึกษาดังกล่าวด้วยวิธี OLS กับข้อมูลภาคตัดขวาง พบว่าบริษัทที่ปรับลดเงินปันผลจะมีแนวโน้มกำไรที่ดีขึ้นในปีถัดไป แต่ไม่พบสัญญาณของการปรับเพิ่มขึ้นของเงินปันผลต่อแนวโน้มกำไรในอนาคต อย่างไรก็ตามการศึกษาข้างต้นมิได้ควบคุมเงื่อนไข Mean Reversion ของกำไร ดังนั้นการศึกษาด้วยแบบจำลองและวิธีการวิเคราะห์ที่มีความเหมาะสม และสอดคล้องกับคุณลักษณะที่สำคัญของกำไร จะเป็นการเพิ่มหลักฐานในวรรณกรรมด้านเงินปันผล และสะท้อนมุมมองของระดับประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## วิธีการดำเนินการวิจัย

### ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้สำหรับการศึกษาในครั้งนี้ เป็นข้อมูลหุตุยภูมิรายปี ประเภท Panel Data ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2553-2562 รวมทั้งสิ้น 10 ปี ซึ่งเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART โดยคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนตลอดระยะเวลาที่ทำการศึกษา และคัดบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องออกจากกลุ่มตัวอย่าง เพื่อจัดการให้ข้อมูลอยู่ในรูปแบบที่สมดุล (Balanced Panel) นอกจากนั้นได้ยกเว้นบริษัทในกลุ่มพันธุกิจการ บริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน และบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ เนื่องจากมีลักษณะโครงสร้างเงินทุน การดำเนินงาน และข้อปฏิบัติทางการบัญชีที่แตกต่างกับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น จากเกณฑ์คัดเลือกดังกล่าวทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 171 บริษัท อย่างไรก็ตามการที่ศึกษาบางตัวแปร คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลระหว่างปี เช่น การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล ณ ปี พ.ศ. 2554 คำนวณจากผลต่างระหว่างเงินปันผล ณ ปี พ.ศ. 2554 และปี พ.ศ. 2553 ดังนั้นข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาแบบจำลองจึงประกอบไปด้วย ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-section) 171 บริษัท และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time-series) 9 ปี รวมเป็นข้อมูล Panel ทั้งสิ้น 1,539 ข้อมูล

### แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

จากสมมติฐาน Information Content of Dividend การที่กิจการจ่ายเงินปันผล ณ ปีปัจจุบัน (ปีที่  $t$ ) เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า (ปีที่  $t-1$ ) อาจเป็นสัญญาณสะท้อนมุมมองเชิงบวกของผู้บริหารกิจการต่อกำไรในอนาคตของกิจการ กล่าวคือกำไรในอนาคต (ปีที่  $t+1$ ) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับกำไร ณ ปีปัจจุบัน (ปีที่  $t$ ) Nissim and Ziv (2001) ได้ปรับปรุงแบบจำลองของ Benartzi et al. (1997) เพื่อลดโอกาสผิดพลาดจากการวัดตัวแปรกำไรเชิงสัมพัทธ์ โดยการปรับสเกลผลต่างของกำไรด้วยมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ( $B_{i,t}$ ) แทนการใช้ราคาหลักทรัพย์ ทำให้สามารถวัดกำไรที่ไม่ได้คาดการณ์ (Unexpected Earnings) ได้ดีกว่า และเพิ่มตัวแปรกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ( $ROE_{i,t}$ ) เพื่อควบคุมพฤติกรรม Mean Reversion ของกำไร โดยแบบจำลองที่เสนอสามารถแสดงได้ดังนี้

$$(E_{i,t+1} - E_{i,t})/B_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t} + \beta_2 DNC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 (E_{i,t} - E_{i,t-1})/B_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

โดยตัวห้อย  $i, t$  ของแต่ละตัวแปรแสดงถึงข้อมูลของบริษัทที่  $i$  ณ ปีที่  $t$  และกำหนดให้  $E_{i,t}$  คือกำไรก่อนรายการพิเศษ  $B_{i,t}$  คือมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นของ  $\Delta DIV_{i,t}$  คือร้อยละการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเทียบระหว่างปีปัจจุบันกับปีก่อนหน้า  $DPC_{i,t}$  ( $DNC_{i,t}$ ) คือตัวแปรหุ่นโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ลดลง) เมื่อเทียบกับปีก่อน และเท่ากับ 0 เมื่อเป็นอย่างอื่น และ  $ROE_{i,t}$  คำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่  $\varepsilon_{i,t}$  แสดงถึงค่าคลาดเคลื่อน (Error Term)

Gullon et al. (2005) วิพากษ์แนวทางการใช้ตัวแปร  $ROE_{i,t}$  และ  $(E_{i,t} - E_{i,t-1})/B_{i,t-1}$  ในรูปแบบฟังก์ชันเชิงเส้น เพื่อควบคุมพฤติกรรม Mean Reversion ของกำไร และปัญหาสหสัมพันธ์ (Autocorrelation) ตามลำดับ ว่าไม่สอดคล้องกับข้อค้นพบของ Fama and French (2000) ที่พิสูจน์ว่าพฤติกรรม Mean Reversion ของกำไรมีรูปแบบเป็นฟังก์ชันพหุนาม Gullon et al. (2005) จึงได้ประยุกต์แบบจำลองของ Fama and French (2000) เพื่อแก้ไขข้อขัดแย้งข้างต้นโดยพิจารณาตัวแปรทั้งสองในรูปแบบฟังก์ชันควอดราติก (Quadratic Function) ซึ่งแบบจำลองดังกล่าวสามารถแสดงได้ดังนี้

$$(E_{i,t+1} - E_{i,t})/B_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 (DPC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t}) + \alpha_2 (DNC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t}) + (\gamma_1 + \gamma_2 NDFE_{i,t} + \gamma_3 NDFE_{i,t} \times DFE_{i,t} + \gamma_4 PDFE_{i,t} \times DFE_{i,t}) \times DFE_{i,t} + (\lambda_1 + \lambda_2 NCE_{i,t} + \lambda_3 NCE_{i,t} \times CE_{i,t} + \lambda_4 PCE_{i,t} \times CE_{i,t}) \times CE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

โดยที่  $DFE_{i,t}$  คือผลต่างระหว่างผลกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่แท้จริง ( $ROE_{i,t}$ ) กับค่าคาดหวัง ( $E(ROE_{i,t})$ ) ซึ่งค่าคาดหวังของต่อกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นคือค่าพยากรณ์ (Fitted Value) ที่ประมาณการด้วย OLS regression แบบภาคตัดขวาง โดยใช้แบบจำลองที่มีสินทรัพย์รวมปีก่อนหน้า อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีปีก่อนหน้า และกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่แท้จริงปีก่อนหน้าเป็นตัวแปรต้นของแบบจำลอง  $PDFE_{i,t}$  ( $NDFE_{i,t}$ ) คือตัวแปรหุ่นโดยมีค่าเท่ากับ 1 หาก  $DFE_{i,t}$  มีค่าเป็นบวก (ลบ) และเท่ากับ 0 เมื่อเป็นอย่างอื่น ตัวแปร  $CE_{i,t}$  มีค่าเท่ากับ  $(E_{i,t} - E_{i,t-1})/B_{i,t-1}$  ในสมการ (1) มีวัตถุประสงค์เพื่อควบคุมปัญหาสหสัมพันธ์ที่

เป็นฟังก์ชันควอตราติก  $PCE_{i,t}$  ( $NCE_{i,t}$ ) คือตัวแปรหุ่นโดยมีค่าเท่ากับ 1 หาก  $CE_{i,t}$  มีค่าเป็นบวก (ลบ) และเท่ากับ 0 เมื่อเป็นอย่างอื่น

ในการศึกษานี้ แบบจำลองเชิงเส้น (1) และแบบจำลองควอตราติก (2) จะถูกนำไปใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของกิจการ โดยพิจารณาเครื่องหมายและนัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_1$  และ  $\beta_2$  ในแบบจำลองเชิงเส้น และค่าสัมประสิทธิ์  $\alpha_1$  และ  $\alpha_2$  ในแบบจำลองควอตราติก ในขณะที่นัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์  $\gamma_2, \gamma_3$  และ  $\gamma_4$  ของแบบจำลองควอตราติก จะบ่งบอกถึงพฤติกรรม Mean Reversion ที่เป็นฟังก์ชันพหุนามของกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เมื่อพิจารณาหลักฐานจากรรณกรรมที่สนับสนุนทฤษฎี Dividend Irrelevant (Choi et al., 2011; Goddard et al., 2006; Lukose & Rao, 2010) ซึ่งวิพากษ์แนวทางการศึกษาที่สนับสนุนแนวคิด Dividend Signaling ว่ามีความไม่เหมาะสมในแง่ของการพัฒนาแบบจำลอง (Model Misspecification) โดยเฉพาะการละเว้นการควบคุมพฤติกรรม Mean Reversion ของกำไร ซึ่งส่งผลต่อความเอนเอียงของผลการศึกษา (Omitted Variable Bias) หรือ การควบคุมพฤติกรรม Mean Reversion ของกำไรด้วยรูปแบบฟังก์ชันที่ไม่เหมาะสม (Functional Form Misspecification) ดังนั้นการศึกษานี้มีข้อสันนิษฐานว่า ค่าสัมประสิทธิ์  $\alpha_1$  และ  $\alpha_2$  ในแบบจำลองควอตราติกจะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นการสนับสนุนทฤษฎี Dividend Irrelevant แต่จะพบนัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์  $\gamma_2, \gamma_3$  และ  $\gamma_4$  อันเป็นการสนับสนุนข้อค้นพบของ Fama and French (2000) ที่ชี้ให้เห็นว่าพฤติกรรม Mean Reversion ของกำไรมีรูปแบบเป็นฟังก์ชันพหุนาม

#### การวิเคราะห์แบบจำลองด้วยวิธี Panel OLS

แบบจำลองที่เหมาะสมกับการวิเคราะห์ข้อมูลประเภท Panel Data แบ่งได้เป็น 3 รูปแบบหลักๆ ได้แก่ Pooled, Fixed-effect และ Random-effect โดยแบบจำลองแบบ Pooled เป็นแบบจำลองที่ละเลยตัวแปรที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา (Time Invariant) อันหมายถึงคุณลักษณะจำเพาะของบริษัทที่ทำการศึกษาในงานวิจัยนี้ ซึ่งคุณสมบัติจำเพาะของแต่ละบริษัทอาจจะส่งผลต่อตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในลักษณะผลกระทบแฝง (Unobserved Effect) โดยเฉพาะในกรณีที่ข้อมูลภาคตัดขวาง หรือจำนวนบริษัทที่ใช้ศึกษามีจำนวนมาก อันเป็นผลให้การประมาณการค่าสัมประสิทธิ์นั้นเอนเอียง (Bias) และไม่สม่ำเสมอ (Inconsistent)

$$Y_{i,t} = C + \delta_{i,t}X_{i,t} + \eta_i + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

หากพิจารณาแบบจำลองมาตรฐานข้างต้น โดยกำหนดให้  $Y_{i,t}$  เป็นเวกเตอร์ของตัวแปรตาม  $C$  คือค่าคงที่ของแบบจำลอง  $\delta_{i,t}$  แทนเมทริกซ์ของค่าสัมประสิทธิ์  $X_{i,t}$  คือเวกเตอร์ของตัวแปรต้น  $\eta_i$  คือคุณลักษณะจำเพาะของแต่ละบริษัท และ  $\epsilon_{i,t}$  คือค่าคลาดเคลื่อน การควบคุมคุณลักษณะจำเพาะของกิจการ ( $\eta_i$ ) อย่างเหมาะสมจะช่วยขจัดปัญหาจากการละเลยตัวแปรที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา (Omitting Time Invariant Variable) สำหรับแบบจำลอง Fixed-effect การควบคุมคุณลักษณะจำเพาะของกิจการจะใช้วิธีการ “Demean” หรือการ



สร้างแบบจำลองที่เกิดจากผลต่าง (Differencing) ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองมาตรฐาน (3) กับค่าเฉลี่ยของตัวแปรแต่ละตัว ซึ่งมีรูปแบบดังนี้

$$Y_{i,t}^* = \delta_{i,t} X_{i,t}^* + \epsilon_{i,t}^* \quad (4)$$

โดยที่  $Y_{i,t}^* = Y_{i,t} - \bar{Y}_{i,t}$ ,  $X_{i,t}^* = X_{i,t} - \bar{X}_{i,t}$  และ  $\epsilon_{i,t}^* = \epsilon_{i,t} - \bar{\epsilon}_{i,t}$  สังเกตได้ว่าตัวแปร  $C$  และตัวแปร  $\eta_i$  ซึ่งมีคุณสมบัติเป็นค่าคงที่ จะไม่ปรากฏอยู่ในสมการ (4) เนื่องจากผลต่างระหว่างตัวแปร  $C$  และตัวแปร  $\eta_i$  กับค่าเฉลี่ยของตัวแปรทั้งสองมีค่าเป็นศูนย์ ในขณะที่แบบจำลอง Random-effect จะใช้วิธีการควบคุมคุณลักษณะจำเพาะของกิจการด้วยวิธีการที่ต่างออกไป โดยพิจารณาตัวแปร  $\eta_i$  เป็นองค์ประกอบส่วนหนึ่งของค่าคลาดเคลื่อนรวม ( $u_{i,t} = \eta_i + \epsilon_{i,t}$ ) ภายใต้สมมติฐานที่ว่าค่าคลาดเคลื่อนรวมไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรต้น ( $X_{i,t}$ ) ของแบบจำลอง

ในการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมระหว่าง Fixed-effect และ Random-effect ทำได้โดยการทดสอบสมมติฐานของแบบจำลอง Random-effect ด้วยการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะจำเพาะของกิจการ ( $\eta_i$ ) ซึ่งเป็นองค์ประกอบของค่าคลาดเคลื่อนรวม กับตัวแปรต้น ( $X_{i,t}$ ) ของแบบจำลอง โดยวิธีทดสอบที่นิยมใช้กันอย่างกว้างขวางคือ Hausman Test ซึ่งสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ของการทดสอบดังกล่าวคือคุณลักษณะจำเพาะของกิจการ ( $\eta_i$ ) ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรต้น ( $X_{i,t}$ ) ของแบบจำลอง โดยหากการทดสอบด้วย Hausman Test ไม่พบหลักฐานเพียงพอที่จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก การใช้แบบจำลอง Fixed-effect หรือ Random-effect ให้ผลการศึกษาที่ไม่เอนเอียง และสม่ำเสมอ (Consistent) ในทางตรงกันข้าม การปฏิเสธสมมติฐานหลักเป็นการบ่งชี้ว่าสมมติฐานของแบบจำลอง Random-effect ไม่เป็นความจริง ดังนั้นการใช้แบบจำลอง Fixed-effect จึงมีความเหมาะสมมากกว่า

## ผลการวิจัย

ผลการศึกษาวิเคราะห์จากชุดข้อมูลหุติภูมิรายปี ประเภท Panel Data ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ผ่านเกณฑ์คัดเลือกทั้งสิ้น 171 บริษัท อย่างไรก็ตามที่ใช้ในการศึกษาบางตัวแปร คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลระหว่างปี ดังนั้นตัวแปรแต่ละตัวจึงมีข้อมูลจากภาคตัดขวาง (Cross-section) 171 บริษัท และอนุกรมเวลา (Time-series) 9 ปี รวมเป็นข้อมูล Balanced Panel ทั้งสิ้น 1,539 ข้อมูลต่อหนึ่งตัวแปร การใช้ข้อมูลประเภท Balanced Panel อันมีโครงสร้างที่ประกอบด้วยข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-section) และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time-series) ทำให้มีข้อมูลขนาดใหญ่ในการวิเคราะห์แบบจำลอง ซึ่งเป็นข้อได้เปรียบในแง่ของระดับความอิสระ (Degree of Freedom) ที่สูง

ในการวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้น กลุ่มตัวอย่างบริษัทถูกแบ่งเป็น 3 กลุ่มตามรูปแบบการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล ( $\Delta DIV_{i,t}$ ) โดยแบ่งเป็นตัวอย่างบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น จำนวน 867 ตัวอย่าง บริษัทที่จ่ายเงินปันผลคงที่ (ไม่เปลี่ยนแปลง) จำนวน 151 ตัวอย่าง และบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลง จำนวน 521 ตัวอย่าง ตารางที่ 1 รายงานค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของสินทรัพย์รวม (Total Asset) อัตราผลตอบแทนของ

ผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Market-to-book) ของตัวอย่างบริษัททั้ง 3 กลุ่ม ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ย บริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อนมีขนาดของกิจการที่วัดโดยสินทรัพย์รวมเล็กกว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลคงที่ แต่มีขนาดใหญ่กว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลง เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น พบว่าโดยเฉลี่ยแล้ว บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลในเชิงบวก จะมีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่าอีกสองกลุ่ม ซึ่งสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี โดยบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะมีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสูงกว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลคงที่ และจ่ายเงินปันผลลดลง อันเป็นการสะท้อนให้เห็นมุมมองของนักลงทุนต่อทิศทางการเติบโตของบริษัทในอนาคต

ในลำดับถัดมา ตามที่ได้อธิบายไว้ในส่วนของวิธีการดำเนินการวิจัย ในกรณีที่ใช้ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีโครงสร้างแบบ Balanced Panel ขั้นตอนที่จะวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลกับกำไรในอนาคตของกิจการ คือการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองเชิงเส้น (1) และ แบบจำลองควอดราติก (2) โดยในการศึกษานี้ใช้วิธีการทดสอบ Hausman Test ในการวิเคราะห์ความเหมาะสมระหว่างแบบจำลอง Fixed-effect และ Random-effect ขั้นตอนดังกล่าวเริ่มจากการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองเชิงเส้น และแบบจำลองควอดราติก ด้วยแบบจำลอง Random-effect โดยสมมติให้คุณลักษณะจำเพาะของกิจการ ( $\eta_i$ ) เป็นองค์ประกอบส่วนหนึ่งของค่าคลาดเคลื่อนรวม ( $u_{i,t} = \eta_i + \epsilon_{i,t}$ ) และใช้ค่าสถิติ Chi Square ในการทดสอบสมมติฐานของ Hausman Test ตารางที่ 2 และตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบด้วยวิธี Hausman Test ของแบบจำลองเชิงเส้น และแบบจำลองควอดราติกตามลำดับ

ในตารางที่ 2 ค่าสถิติ Chi Square และค่า probability มีค่าเท่ากับ 25.7469 และ 0.0012 ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการทดสอบมีหลักฐานเพียงพออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) หรือกล่าวอีกนัยได้ว่าคุณลักษณะจำเพาะของกิจการ ( $\eta_i$ ) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรต้นในแบบจำลองเชิงเส้น เช่นเดียวกับกับผลการศึกษาในตารางที่ 3 ค่าสถิติ Chi Square และค่า Probability มีค่าเท่ากับ 97.8496 และ 0.0000 ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการทดสอบมีหลักฐานเพียงพออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า แบบจำลองที่เหมาะสมในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลกับกำไรในอนาคตของกิจการ ภายใต้เงื่อนไข Mean Reversion แบบควอดราติกคือแบบจำลองแบบ Fixed-effect

**ตารางที่ 1** ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีอัตราการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล ( $\Delta DIV_{i,t}$ ) แตกต่างกัน

		$\Delta DIV_{i,t}$ เพิ่มขึ้น (N = 867)	$\Delta DIV_{i,t}$ คงที่ (N = 151)	$\Delta DIV_{i,t}$ ลดลง (N = 521)
Total Asset	Mean	59,413.31	130,687.93	35,380.06
	Std. Deviation	218,317.57	28,369.38	130,687.93
ROE	Mean	2.76	1.89	2.34
	Std. Deviation	2.58	1.77	2.62
Market-to-book	Mean	16.06	10.87	12.32
	Std. Deviation	11.99	9.07	13.31

**ตารางที่ 2** ผลการทดสอบ Hausman Test ของแบบจำลองเชิงเส้น (1)

Hausman Test			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Probability
Cross-section random	25.7469	4	0.0012

**ตารางที่ 3** ผลการทดสอบ Hausman Test ของแบบจำลองควอดราติก (2)

Hausman Test			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Probability
Cross-section random	97.8496	10	0.0000

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลกับกำไรในอนาคตของกิจการในส่วนแรก จะเป็นการศึกษาภายใต้เงื่อนไข Mean Reversion แบบฟังก์ชันเชิงเส้น (Nissim & Ziv, 2001) ตารางที่ 4 รายงานผลการวิเคราะห์แบบจำลองเชิงเส้น (1) โดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธี Panel OLS แบบ Fixed-effect ซึ่งผลการศึกษาพบว่าค่าสถิติ  $F$  มีค่าเท่ากับ 7.3667 ซึ่งเทียบเคียงได้เท่ากับค่า p-value ที่ 0.0000 หรือกล่าวได้ว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปรในแบบจำลองที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 นอกจากนั้น เมื่อพิจารณาในภาพรวมจะพบว่า ตัวแปรต้นในแบบจำลองเชิงเส้นนี้ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตได้ร้อยละ 20.92

ตารางที่ 4 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองเชิงเส้น ด้วยวิธี Fixed-effect Panel OLS

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	0.1203	0.0297	4.0505	0.0073***
$\beta_1$	0.0521	0.0553	0.9421	0.5922
$\beta_2$	-0.0647	0.0462	-1.4004	0.0705*
$\beta_3$	-0.0422	0.0657	-0.6423	0.1175
$\beta_4$	-0.5984	0.0397	-15.0730	0.0012***
R-squared	0.2092	F-statistic		7.3667
Adjusted R-squared	0.1867	Prob.(F-statistic)		0.0000

หมายเหตุ : Balanced Panel Observation: 1,539 and Cross-section included: 171

แบบจำลอง :  $(E_{i,t+1} - E_{i,t})/B_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t} + \beta_2 DNC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 (E_{i,t} - E_{i,t-1})/B_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

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

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปรพบว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลในกรณีที่เงินปันผลเพิ่มขึ้น ( $DPC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t}$ ) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเพียงพอที่จะอธิบายความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต เช่นเดียวกับกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ( $ROE_{i,t}$ ) ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของกิจการ อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลในกรณีที่เงินปันผลลดลง ( $DNC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t}$ ) มีนัยสำคัญทางสถิติที่แสดงความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวมีการนำเข้าข้อมูลเฉพาะค่าลบ (Negative Changes) ค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_2$  ที่มีเครื่องหมายเป็นลบจึงตีความได้ว่า ในกรณีที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลลดลง การลดลงของการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเชิงลบ (Reducing of Negative Changes) เป็นสัญญาณสะท้อนแนวโน้มกำไรที่ลดลงในอนาคตของกิจการ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 10 ในขณะที่ตัวแปรควบคุม Autocorrelation แบบเชิงเส้น  $(E_{i,t} - E_{i,t-1})/B_{i,t-1}$  มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 กับกำไรในอนาคตของกิจการ

ผลการวิจัยข้างต้นแสดงให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นสัญญาณสะท้อนกำไรในอนาคตของกิจการ เฉพาะในกรณีที่เงินปันผลมีการปรับตัวลดลงจากปีก่อนหน้า อันเป็นการสนับสนุนแนวคิด Information Content of Dividend กล่าวคือ ผู้บริหารใช้การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของกิจการเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณสะท้อนทิศทางการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ อย่างไรก็ตามการส่งสัญญาณของฝ่ายบริหารนั้น ให้ผลกระทบแบบอสมมาตร (Asymmetric Effect) หรืออาจกล่าวได้ว่า ผู้บริหารเลือกใช้เฉพาะการปรับลดเงินปันผลเป็นเครื่องมือสะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ

ตารางที่ 5 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองควอตราดิก ด้วยวิธี Fixed-effect Panel OLS

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\alpha_0$	0.0165	0.0946	0.1744	0.1381
$\alpha_1$	-0.0781	0.0876	-0.8916	0.8741
$\alpha_2$	-0.0563	0.0757	-0.7437	0.2288
$\gamma_1$	-0.0889	0.0656	-1.3552	0.0202**
$\gamma_2$	0.0619	0.0325	1.9046	0.0116**
$\gamma_3$	0.1307	0.0846	1.5449	0.0208**
$\gamma_4$	0.2356	0.131	1.7985	0.0213**
$\lambda_1$	-0.6462	0.0659	-9.8058	0.0000***
$\lambda_2$	0.3527	0.1608	2.1934	0.0291**
$\lambda_3$	0.7994	0.0372	21.4892	0.0000***
$\lambda_4$	0.1367	0.0081	16.8765	0.0000***
R-squared	0.2902	F-statistic		28.6834
Adjusted R-squared	0.2859	Prob.(F-statistic)		0.0000

หมายเหตุ : Balanced Panel Observation: 1,539 and Cross-section included: 171

แบบจำลอง:  $(E_{i,t+1} - E_{i,t})/B_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(DPC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t}) + \alpha_2(DNC_{i,t} \times \Delta DIV_{i,t}) + (\gamma_1 + \gamma_2 NDFE_{i,t} + \gamma_3 NDFE_{i,t} \times DFE_{i,t} + \gamma_4 PDFE_{i,t} \times DFE_{i,t}) \times DFE_{i,t} + (\lambda_1 + \lambda_2 NCE_{i,t} + \lambda_3 NCE_{i,t} \times CE_{i,t} + \lambda_4 PCE_{i,t} \times CE_{i,t}) \times CE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

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

### การอภิปรายผล

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลกับกำไรในขนาดของกิจการ ซึ่งเป็น การทดสอบสมมติฐาน Information Content of Dividend ว่าผู้บริหารกิจการใช้การเปลี่ยนแปลงนโยบายปัน ผลเป็นเครื่องมือส่งสัญญาณสะท้อนแนวโน้มกำไรในขนาดของกิจการหรือไม่ ในสภาวะที่ผู้เล่นในตลาดรับรู้ ข้อมูลข่าวสารได้อย่างไม่เท่าเทียมกัน นอกจากนี้ แบบจำลองเศรษฐมิติที่ใช้ในการศึกษานี้สามารถควบคุม เงื่อนไข Mean Reversion ของกำไรของกิจการ ทั้งในรูปแบบฟังก์ชันเชิงเส้น และฟังก์ชันควอตราดิก ผล การศึกษาพบว่ารูปแบบฟังก์ชันที่เลือกใช้ในการควบคุมพฤติกรรมดังกล่าวของกำไร มีผลต่อระดับนัยสำคัญทาง สถิติของผลการศึกษา ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบของ Grullon et al. (2005) และ Choi et al. (2011)

ผลการศึกษาด้วยแบบจำลองเชิงเส้น พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลกับกำไรใน อนาคตของกิจการ เฉพาะในกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า ซึ่งตีความได้ว่าผู้บริหาร อาจเลือกใช้นโยบายปันผลเป็นเครื่องมือส่งสัญญาณสู่สาธารณะ เฉพาะในกรณีที่ต้องการแจ้งข่าวร้ายต่อมุมมอง การคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตของกิจการ ผลการศึกษาข้างต้นสนับสนุนทฤษฎี Dividend Signaling และ

สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nissim & Ziv (2001) ที่ควบคุมเงื่อนไข Mean Reversion ด้วยแบบจำลองเชิงเส้น และผลการศึกษาในบริบทของประเทศไทยที่ไม่ได้ควบคุมเงื่อนไขดังกล่าว (Hangsasuta, 2015; Kulkanya, 2010)

อย่างไรก็ตาม เมื่อการควบคุม Mean Reversion ของกำไรสอดคล้องกับคุณลักษณะเชิงประจักษ์ ผลการศึกษาจากแบบจำลองควอดราติก กลับไม่พบหลักฐานที่สนับสนุนความสัมพันธ์ข้างต้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Grullon et al. (2005) แม้ว่าจะใช้วิธีในการศึกษาที่แตกต่างกัน นอกจากนั้น การปฏิเสศสมมติฐาน Information Content of Dividend ของงานวิจัยนี้ เป็นการเพิ่มหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนทฤษฎี Dividend Irrelevant ของ Miller and Modigliani (1961) และสะท้อนถึงประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong Form Efficiency) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ นักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่สู่สาธารณะในการทำกำไรเกินปกติได้ ข้อค้นพบข้างต้นเป็นการเพิ่มหลักฐานเชิงประจักษ์ในวรรณกรรมด้านเงินปันผล โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) อย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากงานวิจัยนี้ ในบริบทของการตัดสินใจลงทุนคือ ผู้บริหารไม่ควรให้ความสำคัญกับการปรับเปลี่ยนนโยบายปันผล เพียงเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณสะท้อนมุมมองของฝ่ายบริหารต่อทิศทางผลประกอบการในอนาคตของกิจการ ในขณะเดียวกัน ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนที่ติดตามสัญญาณจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายปันผลของกิจการ เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการพยากรณ์ทิศทางกำไรในอนาคตของกิจการ ควรดำเนินการด้วยความระมัดระวัง และควรทำความเข้าใจในหลักการของประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ว่า การเปลี่ยนแปลงของข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่สู่สาธารณะ จะสะท้อนอยู่ในรูปแบบของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และปรับเข้าสู่สภาวะสมดุล (Equilibrium) อย่างรวดเร็ว จึงไม่สามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวคาดการณ์เหตุการณ์ในอนาคต และทำกำไรเกินปกติได้

นอกจากนั้น อีกนัยยะหนึ่งของการศึกษานี้ แสดงให้เห็นถึงแนวทางที่เหมาะสมในการทำการศึกษาวิจัยด้านความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า กระบวนการและพฤติกรรมของกำไร (Earnings Process) มีคุณลักษณะจำเพาะที่สำคัญคือ พฤติกรรมลู่เข้าสู่ค่าเฉลี่ย (Mean Reversion) แบบฟังก์ชันพหุนาม ดังนั้นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรของกิจการ กับปัจจัยใดๆ ด้วยแบบจำลองที่ไม่ได้ควบคุมเงื่อนไขดังกล่าว และ/หรือ ควบคุมด้วยฟังก์ชันที่ไม่สอดคล้องกับคุณลักษณะที่แท้จริง จะส่งผลในเชิงความเอนเอียง (Bias) และความไม่สม่ำเสมอ (Inconsistency) ของผลการศึกษา

### เอกสารอ้างอิง

กัลยานี ภาคอิต และชยงการ ภมรมาศ. เงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารวิชาการ Veridian E-Journal, Silpakorn University ฉบับภาษาไทย สาขามนุษยศาสตร์ สังคมศาสตร์ และศิลปะ*, 11(2), 1405-1421.

- Bernartzi, S, R Michaely and R Thaler (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, 52(3), 1007–1034.
- Bhattacharya, Suddipto. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy *The Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Black, Fischer, & Scholes, Myron. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22.
- Braggion, F., & Moore, L. (2011). Dividend policies in an unregulated market: The London Stock Exchange, 1895-1905. *Review of Financial Studies*, 24, 2935-2973.
- Casey, K. Michael, and Ross N. Dickens, 2000, The Effect of Tax and Regulatory Changes in Commercial Bank Dividend Policy, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 40, 279-293.
- Choi, Y. M., Ju, H. K., & Park, Y. K. (2011). Do dividend changes predict the future profitability of firms? *Accounting & Finance*, 51(4), 869–891.
- DeAngelo, H, L DeAngelo and D Skinner (1996). Reversal of fortune, dividend signaling, and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40, 340–371.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 79, 293-316.
- Fama, Eugene F., & French, Kenneth R. (2000). Forecasting Profitability and Earnings. *The Journal of Business*, 73(2), 161-175.
- Elgers, P. T., & Lo, M. H. (1994). Reductions in analysts' annual earnings forecast errors using information in prior earnings and security returns. *Journal of Accounting Research*, 32, 290-303.
- Goddard, J., McMillan, D. G., & Wilson, J. O. S. (2006). Dividend smoothing vs dividend signalling: Evidence from UK firms. *Managerial Finance*, 32(6), 493–504.
- Grullon, Gustavo, Michaely, Roni, Benartzi, Shlomo, Thaler, Richard, xa, & H. (2005). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *The Journal of Business*, 78(5), 1659-1682.
- Gwilym, O, J Seaton, K Suddason and S Thomas (2006). International evidence on the payout ratio, earnings, dividends, and returns. *Financial Analysts Journal*, 62(1), 36–53.
- Hangsasuta, C. (2015). *Dividend changes and future profitability: Evidence from Stock Exchange of Thailand*. Page 59-72. ICMSIT 2015: International Conference on Management Science, Innovation, and Technology 2015.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*, 21(2), 149–175.

- Lee, K. F. (2010). An empirical study of dividend payout and future earnings in Singapore. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 13(2), 267-286.
- Lee, B. S., & Mauck, N. (2016). Dividend initiations, increases and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 40, 47-60.
- Lintner, John. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Liu, C., & Chen, A. S. (2015). Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis. *International Review of Financial Analysis*, 37, 194-207.
- Lukose, J., & Rao, S. N. (2010). Dividend changes and profitability: An empirical study of Indian manufacturing firms. *The IUP Journal of Applied Finance*, 16(1), 5-26.
- McCluskey, T., Burton, B. M., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (2006). Evidence on the Irish stock market's reaction to dividend announcements. *Applied Financial Economics*, 16(8), 617-628.
- Miller, Merton H., & Modigliani, Franco. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, Merton H., & Rock, Kevin. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Nissim, Doron, & Ziv, Amir. (2001). Dividend Changes and Future Profitability. *The Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133.
- Napompech, K. (2010). Earnings information conveyed by dividend policy. *Society for Social Management Systems Internet Journal*, 6(1).
- Suksonghong, K., & Amran, A. (2020). Achieving earnings target through real activities manipulation: lesson from stock exchange of Thailand. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 13(3), 260-268.
- Suwanna, T., Intuwonges, S., & Jantarakolica, T. (2015). Dividend Policy and Its Impacts on Thai Listed Companies. *Journal of Asia Pacific Business Innovation & Technology Management*, 04, 01-010
- Suwanna, T. (2012). Impacts of dividend announcement on stock return. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 40, 721-725.
- Tsai, H. J., & Wu, Y. (2015). Bond and stock market response to unexpected dividend changes. *Journal of Empirical Finance*, 30, 1-15.
- Watts, Ross. (1973). The Information Content of Dividends. *The Journal of Business*, 46(2), 191-211.
- Zhou, P., & Ruland, W. (2006). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58-69.