

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี SET100

Factors influencing dividend yields of companies listed on the Stock Exchange of Thailand Index 100

Received: 22 November, 2023

Revised: 3 January, 2024

Accepted: 31 January, 2024

จักรกฤษณ์ มะโฬาร*

Jugkritm Mahoran*

สุมาลี นามโชติ**

Sumalee Namachote**

นฤพล อ่อนวิมล***

Naruphon Onwimon***

*, **, ***คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ ศูนย์สุพรรณบุรี

*, **, ***Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi Suphan, Buri Campus

*Email: Jugkritm20@gmail.com

**Email: Namachote_s@hotmail.com

***Email: Naruphon_tay412@hotmail.com

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET100 ย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี 2561-2565 จำนวน 80 บริษัท รวมทั้งสิ้น 400 กลุ่มข้อมูล โดยไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินจำนวน 20 บริษัท โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานทางการเงิน รายงานประจำปี รวมทั้งรายงานผลการดำเนินงานในรูปแบบ 56-1 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด สถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอย พหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตรากำไรสุทธิ (NI) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และตัวแปรควบคุม อายุของกิจการ (AGE) มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100 ผลลัพธ์ที่ได้นี้มีประโยชน์ต่อนักลงทุนเพื่อนำไปใช้ในการพิจารณาก่อนลงทุน อีกทั้งผู้บริหารธุรกิจยังสามารถนำไปใช้ในการวางแผนธุรกิจเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อการดำเนินงานได้ต่อไปในอนาคต

คำสำคัญ: เงินปันผลตอบแทน ขนาดคณะกรรมการบริษัท ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This study aims to investigate the variables that affect the dividend yield of stocks listed on the Stock Exchange of Thailand Index 100. Companies listed on the Stock Exchange of Thailand that have been in the SET Index 100 for the previous five years, from 2018 to 2022, make up the sample group used in the research. A total of 80 companies, or 400 data groups, were obtained by excluding 20 companies from the financial business industry group using information from financial reports, annual report, including filling out Form 56-1 with operational results reporting. Descriptive statistics, such as mean, standard deviation, minimum, and maximum, as well as inferential statistics, such as correlation coefficient analysis, are employed in data analysis as well as multiple regression analysis. The study's findings indicated that the Debt-to-Equity ratio (DE), Return on Assets (ROA), Net Profit Margin (NI), size of the board of directors (BOD), and control factors the business's age (AGE) It affects firms listed on the Stock Exchange of Thailand SET100 Index in terms of dividend yield. Investors may benefit from this outcome, which should be taken into account before investing. Executives in the company might also utilize it for planning purposes to improve operations going forward.

Keywords: Dividend Yield, Size of the Board of Directors, Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดทุนที่ทำหน้าที่รวมการลงทุนของบริษัทหลากหลายกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อให้นักลงทุนได้พิจารณาเลือกลงทุนตามความต้องการ เมื่อมีการลงทุนก็จะส่งประโยชน์โดยตรงต่อเศรษฐกิจ โดยเฉพาะปัจจุบันผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการย่อมมีความผันผวนต่อเศรษฐกิจนั้นหมายถึง นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงถึงแม้เศรษฐกิจจะมีความคล่องตัวทางเศรษฐกิจลดลง เพราะฉะนั้นทางเลือกในการหาผลตอบแทนจึงเป็นสิ่งที่สำคัญสิ่งหนึ่งของนักลงทุนที่จะตัดสินใจว่าจะลงทุนในรูปแบบใด แพลตฟอร์มใด หรือลักษณะใด ด้วยความสำคัญของผลตอบแทนที่ต้องการจึงทำให้นักลงทุนให้ความสำคัญกับอัตราเงินปันผลตอบแทน มากกว่าที่จะลงทุนในลักษณะของการฝากเงินในสถาบันการเงิน นกสินธุ์ สานติวัตร และ สรศาสตร์ สุขเจริญสิน (2564) ได้กล่าวว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในการหลักทรัพย์ประกอบด้วย 2 ส่วน ได้แก่ การเพิ่มขึ้นของมูลค่าหลักทรัพย์และการได้รับเงินปันผล โดยเงินปันผลที่ได้รับนั้นเกิดจากผลการดำเนินงานที่มีกำไรของธุรกิจ และทำการจ่ายส่วนแบ่งออกมาในรูปของเงินปันผล โดยในบางบริษัทมีนโยบายจ่าย 2 ครั้ง 4 ครั้ง หรือ 1 ครั้งต่อปี และเมื่อผลการดำเนินงานได้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็จะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนเพิ่มขึ้นตาม จึงเป็นส่วนประกอบที่ทำให้ให้นักลงทุนเลือกลงทุนในธุรกิจนั้น ๆ นอกจากนี้ Zarah (2019) ได้กล่าวว่าทฤษฎีสัญญา เป็นสิ่งสำคัญที่ทำให้เกิดการลงทุนของนักลงทุน เมื่อใดก็ตามที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก็จะส่งผลทำให้เกิดการตัดสินใจลงทุน และส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงตามผลการดำเนินงานที่ธุรกิจได้ประกาศ อีกทั้ง Zarah (2018) พบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลต่อการประเมินมูลค่าตลาดอีกด้วย

เมื่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นที่ต้องการของนักลงทุน เหตุด้วยผลตอบแทนที่สูงที่ออกมาในรูปของเงินปันผล และกำไรของการขายหลักทรัพย์ แต่ในขณะเดียวกันการลงทุนย่อมต้องมีการคัดเลือกดัชนีราคาที่มีผลการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องและนิยม นั่นคือ บริษัทที่อยู่ในดัชนีราคา SET100 ซึ่งเป็นดัชนีราคา que แสดงระดับการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 100 ตัว ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง มีการซื้อขายที่มีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ มีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่ผ่านเกณฑ์ตามที่คณะกรรมการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ จากรายงานผลการดำเนินงานของดัชนีราคา SET100 มีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยอยู่ที่ 47,951,013,902.71 บาท และมีจำนวนหุ้นเฉลี่ยอยู่ที่ 2,615,715,984.67 หุ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) เมื่อมีการลงทุน นักลงทุนย่อมต้องหาเครื่องมือมาใช้ในการพิจารณาการลงทุนเพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่สูง โดยมีการนำอัตราส่วนทางการเงินมาใช้ในการวิเคราะห์เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ งานวิจัยของวิวัฒน์วงศ์ บุญหนู (2565) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน นอกจากนี้ Ajanthan (2013) กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนเป็นสิ่งที่กิจการจำเป็นต้องคำนึงถึง เพราะโครงสร้างเงินทุนมีบทบาทต่อการควบคุมและติดตามการดำเนินงานของผู้บริหาร และช่วยความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น อีกทั้ง Khan and Ahmad (2017) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมนิยมนำมาใช้ในการวัดความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ เพราะจะทราบถึงผลการดำเนินงานของธุรกิจที่ก่อให้เกิดกำไรในรูปแบบของสินทรัพย์ นอกจากนี้ซัลวิซ สุธัญญารักษ์ (2560) การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานในรูปแบบของประสิทธิภาพกำไรที่ดีจะส่งผลทำให้เกิดความเสี่ยงต่ำและได้รับผลตอบแทนที่สูง นอกจากนี้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ รายย่อย จำนวนคณะกรรมการบริษัท และอายุของกิจการ เป็นส่วนประกอบที่สำคัญต่อการบริหารธุรกิจ เมื่อกิจการมีโครงสร้างการถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นที่ดีจะส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น (สุกัญญา วงษ์ลคร และ จักรกฤษณ์ มะโหฬาร, 2566) ปัจจัยต่าง ๆ นี้จะทำให้ผลการดำเนิน

งานมีประสิทธิภาพ ก่อให้เกิดผลกำไร ผลสะท้อนทำให้เกิดการจ่ายเงินปันผล และอัตราเงินปันผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น

จากความสำคัญดังกล่าวทำให้ผู้วิจัยทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในดัชนี SET100 โดยเก็บย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561-2565 เพื่อให้เห็นแนวโน้มการดำเนินงานและอัตราเงินปันผลตอบแทน อีกทั้งเพื่อให้ผู้ที่สนใจจะศึกษาแนวทางการลงทุนอื่นให้เกิดผลประโยชน์ตอบแทนในรูปของอัตราเงินปันผลที่คุ้มค่ากับการลงทุนได้นำตัวแปรไปวิเคราะห์ก่อนที่จะพิจารณาลงทุนในบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ และยังเป็นแนวทางที่ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อผู้บริหารในการนำไปวิเคราะห์ วางแผนกลยุทธ์ในการดำเนินงาน อันส่งผลทำให้ธุรกิจเกิดการพัฒนา และนำไปสู่กระบวนการปรับปรุงให้เกิดประสิทธิภาพและประสิทธิผลสูงสุดทั้งต่อธุรกิจและนักลงทุนในอนาคต

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100 ย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี 2561-2565

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

อัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงินเป็นข้อมูลที่เกิดจากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงตัวเลข ซึ่งปรากฏผ่านงบการเงินของบริษัทแต่ละประเภท เป็นส่วนสำคัญที่ทำให้ผู้บริหาร นักลงทุน และผู้ที่สนใจ ได้นำไปใช้ในการคิดพิจารณา ก่อนการลงทุนหรือก่อนการพัฒนาธุรกิจ เพื่อให้ทราบถึงแนวทางและโอกาสความเป็นไปได้ในอนาคตของธุรกิจนั้น ๆ โดยเฉพาะเรื่องของอัตราเงินปันผลตอบแทน ซึ่งเป็นผลลัพธ์ที่นักลงทุนระยะยาว แม้กระทั่งผู้บริหารพึงประสงค์ได้รับในอัตราที่สูงขึ้นในทุก ๆ ปี โดยสิ่งที่นักลงทุนจะใช้ในการพิจารณาย่อมาจากข้อมูลที่เป็นตัวตัวเลขและถูกประมวลออกมาในรูปของอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งถือเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการรายงานผลการดำเนินงานได้ ดังเช่น งานวิจัยของวิวัฒน์วงศ์ บุญหนู (2565) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ส่งผลกระทบบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ นิกษ์นิภา บุญช่วย และ สุพรรณิกา สันป่าแก้ว (2561) พบว่า กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล และงานวิจัยของสันติสุภา ลัคนาสีเศรษฐ์ และคณะ (2562) พบว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน เพราะเมื่อกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี ย่อมส่งผลให้เกิดการพิจารณาการจ่ายเงินปันผลและอัตราเงินปันผลที่สูง และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama and French (2001) และ Mahdzan et al. (2016) พบว่า กำไรสุทธิ โครงสร้างเงินทุนที่คำนวณจากหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะเมื่อเกิดจากหนี้ที่สูง ทำให้บริษัทต้องรักษาระดับของกระแสเงินสดเพื่อใช้ในการชำระหนี้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต และส่งผลต่อการพิจารณาเงินปันผล และอัตราเงินปันผลตอบแทนได้รับผลกระทบไปด้วย จากงานวิจัยดังกล่าวทำให้สามารถตั้งสมมติฐานได้ว่า

H_1 : อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100

H_2 : อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100

H_3 : อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100

H_4 : อัตราส่วนกำไรสุทธิส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100

ขนาดและโครงสร้างผู้ถือหุ้น

นอกจากอัตราส่วนทางการเงินที่พิจารณาจากตัวเลขที่อยู่ในงบการเงินแล้วนำมาวิเคราะห์ผ่านอัตราส่วน ยังมีข้อมูลที่เป็นข้อมูลไม่ใช่ตัวเลขที่มีความสำคัญต่อการบริหารธุรกิจ และส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลนั้นก็คือโครงสร้างของผู้ถือหุ้น เมื่อผู้บริหารถือหุ้นน้อย ก็จะมีพฤติกรรมในการใช้สินทรัพย์ของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง โดยผู้บริหารที่ถือหุ้นส่วนน้อยจะได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลที่น้อยกว่าการเก็บเงินไว้ในรูปของกระแสเงินสดอิสระ โดยผู้บริหารสามารถที่จะนำไปบริหารเพื่อประโยชน์ของตนเองได้ง่ายกว่าทำให้ผู้บริหารไม่ต้องการที่จะจ่ายเงินปันผล (Farinha, 2003) นอกจากนี้ งานวิจัยของ Schooley and Barney (1994) ยังพบว่า เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 30 จะทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น อีกทั้งยังสอดคล้องกับทฤษฎีการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Effect) และทฤษฎีการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Effect) ปราญชลี สมภพโคภาเศรษฐ์ (2559) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีมูลค่าการถือหุ้นสูงมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนในเชิงบวก หมายความว่า เมื่อบริษัทมีการกระจุกตัวของการถือหุ้นสูง ก็จะส่งผลทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนเพิ่มขึ้นด้วย อีกทั้ง Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่า การมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถลดความขัดแย้งขององค์กรได้ รวมทั้งยังสามารถควบคุมการทำงานของผู้บริหารได้เช่นกัน เพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีแรงจูงใจในการเพิ่มมูลค่าให้กิจการ เพราะฉะนั้นนโยบายเงินปันผลจึงเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยลดความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ และในขณะเดียวกันขนาดของคณะกรรมการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารธุรกิจและอัตราเงินปันผลตอบแทน งานวิจัยของ Schellenger et al. (1989) และ ธนยกร จันทร์สาสน์ (2559) พบว่า ขนาดคณะกรรมการบริษัทจะมีผลต่อนโยบายในการจ่ายเงินปันผลและอัตราเงินปันผลตอบแทน เพราะคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่จะให้ความสำคัญกับธุรกิจในการตรวจสอบ และดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และอัตราเงินปันผลที่ดี จากงานวิจัยดังกล่าวสามารถนำมาสร้างสมมติฐานได้ว่า

H_5 : สัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100

H_6 : สัดส่วนการถือหุ้นรายย่อยส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100

H_7 : ขนาดคณะกรรมการบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100

นอกจากนี้ยังมีตัวแปรควบคุมที่นำมาใช้ในการป้องกันผลการวิเคราะห์ข้อมูล นั่นคือ อายุของกิจการ ซึ่งเป็นปัจจัยควบคุมที่นำมาใช้ในการศึกษา จากงานวิจัยของ DeAngelo and Stulz (2006) กล่าวว่ากิจการที่มีระยะเวลาการดำเนินงานมานานจะส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากที่อายุกิจการดำเนินงานถึงการเจริญเติบโตจะต้องมีกระแสเงินสดเตรียมไว้สำหรับโอกาสที่จะลงทุน รวมทั้ง ศุภลักษณ์ อังคสุโข และคณะ (2555) พบว่า อายุของกิจการนั้นเป็นปัจจัยหนึ่งที่กระทบต่อการกำหนดการจ่ายเงิน

ปันผล เนื่องจากเมื่อมีการดำเนินธุรกิจมาก ย่อมมีผ่านประสบการณ์ต่าง ๆ มากมาย ทำให้ผู้บริหารสามารถที่จะนำข้อมูลปีก่อนมาใช้ในการวางแผนหรือกำหนดนโยบายของเงินปันผลได้ นอกจากนี้ Oonpipat (2009) ได้ใช้เทคนิค Fama-Macbeth Model, Pool Logit Model และ Random Fixed Effect Model เพื่อใช้ในการพยากรณ์พยากรณ์ พบว่า บริษัทที่มีอายุของกิจการนานจะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลถึงร้อยละ 70 และมีแนวโน้มที่จะได้รับอัตราเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นด้วย จากงานวิจัยดังกล่าวสามารถนำมาสร้างสมมติฐานได้ว่า

H_8 : อายุของกิจการส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในดัชนี 100 จำนวน 100 บริษัท เก็บข้อมูลระหว่างปี 2561-2565 ย้อนหลัง 5 ปี รวมทั้งสิ้น 500 กลุ่มข้อมูล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

กลุ่มตัวอย่างในการวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในดัชนี 100 ไม่รวมอุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจการเงิน จำนวน 20 บริษัท เนื่องจากมีลักษณะการดำเนินธุรกิจ ขอบบังคับมาตรฐานรายงานทางการเงิน และหลักเกณฑ์อื่น ๆ นอกเหนือจากหลักเกณฑ์ทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดัชนี 100 ซึ่งอาจทำให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างคลาดเคลื่อนได้ โดยทำการจัดเก็บข้อมูลระหว่างปีพ.ศ. 2561-2565 ย้อนหลัง 5 ปี จำนวน 80 บริษัท รวมทั้งสิ้น 400 กลุ่มข้อมูล

เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บข้อมูล

ผู้วิจัยทำการเก็บจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ โดยลักษณะของข้อมูลที่ต้องการคือ ข้อมูลเชิงปริมาณที่สอดคล้องกับตัวชี้วัดของตัวแปรต่าง ๆ ที่ผู้วิจัยได้กำหนดไว้ มีรายละเอียดดังนี้

1. รายละเอียดข้อมูลทางการเงินของบริษัท ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน และอัตราส่วนกำไรสุทธิ จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) และรายงานประจำปีของบริษัท
2. รายละเอียดข้อมูลขนาดและโครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ สัดส่วนการถือหุ้นรายย่อย และขนาดคณะกรรมการบริษัท จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) และรายงานประจำปีของบริษัท
3. ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ได้แก่ อายุของกิจการ จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) และรายงานประจำปีของบริษัท

การวิเคราะห์และการแปลความหมายของข้อมูล

เงินปันผลตอบแทนเป็นส่วนประกอบที่ทำให้เกิดความน่าสนใจลงทุนของผู้ที่ต้องการถือหุ้นในระยะยาว เพราะถ้ามีการจ่ายเงินปันผล และอัตราเงินปันผลตอบแทนมีมูลค่าที่สูงก็จะทำให้นักลงทุนถือหุ้นนั้นต่อไป Brigham and Houston (2019) กล่าวว่า ทฤษฎีลูกนกในกำมือได้กล่าวว่า นโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อกิจการ เพราะเงินปันผลจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น และทำให้นักลงทุนมีความพอใจกับเงินปันผลและอัตราเงินปันผลตอบแทนที่ได้รับในปัจจุบัน อีกทั้งทฤษฎีนโยบายปันผลที่ไม่แตกต่างกันเชื่อว่า

มูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งจะไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Schellenger et al. (1989) และ ฉันทกร จันทร์สาส์น (2559) กล่าวว่า ขนาดและโครงสร้างการถือหุ้นก็มีความสำคัญต่อนโยบายเงินปันผล เพราะขนาดและโครงสร้างการถือหุ้นที่มีขนาดใหญ่ คณะกรรมการจะให้ความสำคัญกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลและอัตราผลตอบแทน เพราะต้องดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจึงนำมาสร้างเป็นตัวแบบจำลองดังนี้

ตัวแบบจำลองในการวิเคราะห์ข้อมูล

$$DY = \alpha + \beta_1(DE) + \beta_2(ROA) + \beta_3(EBIT) + \beta_4(NI) + \beta_5(SE5) + \beta_6(MI) + \beta_7(BOD) + \beta_8(AGE) + \epsilon$$

DY อัตราเงินปันผลต่อหุ้น (มูลค่าปันผลต่อหุ้น คูณ 100 หารราคาหุ้นตามราคาตลาด)

DE หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (หนี้สินรวมหารส่วนของผู้ถือหุ้น)

ROA อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (กำไรสุทธิ คูณ 100 หาร สินทรัพย์รวมเฉลี่ย)

EBIT อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (กำไรจากการดำเนินงาน คูณ 100 หารยอดขาย)

NI อัตราส่วนกำไรสุทธิ (กำไรสุทธิ คูณ 100 หาร ยอดขาย)

SE5 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ (จำนวนหุ้นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ หารจำนวนหุ้นชำระแล้วทั้งหมด)

MI สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (จำนวนหุ้นที่ถือโดยรายย่อย หารจำนวนหุ้นชำระแล้วทั้งหมด คูณ 100)

BOD ขนาดคณะกรรมการบริษัท (จำนวนคณะกรรมการบริษัท ณ ปีนั้น ๆ)

AGE อายุของกิจการ (อายุของกิจการตั้งแต่เริ่มธุรกิจจนถึงรอบปีบัญชี ณ ปี ๆ นั้น)

ϵ ค่าความคลาดเคลื่อน

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์

ผู้วิจัยได้นำสถิติการวิเคราะห์เชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด และการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน เป็นวิธีศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง 25 ตัวแปร เพื่อศึกษาความเป็นอิสระของตัวแปร โดยบอกถึงระดับความสัมพันธ์เชิงเส้นซึ่งจะมีค่าระหว่าง -1.0 ถึง +1.0 โดยที่ค่าอยู่ใกล้ -1.0 หรือ +1.0 ถือว่ามีความสัมพันธ์กันมากที่สุด ส่วน 0 หมายถึง ตัวแปรทั้งสองตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กัน และเครื่องหมาย + และ - จะแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันหรือผกผัน และทำการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระหลายตัวกับตัวแปรตาม 1 ตัว โดยก่อนจะทำการทดสอบสมมติฐานผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความเป็นอิสระระหว่างตัวแปรก่อน ซึ่งพิจารณาจากค่า Tolerance หากค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่ามีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ น้อย แต่ถ้าเท่ากับ 1 หรือ มากกว่า 1 แสดงว่ามีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ มาก และค่า VIF หากค่ามากกว่า 10 เท่ากับมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นมาก (Myers, 1990; Bowerman & O'Connell, 1990)

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

1. ข้อมูลภาพรวมของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100 ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลภาพรวมของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ดัชนี 100

Variable	Min	Max	Mean	Std.Dev.
DY	.080	9.740	3.617	2.179
DE	.225	4.412	1.364	.778
ROA	-.009	.122	.048	.028
EBIT	-.011	.645	.197	.179
NI	-.530	1.310	.219	.235
SE5	20.870	83.160	63.787	13.362
MI	16.470	91.040	40.622	14.515
BOD	8.000	18.000	13.618	2.391
AGE	4.000	32.000	15.948	9.442

จากตารางที่ 1 พบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) เฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.617 มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เฉลี่ย 1.364 เท่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เฉลี่ยร้อยละ .48 มีอัตรากำไรก่อนภาษีและต้นทุนทางการเงิน (EBIT) เฉลี่ยร้อยละ 19.700 อัตรากำไรสุทธิ (NI) เฉลี่ยร้อยละ 21.900 มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ (SEC5) ที่ร้อยละ 63.787 สัดส่วนการถือหุ้นรายย่อย (MI) เฉลี่ยร้อยละ 40.622 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) เฉลี่ย 13.618 หรือ 14 คน และอายุของกิจการ (AGE) เฉลี่ย 15.948 หรือ 16 ปี

2. การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันของตัวแปร

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน

ตัวแปร	DY	DE	ROA	EBIT	NI	SE5	MI	BOD	AGE
DY	1.00								
DE	-.355***	1.00							
ROA	.263**	-.288**	1.00						
EBIT	-.077	-.142	.567***	1.00					
NI	.028	-.160	.079	-.137	1.00				
SE5	.043	-.407***	.161	.259*	.189	1.00			
MI	.061	.213*	-.171	-.328**	.092	-.830***	1.00		
BOD	.038	-.367***	-.092	-.292**	.334**	.156	.165	1.00	
AGE	.346**	-.212*	-.006	-.356***	.182	-.412***	.598***	.274**	1.00

จากตารางที่ 2 พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) กับมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) (-.355) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) (.263) และสัมพันธ์เชิงผกผันกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) (-.288) อัตรากำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี (EBIT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) (.567) สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ (SE5) มีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) (-.407) และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตรากำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี (EBIT) (.259) สัดส่วนการถือหุ้นรายย่อย (MI) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) (.213) มีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับอัตรากำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี (EBIT) (-.328) และสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ (SE5) (-.830) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) (-.367) อัตรากำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี (EBIT) (-.292) และสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตรากำไรสุทธิ (NI) (.334) อายุของกิจการ (AGE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) สัดส่วนการถือหุ้นรายย่อย (MI) และขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) (.274) แต่สัมพันธ์เชิงผกผันกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) (-.212) อัตราส่วนกำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี (EBIT) (-.356) และสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ (SE5) (-.412) จากความสัมพันธ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงความเป็นอิสระของตัวแปรเนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าระหว่าง 0.212-0.830 ซึ่งมีความสัมพันธ์ระดับน้อยมากถึงสูง แต่อย่างไรก็ตาม ได้ทำการตรวจสอบความเป็นอิสระอีกครั้งด้วยการวิเคราะห์ค่า Tolerance และค่า VIF พบว่า ค่า Tolerance อยู่ระหว่าง 0.166-0.722 และค่า VIF อยู่ระหว่าง 1.384-6.012 ซึ่งมีค่า Tolerance มีค่าไม่เข้าใกล้ 0 และค่า VIF ไม่เกิน 10 ซึ่งเป็นไปตามหลักการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Hinkle, 1998) ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทำการทดสอบสมมติฐาน

ตัวแปร	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	VIF	Tolerance
DE	-.766	.328	-2.337	.022*	1.768	.566
ROA	26.398	8.954	2.948	.004**	1.715	.583
EBIT	-3.777	1.518	-2.488	.015*	2.007	.498
NI	-8.239	.000	-1.336	.185	1.384	.722
SE5	.055	.035	1.593	.115	5.777	.173
MI	.038	.032	1.172	.244	6.012	.166
BOD	-.220	.105	-2.088	.040*	1.722	.581
AGE	.060	.030	1.999	.049*	2.157	.464
n=400	Sig = 0.001 R-Square = 0.317 Adjust R-Square = .255 Durbin-Watson = 1.826					

ณ ระดับนัยสำคัญ .05* ; ณ ระดับนัยสำคัญ .01**

จากตารางที่ 3 พบว่า การทดสอบสมมติฐานวิจัยเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี SET100 พบว่า ค่า Adjust R^2 เท่ากับ 0.255 แสดงว่า ตัวปัจจัยที่ศึกษา สามารถอธิบายอิทธิพลที่ส่งผลต่อเงินปันผลตอบแทนได้ร้อยละ 25.50 และค่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.001 แสดงว่าตัวแปรอย่างน้อย 1 ตัวที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท โดยสามารถสรุปเรียงลำดับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนสูงที่สุดจนถึงน้อยที่สุดได้ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100 สูงที่สุด ($\beta=26.398$) เพราะเป็นอัตราส่วนที่ทำให้เห็นถึงผลการลงทุนในสินทรัพย์ เนื่องจากสินทรัพย์ที่ลงทุนจะก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มให้กับธุรกิจ ในอนาคต นักลงทุนจึงให้ความสำคัญกับการเห็นถึงสิ่งที่ได้รับจากการลงทุนในรูปของสินทรัพย์ที่มีอยู่ในธุรกิจ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ H_2 เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Malik et al. (2016) พบว่า กิจกรรมที่มีกำไรสุทธิต่อหุ้น ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และขนาดธุรกิจที่เพิ่มขึ้น มีโอกาสที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผล และทำให้อัตราเงินปันผลจ่ายเพิ่มขึ้น แต่ถ้าธุรกิจมีขนาดเติบโตลดลงอาจทำให้ออกาสในการจ่ายเงินปันผล และอัตราเงินปันผลจ่ายลดลงตามด้วย อีกทั้งยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Parsian and Koloukhi (2014) พบว่า ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ การหมุนเวียนของประสิทธิภาพกำไรซึ่งวัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และสภาพเสี่ยงส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลจ่าย และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Al-Kayed (2017) พบว่า ประสิทธิภาพกำไรวัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ สภาพคล่อง สภาพเสี่ยง การเติบโตของธุรกิจ และการจ่ายเงินปันผลล่าช้า เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลและอัตราเงินปันผลตอบแทนของธนาคารอิสลาม

2. กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100 และมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ($\beta=-3.777$) รองลงมาจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นอัตราส่วนที่ทำให้กิจการทราบถึงผลการดำเนินงาน เมื่อกิจการมีผลกำไรเพิ่มขึ้นฐานการลงทุนก็จะเพิ่มขึ้น ซึ่งหากกิจการมีประสิทธิภาพกำไรที่ดีก็จะส่งสัญญาณที่ดีต่อบริษัทและนักลงทุน ทำให้เกิดการร่วมลงทุนในธุรกิจเพิ่มมากขึ้น แต่ในขณะเดียวกันนักลงทุนก็จะให้ความสำคัญกับประสิทธิภาพการทำการกำไรมากกว่าการจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับทฤษฎีนโยบายเงินปันผลที่ไม่แตกต่าง Brigham and Houston (2019) กล่าวว่า ทฤษฎีนโยบายเงินปันผลที่ไม่แตกต่างเชื่อว่ามูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น จึงทำให้ถึงแม้กิจการมีกำไรสูงก็จะไม่ส่งผลทำให้การจ่ายเงินปัน และอัตราเงินปันผลตอบแทนสูงขึ้นตาม เพราะฉะนั้นประสิทธิภาพการทำการกำไรจึงเป็นอัตราส่วนด้านหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการพิจารณาในรูปแบบต่าง ๆ รวมทั้งเงินปันผลและอัตราเงินปันผลตอบแทน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ H_3 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pradika and Rediyono (2022) พบว่า ประสิทธิภาพการทำการกำไร สภาพคล่อง และขนาดของกิจการมีผลกระทบกับนโยบายจ่ายเงินปันผล และอัตราเงินปันผลตอบแทน นอกจากนี้งานวิจัยของ Rheza and Vaya (2018) ยังพบว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรมีผลกระทบต่อการสร้างมูลค่าให้กับธุรกิจแต่ในทางกลับกันงานวิจัยของ Atmikasari et al. (2020) กลับพบว่า บริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรที่ดีจะไม่มีอิทธิพลต่อนโยบายเงินปันผล และอัตราเงินปันผลตอบแทน

3. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีอิทธิพลกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100 เซิงผกผัน และมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ($\beta = -.766$) รองลงมาจากอัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) เนื่องจากเป็นอัตราส่วนที่สะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงในการลงทุน และส่งกระทบไปยังสินทรัพย์หรือหนี้สินระยะสั้น และส่งผลทำให้ผู้บริหารนำไปใช้ในการพิจารณาเรื่องการเงินปันผล รวมทั้งอัตราการเงินปันผลตอบแทน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานงานวิจัยที่ H_1 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Al-Kayed (2017) พบว่า อัตราส่วนสภาพเสี่ยงที่วัดจากหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลตอบแทน อีกทั้ง Pornumpai and Phassawan (2013) พบว่า ขนาดธุรกิจ ประสิทธิภาพกำไร และการเติบโตโดยยอดขาย มีอิทธิพลกับการจ่ายเงินปันผลและราคาหุ้น อีกทั้งยังพบอีกว่า สภาพเสี่ยงทางการเงินมีผลกระทบในเชิงผกผันกับการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจ และ Pinto and Rastogi (2019) พบว่า ขนาดธุรกิจ ประสิทธิภาพกำไร และความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล แต่ความเสี่ยงทางธุรกิจที่คำนวณจากหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Baker et al. (2002) ยังพบว่า ปัจจัยที่มีความสำคัญต่อเงินปันผลจ่ายคือผลกำไร และระดับการหมุนเวียนของกำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคต และความเสี่ยงของการลงทุนในรูปของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังมีผลต่อราคาหุ้นและความต้องการลงทุนของนักลงทุนในอินโดนีเซีย

4. ขนาดคณะกรรมการบริษัท (BOD) เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100 เซิงผกผัน และมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ($\beta = -.220$) รองลงมาจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เพราะคณะกรรมการบริษัทเป็นผู้มีอำนาจหน้าที่ในการบริหารบริษัท ซึ่งได้รับมอบอำนาจเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น เพื่อดำเนินการรักษาสภาพประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นและนักลงทุน อีกทั้งยังมีบทบาทในกำหนดกลยุทธ์ ควบคุม ดูแล และตรวจสอบการปฏิบัติของฝ่ายปฏิบัติการให้สำเร็จลุล่วงไปตามวัตถุประสงค์ขององค์กร โดยตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้กิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยจำนวนคณะกรรมการเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อให้กิจการมีดำเนินธุรกิจไปอย่างมีจริยธรรมและเคารพสิทธิและความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ H_7 และสอดคล้องกับ Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวว่า การเพิ่มของคณะกรรมการบริษัทจะทำให้เกิดประสิทธิภาพและเป็นการสนับสนุนการบริหารจัดการธุรกิจ ซึ่งเป็นการสนับสนุนการลดต้นทุนตัวแทนอันเกิดจากการบริหารจัดการไม่ดี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ephraim and Sylvester (2022) พบว่า ความเชี่ยวชาญของคณะกรรมการ และขนาดของคณะกรรมการบริษัทนั้นมีอิทธิพลทางตรงกันโยบายเงินปันผลและอัตราเงินปันผลตอบแทน อีกทั้งงานวิจัยของ Subramaniam and Sakthi (2022) ยังพบว่า คณะลักษณะของคณะกรรมการบริษัท และจำนวนคณะกรรมการบริษัทที่มีลักษณะเกี่ยวข้องกับสัญชาติ เพศ และการควมรวมตำแหน่ง มีผลกระทบต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท

5. อายุของกิจการ (AGE) เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี 100 เซิงผกผัน และมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ($\beta = .060$) ซึ่งมีอิทธิพลน้อยที่สุด รองจากขนาดคณะกรรมการบริษัท (BOD) เพราะบริษัทที่มีอายุการจัดตั้งและเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์หลายปีย่อมเป็นธุรกิจที่มีประสบการณ์และทักษะในการดำเนินงาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจที่จัดตั้งมาก่อนที่จะเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี 2540 และวิกฤตการณ์โรคระบาดโควิด-19 เพราะวิกฤตการณ์ดังกล่าวสร้างผลเสียหายให้กับธุรกิจในวงกว้าง เพราะฉะนั้นธุรกิจที่สามารถผ่านพ้นความ

เสี่ยงหรือความเสียหายมาได้จนถึงปัจจุบันย่อมมีกลยุทธ์ในการดำเนินงานที่ดี ประกอบกับมีคณะกรรมการบริหารที่มีความเข้มแข็ง อายุของกิจการจึงย่อมเป็นตัวแปรหนึ่งที่นักลงทุนนำมาพิจารณา ยิ่งธุรกิจมีอายุการก่อตั้งและดำเนินกิจการมานาน ยิ่งทำให้นักลงทุนเห็นว่ามีความประสพการณ์และโอกาสที่กิจการจะประสบผลล้มละลายหรือเกิดการสูญเสียทางการเงินยิ่งมีน้อย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ H_0 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ DeAngelo and Stulz (2006) กล่าวว่ากิจการที่มีระยะเวลาการดำเนินงานมานานจะส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ในช่วงที่อายุกิจการดำเนินงานถึงการเจริญเติบโตจะต้องมีกระแสเงินสดเตรียมไว้สำหรับโอกาสที่จะลงทุน รวมทั้ง ศุภลักษณ์ อังศุโช และคณะ (2555) พบว่า อายุของกิจการนั้นเป็นปัจจัยหนึ่งที่กระทบต่อการกำหนดการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเมื่อกิจการดำเนินธุรกิจมาก ย่อมมีผ่านประสบการณ์ต่าง ๆ มากมาย ทำให้ผู้บริหารสามารถที่จะนำข้อมูลปีก่อนมาใช้ในการวางแผนหรือกำหนดนโยบายของเงินปันผลได้ นอกจากนี้ Oonpipat (2009) ได้ใช้เทคนิค Fama-Macbeth Model, Pool Logit Model และ Random Fixed Effect Model เพื่อใช้ในการพยากรณ์พยากรณ์ พบว่า บริษัทที่มีอายุของกิจการนานจะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลถึงร้อยละ 70 และมีแนวโน้มที่จะได้รับอัตราเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นด้วย

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย เรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี SET100 พบว่ามีตัวแปร 5 ตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน จากทั้งหมด 8 ตัวแปร ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี (EBIT) คณะกรรมการบริษัท (BOD) และอายุกิจการ (AGE) เพราะฉะนั้นเพื่อให้การดำเนินงานมีความต่อเนื่องและมีอัตราเงินปันผลตอบแทนที่ดียิ่งขึ้น ผู้บริหารควรจะต้องทำการวิเคราะห์ถึงผลลัพธ์ของตัวแปรในแต่ละตัวเพื่อให้สามารถวางแผนการดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งนักลงทุนยังสามารถที่จะพิจารณาถึงแนวโน้มในการลงทุนของธุรกิจต่าง ๆ ได้ เนื่องจากตัวแปรแต่ละตัวที่มีนัยสำคัญนั้นเป็นตัวแปรที่สามารถนำมาใช้ในการพิจารณาเพื่อวิเคราะห์ส่วนการบริหารจัดการในปีถัดไปได้ เช่น โครงสร้างเงินทุน ซึ่งหากธุรกิจมีเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นก็จะทำให้ธุรกิจมีความเสี่ยงน้อยกว่าที่จะทำการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน นอกจากนี้จำนวนคณะกรรมการบริษัทก็ย่อมมีส่วนทำให้การดำเนินงานของธุรกิจมีความสมดุลทางด้านการบริหารจัดการ รวมทั้งอายุของกิจการย่อมแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานและประสพการณ์ของธุรกิจนั้น ๆ ดังงานวิจัยของ Sawicki (2009) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลนั้นจะแสดงให้เห็นถึงผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารโดยเฉพาะบริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีการก่อตั้งมานาน นอกจากนี้ ผลตอบแทนและกำไรจากการดำเนินงานก็เป็นตัวแปรหนึ่งที่ผู้บริหารและนักลงทุนจะให้ความสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pinto and Rastogi (2019) พบว่า ขนาดธุรกิจ ประสิทธิภาพทางกำไร และผลตอบแทนจะส่งผลทางบวกกับนโยบายเงินปันผลของธุรกิจ เพราะฉะนั้นผู้บริหาร และนักลงทุน และผู้ที่สนใจจะลงทุนควรนำตัวแปรดังกล่าวข้างต้นไปพิจารณาเพื่อให้เกิดความมั่นใจ และมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจก่อนการลงทุน อันก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดทั้งต่อผู้บริหาร นักลงทุน และผู้สนใจที่จะลงทุน

ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยดังกล่าวพบว่าอัตราส่วนทั้ง 5 ตัวแปร ส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน เพื่อให้การดำเนินงานของธุรกิจมีข้อมูลที่จะนำไปใช้ในการบริหารงาน ผู้บริหารควรจะต้องพิจารณาตัวแปรดังกล่าว และนำสรุปข้อมูลในรูปของข้อกราฟเปรียบเทียบ เพื่อให้เห็นถึงแนวโน้มการดำเนินงาน อีกทั้งผลลัพธ์ที่ได้จากการพิจารณาตัวแปรทั้ง 5 ยังนำไปใช้ในการพิจารณาถึงความเหมาะสมในการบริหารธุรกิจ ในรูปของจำนวนคณะกรรมการ ความจำเป็นในการเพิ่มของโครงสร้างเงินทุน และผลลัพธ์จากการบริหารธุรกิจที่ออกมาในรูปของ กำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ไม่ใช่เพียงแค่ผู้บริหารเท่านั้นที่จะได้รับประโยชน์จากการนำผลวิจัยไปใช้ นักลงทุนและผู้สนใจที่จะลงทุนก็จะได้มีแนวทางในการพิจารณาการลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนที่มุ่งหวังผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล อันนำไปสู่การได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่าจากการลงทุนในอนาคต

ข้อเสนอแนะอื่น ๆ จากผลงานวิจัยนี้ จะใช้ข้อจำกัดเพียงแค่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดัชนี 100 เท่านั้น เพราะฉะนั้นในการวิจัยครั้งต่อไปควรจัดทำกรเก็บให้ครบทั้งตลาด (All Set) และทำการเพิ่ม ปี เป็นตัวแปรควบคุม อีกทั้ง ควรนำสถานการณ์ปัจจุบันที่เกิดขึ้นมาเป็นตัวแปรเพิ่ม เช่น สถานการณ์เลือกตั้งนายกรัฐมนตรีใหม่ การเกิดสงคราม การเกิดโรคระบาด หรือแม้กระทั่งนโยบายภาครัฐในยุคปัจจุบัน และแผนพัฒนาประเทศ 20 ปี นำมาวิเคราะห์เพื่อให้ได้มาซึ่งตัวอิสระ หรือตัวแปรแฝงที่อาจจะส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของธุรกิจได้ และทำให้เกิดเป็นองค์ความรู้ใหม่ และนำไปใช้ในการพิจารณาการดำเนินงานให้เกิดประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้นในอนาคต

รายการอ้างอิง

- ชลวิษ สุทธิบุญรักษ์. (2560). ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดการท่องเที่ยวและ
สันทนาการ โดยใช้แบบจำลอง CAPM. *วารสารบัณฑิตศึกษา มหาวิทยาลัยราชภัฏวไลย
อลงกรณ์ ในพระบรมราชูปถัมภ์*, 11(3), 13-23. [https://so02.tci-thaijo.org/index.php/
JournalGradVRU/article/view/108212](https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JournalGradVRU/article/view/108212)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566, 1 ตุลาคม). *ภาพรวมดัชนี SET100 – ตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย*. <https://www.set.or.th/th/market/index/SET100/overview>
- ธัญกร จันทร์สาสน์. (2559). คุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่มีบรรษัทภิบาลในระดับ
ดีเลิศ: นับจากรายการคงค้าง. *วารสารนักบริหาร*, 36(2), 52-61. [https://so01.tci-thaijo.org/
index.php/executivejournal/article/view/81352](https://so01.tci-thaijo.org/index.php/executivejournal/article/view/81352)
- นภสินธุ์ สานติวัตร และ สรศาสตร์ สุขเจริญสิน. (2564). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่าย
เงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 43(169), 1-21.
<https://so01.tci-thaijo.org/index.php/CBSReview/article/view/250228>
- นิกชนิภา บุญช่วย และ สุพรรณิกา สันป่าแก้ว. (2561). ปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลของกลุ่ม
หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา กลุ่มหลักทรัพย์พลังงานและ
สาธารณูปโภค. *Veridian E-Journal, Silpakorn University (Humanities, Social
Sciences and arts)*, 11(2), 1870-1879. [https://he02.tci-thaijo.org/index.php/
Veridian-E-Journal/article/view/143277](https://he02.tci-thaijo.org/index.php/Veridian-E-Journal/article/view/143277)
- ปราชญ์ลี สมภพโคภาเศรษฐ์. (2559). *โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่าย
เงินปันผล* [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. TU Digital
Collections. [https://digital.library.tu.ac.th/tu_ dc/frontend/Info/item/dc:93070](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:93070)
- วิวัฒน์วงศ์ บุญหนู. (2565). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณี
ศึกษาหลักทรัพย์กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร. *วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัย
อุบลราชธานี*, 11(2), 18-32. [https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jms_ubu/article/
view/254958](https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jms_ubu/article/view/254958)
- ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาดิกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน และ ปิยภัสร ธาระวานิช. (2555).
นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cash flow uncertainty)
และลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure). *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 34(131),
107-144. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/CBSReview/article/view/3879>
- สันต์สุภา ลัคนานิเศรษฐ์, ศิริลักษณ์ ศุทธชัย และ นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่าง
สิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารกับความสามารถในการทำกำไร. *วารสารวิชาชีพบัญชี*,
15(47), 32-48. [http://www.jap.tbs.tu.ac.th/index.php?page=Article-List&sub=
1&txt=554](http://www.jap.tbs.tu.ac.th/index.php?page=Article-List&sub=1&txt=554)
- สุกัญญา วงษ์ลคร และ จักรกฤษณ์ มะโหฬาร. (2566). อัตราส่วนทางการเงิน โครงสร้างคณะกรรมการ
กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี CLMV.
วารสารสุทธิปริทัศน์, 37(1), 109-127. [https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPU
SuthiparithatJournal/article/view/263402](https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPU SuthiparithatJournal/article/view/263402)

- Ajanthan, A. (2013). The relationship between dividend payout and firm profitability: A study of selected hotels and restaurant companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(6), 1-6. https://www.academia.edu/6183546/the_relationship_between_dividend_payout_and_firm_profitability_In_Sri_Lanka_
- Al-Kayed, L. T. (2017). Dividend payout policy of Islamic vs conventional banks: Case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 117-128. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-09-2015-0102>
- Atmikasari, D., Indarti, I., & Aditya, E. M. (2020). Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Deviden sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ilmiah ASET*, 22(1), 25-34. <https://doi.org/10.37470/1.22.1.158>
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting managerial perspectives on dividend policy. *Journal of Economics and Finance*, 26(3), 267-283. <https://doi.org/10.1007/BF02759711>
- Bowerman, B. L., & O'Connell, R. T. (1990). *Linear statistical models: An applied approach* (2nd ed.). Duxbury Press.
- Brigham, E. F., & Houston, D. (2019). *Intermediate financial management* (13th ed.). South-Western Cengage Learning.
- DeAngelo, H. L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Ephraim, K. T., & Sylvester, A. M. (2022). The impact of board composition on the dividend policy of US Firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(5), 737-753. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43. [http://dx.doi.org/10.1016/s0304-405x\(01\)00038-1](http://dx.doi.org/10.1016/s0304-405x(01)00038-1)
- Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9-10), 1173-1209. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2003.05624.x>
- Hinkle, D. E. (1998). *Applied statistics for the behavioral sciences*. Houghton Mifflin.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Khan, F., & Ahmad, N. (2017). Determinants of dividend payout: An empirical study of pharmaceutical companies of Pakistan Stock Exchange (PSX). *Journal of Financial Studies & Research*, Article 5382141-16. <http://dx.doi.org/10.5171/2017.538821>
- Mahdzan, N. S., Zainudin, R., & Shahri, N. K. (2016). Interindustry dividend policy determinants in the context of an emerging market. *Economic Research-Ekonomska Istrzivanja*, 29(1), 250-262. <http://dx.doi.org/10.1080/1331677X.2016.1169704>
- Malik, M., Awais, M., & Khursheed, A. (2016). Impact of liquidity on profitability: A comprehensive case of Pakistan's private banking sector. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 69-74. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v8n3p69>
- Myers, R. H. (1990). *Classical and modern regression with applications*. PWS-Kent.
- Oonpipat, O. (2009). *Dividend policy and earned/contributed capital mix: The empirical study of Thailand* [Master's thesis, Thammasat University]. TU Digital Collections. https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:148337
- Parsian, H., & Koloukhi, S. (2014). A Study on the effect of free cash flow and profitability current ratio on dividend payout ratio: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4(1), 63-70. <http://dx.doi.org/10.5267/j.msl.2013.11.033>
- Pinto, G., & Rastogi, S. (2019). Sectoral analysis of factors influencing dividend policy: Case of an emerging financial market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(3), 1-18. <http://dx.doi.org/10.3390/jrfm12030110>
- Pornumpai, K., & Phassawan, S. (2013). Factors influencing dividend payout in Thailand: A tobit regression analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3(2), 255. <http://dx.doi.org/10.5296/ijafr.v3i2.4443>
- Pradika, R., & Rediyono, R. (2022). Factors affecting dividend policy: Study on food and beverage manufacturing sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial*, 12(4), 91-96. <http://dx.doi.org/10.32479/ijefi.13198>
- Putra, R. C., & Dillak, V. J. (2018). Analisis pengaruh debt to equity ratio (der), return on equity (roe), dan earning per share (eps) terhadap harga saham (studi Kasus Pada Indeks saham subsektor pertambangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2012-2016). *e-Proceeding of Management*, 5(2), 2079-2085. <https://openlibrarypublications.telkomuniversity.ac.id/index.php/management/article/view/6775>
- Sawicki, J. (2009). Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre and post crisis. *The European Journal of Finance*, 15(2), 211-230. <https://doi.org/10.1080/13518470802604440>

- Schellenger, M. H., Wood, D. D., & Tashakori, A. (1989). Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy. *Journal of Management*, 15(3), 457-467. <https://doi.org/10.1177/014920638901500308>
- Schooley, D. K., & Barney, L. D. (1994). Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. *Journal of Financial Research*, 17(3), 363-373. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1994.tb00198.x>
- Subramaniam, R., & Sakthi, M. (2022). Board performance and its relation to dividend payout: Evidence from Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*, 18(2), 286-316. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2020-0409>
- Zarah, P. (2018). Ability of net income in predicting dividend yield operating cash flow as a moderating variable. *Archives of Business Research*, 6(1), 226-234. <http://dx.doi.org/10.14738/abr.61.4128>
- Zarah, P. (2019). Empirical evidence of market reactions based on signaling theory in Indonesia stock exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(2), 66-77. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.16\(2\).2019.06](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.16(2).2019.06)