

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

Relationship between Financial Ratios and Dividend Yield and Dividend Payout Ratio of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) in the Industrial Products Sector

ธัญพร วงศ์กำภู¹, ปรียานุช กิจรุ่งโรจน์เจริญ², รุจิรัตน์ ปาลีพัฒนสกุล³ และ นิพนธ์กมลธีระวิทย์⁴

Thanyapon Wongkamphu¹, Preyanuch Kijrunglejarean², Rujirat Paleephatsakul³

and Nippit Kamolteeravit⁴

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธนบุรี¹, มหาวิทยาลัยธนบุรี^{2,3}, มหาวิทยาลัยราชภัฏเทพสตรี⁴

Graduate School, Thonburi University¹, Thonburi University^{2,3}, Thepsatri Rajabhat University⁴

Thanyaporwongkamphu@gmail.com¹, preyanuch1935@gmail.com², rujirat_ac@thonburi-u.ac.th³,

nippit.bird@gmail.com⁴

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจำนวน 29 บริษัท ที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องระหว่างปี พ.ศ. 2563 - 2567 รวม 145 ข้อมูล-ปี วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ โดยทดสอบอัตราส่วนทางการเงิน 19 ตัวจาก 6 กลุ่มกับตัวแปรตาม 2 ตัว ใช้ขนาดกิจการเป็นตัวแปรควบคุมผลการวิจัยพบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) กับอัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ ($Beta = -0.493$) และอัตรากำไรสุทธิ ($Beta = -0.087$) โดยอธิบายความแปรปรวนได้ร้อยละ 14.5 ส่วนอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) กับอัตรากำไรจากการดำเนินงาน ($Beta = 0.009$) โดยอธิบายความแปรปรวนได้ร้อยละ 15.0 การศึกษาสรุปว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อทั้งสองตัวแปรตามมีความแตกต่างกัน โดยอัตราเงินปันผลตอบแทนได้รับอิทธิพลจากการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการเติบโต ขณะที่อัตราการจ่ายเงินปันผลสะท้อนประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ

คำสำคัญ: อัตราส่วนทางการเงิน, อัตราเงินปันผลตอบแทน, อัตราการจ่ายเงินปันผล, กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This research aims to examine the relationship between financial ratios and both dividend yield and dividend payout ratio of companies in the Industrial Products sector listed on the Stock Exchange of Thailand. The sample comprises 29 companies that paid dividends continuously during

2020 - 2024, totaling 145 firm-year observations. Data analysis employs descriptive statistics and multiple regression analysis, testing 19 financial ratios from 6 categories against two dependent variables, with firm size as a control variable. The research findings reveal that dividend yield has statistically significant negative relationships ($p < 0.05$) with accounts receivable turnover ratio (Beta = -0.493) and net profit margin (Beta = -0.087), explaining 14.5% of the variance. Dividend payout ratio has a statistically significant positive relationship ($p < 0.05$) with operating profit margin (Beta = 0.009), explaining 15.0% of the variance. The study concludes that factors affecting both dependent variables differ, with dividend yield being influenced by working capital management and growth policies, while dividend payout ratio reflects operational efficiency of the enterprise.

Keywords: Financial Ratios, Dividend Yield, Dividend Payout Ratio, Industrial Products Sector, Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ในสภาวะเศรษฐกิจโลกปัจจุบันที่มีความผันผวนสูง การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้กลายเป็นทางเลือกที่สำคัญสำหรับนักลงทุนที่ต้องการแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (Frankfurter & Wood, 2002) โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนที่มุ่งเน้นผลตอบแทนในรูปของ "เงินปันผล" (Dividend) ซึ่งถือเป็นกระแสเงินสดที่จับต้องได้และมีความสำคัญไม่ยิ่งหย่อนไปกว่ากำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น (Capital Gain) (DeAngelo et al., 2006) เงินปันผลไม่เพียงแต่เป็นแหล่งรายได้ที่สม่ำเสมอ แต่ยังเป็นสัญญาณที่บ่งบอกถึงสุขภาพทางการเงิน ความมั่นคง และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน (Baker & Weigand, 2015) ท่ามกลางความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ นักลงทุนจึงมักมองหาหุ้นที่มีประวัติการจ่ายเงินปันผลที่ดีและสม่ำเสมอเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุน (Lintner, 1956)

ประเทศไทยในฐานะประเทศที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจพึ่งพาภาคการผลิตและการส่งออก กำลังเผชิญกับความท้าทายครั้งสำคัญ ทั้งจากผลกระทบของวิกฤตการแพร่ระบาดโควิด-19 (COVID-19) ที่ส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานโลก การชะลอตัวของเศรษฐกิจการค้าสำคัญ สงครามการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกาและจีน และการเข้ามาของสินค้าจากจีนที่มีต้นทุนในการผลิตต่ำกว่า ซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงต่อความสามารถในการแข่งขันของภาคอุตสาหกรรมไทย โดยข้อมูลจากสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติระบุว่าในไตรมาสที่ 1 ของปี 2567 สัดส่วนของภาคการผลิตต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อยู่ที่ร้อยละ 24.2 ซึ่งเป็นระดับที่น่ากังวล สถานการณ์การปิดตัวของโรงงานจำนวนมากในรอบปีที่ผ่านมาสะท้อนให้เห็นถึงภาวะวิกฤตที่ผู้ประกอบการต้องเผชิญ (อมรินทร์ทีวีออนไลน์, 2567) อย่างไรก็ตาม "กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม" (Industrial Products) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังคงเป็นกลุ่มที่มีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจและเป็นที่สนใจของนักลงทุน เนื่องจากประกอบด้วยธุรกิจพื้นฐานที่จำเป็นต่อการพัฒนาประเทศ เช่น ยานยนต์ วัสดุอุตสาหกรรม บรรจุภัณฑ์ และเหล็ก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567)

ทฤษฎีทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินปันผล เช่น ทฤษฎีความสัมพันธ์ของเงินปันผล (Dividend Relevance Theory) ของ Gordon (1963) และ Lintner (1962) ที่เสนอแนวคิด "Bird-in-the-Hand" ซึ่งเชื่อว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับเงินปันผลที่ได้รับในปัจจุบันมากกว่าผลตอบแทนในอนาคตที่มีความไม่แน่นอน และทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) (Bhattacharya, 1979) ที่มองว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณข้อมูลภายในของผู้บริหารสู่ตลาดหุ้น ล้วนยืนยันถึงความสำคัญของนโยบายเงินปันผลต่อมูลค่ากิจการและการตัดสินใจของนักลงทุน การทำ

ความเข้าใจปัจจัยที่กำหนดความสามารถในการจ่ายเงินปันผลจึงเป็นประเด็นสำคัญที่นักวิชาการและนักปฏิบัติให้ความสนใจอย่างต่อเนื่อง

งานวิจัยในอดีตมักมุ่งเน้นศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมรวมหรือกลุ่มดัชนีขนาดใหญ่ เช่น SET100 หรือ sSET (อัสวเทพ อากาศวิภาต, 2565; สาริยา นวลถวิล, 2562; เบญจพร โมกขะเวส และ มนัส หัสกุล, 2565) แต่ยังคงขาดการศึกษาเจาะจงในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่มีลักษณะเฉพาะตัวด้านโครงสร้างเงินทุนและวงจรการดำเนินธุรกิจ โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจไทยกำลังเผชิญจุดเปลี่ยนสำคัญหลังสถานการณ์โควิด-19 (COVID-19) และการเปลี่ยนแปลงของห่วงโซ่อุปทานโลก ช่องว่างงานวิจัยที่สำคัญคือ (1) การศึกษาส่วนใหญ่ใช้ข้อมูลก่อนปี 2563 ซึ่งยังไม่สะท้อนผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 (COVID-19) และการปรับตัวของภาคอุตสาหกรรมหลังวิกฤต (2) ยังไม่มีการศึกษาเจาะจงในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่ใช้ข้อมูลแบบ panel data ครอบคลุมหลายปีอย่างต่อเนื่อง และ (3) ส่วนใหญ่ศึกษาเฉพาะตัวแปรตามตัวใดตัวหนึ่ง อัตราการจ่ายเงินปันผลตอบแทน (DY) หรือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) แต่ไม่ได้ศึกษาทั้ง 2 ตัวพร้อมกันเพื่อเปรียบเทียบ ปัจจัยกำหนดงานวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นที่จะเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการ ดังกล่าว โดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราทางการเงินกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลทั้งในมิติของอัตราผลตอบแทน (DY) และสัดส่วนการจ่าย (DP) เพื่อตอบใจที่ว่าภายใต้ความท้าทายทางเศรษฐกิจปัจจุบัน ปัจจัยทางการเงินใดที่มี ความสัมพันธ์กับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์หลัก 2 ประการ เพื่อสร้างความเข้าใจที่ชัดเจนเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดนโยบายเงินปันผล ดังนี้

1. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม
2. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

ประโยชน์ที่ได้รับ

ผลการศึกษาจากการวิจัยนี้คาดว่าจะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดทุน ดังนี้

1. สำหรับนักลงทุนและนักวิเคราะห์ ช่วยให้สามารถประเมินและคัดเลือกหุ้นในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพในการจ่ายเงินปันผลได้อย่างแม่นยำขึ้น โดยใช้ตัวบ่งชี้ทางการเงินที่พิสูจน์แล้วว่ามีความสำคัญ ช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุนและเพิ่มโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่สม่ำเสมอในสภาวะตลาดผันผวน
2. สำหรับผู้บริหารบริษัทจดทะเบียน เป็นแนวทางในการบริหารจัดการตัวเลขทางการเงินที่สำคัญเพื่อรักษาระดับการจ่ายเงินปันผล สร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน และกำหนดนโยบายการเงินที่สร้างสมดุลระหว่างการรักษาสภาพคล่องเพื่อการเติบโตและการตอบแทนผู้ถือหุ้น
3. สำหรับหน่วยงานกำกับดูแล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำข้อมูลไปใช้ในการติดตามดูแลบริษัทจดทะเบียน และกำหนดแนวทางส่งเสริมให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนอย่างโปร่งใสและเพียงพอ

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Industrial Products) ผู้วิจัยใช้วิธีการเลือกตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) โดยกำหนดเกณฑ์การคัดเลือกดังนี้ (1) เป็นบริษัทที่มีสถานะจดทะเบียนตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา (2) มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องทุกปีตั้งแต่ พ.ศ. 2563 - 2567 และ (3) มีงบการเงินครบถ้วนสมบูรณ์ จากเกณฑ์ดังกล่าว ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 29 บริษัท รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ทั้งสิ้น 145 ข้อมูล-ปี (Firm-Years)

การวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล (Hair et al., 2019) และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ (Field, 2018) โดยใช้ข้อมูลแบบ panel data (pooled cross-sectional data) ครอบคลุมระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2563 - 2567) ผู้วิจัยมีการตรวจสอบข้อบกพร่องเบื้องต้นของการวิเคราะห์ถดถอย ได้แก่ การตรวจสอบการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) โดยพิจารณาค่า VIF (Variance Inflation Factor) และ Correlation Matrix การตรวจสอบการกระจายตัวแบบปกติของค่าความคลาดเคลื่อน (Normality of Residuals) และการตรวจสอบค่าผิดปกติ (Outliers) ด้วยวิธี Cook's Distance (Kutner et al., 2005) เพื่อให้มั่นใจว่าผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือ

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้กำหนดตัวแปรอิสระเป็นอัตราส่วนทางการเงินจำนวน 19 ตัว ครอบคลุม 6 มิติของการวิเคราะห์งบการเงิน และตัวแปรตาม 2 ตัว ดังนี้

1. ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) อัตราส่วนทางการเงิน 19 อัตราส่วน จาก 6 กลุ่มหลัก

- 1.1 อัตราส่วนเพื่อการวิเคราะห์สภาพคล่อง
 - 1.1.1 อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio)
 - 1.1.2 อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio)
 - 1.1.3 อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (A/R Turnover)
 - 1.1.4 อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (Inventory Turnover)
 - 1.1.5 อัตราการหมุนเวียนของเจ้าหนี้ (A/P Turnover)
- 1.2 อัตราส่วนเพื่อการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้
 - 1.2.1 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt to Asset Ratio)
 - 1.2.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)
- 1.3 อัตราส่วนเพื่อการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร
 - 1.3.1 อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin)
 - 1.3.2 อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin)
 - 1.3.3 อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin)
- 1.4 อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน
 - 1.4.1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)
 - 1.4.2 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)
- 1.5 อัตราส่วนประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์

- 1.5.1 อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover)
- 1.5.2 ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (Average Collection Period)
- 1.5.3 ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย (Average Age of Inventory)
- 1.5.4 ระยะเวลาชำระหนี้เจ้าหนี้การค้า (Average Payment Period)
- 1.5.5 วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle)
- 1.6 อัตราส่วนมูลค่าตลาด
 - 1.6.1 อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio)
 - 1.6.2 อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV Ratio)

2. ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

- 2.1 อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) คำนวณจาก (เงินปันผลต่อหุ้น / ราคาหุ้น) $\times 100$
- 2.2 อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) คำนวณจาก (เงินปันผลต่อหุ้น / กำไรสุทธิต่อหุ้น) $\times 100$

3. ตัวแปรควบคุม (Control Variable) ขนาดของกิจการ (Size) วัดจาก Logarithm ของสินทรัพย์รวม

การวิเคราะห์ข้อมูล

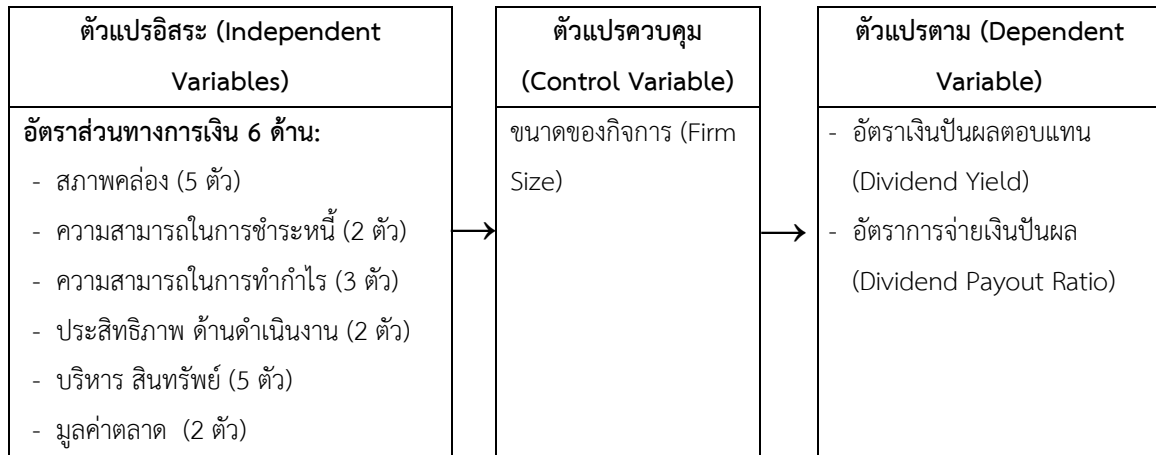
ผู้วิจัยดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ ตามขั้นตอนดังนี้ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด (2) การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Pearson Correlation) เพื่อตรวจสอบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) โดยพิจารณาค่า VIF (Variance Inflation Factor) (3) การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานและหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม โดยกำหนดสมการถดถอยดังนี้

$$DY_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 QR_{it} + \beta_3 ART_{it} + \beta_4 IT_{it} + \beta_5 APT_{it} + \beta_6 DTA_{it} + \beta_7 DTE_{it} + \beta_8 GPM_{it} + \beta_9 OPM_{it} + \beta_{10} NPM_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} ROE_{it} + \beta_{13} TAT_{it} + \beta_{14} OCP_{it} + \beta_{15} AAI_{it} + \beta_{16} APP_{it} + \beta_{17} CCC_{it} + \beta_{18} P/E_{it} + \beta_{19} P/B_{it} + \beta_{20} SIZE_{it} + \varepsilon_1$$

$$DP_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 QR_{it} + \beta_3 ART_{it} + \beta_4 IT_{it} + \beta_5 APT_{it} + \beta_6 DTA_{it} + \beta_7 DTE_{it} + \beta_8 GPM_{it} + \beta_9 OPM_{it} + \beta_{10} NPM_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} ROE_{it} + \beta_{13} TAT_{it} + \beta_{14} OCP_{it} + \beta_{15} AAI_{it} + \beta_{16} APP_{it} + \beta_{17} CCC_{it} + \beta_{18} P/E_{it} + \beta_{19} P/B_{it} + \beta_{20} SIZE_{it} + \varepsilon_1$$

กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวน วรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยได้กำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัยเพื่อแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม โดยจะเรียงตามลำดับความสัมพันธ์ ดังภาพ



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ผลการวิจัย

1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากการรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง 29 บริษัท รวม 145 ข้อมูล-ปี (Firm-year observations) พบว่าบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยของอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) อยู่ที่ร้อยละ 5.60 (หน่วย: ร้อยละต่อปี) และมีค่าเฉลี่ยของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) อยู่ที่ 0.70 เท่า (หน่วย: เท่า หรือ ร้อยละ 70 ของกำไรสุทธิ) สำหรับตัวแปรอิสระที่สำคัญ พบว่าอัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 10.43 และอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 10.56 ดังรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่สำคัญ

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)
อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY)	5.60	2.62	0.35	16.67
อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP)	0.70	0.28	0.30	1.85
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR)	4.62	3.52	0.50	18.66
อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART)	1.67	1.60	0.47	14.32
อัตรากำไรสุทธิ (NPM)	10.43	11.29	-14.51	70.84
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM)	10.56	11.26	-2.68	84.20

2. ผลการตรวจสอบสมมติฐานทางสถิติ (Assumption Testing)

ก่อนการวิเคราะห์สมการถดถอย ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Pearson Correlation) และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ตามแนวทางของ Hair et al. (2019) ผลการตรวจสอบพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระส่วนใหญ่มีค่าต่ำกว่า 0.80 และค่า VIF ของทุกตัวแปรมีค่าน้อยกว่า 5 (ค่าเฉลี่ย VIF = 1.85, ค่าสูงสุด = 3.42) ซึ่งแสดงว่า ไม่มีปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) ที่รุนแรง

(O'Brien, 2007) นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบค่าผิดปกติ (Outliers) โดยใช้ Cook's Distance พบว่าไม่มีค่าสังเกตใดที่มีค่า Cook's D เกิน 1 (ค่าสูงสุด = 0.67) จึงไม่มีความจำเป็นต้องตัดข้อมูลออก (Field, 2018) และการตรวจสอบการกระจายตัวแบบปกติของค่าความคลาดเคลื่อนโดยใช้ Kolmogorov-Smirnov test พบว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีการกระจายตัวแบบปกติ ($p > 0.05$) จึงสามารถนำตัวแปรเข้าสู่การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณได้

ตารางที่ 1.1 ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระที่สำคัญ

ตัวแปรอิสระ	VIF	Tolerance	การตีความ
อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART)	1.65	0.606	ไม่มีปัญหา Multicollinearity
อัตรากำไรสุทธิ (NPM)	3.42	0.292	ไม่มีปัญหา Multicollinearity
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM)	3.38	0.296	ไม่มีปัญหา Multicollinearity
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR)	1.52	0.658	ไม่มีปัญหา Multicollinearity
ขนาดของกิจการ (Firm Size)	1.89	0.529	ไม่มีปัญหา Multicollinearity

* หมายเหตุ: เกณฑ์การพิจารณา $VIF < 5$ และ $Tolerance > 0.20$ ถือว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity (Hair et al., 2019)

3. ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield)

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้วิธี Enter Method พบว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมและมีนัยสำคัญทางสถิติ (F -statistic = 3.84, $p < 0.05$) และสามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตามได้ร้อยละ 14.5 (Adjusted $R^2 = 0.145$) โดยมีจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ทั้งหมด 145 ข้อมูล-ปี ($N = 145$) ผลการทดสอบพบปัจจัยที่มีนัยสำคัญทางสถิติดังแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (DY)

ตัวแปรอิสระ	สัมประสิทธิ์ (Beta)	t-value	Sig.	ผลการทดสอบ
(Constant)	-	2.575	0.011*	-
อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART)	-0.493	-2.407	0.017*	มีความสัมพันธ์ (ลบ)
อัตรากำไรสุทธิ (NPM)	-0.087	-2.457	0.015*	มีความสัมพันธ์ (ลบ)
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR)	0.217	1.726	0.087	ไม่มีนัยสำคัญ (ที่ .05)

* หมายเหตุ: มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 | Model Fit: Adjusted $R^2 = 0.145$, F -statistic = 3.84 ($p < 0.05$), $N = 145$ firm-year observations

คำอธิบาย: ผู้วิจัยนำเสนอเฉพาะตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติหรือใกล้เคียงนัยสำคัญ ($p < 0.10$) เพื่อความกระชับและชัดเจนในการนำเสนอผลตัวแปรอิสระอื่น ๆ ทั้ง 16 ตัวที่ไม่แสดงในตารางไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p > 0.10$) หมายความว่าไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนกับอัตราเงินปันผลตอบแทนในกลุ่มตัวอย่างนี้ (Hair et al., 2019)

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($Beta = -0.493$, $t = -2.407$, $p = 0.017$) หมายความว่าเมื่อบริษัทเก็บหนี้ได้เร็วขึ้น อัตราเงินปันผลตอบแทนก็ลดลง และ อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบเช่นกัน ($Beta = -0.087$, $t = -2.457$, $p = 0.015$) ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีกำไรสุทธิสูงอาจเลือกที่จะไม่จ่ายปันผลในอัตราผลตอบแทนที่สูง แต่อาจเก็บไว้เพื่อการลงทุนในอนาคต ซึ่งผลการวิจัยในส่วนนี้มีความน่าสนใจและนำไปสู่การอภิปรายผลในหัวข้อถัดไป

4. ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)

สำหรับการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล พบว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนได้ร้อยละ 15.0 (Adjusted R Square = 0.150) แล้วแบบจำลองมีความเหมาะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (F-statistic = 4.12, $p < 0.05$) โดยมีจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ 145 ข้อมูล-ปี (N = 145) ผลการทดสอบแสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล (DP)

ตัวแปรอิสระ	สัมประสิทธิ์ (Beta)	t-value	Sig.	ผลการทดสอบ
(Constant)	-	2.579	0.011*	-
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM)	0.009	3.166	0.002*	มีความสัมพันธ์ (บวก)
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR)	0.023	1.766	0.080	ไม่มีนัยสำคัญ (ที่ .05)

*หมายเหตุ: มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 | Model Fit: Adjusted $R^2 = 0.150$, F-statistic = 4.12 ($p < 0.05$), N = 145 firm-year observations

คำอธิบาย: ตารางนี้นำเสนอเฉพาะตัวแปรที่มีผลทางสถิติที่มีนัยสำคัญหรือใกล้เคียงนัยสำคัญ ($p < 0.10$) ตัวแปรอิสระอื่น ๆ ทั้ง 17 ตัว (รวมถึงอัตราส่วนสภาพคล่องอื่น ๆ อัตราส่วนความสามารถชำระหนี้ อัตราส่วนบริหารสินทรัพย์ และอัตราส่วนมูลค่าตลาด) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ($p > 0.10$) (Field, 2018)

ผลการศึกษาพบว่า อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM) เป็นเพียงปัจจัยเดียวที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($Beta = 0.009$, $t = 3.166$, $p = 0.002$) สะท้อนว่าความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานหลักเป็นตัวขับเคลื่อนสำคัญในการพิจารณาจ่ายปันผล ในขณะที่ตัวแปรอื่นๆ ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ

อภิปรายผล

จากผลวิจัยที่พบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (DP) และอัตราจ่ายเงินปันผล (DY) มีแตกต่างกัน สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

ในมิติของอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ผลวิจัยพบว่าความสัมพันธ์เชิงลบกับประสิทธิภาพในการเก็บหนี้ (ART) และความสามารถในการทำกำไรสุทธิ (NPM) ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิด Pecking Order Theory ของ Myers and Majluf (1984) ที่ระบุว่าบริษัทมักจะเลือกใช้เงินทุนภายใน (Retained Earnings) เป็นลำดับแรกในการลงทุน เนื่องจากมีต้นทุนต่ำกว่าการระดมทุนจากภายนอก (Frank & Goyal, 2009) ดังนั้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีประสิทธิภาพในการบริหารงานสูง (เก็บหนี้เร็ว, กำไรสูง) มักจะเป็นบริษัทที่มีศักยภาพในการขยายกิจการ (High Growth Firms) (Fama & French, 2001) ผู้บริหารจึงเลือกที่จะเก็บกำไรสะสมไว้เพื่อนำกลับไปลงทุนต่อ (Reinvestment) มากกว่าการจ่ายออกมา

เป็นเงินปันผลในปัจจุบัน ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลต่อราคาหุ้นลดลง ผลศึกษานี้ สอดคล้องกับการวิจัยของ Sebastian and Siau Wijaya (2021) ที่พบว่าบริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูงมักจ่ายปันผลน้อย และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Al-Najjar and Hussainey (2009) ที่พบว่าบริษัทที่มีกำไรสูงมักเลือกเก็บเงินไว้ลงทุนแทนการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมที่ต้องการใช้เงินทุนหมุนเวียนสูง

ในมิติของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) ซึ่งสะท้อนนโยบายการแบ่งกำไรคืนสู่ผู้ถือหุ้น พบว่าขึ้นอยู่กับ “ความแข็งแกร่งของกำไรจากการดำเนินงาน” (OPM) เป็นหลัก ผลการวิจัยนี้สนับสนุนทฤษฎี Signaling Theory (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985) ที่ว่าบริษัทที่มีคุณภาพกำไรที่ดี (กำไรจากการดำเนินงานหลัก) จะส่งสัญญาณ (Signal) ความมั่นคงและความสามารถในการทำกำไรในอนาคตผ่านการจ่ายเงินปันผล (Lintner, 1956; Gordon, 1963) หากบริษัทสามารถทำกำไรจากธุรกิจหลักได้ดี บริษัทก็มีความมั่นใจที่จะจัดสรรกำไรส่วนนั้น มาจ่ายปันผลในสัดส่วนที่สูงขึ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นและตลาดทุน (John & Williams, 1985) ผลการศึกษานี้ยืนยันว่าความยั่งยืนของกำไรจากการดำเนินงาน เป็นรากฐานสำคัญของนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มั่นคง ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Trisnadewi et al. (2019) ที่พบว่าความสามารถในการทำกำไรส่งผลเชิงบวกต่อการจ่ายปันผล และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Aivazian et al. (2003) ที่พบว่าบริษัทที่มีกำไรจากการดำเนินงานที่มั่นคงมักมีนโยบายการจ่ายปันผลที่สูงและสม่ำเสมอ

สรุปผล

งานวิจัยเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม” สรุปสาระสำคัญได้ว่า ปัจจัยทางการเงินที่กำหนดนโยบายเงินปันผลในสองมิติมีความแตกต่างกันอย่างสิ้นเชิง

ในมิติของ อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ซึ่งเป็นมุมมองด้านผลตอบแทนจากการลงทุน พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับประสิทธิภาพในการเก็บหนี้ (ART) และความสามารถในการทำกำไรสุทธิ (NPM) ผลการศึกษานี้ อาจขัดแย้งกับทฤษฎีทั่วไป แต่สามารถอธิบายได้ด้วยบริบทของ “โอกาสในการเติบโต” กล่าวคือ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีประสิทธิภาพในการบริหารงานสูง (เก็บหนี้เร็ว, กำไรสูง) มักจะเป็นบริษัทที่มีศักยภาพในการขยายกิจการ ผู้บริหารจึงเลือกที่จะเก็บกำไรสะสมไว้ เพื่อนำกลับไปลงทุนต่อมากกว่าการจ่ายออกมาเป็นเงินปันผลในปัจจุบัน ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลต่อราคาหุ้นลดลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นการหาเงินทุน (Pecking Order Theory) ที่บริษัทจะเลือกใช้เงินทุนภายในก่อน

ในขณะที่มิติของ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) ซึ่งสะท้อนความใจป่าของผู้บริหารในการแบ่งกำไรคืนสู่ผู้ถือหุ้น พบว่าขึ้นอยู่กับ “ความแข็งแกร่งของกำไรจากการดำเนินงาน” เป็นหลัก หากบริษัทสามารถทำกำไรจากธุรกิจหลักได้ดี บริษัทก็มีความมั่นใจและมีความสามารถที่จะจัดสรรกำไรส่วนนั้นมาจ่ายปันผลในสัดส่วนที่สูงขึ้น ผลการศึกษานี้ยืนยันว่า ความยั่งยืนของกำไรจากการดำเนินงานเป็นรากฐานสำคัญของนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มั่นคง

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายและการบริหาร

สำหรับผู้บริหารบริษัท ควรให้ความสำคัญสูงสุดกับการรักษาประสิทธิภาพของกำไรจากการดำเนินงาน เพราะเป็นปัจจัยหลักที่หนุนความสามารถในการจ่ายปันผล นอกจากนี้ ในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ควรพิจารณาสื่อสารกับนักลงทุนให้ชัดเจนหากมีการเก็บกำไรไว้เพื่อการลงทุนต่อ เพื่อไม่ให้นักลงทุนตีความผิดว่าบริษัทมีปัญหาในการจ่ายปันผล

สำหรับหน่วยงานกำกับดูแล ควรส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการเปิดเผยข้อมูลนโยบายการจัดสรรกำไรที่ชัดเจน โดยเฉพาะแผนการลงทุนในอนาคต เพื่อให้นักลงทุนเข้าใจเหตุผลเบื้องหลังของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่อาจต่ำกว่าคาดในบางช่วงเวลา

2. ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในหุ้นปันผลกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ควรใช้ **อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM)** เป็นตัวกรองหุ้นที่มีคุณภาพในการจ่ายปันผล และควรระมัดระวังหุ้นที่มีกำไรสุทธิสูงแต่อัตรากำไรปันผลตอบแทนต่ำ ซึ่งไม่ได้แปลว่าไม่ดี แต่อาจหมายถึงหุ้นนั้นกำลังอยู่ในช่วงเติบโต ที่ต้องการเงินทุนหมุนเวียน นักลงทุนต้องพิจารณาว่าเป้าหมายของตนคือกระแสเงินสดปันผลหรือกำไรจากส่วนต่างราคา

3. ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยนำตัวแปรด้านกระแสเงินสด (Cash Flow) เช่น กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน หรือ กระแสเงินสดอิสระ เข้ามาในแบบจำลอง เนื่องจากกำไรทางบัญชีอาจไม่สะท้อนสภาพคล่องที่แท้จริงในการจ่ายเงินปันผล และควรขยายขอบเขตการศึกษาเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ เพื่อให้เห็นภาพรวมของตลาดหุ้นไทยที่ชัดเจนยิ่งขึ้น

องค์ความรู้ใหม่

งานวิจัยนี้ได้ค้นพบองค์ความรู้ใหม่ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนไทยกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม โดยชี้ให้เห็นว่า **"กำไรสุทธิ" และ "เงินปันผลตอบแทน" ไม่ได้แปรผันตามกันเสมอไป** การค้นพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างตัวแปรทั้งสอง เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่บ่งชี้ว่าในภาคอุตสาหกรรม การตัดสินใจเรื่องเงินปันผลถูกขับเคลื่อนด้วยความต้องการเงินทุนเพื่อการเติบโต มากกว่าเพียงแค่ผลประโยชน์ในอดีต ซึ่งเป็นการเติมเต็มช่องว่างของทฤษฎีเงินปันผลในบริบทของตลาดเกิดใหม่ที่บริษัทต้องพึ่งพาเงินทุนภายในสูง

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567). *ดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ*. สืบค้นเมื่อ 8 กันยายน 2567, จาก <https://www.set.or.th>
- เบญจพร โมกษะเวส และ มนัส หัสกุล. (2565). อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100. *วารสารสังคมศาสตร์เพื่อการพัฒนาท้องถิ่น มหาวิทยาลัยราชภัฏมหาสารคาม*, 6(4), 85-94.
- สาริยา นวลถวิล. (2562). อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SSET. *บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี*.
- อมรินทร์ทีวีออนไลน์. (2567). *เศรษฐกิจไทยสะท้อน โรงงานปิดตัว สินค้าจีนราคาถูกทะลักเข้ามาไม่หยุด*. สืบค้นเมื่อ 20 สิงหาคม 2567, จาก <https://www.amarintv.com/spotlight/economy/detail/67183>
- อัสวเทพ อากาศวิภาต. (2565). อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100. *วารสารบัณฑิตศึกษา มหาวิทยาลัยราชภัฏวไลยอลงกรณ์ในพระบรมราชูปถัมภ์*, 17(2), 258-268.

- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms?. *Journal of Financial Research*, 26(3), 371–387. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2009). The association between dividend payout and outside directorships. *Journal of Applied Accounting Research*, 10(1), 4–19. <https://doi.org/10.1108/09675420910963360>
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126–144. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Field, A. P. (2018). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. 5thed. Newbury Park, CA: Sage.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Frankfurter, G. M., & Wood, B. G. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111–138. [https://doi.org/10.1016/S1057-5219\(02\)00071-6](https://doi.org/10.1016/S1057-5219(02)00071-6)
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264–272. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis*. 8thed. Boston, MA: Cengage.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053–1070. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>
- Kutner, M. H., Nachtsheim, C. J., Neter, J., & Li, W. (2005). *Applied linear statistical models*. 5thed. Boston, MA: McGraw-Hill/Irwin.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97–113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243–269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- O'Brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & Quantity*, 41, 673-690. <https://doi.org/10.1007/s11135-006-9018-6>
- Sebastian, A., & Siauwijaya, R. (2021). The impact of financial ratios on the dividend payout ratio in coal mining companies. *Business Economic, Communication and Social Sciences (BECOSS) Journal*, 3(2), 51-60. <https://doi.org/10.21512/becossjournal.v3i2.7246>
- Trisnadewi, A. A. A. E., Rupa, I. W., Saputra, K. A. K., & Mutiasari, N. N. D. (2019). Effect of current ratio, return on equity, debt to equity ratio, and assets growth on dividends of payout ratio in manufacturing companies listed in Indonesia stock exchange during 2014-2016. *International Journal of Advances in Social and Economics*, 1(1), 1-5. <https://doi.org/10.33122/ijase.v1i1.31>