

# การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต

นภสินธุ์ สานติวัตร\*

สรศาสตร์ สุขเจริญสิน\*\*

## บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลต่อกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปีพ.ศ. 2543 ถึง 2561 โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติ Fixed Effect Unbalanced Panel Least Square และ Pooled OLS ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตในทิศทางตรงข้าม โดยเฉพาะการลดลงของการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ต่อการเพิ่มขึ้นของกำไรในอนาคตในระยะเวลา 1, 2, และ 3 ปี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่การเพิ่มขึ้นของการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ต่อการลดลงของกำไรในระยะเวลา 1 ปี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผลและสมมติฐานการอึดตัวของกิจการ

**คำสำคัญ:** ทฤษฎีการส่งสัญญาณปันผล สมมติฐานการอึดตัวของกิจการ การเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต อัตราการจ่ายปันผล

รับต้นฉบับ: 5 ธันวาคม 2563 | ได้รับบทความฉบับแก้ไข: 3 มีนาคม 2564 | ตอรับบทความ: 18 มิถุนายน 2564

\* นักศึกษาหลักสูตรเศรษฐศาสตร์การเงิน คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

\*\* รองศาสตราจารย์ประจำคณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

# The Relationship between Cash Dividend Changes and Future Earning Changes

Naphasin Santiwat\*

Sorasart Sukcharoensin\*\*

## Abstract

The purpose of this study is to investigate the relationship between changes in cash dividend payout policy and future earnings changes for listed firms on the Stock exchange of Thailand during 2000 to 2018. Employing the Fixed effect unbalanced panel least square and Pooled OLS for estimation, the results were showed a negative relationship between dividend changes and future earning changes. Specifically, the decreases of cash dividends will be followed by the increases of future earning changes in the subsequent 1, 2, and 3 years, but increases of cash dividends are negatively related to future earnings changes only 1 following year with statistic significantly. The finding conforms to the theory of Dividend signaling and the maturity hypothesis.

**Keyword:** Dividend Signaling Theory, Maturity Hypothesis, Future Earning Change, Dividend Payout Ratio

**Received:** December 5, 2020 | **Revised:** March 3, 2021 | **Accepted:** June 18, 2021

---

\* Graduate Student, Master in Financial Economics Program, School of Development Economics, National Institute of Development Administration.

\*\* Associate Professor, School of Development Economics, National Institute of Development Administration.

## บทนำ

การจ่ายปันผลนั้น เป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจในการลงทุน เนื่องจากผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประกอบด้วยสองส่วน ได้แก่ การเพิ่มขึ้นของมูลค่าหลักทรัพย์และการได้รับเงินปันผล ซึ่งเงินปันผลที่ผู้ลงทุนได้รับเกิดจากการที่กิจการมีกำไรจากการประกอบธุรกิจและจ่ายส่วนแบ่งกำไรในรูปของเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ การจ่ายเงินปันผลยังมีผลกระทบต่อราคาหุ้นสามัญของกิจการ ดังเห็นได้จากเงินปันผลนั้นเป็นตัวแปรสำคัญสำหรับแบบจำลองที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ อาทิเช่น แบบจำลองประเมินมูลค่าโดยคิดลดเงินปันผลหรือแบบจำลอง Gordon Growth Model เป็นต้น

โดยหนึ่งในหัวข้อที่มีการศึกษามากที่สุดคือ ทฤษฎีของการส่งสัญญาณปันผล (Dividend Signaling Theory) โดยทฤษฎีดังกล่าวตั้งอยู่บนสมมติฐานตลาดไม่มีประสิทธิภาพในระดับสูง ซึ่งการรับรู้ข้อมูลข่าวสารระหว่างนักลงทุนทั่วไปและผู้บริหารของบริษัทนั้นมีความไม่เท่าเทียมกัน โดยเฉพาะฝ่ายบริหารของบริษัทจะทราบข้อมูลมากกว่าและรวดเร็วกว่าที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ดังนั้น การตัดสินใจทางการเงินของบริษัท เช่น การจ่ายเงินปันผล อาจสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นล่วงหน้าของบริษัท ซึ่งสามารถกล่าวได้ว่า การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์หรือการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายปันผลของหลักทรัพย์ จะสามารถใช้เป็นการพยากรณ์กำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้ เนื่องจากกิจการต่าง ๆ จ่ายเงินปันผลจะส่งสัญญาณถึงสุขภาพทางการเงินของกิจการและแสดงถึงการเติบโตของรายได้ไปยังนักลงทุนอีกด้วย

ยิ่งไปกว่านั้น การจ่ายเงินปันผลถือว่าการตัดสินใจทางการเงินที่มีความสำคัญ ซึ่งในอดีตมีการศึกษามากมายในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผล โดยมีการศึกษาในอดีตที่ตั้งอยู่บนความเชื่อดั้งเดิมที่ยืนยันว่า การจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำแสดงถึงการส่งสัญญาณกำไรที่สูงในอนาคตของกิจการ เนื่องจากการที่จ่ายเงินปันผลในระดับต่ำอย่างมีผลทำให้กำไรสะสมซึ่งเป็นเงินสดในกิจการเพิ่มขึ้น พร้อมทั้งจะใช้ลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตของกิจการ อันจะนำมาซึ่งกำไรที่จะเติบโตในอนาคต (Zhou & Ruland, 2006) นอกจากนี้ Myers (1984) ยังได้เสนอสมมติฐานที่ว่ากิจการที่มีการเติบโตสูงจะนิยมใช้เงินสดภายในกิจการเพื่อลงทุนก่อนการระดมเงินทุนจากภายนอก เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาการความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Information Asymmetry) จากภายนอก ซึ่งข้อสรุปสมมติฐานทั้งสองบ่งชี้ว่า กิจการที่มีอัตราการเติบโตสูงจะมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Arnott และ Asness (2003) และ Zhou และ Ruland (2006) ได้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการเติบโตของกำไรในอนาคตซึ่งพบความสัมพันธ์ที่ขัดแย้งกับทฤษฎีและสมมติฐานที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลแบบดั้งเดิมจากผลการศึกษาก่อนหน้านี้ โดยพบว่า กิจการที่มีรายได้และการเติบโตสูงมักจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นมากกว่าการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง หมายความว่า การจ่ายเงินปันผลในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ที่แปรผันตรงกับรายได้ในอนาคตของกิจการนั่นเอง ซึ่งมีความขัดแย้งกับความเชื่อดั้งเดิมตามสมมติฐานการส่งสัญญาณและความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสาร

นอกจากนี้ การศึกษาในประเด็นดังกล่าวในต่างประเทศ โดยเฉพาะในตลาดทุนของประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพกว่าตลาดทุนในประเทศที่กำลังพัฒนาและโครงสร้างภาษีที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศ น่าจะส่งผลให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวในตลาดไทยมีความแตกต่างจากในตลาดต่างประเทศ ดังนั้น จึงเป็นที่น่าสนใจอย่างยิ่งในการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่า การจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำจะเป็นสัญญาณของการเติบโตของผลประกอบการในอนาคตที่แข็งแกร่งขึ้น หรือการจ่ายเงินปันผลระดับต่ำจะเป็นการสะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรที่ลดลงในอนาคต

การศึกษาครั้งนี้ จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะศึกษาความสัมพันธ์ในเชิงเป็นเหตุเป็นผล (Causation) ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตในระดับบริษัทว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไรและอธิบายด้วยทฤษฎีการส่งสัญญาณปันผลได้หรือไม่ เพื่อทำความเข้าใจในผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อการทำกำไรในอนาคต ซึ่งสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจการคัดเลือกหลักทรัพย์เพื่อการลงทุน หรือใช้ในการวิเคราะห์ถึงแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต ตลอดจนขยายพรมแดนแห่งความรู้ในประเทศไทยที่มีการศึกษาในประเด็นดังกล่าวค่อนข้างจำกัด และบริษัทจดทะเบียนต่าง ๆ อาจมีแรงจูงใจในการจ่ายเงินปันผลแตกต่างจากในประเทศที่พัฒนาแล้ว

## ทบทวนวรรณกรรม

การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป็นการตัดสินใจที่สำคัญในเชิงการเงินธุรกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อบริษัทในหลายมิติ อาทิเช่น โครงสร้างเงินทุนของบริษัท การเติบโตของกำไร หรือแม้กระทั่งราคาหลักทรัพย์ (Ahmed, 2008) โดยการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลนั้น ส่วนมากเป็นการตัดสินใจโดยผู้บริหารระดับสูงของบริษัท ซึ่งจะเปลี่ยนแปลงไปตามผลประกอบการของบริษัท โดยหากบริษัทมีผลประกอบการที่เพิ่มขึ้น ก็มักจะจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่สูงขึ้น นอกจากนี้ การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลอาจขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ เช่น ความสม่ำเสมอของกำไร การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร ความพึงพอใจในการใช้แหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ ขนาดของกิจการ (Likitwongkajon, 2019; Lintner, 1956) ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้น อายุของกิจการ และสภาพคล่องในการซื้อขาย เป็นต้น (Angkasuko et al., 2012)

อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันสามารถอธิบายด้วยทฤษฎีต่าง ๆ ได้ เช่น ทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล เนื่องจากผู้ที่มีอำนาจตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัท (Deepte & Roshan, 2009) ซึ่งหากอธิบายตามแนวคิดความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง ในการเกิดความไม่เท่าเทียมทางด้านความรู้ ข้อมูลข่าวสาร โดยมีสมมติฐานว่านักลงทุนไม่สามารถรับรู้ข้อมูลได้อย่างเท่าเทียมกันโดยเฉพาะฝ่ายผู้บริหารของบริษัทจะสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารภายในโดยเฉพาะผลประกอบการของบริษัทได้ล่วงหน้าหรือรวดเร็วกว่านักลงทุนทั่ว ๆ ไป ซึ่งข้อมูลที่ผู้บริหารทราบก่อนนักลงทุนนั้น จะส่งผลให้เกิดการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ หรือถูกนำไปใช้เป็นปัจจัยในการตัดสินใจทางด้านการเงินของบริษัท อาทิเช่น การเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทให้เพิ่มขึ้นหรือลดลง (Anand, 2004; Miller & Modigliani, 1961) หรือเหตุการณ์ดังกล่าวสามารถเรียกได้ว่าเป็นการส่งสัญญาณปันผล ดังนั้น สามารถกล่าวได้ว่าการจ่ายเงินปันผลหรือการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเป็นสิ่งที่สามารถใช้เป็นปัจจัยหนึ่งในการพยากรณ์กำไรของบริษัทในอนาคตได้ (Fama & French, 2000)

นอกจากนี้ อีกหนึ่งทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลอาจสามารถอธิบายด้วยสมมติฐานการอิมตัวของกิจการ (Maturity Hypothesis) ซึ่งกล่าวถึงอายุของกิจการเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล โดยกิจการที่อยู่ในระยะเริ่มแรกหรือยังมีขนาดเล็ก กิจการจะยังมีโอกาสในการลงทุนมากซึ่งจะทำให้ต้องการเงินทุนหรือกระแสเงินสดเพื่อการลงทุนมากขึ้นตามมา ซึ่งส่งผลให้กระแสเงินสดที่เหลือสำหรับจ่ายปันผลมีจำนวนน้อย ในทางกลับกันหากกิจการมีอายุที่มากหรือเข้าสู่ระยะอิมตัว จะมีความต้องการเงินลงทุนที่น้อยลง ซึ่งส่งผลให้มีกระแสเงินสดส่วนเกินในการจ่ายปันผลมากตามไปด้วย (DeAngelo et al., 2005)

ในอดีตการศึกษาจำนวนมากที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตสามารถแบ่งการศึกษาออกเป็นสองแนวทาง แนวทางแรกเป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่าย

เงินปันผลและอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต โดยผลที่พบจากการศึกษาส่วนใหญ่ นั้น มีผลลัพธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยพบว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือในช่วงที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง เมื่อเวลาผ่านไปจะพบการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตที่เพิ่มขึ้นมากกว่าในช่วงที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่น้อยกว่า (Arnott & Asness, 2001; Flint et al., 2010; Huang et al., 2009; Mohd & Zaharudin, 2019)

ในขณะที่แนวทางการศึกษาอีกรูปแบบหนึ่งคือการศึกษาระหว่างการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลและการเติบโตของกำไรในอนาคต ผลลัพธ์ที่พบจากการศึกษาในรูปแบบนี้มีความขัดแย้งกันในหลาย ๆ การศึกษา โดยมีการศึกษาบางฉบับพบค่าความสัมพันธ์จากการทดสอบสมการถดถอยระหว่างการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในช่วงระยะเวลาสองปีหลังจากเกิดการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายปันผล (Nissim & Ziv, 2001) แต่ในบางการศึกษากลับไม่พบความสัมพันธ์อย่างชัดเจนระหว่างการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไร (Benartzi et al., 1997; Demontis, 2013; Grullon et al., 2003) ซึ่งการศึกษาที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตนั้น สรุปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลไม่มีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต

อย่างไรก็ตาม การศึกษาต่าง ๆ ข้างต้นแม้จะมีความคล้ายคลึงกันของตัวแปรอิสระที่ใช้ในแบบจำลอง เช่น การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล (Benartzi et al., 1997; Grullon et al., 2003; Nissim & Ziv, 2001) หรือตัวแปรหุ่นที่ใช้ในการประมาณค่า โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าการเพิ่มขึ้นและลดลงของการจ่ายเงินปันผลนั้นส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตแบบไม่สมมาตรกัน (Fama & French, 2000) และอีกตัวแปรหนึ่งที่ใช้เป็นตัวแปรควบคุมในแบบจำลองของการศึกษารูปแบบนี้คือตัวแปรที่แสดงถึงแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงของกำไร (Momentum Earning) (Grullon et al., 2003; Nissim & Ziv, 2001) อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะมีการใช้ตัวแปรในแบบจำลองที่คล้ายคลึงกันแต่ระหว่างงานวิจัยก็มีความแตกต่างในด้านของแบบจำลองที่ใช้ในการประมาณค่าในบางงานวิจัยได้นำเสนอแบบจำลองเชิงเส้น (Nissim & Ziv, 2001) ในขณะที่บางงานวิจัยได้นำเสนอแบบจำลองที่ไม่ใช่เชิงเส้น (Grullon et al., 2003)

การศึกษาประเด็นดังกล่าวในต่างประเทศ โดยเฉพาะตลาดทุนของประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพกว่าตลาดทุนในประเทศที่กำลังพัฒนาและโครงสร้างภาษีที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศ น่าจะส่งผลให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวมีความแตกต่างในตลาดทุนของประเทศต่าง ๆ โดย Alzahrani และ Lasfer (2011) ได้กล่าวถึงการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันในประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนที่เข้มงวด เช่น ประเทศที่พัฒนาแล้ว เมื่อภาษีเงินปันผลจ่าย (Dividend Tax) อยู่ในระดับต่ำ ผู้ถือหุ้นคาดหวังการใช้สิทธิเพื่อรับเงินปันผลที่สูงขึ้น แต่เมื่อภาษีเงินปันผลสูง ผู้ถือหุ้นจะเรียกร้องให้บริษัทเปลี่ยนเงินปันผลเป็นการซื้อหุ้นคืนเพื่อหลีกเลี่ยงภาษีได้ ดังนั้น อัตราภาษีที่เรียกเก็บจากรายได้จากเงินปันผล อาจมีผลในเชิงพฤติกรรมของการจ่ายปันผลของกิจการที่จดทะเบียนอยู่ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศต่าง ๆ ซึ่งมีผลต่อกำไรของกิจการทั้งในปัจจุบันและอนาคตได้

สำหรับการศึกษาในกลุ่มตัวอย่างที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยพบว่า การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในปีแรกเท่านั้น แต่หากแยกการวิเคราะห์ออกเป็นสองกลุ่มพบว่ากลุ่มที่จ่ายปันผลลดลงนั้น มีความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาที่พบยังคงไม่สามารถอธิบายตามทฤษฎีการส่งสัญญาณปันผลได้อย่างชัดเจน (Hangsasuta, 2015) อีกทั้งในการศึกษาดังกล่าวยังไม่ได้ใช้แบบจำลองที่ประกอบด้วยตัวแปรหุ่นสำหรับการเพิ่มขึ้นหรือลดลง

ของการจ่ายปันผล และตัวแปรสำหรับแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของกำไร ซึ่งอาจเป็นตัวแปรที่มีผลต่อการประมาณค่าในแบบจำลอง

ผลจากการศึกษาทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งหมด พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับหลาย ๆ งานวิจัย แต่ยังไม่พบการศึกษาในรูปแบบดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะที่แนวทางการศึกษาโดยใช้ตัวแปรการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลนั้น แม้ว่าจะเป็นตัวแปรที่ไม่สามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงของกำไรได้อย่างชัดเจนในผลการศึกษาในอดีต และผลการศึกษาจากหลายการศึกษาที่มีความขัดแย้งกัน อย่างไรก็ตาม กลุ่มตัวอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังไม่มีการศึกษาโดยใช้แบบจำลองตัวแปรที่ร่วมกับตัวแปรแนวโน้มของการเติบโตของกำไรที่เป็นแบบจำลองที่ไม่ใช่เชิงเส้นในการประมาณค่า การศึกษานี้จึงเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตโดยใช้แบบจำลองที่ประกอบไปด้วยตัวแปรที่แตกต่างจากการศึกษาในประเทศไทยฉบับก่อนหน้า ได้แก่ ตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไรในช่วงก่อนหน้า (Mean Reverting) มาประมาณค่าโดยใช้แบบจำลองที่ไม่ใช่เชิงเส้น ในการประมาณค่าข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษานี้แบ่งการศึกษาออกเป็นสองส่วน ส่วนแรกเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต และส่วนที่สองการศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไรในอนาคต โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบทฤษฎีของการส่งสัญญาณปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษานี้ จะใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Thomson Reuters Datastream และมีเกณฑ์ของข้อมูลที่จะศึกษาได้แก่ เป็นหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นหุ้นของบริษัทที่มีได้จัดอยู่ในบริษัทประเภทสถาบันการเงิน โดยที่ข้อมูลการจ่ายปันผลที่ใช้ในการศึกษาเป็นการจ่ายปันผลเป็นเงินสดเท่านั้น

สำหรับการศึกษาส่วนแรกมีตัวแปรหลักสำหรับการศึกษาโดยตัวแปรอิสระได้แก่อัตราการจ่ายปันผล (Dividend Payout Ratio: DPR) และตัวแปรตามได้แก่อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต (Future Earning Growth: FEG) โดยอัตราการจ่ายปันผลสามารถคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราการจ่ายปันผลปีที่ } t = \frac{\text{เงินปันผลปีที่ } t}{\text{กำไรสุทธิปีที่ } t}$$

และเนื่องจากอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มักเป็นข้อมูลที่มีฐานราคาแตกต่างกันมากและมีความผันผวนของข้อมูลแตกต่างกัน อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตหรือ FEG ซึ่งแสดงถึงอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของกิจการที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วง 1 ถึง 5 ปี คำนวณได้โดยหาผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีด้วยวิธีค่าเฉลี่ยเรขาคณิต (Geometric Means) ของกำไรสุทธิตั้งแต่ปีที่  $t$  จนถึงปีที่  $n$  ดังนี้

$$\text{อัตราการเติบโตของกำไรปีที่ } t+n = \left[ \frac{\text{กำไรสุทธิปีที่ } t+n}{\text{กำไรสุทธิปีที่ } t} \right]^{1/n} - 1$$

โดย  $n$  มีค่าตั้งแต่ 1, 2, 3, 4 และ 5

นอกจากนี้ ในการประมาณค่าในแบบจำลองจำเป็นต้องมีตัวแปรควบคุมจำนวนหนึ่ง เพื่อให้แบบจำลองของการประมาณค่ามีความสมบูรณ์ดังนี้

$$FEG_{i,t+n} = \beta_0 + \beta_1 DPR_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 \ln(SIZE)_{i,t} + \beta_4 DEBTR_{i,t} + \beta_5 EYIELD_{i,t} + \beta_6 PEG_{i,t-n,t} + \beta_7 FAG_{i,t,t+n} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยตัวแปรควบคุมมีรายละเอียดดังนี้

ROA <sub>i,t</sub>	อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์รวม สามารถคำนวณได้จากกำไรหลังภาษีปีที่ t หารด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ t
ln(SIZE) <sub>i,t</sub>	ขนาดของกิจการ ได้จากการแปลงค่าสินทรัพย์รวมปีที่ t ให้อยู่ในรูปของ Logarithm
DEBTR <sub>i,t</sub>	อัตราส่วนหนี้สินสามารถคำนวณได้จากหนี้สินรวมปีที่ t หารด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ t
EYIELD <sub>i,t</sub>	Earning yield สามารถคำนวณได้จากกำไรหลังภาษีปีที่ t หารด้วยราคาหุ้นปี t
PEG <sub>i,t-n,t</sub>	การเติบโตของกำไรในอดีต สามารถคำนวณได้จากผลตอบแทนทบต้นรายปีของกำไรหลังภาษีตั้งแต่ปีที่ t-n ถึงปีที่ t
FAG <sub>i,t,t+n</sub>	การเติบโตของสินทรัพย์ในอนาคตสามารถคำนวณได้จากการเติบโตทบต้นรายปีของสินทรัพย์รวมตั้งแต่ปีที่ t ถึง t+n

โดยข้อมูลทั้งหมดจะถูกการทดสอบทางสถิติเชิงพรรณนา ทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์และทดสอบทางสถิติด้วยวิธี Cross Section F-Test Likelihood Ratio และ Hausman Test เพื่อเลือกรูปแบบการประมาณค่าสมการถดถอยที่มีความเหมาะสมที่สุด จากทั้งหมด 3 รูปแบบ ได้แก่ Pool OLS Random Effect Panel LS หรือ Fixed Effect Panel LS โดยมีสมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบดังนี้

H<sub>0</sub>: ทุกกลุ่มข้อมูล Cross Section ในแบบจำลองมีค่า Intercept เป็นค่าเดียวกัน

H<sub>a</sub>: ทุกกลุ่มข้อมูล Cross Section ในแบบจำลองมีค่า Intercept ที่แตกต่างกัน

หากยอมรับสมมติฐาน H<sub>0</sub> แสดงถึงข้อมูลไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสามารถใช้การประมาณค่าแบบ Pooled OLS ในทางกลับกันหากค่าสถิติที่ได้ปฏิเสธสมมติฐาน H<sub>0</sub> แสดงถึงไม่ควรใช้การประมาณค่าแบบ Pooled OLS

ลำดับถัดไป หากค่าสถิติที่พบจากการทดสอบ Cross Section F-Test Likelihood Ratio มีการปฏิเสธสมมติฐานหลัก แบบจำลองดังกล่าวจะต้องทดสอบเพื่อเลือกการประมาณค่าที่เหมาะสมระหว่าง Random Effect Panel LS หรือ Fixed Effect Panel LS อีกครั้งโดยการทดสอบ Hausman Test เพื่อทดสอบความมี Endogeneity ของแบบจำลองที่ใช้ประมาณค่าโดยมีสมมติฐานดังนี้

H<sub>0</sub>: แบบจำลองไม่มีการเกิด Endogeneity

H<sub>a</sub>: แบบจำลองมีการเกิด Endogeneity

หากยอมรับสมมติฐาน H<sub>0</sub> แสดงถึงข้อมูลมีลักษณะของ Endogeneity ซึ่งการกำหนดแบบจำลองควรใช้การประมาณค่าแบบ Random Effect Panel LS ในขณะที่หากปฏิเสธสมมติฐาน H<sub>0</sub> แสดงถึงควรใช้การประมาณค่าด้วย Fixed Effect Panel LS

การทดสอบด้วยการประมาณค่าสมการถดถอยเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในส่วนแรกมีจุดประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตที่มีความสัมพันธ์กันเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผลหรือไม่ จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าหากเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผลความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองควรมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน หรือมีค่าสัมประสิทธิ์ที่สามารถประมาณค่าได้เป็นบวก

สำหรับการศึกษาส่วนที่สองเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไรในอนาคตโดยจะมีตัวแปรหลักสำหรับการศึกษาได้แก่ ตัวแปรอิสระของแบบจำลองคืออัตราการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายปันผล ( $R\Delta Div$ ) ซึ่งสามารถคำนวณได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$\text{อัตราการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายปันผล} = \frac{\text{เงินปันผลจ่ายปีที่ } t - \text{เงินปันผลจ่ายปีที่ } t-1}{\text{เงินปันผลจ่ายปีที่ } t-1}$$

สำหรับตัวแปรตามของแบบจำลองได้แก่อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราการทำกำไรในอนาคตสามารถคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราการทำกำไรในอนาคตปีที่ } t+n = \frac{E_{i,t+n} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$$

โดยที่

$E_{i,t+n}$  คือ กำไรสุทธิของบริษัทในปีที่  $t+n$  โดยที่  $n$  มีค่าตั้งแต่ 1 ถึง 3 โดย  $E_{i,t}$  คือ กำไรสุทธิของบริษัทในปีที่  $t$  และ  $BV_{i,t}$  คือ มูลค่าตามบัญชีของผู้ถือหุ้นในปีที่  $t$  ซึ่งการหารด้วย  $BV$  นี้จะเป็นการทำให้เป็นมาตรฐานโดยใช้มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการให้สอดคล้องกับการวัดประสิทธิภาพในการสร้างกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ เพื่อให้การประมาณค่าสมการถดถอยมีความสมบูรณ์มากขึ้น จึงต้องเพิ่มตัวแปรควบคุมในแบบจำลองโดยมีการนำเสนอจากงานวิจัยก่อนหน้าซึ่งบ่งชี้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลนั้นมีความไม่สมมาตรกัน (Hangsasuta, 2015; Nissim & Ziv, 2001) ดังนั้นจึงควรเพิ่มตัวแปรหุ่นเพื่อแยกกลุ่มของข้อมูลระหว่างการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของการจ่ายเงินปันผล

นอกจากนี้ ตัวแปรที่สำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตซึ่งประกอบด้วยตัวแปรสองตัวแปรได้แก่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไรในช่วงก่อนหน้า (Mean Reverting) โดยมีการศึกษาก่อนหน้าได้นำเสนอแบบจำลอง Modified Partial Adjustment Model ที่ครอบคลุมถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและการเปลี่ยนแปลงความสามารถในการทำกำไรในช่วงก่อนหน้าซึ่งมีลักษณะความสัมพันธ์ที่มีไข่ม้วนตรง (Fama & French, 2000) ในการศึกษาครั้งนี้จึงได้นำตัวแปรที่ต้องการศึกษารวมทั้งตัวแปรหุ่นและตัวแปรควบคุมที่สำคัญเข้ามาในแบบจำลองเพื่อใช้ในการประมาณค่าสมการถดถอย ดังนี้

$$\begin{aligned} \frac{E_{i,t+n} - E_{i,t}}{BV_{i,t}} = & \beta_0 + \beta_{1p}DPC_{i,t} * R\Delta Div_{i,t} + \beta_{1n}DPN_{i,t} * R\Delta Div_{i,t} \\ & + (\gamma_1 + \gamma_2NDFED_{i,t} + \gamma_3NDFED_{i,t} * DFE_{i,t} + \gamma_4PDFED_{i,t} * DFE_{i,t}) * DFE_{i,t} \\ & + (\delta_1 + \delta_2NCED_{i,t} + \delta_3NCED_{i,t} * CE_{i,t} + \delta_4PCED_{i,t} * CE_{i,t}) * CE_{i,t} + \beta_2PCAPEX_{i,t} \\ & * \Delta CAPEX_{i,t} + \beta_3NCAPEX_{i,t} * \Delta CAPEX_{i,t} + \beta_4 \ln(SIZE)_{i,t} + \beta_5DEBTR_{i,t} + \beta_6\Delta GDP_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$



โดยมีรายละเอียดของตัวแปรในแบบจำลองดังนี้

DPC <sub>i,t</sub>	คือ ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 เมื่อมีการเพิ่มขึ้นของการจ่ายปันผล
DNC <sub>i,t</sub>	คือ ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 เมื่อมีการลดลงของการจ่ายปันผล
RΔDiv <sub>i,t</sub>	คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายปันผลในหน่วยปี
DFE <sub>i,t</sub>	คือ ส่วนเบี่ยงเบนระหว่างความสามารถในการทำกำไร (Profitability: ROE) และค่าคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไร (Expected Profitability: E(ROE) โดยค่าคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรคำนวณได้จากค่าเฉลี่ยของ ROE ในปี t, t-1 และ t-2) โดย DFE <sub>i,t</sub> สามารถคำนวณได้จาก $ROE_t - E(ROE)_t$
NDFED <sub>i,t</sub>	คือ ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 ในกรณีที่ DFE <sub>i,t</sub> มีค่าเป็นลบ
PDFED <sub>i,t</sub>	คือ ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 ในกรณีที่ DFE <sub>i,t</sub> มีค่าเป็นบวก
CE <sub>i,t</sub>	คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไร ซึ่งสามารถคำนวณได้จาก $\frac{E_{n,t} - E_{n,t-1}}{BV_{n,t-1}}$
NCED <sub>i,t</sub>	คือ ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 ในกรณีที่ CE <sub>i,t</sub> มีค่าเป็นลบ
PCED <sub>i,t</sub>	คือ ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 ในกรณีที่ CE <sub>i,t</sub> มีค่าเป็นบวก
ΔCAPEX <sub>i,t</sub>	คือ จำนวนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของกิจการซึ่งคำนวณโดยแปลงเป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงร้อยละต่อปี
PCAPEX	คือ ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 ในกรณีที่ ΔCAPEX <sub>i,t</sub> มีค่าเป็นบวก
NCAPEX	คือ ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 ในกรณีที่ ΔCAPEX <sub>i,t</sub> มีค่าเป็นลบ

โดยข้อมูลทั้งหมดจะถูกทดสอบทางสถิติด้วยสถิติเชิงพรรณนา ทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และ การทดสอบทางสถิติเพื่อเลือกรูปแบบประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธีที่มีความเหมาะสมที่สุดจากทั้งหมด 3 รูปแบบ เช่นเดียวกับการศึกษาส่วนแรก

นอกจากนี้เพื่อให้การประมาณค่ามีความสมบูรณ์มากขึ้น จึงเพิ่มตัวแปรควบคุมปัจจัยพื้นฐานของกิจการและปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจมหภาคเข้าไปในแบบจำลอง ซึ่งประกอบไปด้วย

ln(SIZE) <sub>i,t</sub>	คือ ขนาดของกิจการ ได้จากการแปลงค่าสินทรัพย์รวมปีที่ t ให้อยู่ในรูปของ Logarithm
DEBTR <sub>i,t</sub>	คือ อัตราส่วนหนี้สินสามารถคำนวณได้จากหนี้สินรวมปีที่ t หารด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ t
ΔGDP <sub>t</sub>	คือ ผลผลิตมวลรวมของประเทศซึ่งคำนวณโดยแปลงเป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงร้อยละต่อปี

สำหรับการประมาณค่าสมการถดถอยในส่วนที่สอง มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตโดยตั้งอยู่บนสมมติฐานการส่งสัญญาณเงินปันผล โดยหากค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณค่าได้เป็นบวกแสดงถึงการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของการจ่ายเงินปันผลจะมีผลต่อการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของกำไรในอนาคตไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งตรงตามทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผลในส่วนของข้อมูลที่บริหารได้ทราบล่วงหน้าจะมีผลต่อการตัดสินใจทางการเงินของบริษัท แต่อย่างไรก็ตาม หากค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณค่ามีค่าเป็นลบแสดงถึงการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงถึงการตัดสินใจทางการเงินปันผลจะมีผลต่อกำไรในอนาคต

## ผลการศึกษา

ในการศึกษาส่วนแรกการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไร ในอนาคตมีข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์ทั้งสิ้น 496 บริษัท ซึ่งมีช่วงระยะเวลาการเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 - 2561 โดยจากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในการศึกษาส่วนแรก พบว่าตัวแปรทั้งหมดมีจำนวนมากที่สุดในแบบจำลองที่  $n=1$  ทั้งสิ้น 3981 ข้อมูล น้อยที่สุดในแบบจำลองที่  $n=5$  มีทั้งสิ้น 3,097 ข้อมูล และตัวแปรหลักในการศึกษาส่วนแรกได้แก่ตัวแปรการเติบโตของกำไรในอนาคตโดยพบว่ามีค่าเฉลี่ยในทุก ๆ แบบจำลองเป็นลบ โดยมีค่าลบมากที่สุดในแบบจำลอง  $n=4$  ในขณะที่มีค่าลบน้อยที่สุดในแบบจำลอง  $n=2$  ขณะที่ตัวแปรอัตราการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยอยู่ระหว่างร้อยละ 63.62 ถึงร้อยละ 67.27 ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรการศึกษาส่วนที่ 1

	$FEG_{i,t+1}$	$DPR_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$DEBTR_{i,t}$	$EYIELD_{i,t}$	$PEG_{i,t-n,t}$	$FAG_{i,t,t+n}$
<b>n=1</b>								
Observation	3981	3981	3981	3981	3981	3981	3981	3981
Mean	-0.3333	0.6694	0.0606	$22,633,398 \times 10^3$	0.2340	0.0869	-0.4685	0.1375
Minimum	-800.5796	0.0000	-1.4648	$51,620 \times 10^3$	0.0000	0.0000	-800.5796	-0.8186
Maximum	160.3317	57.1429	0.8582	$2,330,000,000 \times 10^3$	1.3661	3.3150	91.1429	56.2036
Std. Dev.	15.5239	1.7621	0.0838	$107,000,000 \times 10^3$	0.1973	0.1017	15.2663	1.1424
<b>n=2</b>								
Observation	3837	3837	3837	3837	3837	3837	3837	3837
Mean	-0.1456	0.6709	0.0606	$22,096,527 \times 10^3$	0.2346	0.0865	-0.0366	0.1136
Minimum	-23.3511	0.0000	-1.4648	$51,620 \times 10^3$	0.0000	0.0000	-12.1338	-0.6260
Maximum	431.5675	57.1429	0.8582	$2,220,000,000 \times 10^3$	1.3661	3.3150	431.5675	8.7333
Std. Dev.	7.2008	1.8173	0.0857	$104,000,000 \times 10^3$	0.1971	0.1034	7.1484	0.3134
<b>n=3</b>								
Observation	3634	3634	3634	3634	3634	3634	3634	3634
Mean	-0.2790	0.6727	0.0607	$21,776,440 \times 10^3$	0.2353	0.0876	-0.2244	0.1156
Minimum	-8.3999	0.0000	-1.4648	$51,620 \times 10^3$	0.0000	0.0000	-12.5146	-0.4835
Maximum	82.7982	57.1429	0.8582	$2,220,000,000 \times 10^3$	0.8703	3.3150	82.7982	3.9256
Std. Dev.	1.7847	1.8377	0.0865	$102,000,000 \times 10^3$	0.1963	0.1055	1.7703	0.2103
<b>n=4</b>								
Observation	3390	3390	3390	3390	3390	3390	3390	3390
Mean	-0.4060	0.6362	0.0598	$21,138,960 \times 10^3$	0.2346	0.0914	-0.3754	0.1110
Minimum	-20.2107	0.0000	-0.8587	$79,143 \times 10^3$	0.0000	0.0000	-56.8193	-0.4112
Maximum	5.0025	40.0000	0.7942	$2,160,000,000 \times 10^3$	0.8703	3.3150	22.5985	2.5357
Std. Dev.	1.3451	1.2886	0.0823	$98,666,095 \times 10^3$	0.1966	0.1109	1.7304	0.1628
<b>n=5</b>								
Observation	3097	3097	3097	3097	3097	3097	3097	3097
Mean	-0.3562	0.6523	0.0606	$20,769,501 \times 10^3$	0.2322	0.0933	-0.3189	0.1026
Minimum	-4.6929	0.0000	-0.6510	$79,143 \times 10^3$	0.0000	0.0000	-3.7403	-0.3465
Maximum	2.6230	40.0000	0.7942	$1,790,000,000 \times 10^3$	0.8703	3.3150	8.7553	1.6583
Std. Dev.	0.9344	1.3845	0.0788	$95,256,268 \times 10^3$	0.1967	0.1110	0.9491	0.1345

การทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มากที่สุดคือค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง  $ROA_{i,t}$  และ  $PEG_{i,t-n,t}$  มีค่าระหว่าง 0.1057 (n=2) และ 0.3637 (n=5) โดยค่าความสัมพันธ์ดังกล่าวแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและการเติบโตของกำไรในอดีต และในทางกลับกัน ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มีค่าน้อยที่สุดคือค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง  $ROA_{i,t}$  และ  $DEBTR_{i,t}$  ซึ่งมีค่าระหว่าง -0.2621 (n=4) และ -0.2872 (n=1) ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างความสามารถในการทำกำไรและการก่อหนี้ของกิจการ สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของกำไรในอนาคตและอัตราการจ่ายปันผลพบว่ามีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยพบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็นบวกในทุก ๆ แบบจำลองโดยพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่ามากที่สุดเท่ากับ 0.0531 ที่ n=4 และมีค่า 0.0448 ที่ n=5 โดยทั้งสองค่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ 99% และ 95% ตามลำดับ

สำหรับการเลือกรูปแบบของการประมาณค่าที่มีความเหมาะสมด้วยการทดสอบ F-Test Likelihood Ratio พบว่าทุกแบบจำลองยกเว้นแบบจำลอง n=2 มีค่าสถิติที่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) แสดงว่าค่า Intercept ของแต่ละกลุ่มข้อมูล Cross Section มีความแตกต่างกัน หรือแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การประมาณค่าแบบ Pooled OLS จึงไม่เหมาะสม เมื่อทดสอบด้วยวิธี Hausman Test พบการเกิดปัญหา Endogeneity ดังนั้น จึงควรกำหนดแบบจำลองที่ใช้ในการประมาณค่าด้วยวิธี Fixed Effect Panel LS แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากในแบบจำลองมีตัวแปรที่มีลักษณะล่าช้าของข้อมูล (Lag) ผู้วิจัยจึงใช้การประมาณค่าแบบ Dynamic Panel โดยกลุ่มของข้อมูลที่ทำการศึกษาไม่สมมาตรของข้อมูลในแต่ละตัวแปรที่นำมาประมาณค่า ดังนั้น ในการศึกษาส่วนที่ 1 จึงต้องประมาณค่าในรูปแบบของ Unbalanced Dynamic Panel จึงมีความเหมาะสม โดยตารางที่ 6 แสดงในภาคผนวก ในขณะที่ผลของการประมาณค่าด้วยสมการถดถอย Unbalanced Dynamic Panel มีผลการประมาณค่าดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการประมาณค่าสมการถดถอย Unbalanced Dynamic Panel ของการศึกษาส่วนที่ 1

	FAG <sub>i,t,t+1</sub>	FAG <sub>i,t,t+2</sub>	FAG <sub>i,t,t+3</sub>	FAG <sub>i,t,t+4</sub>	FAG <sub>i,t,t+5</sub>
DPR <sub>i,t</sub>	-0.216***	0.882***	-0.020	-0.050	0.100***
p-value	(0.001)	(0.000)	(0.483)	(0.404)	(0.000)
ROA <sub>i,t</sub>	87.860***	14.082***	9.700***	-2.917*	5.288***
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.087)	(0.000)
ln(SIZE) <sub>i,t</sub>	-11.819***	2.171***	4.710***	2.078***	2.665***
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.005)	(0.004)
DEBTR <sub>i,t</sub>	20.657***	4.099***	-0.604	-3.524***	-2.853***
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.255)	(0.000)	(0.002)
EYIELD <sub>i,t</sub>	-3.174***	-1.265***	-2.974***	-2.326***	-1.382
p-value	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.122)
PEG <sub>i,t-n,t</sub>	0.012***	-0.002***	0.018***	0.041***	0.095***
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.001)
FAG <sub>i,t,t+n</sub>	-6.303***	-2.501***	-1.267***	-1.010***	-0.627
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.000)	(0.316)
J Statistic	161.9707	122.5953	140.7020	93.9163	62.5151
(Prob)	(0.1733)	(122.5953)	(0.03971)	(0.5979)	(0.9618)
Observation	3981	3837	3634	3390	3097

หมายเหตุ: \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากการประมาณค่าสมการถดถอยพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตมีค่าเป็นลบในแบบจำลองที่ 1 3 และ 4 และมีค่าเป็นบวกในแบบจำลองที่ 2 และ 5 แต่อย่างไรก็ตามพบนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองที่ 1 2 และ 5 เท่านั้น ซึ่งแสดงถึงการเพิ่มขึ้นของอัตราการจ่ายปันผลจะมีผลกระทบในการลดลงของ

กำไรในอนาคต ในช่วงระยะเวลา 1 ปีหลังจากมีการจ่ายปันผลและจะมีผลกระทบเป็นบวกในระยะเวลา 2 และ 5 ปี โดยผลการประมาณค่าที่ได้รับมีความแตกต่างจากการศึกษาก่อนหน้าที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและการอัตราการจ่ายเงินปันผล แต่อย่างไรก็ตามการศึกษาที่กล่าวมาข้างต้นพบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติในทุก ๆ แบบจำลองที่แสดงถึงช่วงเวลาในอนาคตตั้งแต่ 1 ถึง 5 ปี (Flint et al., 2010; Huang et al., 2009; Mohd & Zaharudin, 2019) ซึ่งแตกต่างจากการศึกษานี้ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองที่แสดงถึงช่วงระยะเวลา 1 ปี และพบความสัมพันธ์เชิงบวกเพียงแค้ในระยะเวลา 2 และ 5 ปี ซึ่งแสดงถึงในบริษัทที่มีอัตราการจ่ายปันผลสูงจะมีแนวโน้มที่กำไรในอนาคตในช่วงเวลา 1 ปี จะลดลงมากกว่าบริษัทที่มีอัตราการจ่ายปันผลต่ำแต่ในระยะเวลา 2 และ 5 ปี จะพบแนวโน้มของกำไรในอนาคตที่สูงขึ้น

การศึกษาในส่วนที่สองซึ่งเป็นการศึกษาระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลนั้นมีการคัดเลือกข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามีผ่านเกณฑ์การคัดเลือกทั้งสิ้น 490 บริษัท โดยมีรายละเอียดทางสถิติเชิงพรรณนาดังตารางที่ 3

การศึกษาในส่วนที่สอง การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตซึ่งมีตัวแปรหลักที่ใช้ในการศึกษาได้แก่  $E_{i,t+1} - E_{i,t} / BV_{i,t}$  ซึ่งแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไรในระยะเวลา 1 ปีถัดไป  $E_{i,t+2} - E_{i,t} / BV_{i,t}$  แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไรในระยะเวลา 2 ปีถัดไปและ  $E_{i,t+3} - E_{i,t} / BV_{i,t}$  แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไรในระยะเวลา 3 ปีถัดไป และตัวแปร  $RADiv_{i,t}$  แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล โดยจากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในการศึกษาส่วนที่สอง พบว่าตัวแปรทั้งหมดมีจำนวนระหว่าง 4091 ถึง 4843 ข้อมูล โดยตัวแปรหลักในการศึกษาส่วนที่สอง ได้แก่ ตัวแปรการเติบโตของกำไรในอนาคตโดยพบว่าค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไรในอนาคตมีค่าเป็นบวกในทุกปี แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราการทำกำไรในอนาคตมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยค่าเฉลี่ยที่พบมีความแตกต่างจากค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่พบในการวิจัยส่วนที่หนึ่งอาจมีผลมาจากค่าตัวแปรที่ใช้ในการทำให้เป็นมาตรฐานด้วยมูลค่าทางบัญชีของกิจการ โดยกิจการที่มีมูลค่าทางบัญชีต่ำหรือมีขนาดเล็ก อาจมีการเพิ่มขึ้นของกำไรมากกว่ากิจการที่มีมูลค่าทางบัญชีสูงซึ่งเป็นกิจการที่มีขนาดใหญ่ (Size Effect) ในขณะที่การศึกษาส่วนแรก ตัวแปรที่ใช้เป็นผลต่างของกำไรสุทธิส่วนด้วยกำไรสุทธิปีก่อนหน้า ซึ่งกิจการที่มีกำไรสุทธิสูงผิดปกติอาจจะการเพิ่มขึ้นของกำไรน้อยหรือลดลงเข้าสู่ค่าเฉลี่ย (Mean Reversion) ส่งผลให้ค่าเฉลี่ยที่พบมีค่าเป็นลบในขณะที่ตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2182 แสดงถึงการจ่ายเงินปันผลมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

ขณะที่การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พบว่าระหว่างตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ในระดับที่ต่ำ และไม่มีความนัยสำคัญทางสถิติแต่อย่างไรก็ตามพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร  $DFE0$  ซึ่งแสดงถึงการเบี่ยงเบนของความสามารถในการทำกำไร และ  $RADiv_{i,t}$  ซึ่งแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 90%

สำหรับการประมาณค่าด้วยวิธีการถดถอยของการศึกษาในส่วนที่สองเริ่มต้นด้วยการวิเคราะห์ความเหมาะสมของข้อมูลเพื่อเลือกรูปแบบการประมาณค่าที่เหมาะสม ด้วยวิธี Cross Section F-Test (Likelihood Ratio) พบว่าค่าสถิติ Cross Section F-Test ของทั้งสามแบบจำลองนั้นไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ได้หรือไม่มีการแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงถึงการประมาณค่าด้วยสมการถดถอยนั้นควรใช้การประมาณค่าด้วยวิธี Pooled OLS ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาก่อนหน้า ซึ่งใช้การประมาณค่าแบบ Pooled OLS ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Nissim & Ziv, 2001) อย่างไรก็ตามการประมาณค่าด้วยวิธี Pooled LS นั้นมีลักษณะของข้อมูลภาคตัดขวางร่วมอยู่ด้วยซึ่งอาจเกิดปัญหา Heteroscedasticity ในการประมาณค่า ด้วยเหตุนี้ การประมาณค่าด้วยวิธี Pooled OLS จึงต้องแก้ปัญหาดังกล่าวด้วยวิธีการประมาณค่าแบบ OLS With White Cross Section Standard Error โดยแสดงการทดสอบในตารางที่ 7 ในภาคผนวก ซึ่งผลการประมาณด้วยสมการถดถอยแสดงค่าดังตารางที่ 4

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาค่าตัวแปรการศึกษาส่วนที่ 2

	$\frac{E_{i,t+1} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	$\frac{E_{i,t+2} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	$\frac{E_{i,t+3} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	RADiv <sub>i,t</sub>	DFE <sub>i,t</sub>	CE <sub>i,t</sub>	ΔCAPEX <sub>i,t</sub>	ln(SIZE) <sub>i,t</sub>	DEBTR <sub>i,t</sub>	ΔGDP <sub>t</sub>
Observation	4091	4471	4471	4091	4091	4091	4843	4843	4843	4843
Mean	0.2265	0.2088	0.2835	0.2183	-0.0560	0.0587	1.8317	6.4496	0.2652	0.0593
Minimum	-49.9303	-58.8377	-135.0187	-1	-62.0689	-9.1558	-1.0000	4.2775	0.0000	-0.0050
Maximum	430.2790	267.4044	303.5354	89	24.1617	109.6336	2429.9320	9.3467	26.2954	0.1190
Std. Dev.	8.5517	7.1080	9.5170	2.2320	1.6444	2.0986	38.9012	0.6829	0.4656	0.0291

ตารางที่ 4(ก) ผลการประมาณค่าสมการถดถอย Pooled OLS ร่วมกับ GLS Cross Section weights ของการศึกษาส่วนที่ 2

	$\beta_0$	$\beta_{1p}$	$\beta_{1n}$	$\gamma_1$	$\gamma_2$	$\gamma_3$	$\gamma_4$	$\delta_1$	$\delta_2$	$\delta_3$	$\delta_4$
$\frac{E_{i,t+1} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	0.0250***	-0.0060*	0.0514**	-0.0223	0.0406	0.0003	0.0000	-0.0057	0.0129	0.0001	0.0000
p-value	(0.0080)	(0.0764)	(0.0277)	(0.7619)	(0.6300)	(0.6030)	(0.9774)	(0.8019)	(0.8211)	(0.8642)	(0.7538)
$\frac{E_{i,t+2} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	0.0518***	-0.0044	0.1462***	-0.0592	0.0719	0.0002	0.0026	0.0447	0.0009	0.0005	-0.0004
p-value	(0.0001)	(0.4459)	(0.0000)	(0.5538)	(0.5274)	(0.7915)	(0.5693)	(0.1284)	(0.9906)	(0.5024)	(0.1623)
$\frac{E_{i,t+3} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	0.0564***	0.0047	0.0669***	-0.0344	0.0544	0.0003	0.0011	-0.0103	-0.0468	-0.0077	0.0001
p-value	(0.0000)	(0.1299)	(0.0000)	(0.4061)	(0.2212)	(0.2583)	(0.5805)	(0.5812)	(0.3122)	(0.1278)	(0.5563)

หมายเหตุ: \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ตารางที่ 4(ข) ผลการประมาณค่าสมการถดถอย Pooled OLS ร่วมกับ GLS Cross Section weights ของการศึกษาส่วนที่ 2

	$\beta_0$	$\beta_{1p}$	$\beta_{1n}$	$\gamma_1$	$\gamma_2$	$\gamma_3$	$\gamma_4$	$\delta_1$	$\delta_2$	$\delta_3$	$\delta_4$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	$\beta_6$
$\frac{E_{i,t+1} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	3.4553*	-0.0063	0.4122	0.4219	-2.8257	-0.1298	-0.0213	-0.2542	2.7513*	0.3075*	0.0022	-0.0007	0.5113	-0.4775*	1.4804	-4.9329
p-value	(0.0549)	(0.417)	(0.1692)	(0.3189)	(0.2434)	(0.2649)	(0.3667)	(0.2672)	(0.0933)	(0.0794)	(0.2776)	(0.4299)	(0.1435)	(0.058)	(0.2071)	(0.1871)
$\frac{E_{i,t+2} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	4.7725	-0.0043	0.3897	-0.0160	-1.6968	-0.0914	0.0036	-0.1743	1.6011*	0.1774*	0.0015	-0.0005	0.6557**	-0.6412	0.7954	-5.7629
p-value	(0.1797)	(0.5231)	(0.1506)	(0.9619)	(0.2862)	(0.2319)	(0.8559)	(0.2650)	(0.0976)	(0.0850)	(0.2756)	(0.5258)	(0.0253)	(0.1866)	(0.3172)	(0.1837)
$\frac{E_{i,t+3} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	4.0903**	0.0164	0.6596*	-0.9797*	1.3302*	0.0161	0.0529*	0.1569	-0.8497	-0.0888	-0.0013	-0.0013	-1.0604	-0.6497**	-0.4540*	8.5839
p-value	(0.0355)	(0.6163)	(0.0519)	(0.0886)	(0.0968)	(0.2416)	(0.0858)	(0.6745)	(0.5126)	(0.5352)	(0.6922)	(0.2649)	(0.1597)	(0.0474)	(0.0658)	(0.3411)

ผลการประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Pooled OLS ร่วมกับ White Cross Section Standard Error โดยตัวแปรที่มีความสำคัญในการศึกษาได้แก่  $\beta_{1p}$  และ  $\beta_{1n}$  ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตและการเพิ่มขึ้นของการจ่ายเงินปันผลและการลดลงของการจ่ายเงินปันผลตามลำดับ ซึ่งจากผลการประมาณค่าพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่พบมีนัยสำคัญทางสถิติได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์การการลดลงของการจ่ายเงินปันผลหรือ  $\beta_{1n}$  พบความสัมพันธ์ในทิศทางบวก ซึ่งจากผลการประมาณค่านั้นพบว่ามีความเป็นไปได้ในทุกแบบจำลองและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 90% ในแบบจำลองที่ 3 ซึ่งแสดงถึงการลดลงของการจ่ายเงินปันผลนั้นจะส่งผลให้กำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นในระยะเวลา 3 ปี หลังจากมีการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล

ผลจากการประมาณค่าที่ได้รับแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตนั้นมีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลดลงของการจ่ายเงินปันผลจะมีผลกระทบต่อเพิ่มขึ้นของกำไรในอนาคตในช่วงเวลาสามปี โดยผลการประมาณค่าที่พบมีความคล้ายคลึงกับการศึกษาก่อนหน้านี้ที่มีการศึกษาในกลุ่มตัวอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งพบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรในอนาคตที่เพิ่มขึ้นในขณะที่มีการเงินจ่ายปันผลลดลง (Hangsasuta, 2015) แต่อย่างไรก็ตามการศึกษาฉบับดังกล่าวเป็นการประมาณค่าโดยแบบจำลองที่เป็นความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงเท่านั้น ในขณะที่ในการศึกษาส่วนที่สองของการศึกษานี้เป็นการประมาณค่าโดยแบบจำลองที่มีไม่เชิงเส้นตรง แต่อย่างไรก็ตามพบความขัดแย้งกับการศึกษาที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ที่พบความสัมพันธ์ในกิจการที่มีการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลจะมีการลดลงของความสามารถในการทำกำไรในอนาคต (Grullon et al., 2002)

ผลการประมาณค่าของการศึกษาส่วนที่สองนั้นมีความสอดคล้องกับการศึกษาส่วนแรกที่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและอัตราการจ่ายเงินปันผลในเชิงลบเช่นกันในช่วงระยะเวลาสามปี โดยผลการประมาณค่าของการศึกษาทั้งสองส่วนมีความสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล โดยสามารถอธิบายได้โดยในสภาวะปกติผู้บริหารมักจะไม่มีปรับเปลี่ยนการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะอย่างยิ่งในทิศทางลดลงของการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากอาจจะเกิดผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและราคาของหลักทรัพย์ในตลาดได้ แต่อย่างไรก็ตาม หากผู้บริหารเห็นโอกาสในการลงทุนซึ่งสามารถก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของกำไรในอนาคต การจ่ายเงินปันผลลดลงจะส่งผลให้บริษัทมีเงินสดที่จะใช้ลงทุนมากขึ้นจากกำไรสะสมที่มากขึ้นซึ่งจะส่งผลให้กำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นตามมาในอนาคตได้ ซึ่งแตกต่างจากการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลจะเกิดขึ้นเมื่อกิจการต้องการเงินลงทุนที่ลดลงหรือเข้าสู่ภาวะอิ่มตัวซึ่งจะมีการเปลี่ยนแปลงของกำไรค่อนข้างคงที่ โดยจากผลการประมาณค่าจะพบการเพิ่มขึ้นของกำไรในอนาคตเพียงระยะเวลา 3 ปีเท่านั้น แต่ไม่พบการเปลี่ยนแปลงในระยะเวลาที่น้อยกว่า 1 ปี ซึ่งลักษณะของค่าที่ประมาณได้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ (Grullon et al., 2002) ซึ่งกล่าวถึงทฤษฎีอายุของกิจการโดยมีสมมติฐานว่ากิจการที่มีการเพิ่มขึ้นของการจ่ายเงินปันผลเกิดจากการที่กิจการเปลี่ยนแปลงจากช่วงเติบโต (Growth Phase) ซึ่งเป็นช่วงที่มีอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสูงในช่วงที่กิจการมีอายุน้อยเข้าสู่ช่วงอิ่มตัว (Mature Phase) ซึ่งจะมีอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรลดลง ซึ่งสาเหตุที่ช่วงระยะเติบโตของกิจการมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระที่อยู่ในระดับต่ำ จากการที่กิจการมีโอกาสนำเงินลงทุนที่หลากหลายส่งผลให้กิจการต้องการเงินลงทุนที่มากตามไปด้วย จึงมีกระแสเงินสดคงเหลือในการจ่ายปันผลต่ำ

## อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

การศึกษานี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและการจ่ายเงินปันผลซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าว อาจใช้เป็นข้อมูลในการพิจารณาเลือกหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนหรือพยากรณ์แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต จากผลการศึกษาในการศึกษานี้แสดงให้เห็นถึงการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตนั้นมีความสัมพันธ์กัน ซึ่งผลการศึกษาที่ปรากฏสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล (Dividend Signaling) และสมมติฐานการอิมมัตูวของกิจการ (Maturity Hypothesis) ซึ่งกล่าวไว้ว่า หากผู้บริหารมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากเดิมอาจมีสาเหตุจากกิจการเปลี่ยนแปลงเข้าสู่ภาวะอิมมัตูว ทำให้กิจการต้องการเงินลงทุนลดลงทำให้กิจการมีกระแสเงินสดอิสระที่สามารถจ่ายปันผล แต่อย่างไรก็ตาม การที่บริษัทมีการลงทุนที่ลดลงจะส่งผลต่อกำไรในอนาคตที่อาจลดลงตามมา ในทางกลับกันหากกิจการมีการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง อาจมาจากการที่กิจการมีโอกาสการลงทุนที่น่าสนใจซึ่งต้องการเงินลงทุนสูงขึ้นทำให้กระแสเงินสดอิสระลดลงจึงมีการจ่ายเงินปันผลลดลงตามมา แต่อย่างไรก็ตาม การลงทุนที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้กำไรในอนาคตเติบโตเพิ่มขึ้นได้

### ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติ

จากผลการศึกษาดังกล่าวสามารถใช้ประโยชน์ต่อบุคลากรทางด้านการเงินการลงทุนในหลากหลายสาขา อาทิเช่น นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถใช้เป็นข้อมูลเพื่อการคาดการณ์ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากหลักทรัพย์นั้น มีการประกาศจ่ายปันผลลดลงจากงวดก่อนหน้า ซึ่งจากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าอาจจะมีการเพิ่มขึ้นของกำไรในอนาคตในระยะเวลา 3 ปี รวมถึงนักวางแผนการเงินหรือนักลงทุนทั่วไปสามารถใช้ประโยชน์จากการศึกษานี้ในการตัดสินใจลงทุนหรือสร้างกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนโดยหากมุ่งหวังการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์และมีกรอบระยะเวลาลงทุนในระยะ 3 ปี สามารถเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการลดลงของการจ่ายเงินปันผลร่วมกับมีแผนการลงทุนที่ชัดเจนอาจจะเป็นสัญญาณเชิงบวกในการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ เนื่องจากกำไรของหลักทรัพย์นั้น ๆ อาจมีการเพิ่มขึ้นในอนาคต

### ข้อเสนอแนะเชิงทฤษฎี

เนื่องจากผลของการศึกษานี้ แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการเติบโตของกำไรในอนาคต ซึ่งพบว่าหากการจ่ายเงินปันผลลดลง อาจจะสามารถอนุมานได้ว่ากิจการมีการลงทุนเพิ่มมากขึ้น จึงส่งผลให้กระแสเงินสดเหลือสำหรับผู้ถือหุ้นลดลง ซึ่งในความเป็นจริงอายุโครงการการลงทุนอาจมีระยะเวลามากกว่ากรอบระยะเวลาที่การศึกษานี้ใช้ คือระหว่าง 1 - 5 ปี ซึ่งการศึกษานี้ใช้กรอบระยะเวลาที่เพิ่มขึ้น รวมถึงในการศึกษารังนี้ได้อัตถกกลุ่มกิจการทางด้านสถาบันการเงิน ซึ่งอาจมีความแตกต่างจากผลการศึกษาฉบับนี้ได้

## References

Ahmed, H. J. A. (2008). The impact of financing decision, dividend policy, and corporate ownership on firm performance at presence or absence of growth opportunity: A panel data approach, Evidence from Kuala Lumpur stock exchange. *Corporate Ownership & Control*, 6(1), 485-491. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1246563>



- Alzahrani, M., & Lasfer, M. (2011). Investor protection, taxation, and dividends. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 745-762. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.06.003>
- Anand, M. (2004). Factors influencing dividend policy decisions of corporate India. *The ICAI Journal of Applied Finance*, 10(2), 5-16. <https://ssrn.com/abstract=621981>
- Angkasuko, S., Tunvichean, P., Sanguansukyothin, T., & Tharavanich, P. (2012). Dividend policy, cash-flow uncertainty, and ownership structure: Evidence from Thai listed companies. *Chulalongkorn Business Review*, 34(1), 107-144. [https://cbsreview.acc.chula.ac.th/Article/Download\\_Article.aspx?c=1&file=%2bq%2byECJ6r6g%3d](https://cbsreview.acc.chula.ac.th/Article/Download_Article.aspx?c=1&file=%2bq%2byECJ6r6g%3d)
- Arnott, R. D., & Asness, C. S. (2001). Does dividend policy foretell earning growth? Working Paper, <https://www.semanticscholar.org/paper/Does-Dividend-Policy-Foretell-Earnings-Growth-Arnott-Asness/bf738419ca61d6962e3fc35608dfcfbe03884483>
- Arnott, R. D., & Asness, C. S. (2003). Surprise! higher dividends = higher earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70-87. <https://doi.org/10.2469/faj.v59.n1.2504>
- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do changes in dividend signal the future or past. *The Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034. <https://doi.org/10.2307/2329514>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2005). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the lifecycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Deeptee, P. R., & Roshan, B. (2009). Signalling power of dividend on firms' future profits a literature review. *EvergreenEnergy - International Interdisciplinary Journal*, [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1359495\\_code1181846.pdf?abstractid=1359495&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1359495_code1181846.pdf?abstractid=1359495&mirid=1)
- Demontis, M. D. B. (2013). A study of the Dividend Signaling theory on the Scandinavian market [Master's thesis]. Aarhus University. <https://www.semanticscholar.org/paper/A-study-of-the-Dividend-Signaling-theory-on-the-DemontisBartholdy/275ed00e4b2b0d4187aded6277db68e7eb162dd>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). Forecasting profitability and earnings. *The Journal of Business*, 73(2), 161-175. <https://doi.org/10.1086/209638>
- Flint, A., Tan, A., & Tian, G. (2010). Predicting future earnings growth: A test of the dividend payout ratio in the Australian market. *The International Journal of Business and Finance Research*, 4(2), 43-58. <https://www.theibfr.com/download/IJBFR/2010-IJBFR/ijbfr-v4n2-2010/IJBFR-V4N2-2010-4.pdf>
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2003). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business*, 78(5), 1659-1682. <http://doi.org/10.1086/431438>
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity?. *The Journal of Business*, 75(3), 387-424. <https://www.jstor.org/stable/10.1086/339889>

- Hangsasuta, C. (2015, June 12-13 ). *Dividend changes and future profitability: Evidence from Stock Exchange of Thailand* [Conference session]. International Conference on Management Science, Innovation, and Technology 2015, Faculty of Management Science, Suan Sunandha Rajabhat University, Thailand. [http://icmsit.ssrุ.ac.th/icmsit/fmsicmsit1/images/PDF/icmsit14.pdf](http://icmsit.ssrु.ac.th/icmsit/fmsicmsit1/images/PDF/icmsit14.pdf)
- Huang, C., You, C., & Lin, S. (2017). Dividend payout ratios and subsequent earnings growth: Evidence from Taiwanese stock-listing companies. *Investment Management & Financial Innovations*, 6(2), 83-99. [https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/2669/imfi\\_en\\_2009\\_02\\_Huang.pdf](https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/2669/imfi_en_2009_02_Huang.pdf)
- Likitwongkajon, N. (2019). Determinants of dividend payment: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business, Economics and Communications*, 14(1), 122-135. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/BECJournal/article/view/122231>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113. <http://www.jstor.org/stable/1910664>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <http://www.jstor.org/stable/2351143>
- Mohd, K. N. T., & Zaharudin, K. Z. (2019). Future earnings growth and dividend payout: Evidence from Malaysia. *Management Science Letters*, 9(2), 347-356. <http://doi.org/10.5267/j.msl.2018.11.006>
- Myers, S. C. (1984). The Capital structure puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(1), 8-17. <http://doi.org/10.3386/w1393>
- Nissim, D., & Ziv, A. (2001). *Dividend change and future profitability* (NBER Working Paper Series No. 1393). National Bureau of Economic Research. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w1393/w1393.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w1393/w1393.pdf)
- Zhou, P., & Ruland, W. (2006). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58-69. <https://doi.org/10.2469/faj.v62.n3.4157>

## ภาคผนวก

ตารางที่ 5 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของการศึกษาส่วนที่ 1

n=1	FEG <sub>i,t+1</sub>	DPR <sub>i,t</sub>	ROA <sub>i,t</sub>	SIZE <sub>i,t</sub>	DEBTR <sub>i,t</sub>	EYIELD <sub>i,t</sub>	PEG <sub>i,t-1,t</sub>	FAG <sub>i,t,t+1</sub>
FEG <sub>i,t+1</sub>	1							
DPR <sub>i,t</sub>	0.0043	1						
ROA <sub>i,t</sub>	0.0174	<b>0.0620***</b>	1					
SIZE <sub>i,t</sub>	<b>0.0332**</b>	0.0205	<b>0.0332**</b>	1				
DEBTR <sub>i,t</sub>	<b>-0.0254*</b>	<b>-0.0384**</b>	<b>-0.2872***</b>	<b>0.3495***</b>	1			
EYIELD <sub>i,t</sub>	0.0126	0.0050	<b>0.0357**</b>	-0.0177	0.0075	1		
PEG <sub>i,t-1,t</sub>	0.0022	0.0120	<b>0.2467***</b>	<b>0.0299*</b>	-0.0070	0.0031	1	
FAG <sub>i,t,t+1</sub>	-0.0149	-0.0088	-0.0047	<b>0.0381**</b>	<b>0.0471***</b>	<b>-0.0322**</b>	<b>-0.0279*</b>	1
n=2	FEG <sub>i,t+2</sub>	DPR <sub>i,t</sub>	ROA <sub>i,t</sub>	SIZE <sub>i,t</sub>	DEBTR <sub>i,t</sub>	EYIELD <sub>i,t</sub>	PEG <sub>i,t-2,t</sub>	FAG <sub>i,t,t+2</sub>
FEG <sub>i,t+2</sub>	1							
DPR <sub>i,t</sub>	0.0006	1						
ROA <sub>i,t</sub>	0.0131	<b>0.0608***</b>	1					
SIZE <sub>i,t</sub>	0.0197	0.0204	<b>0.0450***</b>	1				
DEBTR <sub>i,t</sub>	-0.005	<b>-0.0365**</b>	<b>-0.2815***</b>	<b>0.3451***</b>	1			
EYIELD <sub>i,t</sub>	-0.0158	0.0075	<b>0.0270*</b>	-0.01627	0.0046	1		
PEG <sub>i,t-2,t</sub>	0.0040	<b>0.3846***</b>	<b>0.1057***</b>	0.0192	-0.0245	0.0004	1	
FAG <sub>i,t,t+2</sub>	-0.0014	-0.0140	0.0254	<b>0.1067***</b>	<b>0.1237***</b>	<b>-0.0280*</b>	0.0046	1

ตารางที่ 5 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของการศึกษาส่วนที่ 1 (ต่อ)

n=3	$FE_{i,t+3}$	$DPR_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$DEBTR_{i,t}$	$EYIELD_{i,t}$	$PEG_{i,t+3,t}$	$FAG_{i,t+3}$
$FE_{i,t+3}$	1							
$DPR_{i,t}$	0.0104	1						
$ROA_{i,t}$	<b>0.0932***</b>	<b>0.0588***</b>	1					
$SIZE_{i,t}$	<b>0.0566***</b>	0.0086	<b>0.0483***</b>	1				
$DEBTR_{i,t}$	<b>-0.0480***</b>	<b>-0.0456***</b>	<b>-0.2679***</b>	<b>0.3482***</b>	1			
$EYIELD_{i,t}$	-0.0018	0.0051	0.0251	-0.0070	0.0027	1		
$PEG_{i,t+3,t}$	<b>0.0607***</b>	0.0228	<b>0.2967***</b>	<b>0.0701***</b>	<b>-0.0843***</b>	0.0237	1	
$FAG_{i,t+3}$	-0.0181	<b>-0.0287*</b>	0.0096	<b>0.1448***</b>	<b>0.1651***</b>	-0.0253	<b>0.0319*</b>	1
n=4	$FE_{i,t+4}$	$DPR_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$DEBTR_{i,t}$	$EYIELD_{i,t}$	$PEG_{i,t+4,t}$	$FAG_{i,t+4}$
$FE_{i,t+4}$	1							
$DPR_{i,t}$	<b>0.0531***</b>	1						
$ROA_{i,t}$	<b>0.1913***</b>	<b>0.0861***</b>	1					
$SIZE_{i,t}$	<b>0.0987***</b>	<b>0.0312*</b>	<b>0.0659***</b>	1				
$DEBTR_{i,t}$	<b>-0.0719***</b>	<b>-0.0613***</b>	<b>-0.2621***</b>	<b>0.3506***</b>	1			
$EYIELD_{i,t}$	0.0070	0.0211	<b>0.0399**</b>	-0.0069	0.0104	1		
$PEG_{i,t+4,t}$	<b>0.1033***</b>	<b>0.0358*</b>	<b>0.2404***</b>	<b>0.0679***</b>	<b>-0.0969***</b>	<b>0.0350*</b>	1	
$FAG_{i,t+4}$	-0.0130	<b>-0.0365*</b>	0.0126	<b>0.1948***</b>	<b>0.2170***</b>	0.0230	0.0218	1
n=5	$FE_{i,t+5}$	$DPR_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$DEBTR_{i,t}$	$EYIELD_{i,t}$	$PEG_{i,t+5,t}$	$FAG_{i,t+5}$
$FE_{i,t+5}$	1							
$DPR_{i,t}$	<b>0.0448**</b>	1						
$ROA_{i,t}$	<b>0.2423***</b>	<b>0.0870***</b>	1					
$SIZE_{i,t}$	<b>0.1185***</b>	0.0337	<b>0.0631***</b>	1				
$DEBTR_{i,t}$	<b>-0.0677***</b>	<b>-0.066***</b>	<b>-0.2793***</b>	<b>0.3573***</b>	1			
$EYIELD_{i,t}$	0.0452**	0.0162	0.0124	-0.0130	0.0065	1		
$PEG_{i,t+5,t}$	<b>0.2571***</b>	<b>0.0517**</b>	<b>0.3637***</b>	<b>0.1321***</b>	<b>-0.1033***</b>	-0.0271	1	
$FAG_{i,t+5}$	0.0102	<b>-0.0488**</b>	0.0192	<b>0.2135***</b>	<b>0.2393***</b>	-0.0184	<b>0.0991***</b>	1

หมายเหตุ: \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ตารางที่ 6 การทดสอบทางสถิติเพื่อเลือกใช้รูปแบบการประมาณค่าของการศึกษาส่วนที่ 1

การทดสอบ	FAG <sub>i,t,t+1</sub>	FAG <sub>i,t,t+2</sub>	FAG <sub>i,t,t+3</sub>	FAG <sub>i,t,t+4</sub>	FAG <sub>i,t,t+5</sub>
Cross Section F-Test	1.5851***	0.6967	1.2260***	2.0205***	2.7449***
(Likelihood Ratio)	(0.0000)	(1.0000)	(0.0029)	(0.0000)	(0.0000)
Hausman Test	387.9836***	267.5343***	297.4868***	113.6315***	144.2270***
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

หมายเหตุ: \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ตารางที่ 7 การทดสอบทางสถิติเพื่อเลือกใช้รูปแบบการประมาณค่าของการศึกษาส่วนที่ 2

การทดสอบ	EC+1	EC+2	EC+3
Cross Section F-test	0.5984	0.6141	0.9403
(Likelihood Ratio)	(1.0000)	(1.0000)	(0.7846)

หมายเหตุ: \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ตารางที่ 8 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของการศึกษาส่วนที่ 2

	$\frac{E_{i,t+1} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	RΔDiv <sub>i,t</sub>	DFE <sub>i,t</sub>	CE <sub>i,t</sub>
$\frac{E_{i,t+1} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	1			
RΔDiv <sub>i,t</sub>	-0.0018	1		
DFE <sub>i,t</sub>	-0.0013	-0.0272*	1	
CE <sub>i,t</sub>	-0.0016	0.0040	0.0215	1
	$\frac{E_{i,t+2} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	RΔDiv <sub>i,t</sub>	DFE <sub>i,t</sub>	CE <sub>i,t</sub>
$\frac{E_{i,t+2} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	1			
RΔDiv <sub>i,t</sub>	-0.0018	1		
DFE <sub>i,t</sub>	-0.0011	-0.0281*	1	
CE <sub>i,t</sub>	-0.0017	0.004	0.0201	1
	$\frac{E_{i,t+3} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	RΔDiv <sub>i,t</sub>	DFE <sub>i,t</sub>	CE <sub>i,t</sub>
$\frac{E_{i,t+3} - E_{i,t}}{BV_{i,t}}$	1			
RΔDiv <sub>i,t</sub>	-0.0018	1		
DFE <sub>i,t</sub>	-0.0013	-0.0272*	1	
CE <sub>i,t</sub>	-0.0016	0.0040	0.0215	1

หมายเหตุ: \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10