

ผลกระทบของขนาดบริษัท การเติบโตของบริษัท และภาระผูกพันทางการเงิน ของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล โดยมีความสามารถในการทำกำไร ของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับ

The effects of firm size, firm growth, and financial leverage on dividend payouts with profitability as a moderating variable

ประภาพร กิจดำรงธรรม (Prapaporn Kitdamrongtam)¹

Received: November 26, 2025

Revised: January 13, 2016

Accepted: January 17, 2016

¹ Corresponding author, Email: puy4047@gmail.com

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) ผลกระทบของขนาดบริษัท การเติบโตของบริษัท และภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล 2) ผลกระทบของขนาดบริษัท การเติบโตของบริษัท และภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลโดยมีความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับ โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 486 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565 ถึง ปี พ.ศ. 2567 จำนวนทั้งสิ้น 3 ปี รวมข้อมูลทั้งสิ้น 1,458 บริษัท-ปี สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณด้วยวิธี Fixed Effect Model (FEM)

ผลการวิจัยพบว่าขนาดบริษัทและการเติบโตของบริษัทมีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่ภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ ผลการศึกษายังชี้ให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีบทบาทในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของบริษัทและการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทไม่ปรากฏบทบาทในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของ

บริษัทกับการจ่ายเงินปันผล รวมทั้งระหว่างภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทกับการจ่ายเงินปันผล

คำสำคัญ: การจ่ายเงินปันผล, ขนาดบริษัท, การเติบโตของบริษัท, ภาระผูกพันทางการเงิน, ความสามารถในการทำกำไร

Abstract

This study aims to examine (1) the effects of firm size, firm growth, and financial leverage on dividend payout, and (2) the moderating effect of profitability on the relationship between firm size, firm growth, financial leverage, and dividend payout. The sample consists of 486 firms listed on the Stock Exchange of Thailand during 2022–2024, yielding a total of 1,458 firm-year observations. The data were analyzed using multiple regression analysis based on the Fixed Effects Model (FEM).

The empirical results reveal that firm size and firm growth have a significant negative effect on dividend payout, while financial leverage has a significant positive effect on dividend payout. Furthermore, the findings indicate that profitability significantly moderates the relationship between firm growth and dividend payout. However, profitability does not moderate the relationships between firm

¹ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

Faculty of Business Administration, Meajo University

size and dividend payout, nor between financial leverage and dividend payout.

Keywords: Dividend payout, Firm size, Firm growth, Financial Leverage, Profitability

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การจ่ายเงินปันผลถือเป็นหนึ่งในนโยบายทางการเงินที่สำคัญขององค์กร เนื่องจากเป็นกลไกที่สะท้อนถึงความมั่นคงทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัท อีกทั้งยังมีผลโดยตรงต่อความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้นและนักลงทุน ซึ่งนอกจากเงินปันผลจะมีบทบาทในฐานะช่องทางสร้างคุณค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นแล้ว การจ่ายเงินปันผลยังทำหน้าที่เป็นสัญญาณสะท้อนถึงความตั้งใจที่เกื้อหนุนระหว่างการจัดสรรทรัพยากรเพื่อการลงทุนเพื่อการเติบโตกับการตอบแทนผู้ถือหุ้น (Arhinful & Radmehr, 2023) ความตั้งใจนี้ยังชัดเจนยิ่งขึ้นในบริบทของตลาดเกิดใหม่ ซึ่งเผชิญกับความผันผวนทางเศรษฐกิจ ข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และความไม่สม่ำเสมอของกฎระเบียบทางการเงิน ซึ่งล้วนส่งผลให้การตัดสินใจด้านนโยบายปันผลมีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น (Akpada et al., 2024) ซึ่งประเทศไทยจัดเป็นตลาดเกิดใหม่ โดยตลาดทุนไทยมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากประเทศพัฒนาแล้ว ทั้งในด้านโครงสร้างทางเศรษฐกิจ ความผันผวนของระบบการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งส่งผลต่อพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยตรง ในภาวะที่บริษัทต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ การแข่งขันที่รุนแรง และต้นทุนทางการเงินที่เปลี่ยนแปลง

มีทฤษฎีหลายทฤษฎีที่นำเสนอเกี่ยวกับกลไกพื้นฐานที่เป็นตัวขับเคลื่อนนโยบายเงินปันผลของบริษัท ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ชี้ให้เห็นว่าเงินปันผลช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวแทนโดยการลดเงินสดส่วนเกิน ซึ่งอาจถูกนำไปใช้ในโครงการที่ไม่มีประสิทธิภาพได้ (Jensen & Meckling, 1976) ความเชื่อมโยงนี้มีความเกี่ยวข้องเป็นพิเศษในบริษัทที่มีภาระผูกพันทางการเงินสูง ซึ่งเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นต่างแย่งกันเพื่อเข้าถึงกระแสเงินสดของบริษัท ขณะเดียวกันทฤษฎีลำดับชั้นการหาเงิน (Pecking order theory)

(Myers & Majluf, 1984) เน้นย้ำถึงการที่บริษัทต่างให้ความสำคัญกับการจัดหาเงินทุนภายในมากกว่าการกู้ยืม โดยมีการตั้งสมมติฐานไว้ว่าบริษัทที่มีกำไรจะพึงพาเงินทุนภายในน้อยกว่า จึงมีความยืดหยุ่นมากขึ้นในการจ่ายเงินปันผล สำหรับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signalling theory) (Ross, 1977) อธิบายเพิ่มเติมว่าบริษัทใช้เงินปันผลเพื่อสื่อถึงความมั่นคงและกำไรให้กับนักลงทุน ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่มีประโยชน์อย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่ที่มีความไม่สมมาตรของข้อมูลอาจบดบังการรับรู้ของนักลงทุนได้ โดยการตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลจึงขึ้นอยู่กับปัจจัยภายในหลายประการ เช่น ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโต ภาระผูกพันทางการเงิน และความสามารถในการทำกำไร ซึ่งปัจจัยเหล่านี้สะท้อนถึงศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนและการจัดการทางการเงินขององค์กร

ขนาดของบริษัทมักถูกมองว่าเป็นตัวชี้วัดความมั่นคงและความน่าเชื่อถือของบริษัท บริษัทที่มีขนาดใหญ่ย่อมมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ดีกว่า มีสภาพคล่องสูง และสามารถรับมือกับความเสียหายได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลได้สูงกว่า (Jensen & Meckling, 1976; Fama & French, 2001) ในขณะที่บริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงอาจต้องใช้เงินทุนจำนวนมากเพื่อรองรับการขยายกิจการ ส่งผลให้มีเงินเหลือสำหรับการจ่ายปันผลน้อยลง อย่างไรก็ตาม หากบริษัทมีการบริหารจัดการทางการเงินที่มีประสิทธิภาพ การเติบโตอาจไม่จำเป็นต้องลดระดับการจ่ายเงินปันผล (Rozeff, 1982) ในขณะที่ภาระผูกพันทางการเงิน อาจจำกัดความสามารถของบริษัทในการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากต้องจัดสรรเงินทุนเพื่อชำระหนี้ก่อน (Asif et al., 2011) นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยจำนวนไม่น้อยที่ชี้ให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรมีบทบาทในฐานะตัวแปรกำกับ (moderating variable) ที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเหล่านี้กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Hastuti & Andrew, 2023; Rahayu & Nurul, 2024; Karim et al., 2025) ความสามารถในการทำกำไรจึงอาจช่วยลดข้อจำกัดทางการเงิน และเสริมสร้างศักยภาพในการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของขนาดบริษัท การเติบโต และภาระผูกพัน

ทางการเงินที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พร้อมทั้งตรวจสอบบทบาทของความสามารถในการทำกำไรในฐานะตัวแปรกำกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเหล่านี้กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล เพื่อให้เข้าใจกลไกการตัดสินใจทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดเกิดใหม่ โดยการวิจัยนี้ได้มีการตั้งสมมติฐานได้ดังนี้

H1: ขนาดของบริษัทมีผลกระทบเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล

ผลกระทบของขนาดบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล สามารถอธิบายได้จากงานวิจัยจำนวนไม่น้อยที่ผ่านมา ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีอิทธิพลเชิงบวกต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล บริษัทขนาดใหญ่ที่มีความมั่นคงในการดำเนินงานที่สูงกว่าและมีความไม่แน่นอนทางการเงินที่ลดลงจะมีแนวโน้มที่จะรักษานโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่า (Suyanto & Rahman, 2020; Dewi Anwar & Hamid, 2020)

H2: การเติบโตของบริษัทมีผลกระทบเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล

ผลกระทบของการเติบโตของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล อธิบายได้จากการเติบโตของสินทรัพย์สามารถคาดการณ์ขนาดและกิจกรรมของบริษัทในระยะยาวได้ ซึ่งการเพิ่มขนาดและกิจกรรมของบริษัทจะทำให้มีกำไรสูงและส่งผลให้บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สูงตามไปด้วย (Perwira & Wiksuana, 2018) โดยที่ผ่านมามีงานวิจัยจำนวนไม่น้อยที่สนับสนุนว่าการเติบโตของบริษัทส่งผลในเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล (Perwira & Wiksuana, 2018; Zainuddin et al., 2020; Prayanthi et al., 2024)

H3: ภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทมีผลกระทบเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล

ผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท สามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีระดับหนี้สินสูงมักมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำ เนื่องจากบริษัทต้องนำเงินไปชำระดอกเบี้ยและเงินต้นของหนี้สิน ทำให้บริษัทสามารถนำกำไรที่ได้ไปจ่ายปันผลแก่ผู้ถือหุ้นได้ลดลง ซึ่งที่ผ่านมามีงานวิจัยจำนวนไม่น้อยที่สนับสนุนว่าภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท

มีผลกระทบเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล (Demerjian, 2017; Krieger et al., 2021; Ali et al., 2022)

H4: ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทและการจ่ายเงินปันผล

ผลกระทบของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทและการจ่ายเงินปันผลของบริษัท มีงานวิจัยจำนวนมากที่พบว่าความสามารถในการทำกำไรส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (Fitri et al., 2016; Mauris & Rizal, 2021) และมีงานวิจัยจำนวนไม่น้อยที่พบว่าขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อจ่ายเงินปันผลของบริษัท (Suyanto & Rahman, 2020; Dewi Anwar & Hamid, 2020) ซึ่งเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นมักมีโอกาสดำเนินการลงทุนได้มากขึ้นและมีกระแสเงินสดที่มั่นคงกว่า ซึ่งช่วยให้บริษัทที่มีกำไรสูง ทำให้บริษัทมีศักยภาพมากขึ้นที่จะจ่ายเงินปันผล

H5: ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของบริษัทและการจ่ายเงินปันผล

ผลกระทบของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของบริษัทและการจ่ายเงินปันผลของบริษัท Rahayu & Nurul (2024) ได้พบว่า ความสามารถในการทำกำไรสามารถขยายผลกระทบของการเติบโตของสินทรัพย์ต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้ ที่ระดับความสามารถในการทำกำไรที่อยู่ในเกณฑ์สูงสะท้อนถึงความมั่นคงทางการเงินของบริษัท ซึ่งทำให้บริษัทมีทรัพยากรทางการเงินเพียงพอในการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นควบคู่ไปกับการจัดสรรเงินทุนเพื่อรองรับการเติบโตทางธุรกิจได้พร้อมกัน สภาวะดังกล่าวช่วยให้บริษัทสามารถตอบสนองต่อความคาดหวังของนักลงทุนในการรับเงินปันผลที่สอดคล้องกับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง แม้ในช่วงที่บริษัทอยู่ในระยะของการขยายตัวอย่างมีนัยสำคัญก็ตาม (Karim et al., 2025)

H6: ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทและการจ่ายเงินปันผล

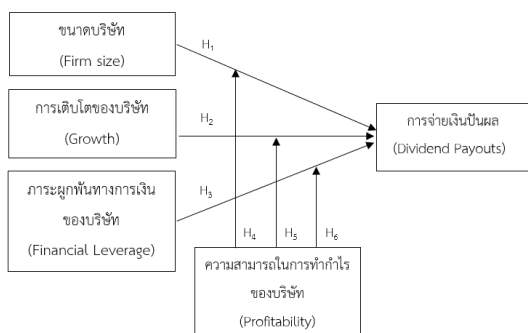
ผลกระทบของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างภาระ

ผูกพันทางการเงินของบริษัทและการจ่ายเงินปันผลของบริษัท สามารถอธิบายได้จากงานวิจัยของ Nurchaqiqi R., & Suryarini T. (2018) ที่ได้กล่าวว่ามีข้อบ่งชี้ว่ามีตัวแปรอื่นๆ ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการควบคุมผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งจากผลการวิจัยของ Rahayu & Nurul (2024) ได้ชี้ให้เห็นว่า ความสามารถในการทำกำไรมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับที่ช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งของความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายของภาระผูกพันทางการเงินกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของขนาดบริษัท การเติบโตของบริษัท และภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของขนาดบริษัท การเติบโตของบริษัท และภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลโดยมีความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับ

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพประกอบ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative research) โดยมีประชากรและกลุ่มตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูลดังต่อไปนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยนี้ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทุกอุตสาหกรรม ที่มีการจ่ายเงินปันผลในระหว่างปี พ.ศ. 2565 – 2567 โดยข้อมูลต้องมีความครบถ้วน และอยู่ในลักษณะที่สามารถนำมาใช้คำนวณในงานวิจัยได้ โดยการศึกษาจะไม่รวมบริษัทในกลุ่มทรสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนทั้งสิ้น 486 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565 ถึง ปี พ.ศ. 2567 จำนวนทั้งสิ้น 3 ปี รวมข้อมูลทั้งสิ้น 1,458 บริษัท-ปี

2. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาค้นคว้านี้จะทำการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) จากเอกสาร ตำรา รวมถึงบทความต่าง ๆ สำหรับในส่วนข้อมูลเกี่ยวกับการเงิน จะเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และรายงานทางการเงินประจำปี (แบบ 56-1) ของแต่ละบริษัท โดยมีการเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อวัดค่าตัวแปร ดังต่อไปนี้

ตาราง 1 การวัดค่าตัวแปรในการศึกษา

ตัวแปร	ตัวย่อ	วิธีวัดมูลค่า
การจ่ายเงินปันผล (Dividend Payouts)	DIV	อัตราการจ่ายเงินปันผล = $\frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$ (Labhane & Das, 2015)
ขนาดบริษัท (Firm size)	SIZ	ลอการิทึมของจำนวนสินทรัพย์รวมของกิจการ (Sari et al., 2023)
การเติบโตของบริษัท (Growth)	GRT	อัตราการเติบโตของบริษัท = $\frac{\text{สินทรัพย์รวม}_{\text{ปี t}} - \text{สินทรัพย์รวม}_{\text{ปี t-1}}}{\text{สินทรัพย์รวม}_{\text{ปี t-1}}}$ (Karim et al., 2025)
ภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท (Leverage)	DER	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น = $\frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$ (Sari et al., 2023)
ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท (Profitability)	ROE	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น = $\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$ (Butt & Chamberlain, 2023)

3. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ผลกระทบของขนาดบริษัท การเติบโตของบริษัท และภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท ที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล และกระทบของขนาดบริษัท การเติบโตของบริษัท และภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท ที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล โดยมีความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับ จะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis) ในการทดสอบ ซึ่งการวิเคราะห์สมการเชิงถดถอยแบบพหุคูณจะมีแบบจำลอง ดังสมการต่อไปนี้

$$DIV = \alpha + \beta_1 SIZ + \beta_2 GRT + \beta_3 DER + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROE = \alpha + \beta_1 SIZ + \beta_2 GRT + \beta_3 DER + \beta_4 SIZ_ROE + \beta_5 GRT_ROE + \beta_6 DER_ROE + \varepsilon \quad (2)$$

จากข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์เป็น ข้อมูลแบบ Panel data ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลจากหลายหน่วยสังเกต (Cross section) และแต่ละหน่วยมีข้อมูลตามช่วงเวลา (Time series) ต่อเนื่องกัน การใช้วิธีการถดถอยแบบ Pooled ordinary least squares (POLS) อาจไม่เหมาะสม เนื่องจากวิธีนี้ไม่คำนึงถึงผลกระทบของปัจจัยเฉพาะตัวที่แตกต่างกันในแต่ละหน่วยสังเกต และไม่พิจารณาความแตกต่างของระยะเวลาในการบันทึกข้อมูล ส่งผลให้ค่าประมาณอาจมีลักษณะ Biased และ Inconsistent (มนตรี พิริยะกุล, 2560) ดังนั้นเพื่อควบคุมปัจจัยนอกสมการถดถอย จึงจำเป็นต้องพิจารณาวิธีการประมาณค่าแบบจำลองที่มีความเหมาะสมด้วยวิธีการระหว่าง Fixed Effect Model (FEM) และ Random Effect Model (REM) โดยมีเงื่อนไขว่า หากตัวแปรภายนอกมีความคงที่ตามเวลาแต่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระควรใช้วิธี FEM และหากตัวแปรภายนอกไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ควรใช้วิธี REM ซึ่งในการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด โดยการเปรียบเทียบและระบุรูปแบบของแบบจำลองที่เหมาะสมจะทำการทดสอบด้วย Hausman test (Hausman, 1978)

ผลการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ (Quantitative research) โดยจากการนำข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมข้อมูลมาทำการวิเคราะห์ จะได้ผลการวิจัยดังนี้

ตาราง 2 การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ค่าสถิติ	DIV	SIZ	GRT	DER	ROE
ค่าเฉลี่ย	3.4138	9.7693	3.8360	1.8562	0.1267
ค่ามัธยฐาน	0.0000	9.7711	0.0125	0.8380	0.0594
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	52.812	0.8552	57.472	10.030	1.9602

จากตาราง 2 การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร พบว่า การจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.4138 และ 52.812 ตามลำดับ สำหรับขนาดของบริษัทมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9.7693 และ 0.8522 ตามลำดับ ส่วนการเติบโตของบริษัทมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.8360 และ 57.472 ตามลำดับ ในส่วนของภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.8562 และ 10.030 ตามลำดับ และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.1267 และ 1.9602 ตามลำดับ

ตาราง 3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ตัวแปร	DIV	SIZ	GRT	DER	ROE
DIV	1.0000				
SIZ	-0.0662	1.0000			
GRT	-0.0201	-0.0131	1.0000		
DER	0.0971	0.0045	-0.0082	1.0000	
ROE	-0.0009	-0.0011	-0.0015	0.3151	1.0000

จากตาราง 3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีค่าต่ำที่สุดเท่ากับ -0.0009 โดยเป็นความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างกัน ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีค่าสูงที่สุดเท่ากับ 0.3151 โดยเป็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกัน ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระตามหลักเกณฑ์ของ Hinkle (1998) ที่กล่าวว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มีค่าตั้งแต่ +0.90 ถึง +1.00 หรือ ตั้งแต่ -0.90 ถึง -1.00 จะเกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงจนเป็นตัวเดียวกัน ผลการวิเคราะห์พบว่าตัวแปรอิสระไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันสูงจนเป็นตัวเดียวกัน (Multicollinearity)

สำหรับการวิเคราะห์วิธีการประมาณค่าของแบบจำลองการถดถอยที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล Panel data ที่มีความเหมาะสมที่สุด ด้วยวิธี Hausman test ตามสมมติฐานในการทดสอบ คือ

H0: การประมาณค่าของแบบจำลองเชิงสุ่ม (random effect model) มีความเหมาะสมที่สุด

HA: การประมาณค่าของแบบจำลองปัจจัยคงที่ (fixed effect model) มีความเหมาะสมที่สุด

พบผลการศึกษาดังต่อไปนี้

ตาราง 4 การทดสอบความเหมาะสมวิธีการประมาณค่าของแบบจำลองด้วยวิธี Hausman test

Correlated Random Effect– Hausman test				
แบบจำลอง	Chi-Sq. statistic	Chi-Sq. d.f.	Sig	การประมาณค่าที่เหมาะสม
1	27.4027	3	.0000	Fixed effects
2	101.4507	6	.0000	Fixed effects

จากตาราง 4 การทดสอบความเหมาะสมวิธีการประมาณค่าของแบบจำลองด้วยวิธี Hausman test พบว่าแบบจำลองที่ 1 แสดงผลกระทบของขนาด การเติบโต และภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล และแบบจำลองที่ 2 แสดงผลกระทบของขนาด การเติบโต และภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลโดยมีความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับ ค่า Sig เท่ากับ .0000 แสดงว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ .01 ดังนั้นแบบจำลองในรูปแบบ Fixed effects มีความเหมาะสมที่สุดในการใช้ประมาณค่าทั้งแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2

ทำการวิเคราะห์ผลกระทบของขนาด การเติบโต และภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลโดยมีความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับ ตามรูปแบบจำลอง Fixed effects ที่เหมาะสม ได้ผลดังนี้

ตาราง 5 การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ

แบบจำลอง	ตัวแปร	β	SE	t	Sig
1	Constant	87.3203	46.1257	1.8931	.0586
	SIZ	-8.6266	4.7214	-1.8271	.0680
	GRT	-0.1278	0.0280	-4.5693	.0000
	DER	0.4651	0.1610	2.8891	.0040
	R ² = 0.5161 Adjusted R ² = 0.2282 Durbin-Watson = 2.1120				
2	Constant	61.9374	45.7164	1.3548	.1758
	SIZ	-6.0625	4.6796	-1.2955	.1954
	GRT	0.0599	0.0449	1.3364	.1817
	DER	0.7157	0.1962	3.6482	.0003
	SIZ_ROE	-0.0494	0.1054	-0.4690	.6392
	GRT_ROE	-2.2226	0.4190	-5.3050	.0000
	DER_ROE	-0.0142	0.0092	-1.5481	.1219
	R ² = 0.5320 Adjusted R ² = 0.2510 Durbin-Watson = 2.0252				

จากตาราง 5 การทดสอบปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน (autocorrelation) โดยพิจารณาจากค่าสถิติ Durbin-Watson (D.W.) ซึ่งหากค่าสถิติมีค่าอยู่ระหว่าง 1.50 – 2.50 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Gujarati & Porter, 2009) พบว่าแบบจำลองไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน ส่วนในการทดสอบปัญหาค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (heteroskedasticity) โดยใช้การทดสอบของ Breusch-pagan พบว่าระดับนัยสำคัญของตัวแปรอิสระมีค่ามากกว่า 0.05 ได้แก่ ขนาดของบริษัท เท่ากับ 0.9998 การเติบโตของบริษัท เท่ากับ 1.0000 และภาระผูกพันทางการเงิน เท่ากับ 0.9998 แสดงว่าแบบจำลองไม่มีปัญหาค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่

สำหรับผลการวิเคราะห์ผลกระทบของขนาดของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล พบว่า ระดับนัยสำคัญทางสถิติมีค่าเท่ากับ .0680 ทำให้ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบในเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ .10 ดังนั้นสมมติฐาน H1 ที่ตั้งไว้ว่าขนาดของบริษัทมีผลกระทบเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลจึงถูกปฏิเสธ ส่วนผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐาน H2 ที่ได้ตั้งว่าการเติบโตของบริษัทมีผลกระทบเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลจะถูก

ปฏิเสธ เนื่องจากผลการวิเคราะห์พบว่า ระดับนัยสำคัญทางสถิติมีค่าเท่ากับ .0000 การเติบโตของบริษัทส่งผลกระทบบนเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ .01 และผลการวิเคราะห์ผลกระทบของภาวะผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล พบว่า ระดับนัยสำคัญทางสถิติมีค่าเท่ากับ .0040 ภาวะผูกพันทางการเงินของบริษัทส่งผลกระทบบนเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ .01 ดังนั้นสมมติฐาน H3 ที่ตั้งไว้ว่าภาวะผูกพันทางการเงินของบริษัทมีผลกระทบเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลจึงถูกปฏิเสธ

ส่วนผลกระทบของขนาด การเติบโต และภาวะผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลโดยมีความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับ พบว่า ระดับนัยสำคัญทางสถิติมีค่าเท่ากับ .0000 แสดงว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทส่งผลกระทบบนความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของบริษัทและการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ .01 ดังนั้นสมมติฐาน H5 ที่ตั้งไว้จึงถูกยอมรับ สำหรับสมมติฐาน H4 จะถูกปฏิเสธ เนื่องจากระดับนัยสำคัญทางสถิติมีค่าเท่ากับ .6392 ซึ่งแสดงว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่อนความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทและการจ่ายเงินปันผล รวมถึงสมมติฐาน H6 ก็จะถูกปฏิเสธ เนื่องจากระดับนัยสำคัญทางสถิติมีค่าเท่ากับ .1219 ตามลำดับ ซึ่งแสดงว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่อนความสัมพันธ์ระหว่างภาวะผูกพันทางการเงินของบริษัทและการจ่ายเงินปันผล

อภิปรายผล

การวิเคราะห์ผลกระทบผลกระทบของขนาด การเติบโต และภาวะผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล จากผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐาน H1 ที่พบว่าขนาดของบริษัทส่งผลกระทบบนเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ผลการวิเคราะห์นี้สอดคล้องกับทฤษฎี Bird in the Hand ซึ่งระบุว่าขนาดบริษัทสามารถส่งผลกระทบต่อนความต้องการของนักลงทุนในการรับเงินสดปันผลได้ (Najiyah & Idayati, 2021) นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ

งานวิจัยของ Wulandari & Candradewi (2025) ที่กล่าวว่าบริษัทขนาดใหญ่ต้องการขยายกิจการและปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานของบริษัทด้วยผลกำไรที่ได้รับ ดังนั้น บริษัทขนาดใหญ่จึงไม่ได้จ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเสมอไป และบริษัทขนาดเล็กก็ไม่ได้เก็บกำไรของบริษัทไว้เป็นกำไรสะสมทำให้ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเสมอไป ส่วนผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐาน H2 ที่พบว่าการเติบโตของบริษัทส่งผลกระทบบนเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท สอดคล้องกับ Residual dividend theory ที่อธิบายว่าบริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูงมักเก็บกำไรไว้เพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในสำหรับขยายการลงทุนโครงการใหม่ มากกว่าที่จะนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น (Myers & Majluf, 1984) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Denis and Osobov (2008) ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูงมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลต่ำลง เนื่องจากต้องนำกำไรไว้ใช้เพื่อขยายการลงทุน นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ Rafique (2012) ที่ระบุว่าบริษัทที่มีแนวโน้มอัตราการเติบโตของบริษัทที่ลดลง บริษัทควรจ่ายเงินปันผล เพื่อเป็นการดึงดูดนักลงทุนเพิ่ม และผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐาน H3 พบว่า ภาวะผูกพันทางการเงินของบริษัทส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Parsian and Koloukhi (2014) และ Akpadaka et al. (2024) ที่พบว่าภาวะผูกพันทางการเงินมีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล บริษัทที่มีภาวะผูกพันทางการเงินยิ่งสูง การจ่ายเงินปันผลก็จะยิ่งสูงขึ้น เนื่องจากการมีภาวะผูกพันทางการเงินที่สูงอาจหมายความว่าบริษัทยังมีความเสี่ยงในการล้มละลายเพิ่มขึ้น จึงทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการผลตอบแทนเพิ่มขึ้นสำหรับความเสี่ยงเพิ่มเติม

สำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบของขนาด การเติบโต และภาวะผูกพันทางการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลโดยมีความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับ การวิเคราะห์ตามสมมติฐาน H4 พบว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่อนความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทและการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับ Wulandari and Candradewi (2025) ที่กล่าวไว้ว่าการ

จ่ายเงินปันผลไม่ได้ขึ้นอยู่กับขนาดของบริษัท เนื่องจากบริษัททั้งขนาดใหญ่และขนาดเล็กมีทางเลือกมากมายในการพัฒนาธุรกิจ รวมถึงการลงทุนอื่นๆ ที่ให้ผลกำไรที่มากขึ้น ส่วนการวิเคราะห์ตามสมมติฐาน H5 พบว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของบริษัท แสดงว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทช่วยเพิ่มอิทธิพลของการเติบโตของบริษัทที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลนั่นเอง ซึ่งผลการวิเคราะห์สอดคล้องกับงานวิจัยของ Rahayu and Nurul (2024) และ Karim et al. (2025) ที่พบว่าความสามารถในการทำกำไรเป็นตัวแปรกำกับของความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของบริษัทกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงสามารถใช้เงินปันผลและเงินทุนเพื่อการเติบโต พร้อมกับลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก มอบความยืดหยุ่นทางการเงินที่สำคัญ และคงนโยบายการจ่ายเงินปันผลไว้แม้ในช่วงการเติบโต (Karim et al., 2025) สำหรับการวิเคราะห์ตามสมมติฐาน H6 พบว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทและการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Nurchaqiqi and Suryarini (2018) ที่พบว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทไม่สามารถลดผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้ ซึ่งหมายความว่าสถานการณ์ดังกล่าวจะไม่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจของผู้จัดการที่มีต่อการจ่ายเงินปันผล

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งนี้

1.1 ผู้บริหารองค์กรธุรกิจควรนำผลงานวิจัยไปใช้ในการพิจารณานโยบายการจ่ายเงินปันผลให้สอดคล้องกับขนาดธุรกิจและสถานะทางการเงินของบริษัท โดยเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ที่มีแนวโน้มใช้กำไรเพื่อการขยายกิจการมากกว่าการจ่ายปันผล ควรกำหนดนโยบายที่สมดุลระหว่างการรักษาเสถียรภาพทางการเงินและการตอบแทนผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นในระยะยาวสำหรับบริษัทที่อยู่ในช่วงการเติบโตสูงควรพิจารณาการบริหารกำไรสะสมอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อรองรับการลงทุนในอนาคตโดยไม่กระทบต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ทั้งนี้ การรักษาความสามารถในการทำกำไรให้สูงจะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการจ่ายเงินปันผลและลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก และจากผลการศึกษาที่พบว่าภาระผูกพันทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล จะสะท้อนให้เห็นถึงแรงกดดันจากผู้ถือหุ้นที่ต้องการผลตอบแทนจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น ผู้บริหารควรพิจารณาโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสม เพื่อหลีกเลี่ยงภาวะเสี่ยงทางการเงินระยะยาว และรักษาความสามารถในการจ่ายเงินปันผลในระดับที่ยั่งยืน

1.2 นักลงทุนควรนำผลการศึกษานี้ไปใช้

ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างขนาด การเติบโต ภาระผูกพันทางการเงิน และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท เพื่อประเมินศักยภาพในการจ่ายเงินปันผล และเลือกตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสม

2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 งานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาศึกษาตัวแปรอิสระ และตัวแปรกำกับอื่น ๆ ที่อาจมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางการเงินกับการจ่ายเงินปันผล เช่น กระแสเงินสดอิสระของบริษัท สภาพคล่องของบริษัท หรือ โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท เพื่อให้เข้าใจกลไกการตัดสินใจของบริษัทได้ครอบคลุมยิ่งขึ้น

2.2 งานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาศึกษาเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยกับประเทศอื่นในกลุ่มอาเซียน เช่น มาเลเซีย อินโดนีเซีย หรือเวียดนาม จะช่วยสะท้อนให้เห็นผลกระทบของสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและกฎระเบียบที่แตกต่างกันต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดเกิดใหม่

เอกสารอ้างอิง

- มนตรี พิริยะกุล. (2560). Panel data analysis. *วารสารรวมคำแห่ง สาขาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี*, 30(2), 41–54.
- Akpadaka, O. S., Farouk, M. A., Dang, D. Y., & Fodio, M. I. (2024). Does profitability moderate the relationship between leverage and dividend policy of manufacturing firms in Nigeria and South

- Africa? *Journal of Risk and Financial Management*, 17(12), 563. <https://doi.org/10.3390/jrfm17120563>
- Ali, N., Rehman, M. Z. U., Ashraf, B. N., & Shear, F. (2022). Corporate dividend policies during the COVID-19 pandemic. *Economies*, 10(11), 263. <https://doi.org/10.3390/economies10110263>
- Arhinful, R., & Radmehr, M. (2023). The impact of financial leverage on the financial performance of the firms listed on the Tokyo Stock Exchange. *Sage Open*, 13(4). <https://doi.org/10.1177/21582440231204099>
- Asif, A., Rasool, W., & Kamal, Y. (2011). Impact of financial leverage on dividend policy: Empirical evidence from Karachi Stock Exchange-listed companies. *African Journal of Business Management*, 5(4), 1312–1324.
- Butt, U., & Chamberlain, T. W. (2023). Blockholdings, dividend policy, stock returns, and return volatility: Evidence from the UAE. *International Journal of Financial Studies*, 11(4), 122. <https://doi.org/10.3390/ijfs11040122>
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenants. *Review of Accounting Studies*, 22, 1156–1197. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9409-z>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- Dewi Anwar, S., & Hamid, A. (2020). The relationship between company size and dividend policy stability. *Management Science Review*, 7(3), 156–173.
- 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)
- Fitri, R. R., Hosen, M. N., & Muhari, S. (2016). Analysis of factors that impact dividend payout ratio on listed companies at Jakarta Islamic Index. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(2), 87–97. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v6-i2/2074>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Hastuti, R. T., & Andrew, R. (2023). Factors affecting dividend pay out with ROE (return on equity) as moderating variable. *International Journal of Application on Economics and Business*, 1(3), 1157–1164. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v1.i3.1157-1164>
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 46(6), 1251–1271.
- 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)
- Karim, A., Purnamasari, Y. F., Young, F. C., Febrianto, H. G., Zatira, D., & Fitriana, A. I. (2025). The moderating effect of profitability on dividend policy: Evidence from infrastructure sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (2017–2023). *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 17(1), 159–174. <https://doi.org/10.23969/jrak.v17i2.22566>
- Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt, S. W. (2021). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters*, 42, 101910. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>
- Labhane, N. B., & Das, R. C. (2015). Determinants of dividend payout ratio: Evidence from Indian companies. *Business and Economic Research*, 5(2), 217–241.
- Mauris, F. I., & Rizal, N. A. (2021). The effect of collateralizable assets, growth in net assets, liquidity, leverage and profitability on dividend policy: Case studies on non-financial services sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2016–2019 period. *Budapest International Research*

- and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal), 4 (1) , 937–950. <https://doi.org/10.33258/birci.v4i1.1695>
- 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 , 187–221 . [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Najiyah, A., & Idayati, F. (2021). Effect of profitability, debt policy, company size on dividend policy in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Accounting Science and Research*, 10(3), 1–19.
- Nurchaqqi, R., & Suryarini, T. (2018). The effect of leverage and liquidity on cash dividend policy with profitability as moderator. *Accounting Analysis Journal*, 7(1), 10–16.
- Parsian, H., & Koloukhi, A. 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, 63–70. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2013.11.033>
- Perwira, A., & Wiksuna, I. (2018). The influence of profitability and asset growth on dividend policy and company value. *Udayana University Management E-Journal*, 7(7), 3767–3796. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v07.i07.p12>
- Prayanthi, I., Rantung, D. I., & Oroh, N. S. (2024). The effect of contributed capital mix on dividend policy: Testing life cycle theory in the Covid-19 pandemic era. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 18(6), 1–14. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v18n6-021>
- Rafique, M. (2012). Factors affecting dividend payout: Evidence from listed non-financial firms of Karachi Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 1(11), 76–92.
- Rahayu, F., & Nurul, F. (2024). Dividend policy determinants with profitability as a moderating variable. *Journal of Accounting, Management and Economics Research*, 3(1), 1–14. <https://doi.org/10.33476/jamer.v3i1.181>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5 (3) , 249–259 . <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- Sari, T. R., Primasari, D., & Farida, Y. N. (2023). The effect of profitability, company size, leverage, liquidity, and free cash flow on dividend policy. *KEYNESIA International Journal of Economy and Business*, 2(1), 22–34.
- Suyanto, B., & Rahman, A. (2020). Company size determinants and dividend payment capacity in Indonesian property sector. *Real Estate Finance Journal*, 7(4), 189–206.
- Wulandari, N. P., & Candradewi, M. R. (2025). The effect of profitability, firm size, and ownership structure on dividend policy. *International Journal of Financial Economics*, 2(2), 774–789.
- Zainuddin, Z., Andaresta Mananohas, O., & Akindutire, O. R. (2020). The effect of debt policies, profitability, managerial ownership structure, and liquidity on dividend policy. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 23 (3) , 411–428 . <https://doi.org/10.33312/ijar.483>