CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Nguyễn Trọng Nguyên* - ThS. Nguyễn Thị Thu Hậu - TS. Lê Thị Bảo Như***

Nghiên cứu sử dụng phương pháp SGMM trên dữ liệu 218 doanh nghiệp công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2020-2024. Kết quả cho thấy khả năng thanh khoản và tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước tác động tích cực đến chính sách cổ tức, trong khi tăng trưởng tài sản, khả năng sinh lời và GDP có tác động ngược chiều. Tài sản thế chấp và đòn bẩy tài chính không có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu đề xuất giải pháp hỗ trợ doanh nghiệp và nhà hoạch định chính sách xây dựng chính sách cổ tức hiệu quả.

• Từ khóa: *chính sách cổ tức, công nghiệp, công ty niêm yết, Việt Nam.*

The study employs the SGMM estimation method using data from 218 industrial firms listed in Vietnam during 2020-2024. The results indicate that liquidity and the previous year's dividend payout ratio have a positive impact on dividend policy, while asset growth, profitability, and GDP exert a negative influence. Collateral assets and financial leverage are statistically insignificant. The study offers several recommendations to help firms and policymakers develop more effective dividend policies.

• Key words: *dividend policy, industrial firms, listed companies, Vietnam.*

JEL codes: M49, G35, C33

Ngày nhận bài: 15/12/2025
Ngày gửi phản biện: 30/01/2026
Ngày duyệt đăng: 02/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i309.22

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh toàn cầu hóa, các doanh nghiệp niêm yết ngày càng khẳng định vai trò quan trọng trong tăng trưởng kinh tế. Trong đó, chính sách cổ tức là quyết định tài chính chiến lược, phản ánh hiệu quả hoạt động và tiềm lực phát triển bền vững của doanh nghiệp. Chính sách này chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố nội tại và bên ngoài, quyết định mức lợi nhuận phân phối cho cổ đông.

Dù đã được nhiều học giả quốc tế quan tâm, tại Việt Nam, đặc biệt trong ngành công nghiệp, các nghiên cứu chuyên sâu vẫn còn hạn chế. Theo Wahjudi (2020), tài sản đảm bảo, tăng trưởng tài sản, khả năng thanh khoản, đòn bẩy tài chính và lợi nhuận có ảnh hưởng đáng kể đến chi trả cổ tức của doanh nghiệp sản xuất, gợi mở hướng tiếp cận phù hợp cho bối cảnh Việt Nam.

Trước những biến động kinh tế và chính sách hiện nay, việc phân tích các nhân tố tài chính và vĩ mô ảnh hưởng đến chính sách cổ tức giúp doanh nghiệp hoạch định chiến lược tài chính hiệu quả và hỗ trợ nhà đầu tư tối ưu hóa lợi nhuận. Nghiên cứu này nhằm cung cấp góc nhìn toàn diện và thực tiễn về quyết định chi trả cổ tức của các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Chính sách cổ tức là một quyết định tài chính quan trọng nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp và bảo vệ quyền lợi cổ đông. Quyết định này không chỉ phản ánh khả năng sinh lời và sức mạnh tài chính của doanh nghiệp mà còn chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố nội tại và vĩ mô như lợi nhuận, thanh khoản, cơ cấu nợ, tăng trưởng kinh tế và điều kiện thị trường vốn.

Về cơ sở lý thuyết, Miller & Modigliani (1961) cho rằng trong thị trường hoàn hảo, chính sách cổ tức không làm thay đổi giá trị doanh nghiệp; tuy nhiên trong thực tế, các yếu tố như thuế, chi phí giao dịch và rủi ro tài chính khiến cổ tức trở thành một công cụ ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết chi phí đại diện của Jensen & Meckling (2019) nhấn mạnh việc trả cổ tức giúp giảm xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông khi hạn chế phần lợi nhuận giữ lại. Trong khi đó, lý thuyết tín hiệu của John & Williams (1985) cho rằng doanh nghiệp sử dụng chính sách cổ tức để truyền tải tín hiệu về tình hình tài chính và triển vọng tăng trưởng cho nhà đầu tư.

** Trường Đại học Sài Gòn; email: ltbnhu@sgu.edu.vn*
*** Trường Đại học Bạc Liêu*

Từ các luận điểm trên, có thể thấy chính sách cổ tức của các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết tại Việt Nam chịu sự chi phối đồng thời bởi các yếu tố tài chính nội tại và điều kiện kinh tế vĩ mô, phù hợp với bối cảnh thị trường đang phát triển và ngày càng tiệm cận chuẩn mực quản trị quốc tế.

2.2. Giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết cũng như các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, chính sách cổ tức của doanh nghiệp có thể chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố tài chính nội tại và điều kiện kinh tế vĩ mô. Trên cơ sở đó, nhóm tác giả xây dựng các giả thuyết nghiên cứu như sau:

Tài sản hữu hình đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra giá trị thế chấp, giúp doanh nghiệp giảm chi phí sử dụng nợ và rủi ro thanh khoản. Khi khả năng tiếp cận vốn vay được cải thiện, doanh nghiệp có điều kiện duy trì hoặc gia tăng tỷ lệ chi trả cổ tức. Các nghiên cứu trước cũng ghi nhận mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ tài sản cố định và cổ tức.

Giả thuyết H1: Tài sản thế chấp có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức.

Tăng trưởng tài sản ròng phản ánh nhu cầu đầu tư và cơ hội mở rộng của doanh nghiệp. Theo lý thuyết của Miller & Modigliani (1961), doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư thường giữ lại lợi nhuận thay vì phân phối cổ tức. Fama & French (2001) và Wahjudi (2020) cũng cho thấy các doanh nghiệp tăng trưởng cao thường duy trì mức cổ tức thấp hơn nhằm tài trợ cho đầu tư tương lai.

Giả thuyết H2: Tăng trưởng tài sản ròng có ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức.

Thanh khoản thể hiện khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính ngắn hạn. Khi dòng tiền ổn định và rủi ro thanh khoản thấp, doanh nghiệp có thể duy trì chính sách cổ tức cao hơn. Kết quả nghiên cứu của Amidu & Abor (2006) và Fama & French (2001) đều cho thấy doanh nghiệp có tính thanh khoản tốt sẽ chi trả cổ tức cao và ổn định hơn.

Giả thuyết H3: Hệ số thanh khoản có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức.

Đòn bẩy tài chính gia tăng áp lực thanh toán và chi phí kiệt quệ tài chính, buộc doanh nghiệp ưu tiên dòng tiền cho nghĩa vụ nợ thay vì chi trả cổ tức. Quan điểm này được củng cố bởi các nghiên cứu của Jensen & Meckling (2019), Fama & French (2001).

Giả thuyết H4: Đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức.

Khả năng sinh lời là nguồn gốc tạo ra dòng tiền nội bộ. Doanh nghiệp có lợi nhuận cao thường duy trì mức cổ tức lớn để truyền tín hiệu tích cực ra thị trường. Các nghiên cứu của Lintner (1956), Fama & French (2001) đều xác nhận tác động tích cực này.

Giả thuyết H5: Khả năng sinh lời có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức.

Theo Lintner (1956), cổ tức mang tính điều chỉnh dần và phụ thuộc vào mức chi trả trong quá khứ để tránh tín hiệu bất ổn. Kết quả của Fama & French (2001) cũng cho thấy tính bền vững và quán tính của chính sách cổ tức qua thời gian.

Giả thuyết H6: Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức năm hiện tại.

Cuối cùng, chính sách cổ tức mang tính chu kỳ kinh tế. Khi tăng trưởng GDP cao, lợi nhuận và dòng tiền doanh nghiệp thường cải thiện, thúc đẩy tăng phân phối cổ tức. Nghiên cứu của Fama & French (2001) ghi nhận mối quan hệ thuận chiều giữa tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ chi trả cổ tức.

Giả thuyết H7: Tăng trưởng kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức.

3. Phương pháp nghiên cứu

Để nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả dựa vào nghiên cứu của (Wahjudi, 2020). Đồng thời, kế thừa các nghiên cứu trước, nhóm tác giả bổ sung biến LDPR (Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước) (García-Amate và cộng sự, 2025; Sharma & Bakshi, 2019) và GDP (Tốc độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô) (Fama & French, 2001; Lotto, 2020). Mô hình nghiên cứu như sau:

$$DPR = \beta_0 + \beta_1 LDPR + \beta_2 COLLAS + \beta_3 GROWTH + \beta_4 CR + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \beta_7 GDP + \varepsilon_{i,t}$$

Bảng 1: Mô tả các biến

Mã biến	Tên biến	Cách tính	Nguồn tham khảo
Biến phụ thuộc			
DPR	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Cổ tức trên mỗi cổ phiếu / Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu	Wirama và cộng sự (2024), García-Amate và cộng sự (2025)
Biến độc lập			
LDPR	Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước	Cổ tức trên mỗi cổ phiếu năm trước / Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu năm trước	Fama & French (2001), Sharma & Bakshi (2019), García-Amate và cộng sự (2025)
COLLAS	Tài sản thế chấp	Tổng tài sản cố định / Tổng tài sản	Fama & French (2001)
GROWTH	Tăng trưởng tài sản ròng	Tốc độ tăng trưởng tài sản	Wahjudi (2020), Sharma & Bakshi (2019)
CR	Hệ số thanh khoản	Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn	Wahjudi (2020), Wirama và cộng sự (2024), García-Amate và cộng sự (2025)
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ phải trả / Tổng vốn chủ sở hữu	Wahjudi (2020), Wirama và cộng sự (2024), García-Amate và cộng sự (2025),
ROA	Khả năng sinh lời	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản	Wirama và cộng sự (2024), García-Amate và cộng sự (2025)
GDP	Tốc độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô	Tốc độ tăng trưởng GDP	Fama & French (2001), Lotto (2020)

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

Mẫu nghiên cứu gồm 218 công ty trong lĩnh vực công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2020-2024. Các giá trị ngoại lai có thể làm kết quả hồi quy bị sai lệch và mất ý nghĩa thống kê. Để chuẩn hóa dữ liệu, nhóm tác giả tiến hành loại trừ các giá trị ngoại lai ở mức ý nghĩa 5%.

4. Kết quả thảo luận

Bảng 2: Thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
DPR	813	0.506	0.435	0.000	1.515
COLLAS	1,076	0.220	0.201	0.005	0.681
GROWTH	1,084	0.070	0.189	-0.188	0.553
CR	1,088	2.486	2.312	0.755	10.084
LEV	1,088	1.258	1.365	0.070	5.058
ROA	1,081	0.049	0.052	-0.017	0.180
GDP	1,090	5.240	2.305	2.600	8.500

Nguồn: Kết quả chạy Stata

Kết quả thống kê mô tả (Bảng 2) cho thấy số quan sát từ 813-1.090, đảm bảo độ tin cậy cho các phân tích. Tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR) trung bình 0,506 và độ lệch chuẩn 0,435 phản ánh sự khác biệt đáng kể giữa các doanh nghiệp. Tài sản thế chấp (COLLAS) và tăng trưởng doanh thu (GROWTH) lần lượt đạt trung bình 0,220 và 0,070 cho thấy tốc độ tăng trưởng còn khiêm tốn. Đòn bẩy tài chính (LEV) trung bình 1,258 thể hiện mức sử dụng nợ cao, trong khi ROA 4,9% phản ánh hiệu quả sinh lời thấp. Biến vĩ mô GDP ổn định với độ lệch chuẩn thấp. Nhìn chung, dữ liệu có quy mô tốt và phù hợp cho các phân tích hồi quy tiếp theo.

Bảng 3: Ma trận tương quan

	DPR	LPDR	COLLAS	GROWTH	CR	LEV	ROA	GDP
DPR	1.000							
LPDR	0.451	1.000						
COLLAS	0.018	-0.009	1.000					
GROWTH	-0.265	-0.257	-0.081	1.000				
CR	0.117	0.139	-0.166	-0.133	1.000			
LEV	-0.091	-0.102	-0.301	0.217	-0.435	1.000		
ROA	-0.011	0.050	0.075	0.051	0.388	-0.456	1.000	
GDP	-0.027	0.014	-0.031	-0.044	0.057	-0.042	0.017	1.000

Nguồn: Kết quả chạy Stata

Kết quả ma trận tương quan cho thấy các hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều nhỏ hơn 0,8 cho thấy không xuất hiện đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình.

Bảng 4: Bảng kiểm định đa cộng tuyến VIF

Variable	VIF
LEV	1.73
CR	1.5
ROA	1.39
COLLAS	1.25
GROWTH	1.16
LPDR	1.08
GDP	1.01
Mean VIF	1.3

Nguồn: Kết quả chạy Stata

Dựa vào bảng trên, ta thấy không có VIF của biến độc lập nào lớn hơn 10, củng cố kết luận không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình.

Trong phương trình nghiên cứu có biến LPDR là biến trễ của biến phụ thuộc PDR, có thể gây ra hiện tượng nội sinh. Để khắc phục hiện tượng này, nhóm tác giả dùng phương pháp ước lượng SGMM, kết quả hồi quy như sau:

Bảng 5: Kết quả hồi quy

DPR	Coefficient	z
LPDR	0.141**	2.18
COLLAS	0.050	0.51
GROWTH	-0.170**	-1.97
CR	0.023***	2.63
LEV	-0.014	-0.79
ROA	-1.353***	-3.48
GDP	-0.010*	-1.79
_cons	0.538***	6.51
Kiểm định AR2: Pr > z = 0.370		
Kiểm định Sargan: Prob > chi2 = 0.443		
Kiểm định Hansen: Prob > chi2 = 0.474		

** Mức ý nghĩa 10%, ** mức ý nghĩa 5%, *** mức ý nghĩa 1%*

Nguồn: Kết quả chạy Stata

Kết quả hồi quy (Bảng 5) cho thấy mô hình phù hợp và đáng tin cậy, khi các kiểm định AR(2), Hansen và Sargan đều đạt yêu cầu. Do đó, các ước lượng thu được có ý nghĩa và có thể dùng để đưa ra kết luận thực nghiệm.

Biến tài sản thế chấp (COLLAS) và đòn bẩy tài chính (LEV) không có ý nghĩa thống kê, trái với kỳ vọng ban đầu. Điều này cho thấy khả năng vay vốn và mức sử dụng nợ hiện tại chưa phải là yếu tố quyết định chính sách cổ tức của các doanh nghiệp công nghiệp tại Việt Nam. Nguyên nhân có thể xuất phát từ đặc thù ngành đòi hỏi vốn đầu tư lớn, khiến doanh nghiệp ưu tiên dòng tiền cho mở rộng sản xuất hơn là chi trả cổ tức, ngay cả khi sở hữu nhiều tài sản thế chấp hoặc sử dụng nợ vay cao. Vì vậy, giả thuyết H1 và H4 không được ủng hộ.

Đối với biến tăng trưởng tài sản (GROWTH), hệ số hồi quy mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao sẽ ưu tiên giữ lại lợi nhuận nhằm tài trợ cho nhu cầu đầu tư, từ đó làm giảm tỷ lệ chi trả cổ tức. Kết quả này phù hợp với quan điểm của Miller & Modigliani (1961) và bằng chứng thực nghiệm từ Fama & French (2001) và Wahjudi (2020), qua đó ủng hộ giả thuyết H2.

Hệ số thanh khoản (CR) cho thấy tác động cùng chiều với tỷ lệ chi trả cổ tức và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy các doanh nghiệp có khả năng thanh toán tốt sẽ có mức độ tự tin cao hơn trong việc phân phối lợi nhuận cho cổ đông. Kết quả này phù hợp lý thuyết chi phí đại diện của Jensen & Meckling (2019) và các nghiên cứu như Amidu & Abor (2006), qua đó chấp nhận giả thuyết H3.

Khả năng sinh lời (ROA) lại có ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, trái ngược với lý thuyết tín hiệu và nghiên cứu của Lintner (1956), Fama & French (2001). Điều này phản ánh nhiều doanh nghiệp công nghiệp tại Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu có xu hướng giữ lại phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư nhằm duy trì sức cạnh tranh và mở rộng sản xuất, đặc biệt trong bối cảnh chịu tác động từ chu kỳ phục hồi kinh tế sau COVID-19. Do đó, giả thuyết H5 không được ủng hộ.

Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước (LPDR) cho thấy tác động dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, hàm ý rằng chính sách cổ tức của doanh nghiệp có xu hướng duy trì sự ổn định theo thời gian. Điều này phù hợp với lý thuyết tín hiệu của John & Williams (1985) và mô hình của Lintner (1956) cho rằng các doanh nghiệp thường tránh biến động cổ tức quá lớn nhằm giảm thiểu tín hiệu tiêu cực gửi đến thị trường. Do đó, kết quả này củng cố giả thuyết H6.

Cuối cùng, tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP) có tác động âm lên tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức ý nghĩa 10%, không phù hợp với các lập luận lý thuyết trước đây (Fama & French, 2001). Điều này cho thấy trong giai đoạn kinh tế tăng trưởng, doanh nghiệp thường ưu tiên mở rộng quy mô hoạt động và gia tăng đầu tư hơn là phân phối cổ tức. Ngoài ra, trong điều kiện kinh tế không thuận lợi, việc duy trì cổ tức có thể được xem như một hình thức trấn an nhà đầu tư, dẫn đến mối quan hệ nghịch chiều giữa GDP và DPR. Do đó, giả thuyết H7 không được ủng hộ.

5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp công nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Dựa trên mô hình của Wahjudi (2020) và bổ sung biến LPDR, GDP, kết quả hồi quy SGMM cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước, khả năng thanh khoản, tăng trưởng tài sản và tăng trưởng kinh tế có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến cổ tức, trong khi ROA ảnh hưởng ngược chiều do nhu cầu tái đầu tư cao; COLLAS và LEV không có tác động đáng kể. Những phát hiện này góp phần củng cố và mở rộng các lý thuyết về chính sách chi trả cổ tức, đặc biệt là lý thuyết tín hiệu và lý thuyết chi phí đại diện trong bối cảnh của thị trường mới nổi. Kết quả nghiên cứu đồng thời mang lại hàm ý quan trọng cho doanh nghiệp, nhà đầu tư và cơ quan quản lý trong việc hoạch định chính sách tài chính và đánh giá hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Từ kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đề xuất các khuyến nghị sau:

Thứ nhất, các doanh nghiệp cần tối ưu hóa cấu trúc vốn trên cơ sở cân nhắc kỹ lưỡng chi phí nợ vay, khả năng thanh toán và dòng tiền tạo ra từ hoạt động kinh doanh. Việc gia tăng đòn bẩy tài chính cần được đặt trong giới hạn phù hợp với đặc thù ngành nhằm tránh rủi ro mất cân đối tài chính và ảnh hưởng tiêu cực đến quyền lợi cổ đông.

Thứ hai, doanh nghiệp cần tăng cường quản lý vốn lưu động hiệu quả nhằm duy trì thanh khoản ổn định, đây là yếu tố đã được chứng minh có tác động tích cực lên chính sách cổ tức. Ban lãnh đạo cần theo dõi chặt chẽ các chỉ tiêu quản trị vốn lưu động như vòng quay hàng tồn kho, kỳ thu tiền bình quân và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt để chủ động phân phối nguồn lực hợp lý giữa nhu cầu đầu tư và chi trả cổ tức.

Thứ ba, doanh nghiệp nên xem xét sự tương tác giữa đòn bẩy tài chính và quản trị vốn lưu động vì việc duy trì nợ vay cao có thể làm tăng áp lực thanh khoản và hạn chế khả năng chi trả cổ tức. Do đó, các quyết định về huy động vốn phải gắn chặt với dòng tiền hoạt động và khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính.

Thứ tư, các cơ quan quản lý như Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước cần tiếp tục thúc đẩy tính minh bạch của doanh nghiệp niêm yết thông qua yêu cầu công bố đầy đủ các chỉ tiêu quan trọng như khả năng sinh lời, mức độ đòn bẩy và tình trạng thanh khoản. Điều này góp phần cải thiện tính hiệu quả của thị trường và hỗ trợ nhà đầu tư đưa ra quyết định chính xác hơn.

Nghiên cứu tương lai có thể mở rộng mẫu, kéo dài thời gian khảo sát hoặc xem xét thêm các yếu tố như cơ cấu sở hữu, quy mô hay cạnh tranh ngành nhằm nâng cao tính tổng quát của kết quả đối với thị trường Việt Nam và các quốc gia mới nổi khác.

Tài liệu tham khảo

Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. The Journal of Risk Finance, 7(2), 136-145.

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.

García-Amate, A., Molero-González, L., Ramírez-Orellana, A., & Trinidad-Segovia, J. E. (2025). Dividend Puzzle: Global Evidence in Oil & Gas. Journal of Corporate Accounting & Finance.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In Corporate Governance (pp. 77-132): Gower.

John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. The Journal of Finance, 40(4), 1053-1070.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. The American Economic Review, 46(2), 97-113.

Lotto, J. (2020). On an ongoing corporate dividend dialogue: Do external influences also matter in dividend decision? Cogent Business & Management, 7(1), 1787734.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. The Journal of Business, 34(4), 411-433.

Sharma, R. K., & Bakshi, A. (2019). An evident prescience of determinants of dividend policy of Indian real estate companies: An empirical analysis using co-integration regression and generalised method of moments. Journal of Financial Management of Property and Construction, 24(3), 358-384.

Wahjudi, E. (2020). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. Journal of Management Development, 39(1), 4-17.

Wirama, D. G., Krisnadewi, K. A., Artini, L. G. S., & Ardiana, P. A. (2024). Dividend policy and residual dividend theory: evidence from Indonesia. Asian Journal of Accounting Research, 9(3), 201-216.