

ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Relationship between Earnings Management and Dividend Payout of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

ณัฐกฤตา สันทราย^{1*} รัชเนีย บังเมฆ² กุลชญา แวนแก้ว² และ ชัยยศ สัมฤทธิ์สกุล²
Nattakitta Sansai^{1*} Ratchaneeya Bangmek² Kulchaya Waenkaeo²
and Chaiyot Sumritsakun²

วันที่รับบทความ : 13/06/2565
วันแก้ไขบทความ : 06/09/2565
วันที่ตอบรับบทความ : 21/09/2565

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทดสอบข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจำนวน 925 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ.2561-2563 วัดค่าตัวแปรการจัดการกำไรจากรายการคงค้างรวมทั้งขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยใช้โมเดล Yoon et al. (2006) ทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่า การจัดการกำไรโดยใช้ระดับของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นตัวแทน ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากเงินปันผลอาจไม่ได้เป็นสิ่งที่กระตุ้นให้ผู้บริหารของบริษัทตัดสินใจที่จะทำการจัดการกำไร ซึ่งการจัดการกำไรอาจมาจากสาเหตุอื่นอันได้แก่ผลตอบแทนหรือแรงจูงใจในด้านตลาดทุน เพื่อให้นักลงทุนมีความมั่นใจในรายงานทางการเงินของบริษัท ผลการศึกษาในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสียในการนำไปใช้เป็นแนวทางประกอบการตัดสินใจในการลงทุน อีกทั้งใช้เป็นแนวทางในการกำกับดูแลการบริหารงานของฝ่ายบริหารและการวางแผนการจ่ายเงินปันผลในอนาคต

คำสำคัญ: การจัดการกำไร, การจ่ายเงินปันผล, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This research aims to study the relationship between earnings management and dividend payout of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. The data are

¹ นิสิตปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

Master of Accountancy, Faculty of Business Administration, Maejo University

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สาขาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

Assistant Professor of Accounting Program, Ph.D., Faculty of Business Administration, Maejo University

* Corresponding author: E-mail address: Nattakittasansai@gmail.com

acquired from 925 listed companies during 2018-2020. The gross accrual earnings management variable is measured at the discretion of executives using the model of Yoon et al. (2006). The research hypotheses are tested by using the logistic regression analysis and multiple regression analysis. As a result, it is found that earnings management using the discretionary accrual level is not associated with dividend payouts of the listed companies. This may be because dividends are insufficient to use in making decisions concerning profits, which earnings management may be from other reasons, including returns or incentives in the capital market that will allow investors to be confident in the company's financial statements. The result of this research will be beneficial for stakeholders to apply as a guideline for investment decision-making. It can also be used as a guideline for managers in supervising operations and in planning future dividend payments.

Keyword: Earnings Management, Dividend Payout, The Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ในปัจจุบันการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับความสนใจจากนักลงทุนเป็นจำนวนมาก ซึ่งในการเลือกลงทุนในบริษัท นักลงทุนให้ความสนใจที่ผลการดำเนินงานของบริษัทหรือตัวเลขกำไรที่เกิดขึ้น หากบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดีมีกำไรอย่างสม่ำเสมอจะเป็นเหตุจูงใจให้นักลงทุนเลือกมาลงทุนในบริษัทมากขึ้น หากบริษัทที่มีได้มีผลการดำเนินงานที่ดี นักลงทุนส่วนใหญ่จะไม่ตัดสินใจลงทุน การตัดสินใจของนักลงทุนอาจส่งผลต่อการตัดสินใจของฝ่ายบริหารซึ่งอาจทำให้มีการจัดการตัวเลขผลกำไรของบริษัทให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ผู้บริหารกำหนดไว้ ปัญหาที่ตามมาถือเป็นปัญหาที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในรายงานทางการเงินและส่งผลโดยตรงต่อผู้ใช้งบการเงิน (Theppariyaphon, 2011)

ข้อมูลผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของบริษัทจะถูกนำมาใช้ในการวิเคราะห์ ข้อมูลที่มีความสำคัญต่อบุคคลภายนอก เช่น นักลงทุน ผู้ถือหุ้น ผู้ให้กู้ นักวิชาการ และนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ดังนั้น ตัวเลขของกำไรทางบัญชีควรมีความถูกต้องและเชื่อถือได้ อย่างไรก็ตามสาเหตุที่ตัวเลขกำไรมีความผิดพลาดอาจเป็นผลมาจากการจัดการกำไรให้เป็นไปตามความต้องการของผู้บริหาร การจัดการกำไร (Earnings Management) เกิดขึ้นจากฝ่ายบริหารใช้ดุลยพินิจในการเลือกใช้นโยบายบัญชี และการประมาณการต่าง ๆ ซึ่งอาจจะทำให้รายงานทางการเงินไม่ได้แสดงถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริง (Healy & Wahlen, 1999) เพื่อต้องการให้บริษัทมีตัวเลขกำไรที่สูง โดยผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการเลือกใช้นโยบายบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง หรือการเลื่อนการรับรู้กำไรขาดทุนที่นำเสนอในงบการเงิน ตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มบุคคลสองฝ่าย ได้แก่ ฝ่ายที่มีอำนาจคือผู้ถือหุ้น และฝ่ายได้รับมอบอำนาจบริหารคือ ผู้บริหาร เพื่อมิให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นจึงมีการเสนอสิ่งจูงใจให้แก่ผู้บริหารเพื่อเพิ่มผลกำไรสูงสุดเป็นผลตอบแทนพิเศษ ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงใช้การจ่ายผลตอบแทนเข้ามาช่วยลดปัญหาที่จะขึ้น ในรูปแบบของเงินโบนัสที่ผูกติดกับตัวเลขผลกำไรทางบัญชี สอดคล้องกับ

วรรณกรรมที่ผ่านมาที่เสนอว่า การจัดการกำไรคือการปรับแต่งผลการดำเนินงานด้วยความตั้งใจที่จะทำให้ผลกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นในระยะสั้น นอกจากนี้การจัดการกำไรจะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารมีการใช้ดุลยพินิจในการจัดทำรายงานทางการเงิน เพื่อเปลี่ยนแปลงหรือตกแต่งงบการเงิน โดยมีเป้าหมายเพื่อชักจูงนักลงทุน (Heary & Wahlen, 2020: Schroeder, 1995)

โดยทั่วไปผู้บริหารใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินเป็นกลไกในการส่งสัญญาณให้แก่ นักลงทุน รวมถึงผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบของเงินปันผลหรือหุ้นปันผล ตามแนวคิดทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ได้อธิบายถึงพฤติกรรมผู้บริหารส่งสัญญาณให้กับผู้ลงทุน เพื่อให้ทราบถึงฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน ดังนั้นผู้บริหารจึงต้องการจัดการกำไรเพื่อให้มีการจ่ายเงินปันผลได้อย่างเหมาะสม การจ่ายเงินปันผลใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนที่สนใจลงทุนในบริษัท วรรณกรรมที่ผ่านมาเสนอแนะว่าการจัดการกำไรจะส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สอดคล้องกับผลการวิจัยที่ผ่านมา (Arnott & Asness, 2003) ที่เสนอว่าหากมีการประกาศจ่ายเงินปันผลจำนวนเงินที่สูง แสดงว่าในอนาคตบริษัทจะมีกำไรจะสูงขึ้นสะท้อนให้เห็นถึงความเจริญเติบโตของบริษัท อีกทั้งการจ่ายเงินปันผลจะช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท ในทางกลับกันหากมีการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงนักลงทุนจะมองว่าในอนาคตกำไรของบริษัทอาจจะลดลงเช่นกัน

งานวิจัยที่ผ่านมายังมีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มากนัก โดยการศึกษาของ Sirait and Siregar (2014) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับคุณภาพกำไร ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก โดยพิจารณาจากการจ่ายเงินปันผล 4 ลักษณะ คือ สถานการณ์จ่ายเงินปันผล ขนาดเงินปันผล การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล และการจ่ายเงินปันผลคงที่ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Kasanen et al. (2020) พบว่าผู้ถือหุ้นมีความต้องการที่จะได้ผลตอบแทนในระดับที่สูง และคาดหวังที่จะได้รับเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเช่นกัน ซึ่งเป็นไปได้ว่าบริษัทจะทำการจัดการกำไรให้สูงขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

การศึกษานี้จึงมุ่งทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับการจ่ายเงินปันผล โดยทดสอบบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2561-2563 การศึกษาครั้งนี้ทดสอบตัวแทนการจ่ายเงินปันผล 3 ตัวแปร ได้แก่ การจ่ายเงินปันผล อัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด การศึกษานี้ใช้ตัวแบบของ Yoon et al. (2006) เนื่องจากเป็นตัววัดที่มีประสิทธิภาพในการตรวจสอบการจัดการกำไรสำหรับประเทศที่มีสภาพแวดล้อม วัฒนธรรม การเมือง กลุ่มประเทศที่เศรษฐกิจกำลังพัฒนา และยังเป็นตัวแทน (Proxy) การจัดการกำไรของผู้บริหารได้ดีกว่าการใช้อัตราส่วนทางการเงินทั่วไป ซึ่งในประเทศไทยผลงานของ Kunakornmongkol (2013) ใช้โมเดล Yoon et al. (2006) เป็นตัวแบบในการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับการจ่ายเงินปันผล แต่พบว่า ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เช่นกัน ในการศึกษาครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยว่าการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก อีกครั้งคาดการณ์ว่าบริษัทที่มีรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารหรือมีการจัดการกำไรที่สูงกว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่า สอดคล้องกับข้อเสนอของ Foerster and Sapp (2006) และ Moghri

and Galogah (2003) ที่กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลในระดับสูงเป็นแรงจูงใจในการลงทุน และกระตุ้นการจัดการกำไรของผู้บริหารเพื่อให้มีกำไรเพียงพอต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ผลจากการศึกษาวิจัยในครั้งนี้คาดว่าจะประโยชน์แก่ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ผู้ลงทุน และผู้ถือหุ้น ในการเลือกลงทุนในบริษัทที่สามารถสร้างผลประโยชน์ให้นักลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด โดยในประเทศไทย

วัตถุประสงค์

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ.2561-2563

ทบทวนวรรณกรรม ทฤษฎี งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการพัฒนาสมมติฐาน

คุณภาพกำไรและการจัดการกำไร

การจัดการกำไร (Earnings Management) เกิดขึ้นจากการที่ฝ่ายบริหารใช้ดุลยพินิจในการเลือกใช้นโยบายบัญชี และการประมาณการต่าง ๆ เพื่อปรับเปลี่ยนรายงานทางการเงิน ทำให้รายงานทางการเงินไม่ได้แสดงถึงฐานะการเงินและผลการดำเนินงานที่แท้จริง (Healy and Wahlen, 2020) โดยทั่วไปการจัดการกำรมีอยู่สองวิธี คือ การจัดการกำไรทางการบัญชี (Accounting Earning Management) และการจัดการกำไรทางการดำเนินธุรกิจ (Real Activities Manipulation) ซึ่งวิธีการจัดการกำไรทางการบัญชี เป็นวิธีการจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนแปลงวิธีทางการบัญชี การเลือกใช้นโยบายทางการบัญชีโดยไม่ได้กระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท อีกวิธีหนึ่งคือวิธีการจัดการกำไรทางการดำเนินธุรกิจหรือการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ เป็นวิธีการจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนแปลงการดำเนินการจริงของบริษัท เพื่อให้สอดคล้องกับตัวเลขทางการเงินที่ต้องการ ตัวอย่างเช่น การปรับชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย และเร่งการรับรู้รายได้ในงวดบัญชี

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นภายใต้สัญญาระหว่างบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่เกี่ยวข้องสองฝ่าย ได้แก่ ฝ่ายที่มีอำนาจ คือ ผู้ถือหุ้น หรือ ตัวการ (Principal) และฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน คือ ฝ่ายบริหาร ได้แก่ ผู้บริหารหรือตัวแทน (Agent) ให้มีอำนาจในการดำเนินงานและบริหารจัดการบริษัทแทนผู้ถือหุ้น (Jensen and Meckling, 1976) โดยทั่วไปตัวการจะพยายามควบคุมไม่ให้ตัวแทนดำเนินการที่ไม่เหมาะสม เพื่อมิให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ซึ่งการแยกความเป็นเจ้าของและการบริหารงานออกจากกันอาจก่อให้เกิดปัญหาที่เกี่ยวข้องกับตัวแทน (Agency Problem) ขึ้นได้ ซึ่งผู้ถือหุ้นสามารถลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทนโดยการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลทำให้ปริมาณกระแสเงินสดอิสระในบริษัท (Free Cash Flow) ซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของผู้บริหารลดลง จึงทำให้ผู้บริหารไม่สามารถใช้จ่ายไปกับสิ่งที่ไม่จำเป็นหรือการลงทุนเกินจริงได้ (Sornprasit, 2011)

แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล

เงินปันผล คือ กำไรที่แบ่งปันตามสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่นำมาลงทุนในบริษัท โดยที่ผลกำไรจะต้องถูกกันสำรองตามกฎหมายก่อนที่จะจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งนโยบายการจ่ายเงินปันผลอาจจะ

แตกต่างกันไปในแต่ละบริษัท โดยปกติแล้วการจ่ายเงินปันผลจะจ่ายในรูปแบบเงินสดและในรูปแบบของหุ้นปันผล โดยเงินปันผลเปรียบเสมือนผลตอบแทนที่เป็นปัจจัยที่สร้างความเชื่อมั่นและความมั่นคงในการเลือกลงทุนของนักลงทุน วิธีการจ่ายเงินปันผลที่นิยมจ่ายกันโดยทั่วไป แบ่งออกได้เป็น 5 วิธี ได้แก่ การจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด หุ้นปันผล การแยกหุ้น การซื้อหุ้นกลับคืน และการรวมหุ้น ทั้งนี้การจ่ายเงินปันผล ขึ้นอยู่กับนโยบายของแต่ละบริษัท (Federation of Accounting Professional Under The Royal Patronage of His Majesty The King, 2022)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

งานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการศึกษาในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มากนัก แต่พบว่ามีงานวิจัยที่ใกล้เคียงที่น่าสนใจของ Sirait and Siregar (2014) ที่ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการจ่ายเงินปันผล (ตัวแปรอิสระ) กับคุณภาพกำไร (ตัวแปรตาม) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการจ่ายเงินปันผลกับคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก โดยพิจารณาจากการจ่ายเงินปันผลสี่ลักษณะ ได้แก่ สถานการณ์จ่ายเงินปันผล ขนาดเงินปันผล การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล และการจ่ายเงินปันผลคงที่ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Kasanen et al. (2020) พบว่าผู้ถือหุ้นมีความต้องการที่จะได้ผลตอบแทนในระดับที่สูงและคาดหวังที่จะได้รับเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเช่นกัน ซึ่งเป็นไปได้ว่าบริษัทจะทำการจัดการกำไรให้สูงขึ้นเพื่อให้เพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผล สำหรับการศึกษาในประเทศไทย งานวิจัยของ Aupipat (2016) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหาร บรรษัทภิบาล และการตกแต่งกำไร ผลการศึกษาพบว่า ค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไร แสดงว่าถึงผู้บริหารอาจมีพฤติกรรมที่กระทำเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง โดยการบิดเบือนผลการดำเนินงานให้เป็นไปในทิศทางที่ตนจะได้รับค่าตอบแทนมากขึ้น ดังนั้นบริษัทควรกำหนดสัดส่วนค่าตอบแทนให้ชัดเจนเพื่อไม่ให้เกิดแรงจูงใจในการจัดการกำไรของผู้บริหาร งานวิจัยของ Kunakornmongkol, (2013) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับ การจ่ายเงินปันผลโดยใช้โมเดล Yoon et al. (2006)¹ เป็นตัวแบบในการศึกษา พบว่ามีความสัมพันธ์กันในทิศทางลบ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยการจัดการกำไรอาจมาจากสาเหตุอื่น และเงินปันผลอาจเป็นเพียงนโยบายที่ใช้ในการกระตุ้นให้ผู้ถือหุ้นเข้ามาลงทุนในบริษัท และงานวิจัยของ (Khowsaat, 2010) พบว่า อัตราการเติบโต และค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการจัดการกำไร อาจทำให้เกิดแรงจูงใจต่อผู้บริหาร ในการจัดการกำไรให้มีทิศทางไปในทางที่ตนจะได้รับค่าตอบแทนสูงสุด (Chowiwattana, 2009) พบว่า เงินปันผลตอบแทน เป็นตัวบ่งชี้สำคัญที่ก่อให้เกิดกำไรจริงและเงินปันผลเป็นปัจจัยย่อยๆ ปัจจัยหนึ่งที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงรายการคงค้างรวม และสามารถเป็นตัวแบบในการทดสอบคุณภาพกำไรได้

Table 1 Literature Summary Regarding Relationship between Earnings Management and Other Variables

	Earnings Management	Dividends	Executive Compensation	Relationship
Sirait & Siregar (2014)	✓	✓		Positive
Kasanen et al. (2020)	✓	✓		Positive
Aupipat (2016)	✓		✓	Positive
Kunakornmongkol (2013)	✓	✓		Positive
Khowsaat (2010)	✓		✓	Positive
Chowiwattana (2009)	✓	✓		Positive

จากวรรณกรรมที่ผ่านมาการวิจัยนี้คาดการณ์ว่าการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งสามารถพยากรณ์ได้ว่า บริษัทที่มีรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารหรือการจัดการกำไรที่สูงกว่า จะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่า สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Foerster and Sapp (2006) และ Moghri and Galogah (2003) การวิจัยนี้สามารถกำหนดสมมติฐานการวิจัย ได้ดังนี้

H₁ : การจัดการกำไรตามวิธีรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

H₂ : การจัดการกำไรตามวิธีรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

H₃ : การจัดการกำไรตามวิธีรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทนรูปแบบเงินสดของบริษัทจดทะเบียน

ระเบียบวิธีการศึกษา

การศึกษานี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยมีรายละเอียดการออกแบบการวิจัย ดังนี้

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 925 บริษัท ในช่วงระยะเวลา 3 ปี ระหว่างปี 2561 ถึง 2563 (ณ เดือน มกราคม พ.ศ. 2561 - เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2563) เก็บรวบรวมข้อมูลทางบัญชีและข้อมูลทางการเงินที่มีการเปิดเผยสู่สาธารณะจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างในการวิจัยนี้ไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ประกันภัย บริษัทจดทะเบียนที่ถูกเพิกถอนหรือเข้าข่ายถูกเพิกถอน และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในการคำนวณค่าตัวแปรตามและตามตัวแปรอิสระในสมการทดสอบ การเลือกตัวอย่างและจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยมีรายละเอียด ดังนี้

Table 2 Justification of Sample Selection

	The Number of Companies
The Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand 2018-2020	2,379
<u>Less:</u> Number of firms in the financial industry	657
<u>Less:</u> Number of firms in the process of rehabilitation	15
<u>Less:</u> Number of firms with missing control variables and outliers	782
The number of selected samples	925

Note: Information from the website of the Stock Exchange of Thailand (December 1, 2020.)

แหล่งข้อมูล การเก็บรวบรวมข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยนี้เก็บข้อมูลทางการเงินและข้อมูลทางบัญชีที่ได้จากงบการเงินรวม และแบบรายงานประจำปี (Form 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการตรวจสอบความไม่ครบถ้วน ความผิดปกติของค่าตัวเลขที่แตกต่างออกจากกลุ่ม หาค่าความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปรเพื่อใช้ในการหาค่าวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ ให้เป็นไปตามข้อสมมติฐานของการวิเคราะห์การถดถอย (Regression assumption)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาใช้ข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งประกอบไปด้วยข้อมูลจากรายงานทางการเงินของบริษัทต่าง ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึงปี 2563 รวมระยะเวลา 3 ปี อาทิ เช่น เงินปันผลจ่าย ผลกำไร สินทรัพย์ และหนี้สิน โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลใน www.set.or.th และจากฐานข้อมูลใน SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) เป็นบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์

การวิจัยนี้ใช้สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ การจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผล และตัวแปรควบคุม สถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานการวิจัย คือ ค่าสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ประกอบด้วย การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman Correlation Coefficient) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) เพื่อวัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์ (Logistic Regression Analysis) ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผล เมื่อตัวแปรวัดค่าการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy variable) รวมทั้งการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Regression Analysis)

โมเดลการวัดค่าการจัดการกำไร

การวิจัยนี้วัดค่าตัวแปรการจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Yoon et al. (2006) งานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไรโดยใช้ตัวแบบของ Healy, Jones, Modified Jones, และ Kothari et al. วัดค่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ทั้งนี้แบบจำลอง Modified

Jones ที่พัฒนาตัวแบบโดย Yoon et al. (2006) มีประสิทธิภาพในการตรวจสอบการจัดการกำไรสำหรับประเทศที่มีสภาพแวดล้อม วัฒนธรรม การเมือง กลุ่มประเทศที่เศรษฐกิจกำลังพัฒนา (Alareeni & Aljuaidil, 2014) และยังเป็นตัวแทน (Proxy) การจัดการกำไรของผู้บริหารได้ดีกว่าการใช้อัตราส่วนทางการเงินทั่วไป ในงานวิจัยครั้งนี้จึงใช้ตัวแบบที่พัฒนา โดย Yoon et al. (2006) เป็นตัวแทนในการประมาณการรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร

การวิจัยนี้ต้องการศึกษาถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผล อัตราการจ่ายเงินปันผลคิดเป็นร้อยละเท่าใดของกำไรสุทธิและอัตราการจ่ายเงินปันผลรูปแบบเงินสด เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวเป็นสิ่งสำคัญที่บ่งชี้ถึงการจัดสรรกระแสเงินสดของบริษัทออกไปในรูปแบบของผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

ขั้นตอนการประมาณค่า ตามตัวแบบของ Yoon et al. (2006) ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณรายการคงค้างรวม (Total Accrual)

$$TA_{it} = NI_{it} - OCF_{it} \text{ ----- สมการ 1}$$

ขั้นตอนที่ 2 นำรายการคงค้างตามสมการ 1 มาคำนวณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (β_1 β_2 และ β_3) และหารด้วยสินทรัพย์รวมของปีที่ผ่านมา เพื่อลดปัญหาความไม่คงที่ของความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน โดยใช้สมการดังต่อไปนี้

$$TA_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it} / REV_{it}) + \beta_2(\Delta EXP_{it} - \Delta PAY_{it} / REV_{it}) + \beta_3(DEP_{it} - PEN_{it} / REV_{it}) + \epsilon_{it} \text{ ----- สมการ 2}$$

ขั้นตอนที่ 3 นำค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (β_1 β_2 และ β_3) ในสมการที่ 2 เข้าตัวแบบ Yoon et al. (2006) เพื่อคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ตัวแบบดังนี้

$$NDA_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it} / REV_{it}) + \beta_2(\Delta EXP_{it} - \Delta PAY_{it} / REV_{it}) + \beta_3(DEP_{it} - PEN_{it} / A_{it} - 1) \text{ ----- สมการ 3}$$

ขั้นตอนที่ 4 คำนวณรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ดังนี้

$$DCA_{it} = (TA_{it} / REV_{it}) - NDA_{it} \text{ ----- สมการ 4}$$

ขั้นตอนที่ 5 หาค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร DCA จากสมการ 4 ได้ดังนี้

$$DCA_{it} = ABS(DCA)_{it} \text{ ----- สมการ 5}$$

ค่า DCA ที่ได้จากสมการ 5 เป็นค่าตัวแปรการจัดการกำไรในการวิเคราะห์ทางสถิติ

ค่าตัวเลขของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DCA_{it}) ที่ได้จากขั้นตอนที่ 5 จะนำไปเข้าโมเดลการทดสอบ โดยมีตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท อายุของบริษัท กระแสเงินสดอิสระ สมการการทดสอบ เป็นดังนี้

สมการการทดสอบ

Model 1

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DCA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 FCF_{it} + \sum INDUSTRY_{i=1} + \epsilon_{it}$$

Model 2

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DCA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 FCF_{it} + \sum INDUSTRY_{i=1} + \epsilon_{it}$$

Model 3

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 DCA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 FCF_{it} + \sum INDUSTRY_{i=1} + \epsilon_{it}$$

โดยที่

ตัวแปรอิสระในการประมาณค่าในโมเดล Yoon et al. (2006)

NDA	=	รายการคงค้างที่ไม่ได้เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร
TA _t	=	รายการคงค้างรวม (Total Accruals) ณ วันสิ้นเวลา t คำนวณจาก รายได้ทางบัญชี – กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
REV _t	=	รายได้จากการขายสุทธิ (Revenue) ณ ปีที่ t หักด้วยรายได้ ณ เวลา t-1
REC _t	=	ลูกหนี้การค้าสุทธิ (Receivable) ณ ปีที่ t
EXP _t	=	ผลรวมของค่าใช้จ่ายในการขายและค่าใช้จ่ายทั่วไปไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด ณ ปีที่ t
PAY _t	=	เจ้าหนี้การค้า ณ ปีที่ t
DEP _t	=	ค่าเสื่อมราคา ณ ปีที่ t
PEN _t	=	ค่าบำเหน็จ บำนาญ เงินสมทบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ณ ปีที่ t
NI	=	กำไรสุทธิ คำนวณจากรายได้ทั้งหมดลบด้วยค่าใช้จ่ายทั้งหมด
CFO	=	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
NDA	=	รายการคงค้างที่ไม่ได้เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร
A	=	สินทรัพย์รวม
ε	=	ค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแปรอิสระในสมการทดสอบ

DCA _{it}	=	การจัดการกำไรคำนวณหาโดยใช้โมเดล Yoon et al. (2006) ตามวิธีรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท i ปีที่ t
-------------------	---	--

ตัวแปรตามในสมการทดสอบ

DIV _{it}	=	การจ่ายเงินปันผล ใช้ตัวแปรหุ่นในการวัดมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่มี การจ่ายเงินปันผล และมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทมีการจ่าย เงินปันผลแบบใดแบบหนึ่งหรือทั้งสองแบบ กล่าวคือแบบที่หนึ่งการจ่ายเงินปันผลในรูปแบบเงินสดและแบบที่สองเป็น การจ่ายเงินปันผลในรูปแบบของหุ้นปันผล
DPR _{it}	=	อัตราการจ่ายเงินปันผล โดยนำจำนวนเงินสดปันผลในปีปัจจุบันหารกำไรสุทธิปีก่อน
CASH _{it}	=	อัตราเงินปันผลตอบแทน ในรูปแบบของเงินสดคืออัตราเงินปันผลตอบแทน ซึ่งคำนวณได้ โดยเงินปันผลต่อหุ้นคูณหนึ่งร้อยหารด้วยราคาหุ้นปัจจุบัน (บาท/หุ้น)

ตัวแปรควบคุม

- ROE_{it} = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ปีที่ t คำนวณจาก อัตราส่วนกำไร
 ของบริษัทหารด้วยค่าเฉลี่ยของส่วนของผู้ถือหุ้นปีปัจจุบันและปีก่อนหน้า
 $DEBT_{it}$ = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม i ปีที่ t คำนวณจากอัตราส่วนหนี้สินรวมหารด้วย
 สินทรัพย์รวมของบริษัท
 $SIZE_{it}$ = ขนาดของบริษัทของบริษัท i ปีที่ t วัดโดยค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมปลายปี
 $GROWTH_{it}$ = อัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท i ปีที่ t คำนวณจากยอดขายปีปัจจุบันลบยอดขาย
 ปีก่อนคูณด้วย 100 หารด้วยยอดขายปีปัจจุบัน
 AGE_{it} = อายุของบริษัทของบริษัท i ปีที่ t คำนวณจากจำนวนปีของบริษัทนับตั้งแต่ปีที่
 จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จนถึงปีพ.ศ. 2563
 FCF_{it} = กระแสเงินสดอิสระ โดยวัดค่าจากกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน
 หารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
 $INDUSTRY_{i=1}$ = ตัวแปรหุ่น มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม i , มีค่าเท่ากับ 0
 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

ผลการศึกษา

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาดังนี้

Table 3 Descriptive Statistics for Selected Variables

	N	Mean	Minimum	Maximum	S.D.	Variance
DCA	925	0.23	-33.47	59.58	4.58	21.00
DIV	925	0.68	0.00	1.00	0.47	0.22
DPR	925	3.00	-0.29	14.96	2.95	2.70
CASH	925	1.91	0.00	10.94	2.05	4.22
ROE	925	4.18	-238.67	241.15	24.30	590.71
DEBT	925	0.51	0.00	11.21	0.62	0.38
SIZE	925	22.88	18.45	28.56	1.58	2.47
AGE	925	19.11	1.00	45.00	10.20	104.00
Growth (%)	925	-6.16	-238.96	99.74	32.36	1046.88
FCF (Equal)	925	18.13	0.00	28.04	6.94	48.14

ผลการวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในสมการทดสอบ จากตารางที่ 3 พบว่า การจัดการกำไร (DCA) ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.23 เท่าของยอดสินทรัพย์รวมปีก่อน ค่าต่ำสุดอยู่ที่ -33.47 เท่าของยอดรวมสินทรัพย์ปีก่อน และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 59.58 เท่าของสินทรัพย์ปีก่อน อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.00 เท่าของกำไรต่อหุ้น ค่าต่ำสุดอยู่ที่ -0.29 เท่าของกำไรต่อหุ้น มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 14.96 เท่าของกำไรต่อหุ้น มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่เท่ากับ 2.95 เท่า อัตราเงินปันผลตอบแทน ในรูปแบบของเงินสด (CASH) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.91 เท่า การวิเคราะห์

พบว่า บางบริษัทไม่มีการจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด แต่มีการจ่ายเป็นหุ้นแทน ค่าสูงสุดอยู่ที่ 10.94 เท่า ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 2.05 เท่า สำหรับค่าตัวแปรวัดค่าที่เป็นตัวแปรหุ่น การจ่ายเงินปันผล (DIV) พบว่าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล 626 บริษัท (คิดเป็นร้อยละ 67.7 ของบริษัททั้งหมด) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.51 เท่า มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.00 เท่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 11.21 เท่า และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.62 เท่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ซึ่งคำนวณจากลอการิทึมฐานของสินทรัพย์รวม ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 22.88 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 18.45 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 28.56 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 1.58

Table 4 Correlation Analysis (Spearman Correlation Coefficient: Left and Pearson Correlation Coefficient: Right)

	DCA	DIV	DPR	CASH	ROE	DEBT	SIZE	AGE	GROWTH	FCF
DCA	1	-0.019	-0.040	-0.027	-0.062	0.120	0.051	0.089	-0.030	-0.046
DIV	-0.031	1	4.990	0.689	0.564	-0.158	0.286	-0.080	0.134	0.372
DPR	-0.034	0.387	1	0.610	0.348	-0.166	0.150	-0.063	-0.094	0.190
CASH	-0.009	0.544	0.522	1	0.504	-0.179	0.112	-0.030	0.066	0.217
ROE	-0.029	0.401	0.214	0.270	1	-0.116	0.213	-0.150	0.297	0.366
DEBT	-0.012	-0.134	-0.121	0.122	-0.092	1	0.355	-0.071	-0.005	0.184
SIZE	0.200	0.286	0.092	0.025	0.132	0.045	1	0.026	0.021	0.688
AGE	-0.002	-0.790	-0.058	-0.014	-0.065	-0.016	0.058	1	-0.132	-0.001
GROWTH	-0.610	0.152	-0.050	0.073	0.148	0.001	0.290	-0.066	1	0.084
FCF	-0.120	0.260	0.050	0.130	0.210	-0.050	0.290	0.020	0.130	1

Note: * p -value < 0.05, ** p -value < 0.01

ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์

ตารางที่ 4 รายงานผลที่ได้จากการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรระหว่างการจัดการกำไรและตัวแปรตาม การจ่ายเงินปันผล อัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราการจ่ายเงินปันผลในรูปแบบเงินสด ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ Spearman Correlation Coefficient พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กันต่ำ มีค่าสัมประสิทธิ์แบบเพียร์สันเท่ากับ -0.031 ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กันต่ำ มีค่าสัมประสิทธิ์แบบเพียร์สันเท่ากับ -0.034 ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและอัตราจ่ายปันผลรูปแบบเงินสดมีความสัมพันธ์กันต่ำมีค่าสัมประสิทธิ์แบบเพียร์สันเท่ากับ -0.009 ทั้งนี้ในส่วนของการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ Pearson Correlation Coefficient พบว่ามีค่าใกล้เคียงกันและไม่มีค่าผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์

การทดสอบสมมติฐานการวิจัย ใช้วิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์ ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผล เมื่อตัวแปรวัดค่าการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable)

Table 5 Logistic Regression Results - Relationship between Earnings Management and Dividend Payouts (DIV)

Variables	b	S.E.	Wald	p-value
(Constant)	-9.899	1.570	39.764	.000**
DCA	.001	.020	.001	.977
Control Variables				
ROE	.097	.010	95.896	.000**
DEBT	-.700	.246	8.079	.004**
SIZE	.465	.072	42.304	.000**
AGE	-.013	.009	2.140	.144
GROWTH	.002	.003	.423	.515
FCF	.028	.013	4.559	.033*
AGRI	.327	.319	1.051	.305
IND	-.092	.315	.086	.769
PROP	-.246	.285	.744	.388
SERVICE	-.355	.266	1.775	.183
CONS	.000	.292	.000	.999
RESOURCE	-.123	2.012	.004	.951
TECH	-.274	.417	.433	.510

Note: *p-value < 0.05, **p-value < 0.01

โดยที่ DCA = การจัดการกำไรโดยวิธีรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท ตามแนวทางของ Yoon et al. (2006), ROE = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท, DEBT = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม, SIZE = ขนาดของบริษัท วัดค่าโดยค่าลอการิทึมธรรมชาติของ สินทรัพย์รวมปลายงวด, GROWTH = อัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท คำนวณจากยอดขาย ปัจจุบันลบยอดขายปีก่อนคูณด้วย หนึ่งร้อยหารด้วยยอดขายปีปัจจุบัน, AGE = อายุของบริษัทวัดค่าจาก จำนวนปีของบริษัทนับตั้งแต่ปีที่จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจนถึงปี พ.ศ. 2563, FCF = กระแสเงินสดวัดค่าจากกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม

จากตารางที่ 5 รายงานผลการวิเคราะห์ Binary Logistic Regression โดยใช้ตัวแปรทั้งหมด (Enter method) ผลการวิเคราะห์พบว่า การจัดการกำไรไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลของ บริษัท โดยพิจารณาจากค่า p-value ที่เท่ากับ 0.977 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.001 ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัยที่ได้คาดการณ์ไว้ กล่าวได้ว่า การจัดการกำไรของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ

Table 6 Linear Regression Results - Relationship between Earnings Management and Dividend Payouts – Model 2 (DPR) and Model 3 (CASH)

Variables	DPR			CASH		
	Model2			Model3		
	Coef.	t-Stat	p-Value	Coef.	t-Stat	p-Value
(Constant)	-9.899	-.452	.652	1.801	1.848	.065
DCA	.001	-1.401	.162	.004	.317	.751
Control Variables						
ROE	.097	6.336	.000**	.022	7.732	.000**
DEBT	-.700	-2.945	.003**	-.269	-2.556	.011*
SIZE	.465	3.022	.003**	-.008	-.171	.864
AGE	-.013	-2.185	.029	-.001	-.152	.879
Growth	.002	-2.996	.003**	.001	.580	.562
FCF	.028	-.244	.808	.023	-2.291	.022*
AGRI	.327	.077	.938	-.431	-1.825	.068
IND	-.092	1.019	.308	.737	3.076	.002**
PROP	-.246	-.360	.719	.340	1.595	.111
SERVICE	-.355	-.636	.525	-.034	-.176	.860
CONS	.000	-3.077	.002**	-.555	-2.660	.008**
RESOURCE	-.123	.611	.541	-2.005	-1.449	.148
TECH	-.274	-3.756	.000**	-.684	-2.307	.021*

Note: *p-value < 0.05, **p-value < 0.01

โดยที่ CASH = อัตราเงินปันผลตอบแทนในรูปแบบของเงินสด, DPR = อัตราการจ่ายเงินปันผล, DCA = การจัดการกำไรโดยวิธีรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท ตามแนวทางของ Yoon et al. (2006), ROE = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท, DEBT = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม, SIZE = ขนาดของบริษัท, GROWTH = อัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท, AGE = อายุของบริษัท, FCF = กระแสเงินสดอิสระ

จากตารางที่ 6 คอลัมน์ Model 2 แสดงถึงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) โดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการวิเคราะห์พบว่าค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของ DCA เท่ากับ 0.001 มีค่าสถิติ p-value เท่ากับ 0.162 (Model2) ผลการวิเคราะห์พบว่า การจัดการกำไรไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล กล่าวได้ว่าการจัดการกำไรในงบการเงินของผู้บริหารมากหรือน้อยไม่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งหากบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงและมีกำไรสะสมมานานบริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลได้ตามนโยบายที่บริษัทได้กำหนดไว้ หรือบางบริษัทอาจมีผลขาดทุนสะสมมากจึงไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ตามอัตราที่กำหนดไว้

และจากตารางที่ 6 คอลัมน์ Model 3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นรูปแบบเงินสด (CASH) พบว่ามีค่า ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของ DCA เท่ากับ 0.004 มีค่า p-value ของการจัดการกำไรมีค่าเท่ากับ 0.751 (Model 3) ซึ่งมีความมากกว่า 0.05

ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % หมายความว่า การจัดการกำไรของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา
การจ่ายเงินปันผลในรูปแบบเงินสด ซึ่งวรรณกรรมที่ผ่านมาเสนอว่าอาจจะมีปัจจัยอื่น ๆ ที่ส่งผลกระทบ
ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลตอบแทนในรูปแบบของเงินสด ยกตัวอย่างเช่น อัตราการเติบโตของรายได้
กำไรของบริษัท สภาวะตลาดหุ้น เป็นต้น (Savarojkitthachow, 2015)

สรุปผลและอภิปรายผลการศึกษา

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วัดค่าตัวแปรการจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Yoon et al. (2006)
ที่วัดค่าจากรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจ และตัววัดค่าการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ การจ่ายเงินปันผล
อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท และอัตราการจ่ายเงินปันผลในรูปแบบเงินสด พบว่า การจัดการกำไร
ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท กล่าวได้ว่าการจัดการกำไรโดยใช้รายการคงค้าง
ที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นตัวแทนวัดค่า ไม่ส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผล สำหรับอัตรา
การจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น และอัตราการจ่ายเงินปันผลในรูปแบบของเงินสด การศึกษานี้พบว่า
ในช่วงปีพ.ศ. 2561 – 2563 บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลง และหลายบริษัทไม่มีการจ่ายเงินปันผลใน
รูปแบบของเงินสด เนื่องจากบริษัทมีผลขาดทุนจำนวนมาก การศึกษาครั้งนี้คาดการณ์เหตุผลที่สามารถ
อธิบายได้ คือ สถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (Covid-19) เนื่องจาก
ประเทศไทยได้รับผลกระทบอย่างมากทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อวิถีชีวิต ระบบเศรษฐกิจ ธุรกิจบาง
ประเภทได้รับผลกระทบทางลบ อาทิ ธุรกิจด้านท่องเที่ยว โรงแรมที่พัก ธุรกิจด้านร้านอาหารเครื่องดื่ม
และธุรกิจการเงิน ทำให้ภาพรวมทางเศรษฐกิจชะลอตัว เศรษฐกิจไม่สามารถขยายตัวได้ตามเป้าหมาย

สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Kunakornmongkol (2013) ที่พบว่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับ
ดุลยพินิจของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเงินปันผลไม่ได้เป็นตัวกระตุ้น
ให้ผู้บริหารตัดสินใจในการจัดการกำไร การจัดการกำไรอาจมาจากสาเหตุอื่น เช่น ค่าตอบแทนใน
รูปแบบของเงินโบนัสถือเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารจัดการกำไร เพื่อให้กำไรสุทธิที่ปรากฏในรายงาน
ทางการเงินถึงเกณฑ์ที่จะจ่ายโบนัสของผู้บริหาร และแรงจูงใจในด้านตลาดทุน เพื่อให้นักลงทุนมีความ
มั่นใจในรายงานทางการเงินของบริษัท ดังนั้นจึงทำให้ผู้บริหารพยายามที่จะจัดการกำไรที่จะสะท้อนผล
การดำเนินงานในอนาคตของกิจการ (Rahman & Shah, 2013)

จากผลการศึกษาวิจัยในอดีต พบว่าการศึกษาในครั้งนี้มีผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับผล
การศึกษาของ Foerster and Sapp (2006) และ Moghri and Galogah (2013) ที่เสนอแนะว่า
รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท
เมื่อมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารหรือการจัดการ
กำไรจะสูงตามด้วย เพราะเงินปันผลเป็นสิ่งจูงใจให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนในบริษัท ดังนั้นบริษัทจะมี
แรงจูงใจในการจัดการกำไรให้มีผลกำไรที่สูงเพื่อให้เพียงพอสำหรับการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรควบคุมในงานผลการวิจัยนี้
พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลแสดงว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่ามี
กำไรมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ทำให้การจ่ายเงินปันผลของบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปัน
ผลในอัตราที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chansarn (2016) ที่พบว่าขนาดของ

บริษัทเป็นปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในเชิงทาบวก นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล แปลความได้ว่า บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงกว่ามีความมั่นคงและเติบโตอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้บริษัทมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้อย่างมีเสถียรภาพ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Uwuigbe, Jafaru and Ajayi (2012)

ผลการศึกษานี้ยังพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nuanthawin (2020) ที่เสนอว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีหนี้สินเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่จะมีผลกำไรที่ลดลง คาดการณ์ได้ว่าเมื่อบริษัทมีกำไรลดลงจะทำให้นักลงทุนไม่มั่นใจในผลการดำเนินงานของบริษัท บริษัทจะใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่กลุ่มทุน นอกจากนี้ ผลการศึกษานี้พบว่ากลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล สามารถตีความได้ว่า ผลประกอบการของบริษัทที่มีอัตราสภาพคล่องและมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี จะมีการจ่ายเงินปันผลในรูปแบบของเงินสด สอดคล้องกับผลการศึกษาของการวิจัยครั้งนี้ที่นำเสนอว่าในปี พ.ศ. 2560 – 2563 หลายบริษัทประสบปัญหาทางเศรษฐกิจจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (Covid-19) ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้บริษัทงดการจ่ายเงินในรูปแบบของเงินสดและมีการปันผลเป็นหุ้นปันผลแทน รวมถึงคาดการณ์ได้ว่าบริษัทส่วนใหญ่งดการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ นโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทอาจจะแตกต่างกันไปตามสถานการณ์

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

การศึกษานี้ใช้ตัวแบบ Yoon et al. (2006) ในการวัดค่าการจัดการกำไร ทั้งนี้ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจเลือกใช้ตัวแบบในการวัดค่าที่แตกต่างออกไป หรือใช้วิธีการเปรียบเทียบระหว่างสองโมเดล เพื่อให้สามารถอธิบายผลการศึกษได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้นและการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเพื่อให้ได้ข้อมูลที่แตกต่าง เช่น การศึกษากลุ่มบริษัท MAI และบริษัทในกลุ่ม SET 100 เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- Alareeni, B., & Alijuaidi, O. (2014). The Modified Jones and Yoon. Models in Detecting Earnings Management in Palestine Exchange (PEX). *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 9(4), 1470-1484.
- Arnott, R. D., & Asness, C. S. (2003). Surprise Higher Dividends Higher Earnings Growth. *Financial Analysts Journal* 59(1), 70-87.
- Aupipat, S. (2016). *Executive Compensation Corporate Governance and Earnings Management*. Unpublished Master Thesis. Bangkok: Thammasat University.
- Chansarn, T. (2016). Earnings Quality of Listed Companies in Thailand with Excellent Corporate Governance: Implication from Accruals, School of Accounting. *Bangkok University*, 36(2), 52-61.
- Chowiwattana, I. (2009). Relationship between Earning Quality and Dividend Yield of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *University of Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Sciences*, 29(3), 48-66.
- Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1995). Detecting Earning Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Harvard University. Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Federation of Accounting Professions Under The Royal Patronage of His Majesty The King. (2022). *Temporary Support and Leniency Measures*. Retrieved from <https://www.tfac.or.th/Home/Index>.
- Foerster, S. R., & Sapp, S. G. (2006). The Changing Role of Dividends: A Firm-level Study from the Nineteenth to the Twenty-first Century. *Canadian Journal of Economics*, 39(4), 1316-1344.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Karjalainen, J., Kasanen, E., Kinnunen, J., & Niskanen, J. (2020). Dividends and Tax Avoidance as Drivers of Earnings Management: Evidence from Dividend-paying Private SMEs in Finland. *Journal of Small Business Management*, 61(2), 906-937.
- Khowsaat, P. (2010). The Factors Relating to Earnings Management : The Evidences from the Stock Exchange of Thailand. *Sripatum Chonburi Journal*. 9(2), 29-34.
- Kunakornmongkol, N. (2013). *The Relation Between Earning Management and*

Dividend Payout. Faculty of Commerce and Accountancy. Thammasat University.

- Moghri, A. E., & Galogah, S. S. (2013). Effect of Earnings Management on Dividend Policy: Evidence from Tehran Stock Exchange. *World of Sciences Journal*, 1(2), 58-65.
- Rahman, M. M., Moniruzzaman, M., & Sharif, M. J. (2013). Techniques, Motives and Controls of Earnings Management. *International Journal of Information Technology and Business Management*, 11(1), 22-34.
- Schroeder, D. A. (1995). Evidence on Negative Earnings Response Coefficients. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(7), 939-959.
- Sirait, F., & Siregar, V. S. (2014). Dividend Payment and Earnings Quality: Evidence from Indonesia. *International Journal of Accounting and Information Management*, 22(2), 103-117.
- Sornprasit, I. (2011). *Corporate Governance Executive Remuneration and Business Performance : Case Study of Listed Company in the Stock Market of Thailand*. Thammasart University.
- Theppariyaphon, S. (2011). Earnings Management Behavior in the Fourth Quarter to Achieve Profit Goals. *Journal of Accounting Profession*, 7(19), 63-73.
- Uwuigbe, U., Jafaru, J., & Ajayi, A. (2012). Dividend Policy and Firm Performance: A Study of Listed Firms in Nigeria. *Accounting and Management Information Systems*, 11(3), 442-454.
- Yoon, S., Miller, G., & Jiraporn, P. (2006). Earnings Management Vehicles for Korean Firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 17(2), 85-109.

