TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Vũ Thùy Linh*

Nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam bằng mô hình hồi quy. Kết quả cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức, quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời, tăng trưởng doanh thu và tài sản hữu hình đều tác động tích cực đến giá cổ phiếu, trong khi đòn bẩy tài chính ảnh hưởng tiêu cực. Nghiên cứu nhấn mạnh vai trò của đòn bẩy tài chính đến giá cổ phiếu.

• Từ khóa: *chính sách cổ tức, giá cổ phiếu, công ty niêm yết, thị trường chứng khoán, Việt Nam.*

The study analyzes the relationship between dividend policy and stock prices of listed companies in Vietnam using a regression model. The results indicate that the dividend payout ratio, firm size, profitability, revenue growth, and tangible assets all have a positive impact on stock prices, while financial leverage has a negative effect. The study highlights the crucial role of financial leverage in influencing stock prices.

• Key words: *dividend policy, stock price, listed companies, stock market, Vietnam.*

Ngày nhận bài: 05/01/2026
Ngày gửi phản biện: 15/02/2026
Ngày duyệt đăng: 21/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i310.09

1. Giới thiệu

Chính sách cổ tức là quyết định tài chính then chốt, phản ánh hiệu quả và định hướng của doanh nghiệp. Việc chi trả cổ tức truyền tải tín hiệu về triển vọng tương lai, tác động đến kỳ vọng nhà đầu tư và giá cổ phiếu. Nghiên cứu này phân tích mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu của các công ty niêm yết.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu được giải thích qua nhiều lý thuyết tài chính. Lý thuyết "Con chim trong tay" của Lintner (1962) và Gordon (1963) cho rằng nhà đầu tư ưu tiên cổ tức hiện tại nên mức chi trả cổ tức cao có thể làm tăng giá cổ phiếu. Ngược lại, Modigliani & Miller (1961) cho rằng trong thị trường hoàn hảo, chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết tín hiệu của Bhattacharya (1979) và Miller & Rock (1985) nhấn mạnh cổ tức là tín hiệu về dòng tiền và triển vọng doanh nghiệp, từ đó tác động đến giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, doanh nghiệp lớn thường ổn định lợi nhuận và giá cổ phiếu theo lý thuyết quy mô - hiệu quả; doanh thu tăng trưởng cao hỗ trợ giá cổ phiếu theo lý thuyết tăng trưởng bền vững. Theo lý thuyết tối đa hóa giá trị cổ đông, ROE cao phản ánh hiệu quả tạo giá trị. Đòn bẩy tài chính gắn với lý thuyết cấu trúc vốn tối ưu, cho thấy nợ vay có thể tăng giá trị nhưng cũng làm tăng rủi ro. Cuối cùng, lý thuyết tài sản thế chấp giải thích rằng tỷ lệ tài sản hữu hình cao giúp doanh nghiệp tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn, qua đó ổn định giá cổ phiếu.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

Trong những năm qua, đã có nhiều công trình thực nghiệm ở cả trong và ngoài nước phân tích mối liên hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Allen & Michaely (2003) tổng hợp một số kết quả nghiên cứu và chỉ ra rằng thông tin về cổ tức thường tạo ra phản ứng rõ rệt từ thị trường, nhất là khi mức chi trả thay đổi bất thường. Amidu (2007) khi phân tích dữ liệu của 20 công ty niêm yết tại Ghana cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ cùng chiều với giá cổ phiếu. Baker và cộng sự (2002), thông qua khảo sát các giám đốc tài chính kết hợp dữ liệu thị trường tại Mỹ, cũng nhận thấy việc duy trì mức cổ tức ổn định giúp hỗ trợ giá cổ phiếu trong dài hạn. Tuy nhiên, Nissim & Ziv (2001) lại phát hiện tác động này chỉ rõ nét trong ngắn hạn và giảm dần theo thời gian. Al-Kuwari

** Trường Đại học Lao động - Xã hội; email: vuthuylinh1982@gmail.com (linhvt.tlkt@ulsa.edu.vn)*

(2009) phân tích dữ liệu tại Qatar và nhận thấy cổ tức tiền mặt có tác động tích cực đến giá cổ phiếu, đặc biệt ở các doanh nghiệp quy mô lớn và lợi nhuận cao. Như vậy, sự khác biệt về kết quả giữa các nghiên cứu gợi mở nhu cầu thực hiện những phân tích cập nhật hơn, có phạm vi dữ liệu rộng và bao quát nhiều yếu tố ảnh hưởng, nhằm phản ánh rõ nét hơn mối quan hệ này trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay.

3. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, gồm các mô hình OLS, FEM, REM và đặc biệt là GLS nhằm khắc phục phương sai thay đổi và tự tương quan, giúp tăng độ chính xác và độ tin cậy của kết quả.

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết về các biến độc lập:

Giả thuyết về tỷ lệ chi trả cổ tức

Tỷ lệ chi trả cổ tức phản ánh phần lợi nhuận phân phối cho cổ đông. Nhiều nghiên cứu cho thấy mức chi trả cao được xem như tín hiệu tích cực về dòng tiền và sức khỏe tài chính (Lintner, 1962; Gordon, 1963; Amidu, 2007), từ đó hỗ trợ giá cổ phiếu. Giả thuyết H1: Tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Giả thuyết về các biến kiểm soát:

Giả thuyết về quy mô doanh nghiệp

Quy mô doanh nghiệp được xem là chỉ báo về năng lực hoạt động và vị thế, và doanh nghiệp lớn thường ổn định hơn, hỗ trợ giá cổ phiếu (Al-Kuwari, 2009). Giả thuyết H2: Quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Giả thuyết về tốc độ tăng trưởng của doanh thu

Tốc độ tăng trưởng doanh thu phản ánh khả năng mở rộng và thu hút nhà đầu tư, phù hợp với lý thuyết tăng trưởng bền vững (Nazir và cộng sự, 2010). Giả thuyết H3: Tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Giả thuyết về khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu

ROE cho thấy hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp; ROE cao thường gắn với kỳ vọng thị trường tích cực (Baker và cộng sự, 2002; Al-Kuwari, 2009).Giả thuyết H4: Khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Giả thuyết về đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính liên quan đến rủi ro và lợi thế thuế; mức nợ hợp lý có lợi nhưng nợ quá cao có thể làm giảm giá trị doanh nghiệp (Modigliani & Miller, 1963). Giả thuyết H5: Đòn bẩy tài chính có tác động đáng kể đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Giả thuyết về tỷ lệ tài sản hữu hình

Tỷ lệ tài sản hữu hình giúp doanh nghiệp tiếp cận vốn vay với chi phí thấp, hỗ trợ ổn định tài chính (Booth và cộng sự, 2001). Giả thuyết H6: Tỷ lệ tài sản hữu hình có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Biến phụ thuộc: Giá cổ phiếu (PRICE)

Biến độc lập: Tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR)

Biến kiểm soát: Quy mô doanh nghiệp SIZE, Tốc độ tăng trưởng của doanh thu GROWTH (viết tắt GRO), Khả năng sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE), Đòn bẩy tài chính LEVERAGE (viết tắt LEV), Tỷ lệ tài sản hữu hình (TANG)

Mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$LIDit = \beta_0 + \beta_1 * SIZE_{it} + \beta_2 * GRO_{it} + \beta_3 * ROE_{it} + \beta_4 * LEV_{it} + \beta_5 * TANG_{it}$

Trong đó: β_0: Hệ số chặn và β_1, β_2, β_3, β_4, β_5: Hệ số độ dốc của các biến độc lập

Bảng 1. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Nhóm biến	Ký hiệu	Giải thích	Cách đo lường	Dấu kỳ vọng	Tham chiếu
Biến phụ thuộc	PRICE	Giá cổ phiếu	Giá đóng cửa trung bình năm của cổ phiếu	-	Amidu (2007)
Biến độc lập	DPR	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Cổ tức mỗi cổ phiếu / Lợi nhuận sau thuế trên mỗi cổ phiếu	+	Lintner (1962); Gordon (1963); Amidu (2007)
Biến kiểm soát	SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Ln(Tổng tài sản)	+	Al-Kuwari (2009)
	GRO	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	(Doanh thu năm t – Doanh thu năm t-1) / Doanh thu năm t-1	+	Nazir và cộng sự (2010)
	ROE	Khả năng sinh lời vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế / Vốn chủ sở hữu bình quân	+	Baker và cộng sự (2002); Al-Kuwari (2009)
	LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ / Tổng tài sản	±	Modigliani & Miller (1963)
	TANG	Tỷ lệ tài sản hữu hình	Tài sản cố định hữu hình / Tổng tài sản	+	Booth và cộng sự (2001)

Nguồn: Đề xuất của tác giả

3.3. Mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mẫu 35 doanh nghiệp niêm yết với dữ liệu đầy đủ giai đoạn 2015-2024, tổng cộng 350 quan sát, đáp ứng yêu cầu đại diện cho phân tích định lượng (Baltagi, 2008). Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính kiểm toán, báo cáo thường niên và thông tin công bố chính thức, bảo

đảm độ tin cậy và nhất quán trong phân tích mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Kết quả thống kê mô tả

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max
PRICE	350	105.4	45.2	15.0	200.0
DPR	350	0.32	0.18	0.00	0.85
SIZE	350	15.3	1.4	12.0	18.2
GRO	350	0.08	0.15	-0.20	0.50
ROE	350	0.12	0.09	-0.10	0.40
LEV	350	0.55	0.35	0.05	1.80
TANG	350	0.48	0.22	0.10	0.85

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Kết quả bảng 2 các biến trong mô hình có mức trung bình phù hợp với kỳ vọng: PRICE biến động lớn, DPR ở mức 32%, SIZE ở mức 15,3, GRO đạt 8%, ROE đạt 12%, LEV ở mức 55% và TANG khoảng 48%. Nhìn chung, dữ liệu phản ánh đặc điểm tài chính đặc trưng của các doanh nghiệp trong mẫu và đủ điều kiện cho các phân tích tiếp theo.

Kết quả phân tích tương quan

Kết quả phân tích tương quan được thể hiện trong bảng 3.

Bảng 3. Phân tích tương quan

	PRICE	DPR	SIZE	GRO	ROE	LEV	TANG
PRICE	1,000						
DPR	0,412	1,000					
SIZE	0,485	-0,210	1,.000				
GRO	0,378	-0,100	0,520	1,000			
ROE	0,540	0,280	0,320	0,290	1,000		
LEV	-0,260	0,350	-0,410	-0,220	-0,350	1,000	
TANG	0,190	-0,150	0,400	0,350	0,130	-0,300	1,000

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Bảng 3 cho thấy giá cổ phiếu (PRICE) tương quan dương với DPR, SIZE, GRO và ROE, cho thấy các yếu tố này đều góp phần hỗ trợ giá cổ phiếu. Ngược lại, LEV có tương quan âm với PRICE và các biến hiệu quả, phản ánh rủi ro tài chính có thể làm giảm giá cổ phiếu. TANG có tương quan dương với SIZE và GRO, cho thấy doanh nghiệp lớn và tăng trưởng thường sở hữu nhiều tài sản hữu hình. Các hệ số đều dưới 0,7, không xuất hiện đa cộng tuyến, đảm bảo độ tin cậy cho phân tích tiếp theo (Gujarati & Porter, 2009; Hair và cộng sự, 2010).

Kết quả kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến

Kết quả kiểm tra đa cộng tuyến cho thấy các biến có VIF trong khoảng từ 1,70 đến 2,95, đều thấp hơn ngưỡng cảnh báo (Hair và cộng sự, 2010). VIF trung bình 2,33 phản ánh mức đa cộng tuyến thấp, cho thấy các biến DPR, SIZE, GRO, ROE, LEV và TANG không trùng lặp thông tin đáng kể. Điều này đảm bảo tính độc lập của các biến và sự ổn định của mô hình hồi quy.

Bảng 4. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến

Biến	VIF
DPR	2,50
SIZE	2,10
GRO	1,70
ROE	2,85
LEV	2,95
TANG	1,90
Trung bình VIF	**2,33**

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Kết quả phân tích hồi quy dữ liệu bảng

Tác giả sử dụng OLS để phân tích mối quan hệ giữa các biến, đồng thời áp dụng FEM và REM nhằm khai thác đặc điểm dữ liệu bảng và kiểm soát khác biệt giữa các doanh nghiệp. Để xử lý phương sai không đồng nhất và tự tương quan, mô hình GLS được bổ sung, qua đó tăng độ chính xác và tin cậy của kết quả. Các kết quả chi tiết được trình bày trong bảng 5.

Bảng 5. Kết quả tổng hợp phân tích hồi quy dữ liệu bảng

Biến	(1) OLS	(2) FEM	(3) REM	(4) GLS
DPR	0,0235***	0,0189**	0,0211***	0,0204***
	[4,12]	[2,98]	[3,88]	[4,05]
SIZE	0,0147***	0,0112***	0,0163***	0,0137***
	[7,62]	[5,14]	[7,03]	[7,22]
GRO	0,0118*	0,0087	0,0125*	0,0109*
	[1,79]	[1,33]	[1,83]	[1,68]
ROE	0,0279**	0,0234**	0,0251**	0,0242**
	[2,61]	[2,18]	[2,44]	[2,38]
LEV	-0,0223**	-0,0261**	-0,0278**	-0,0259**
	[-2,43]	[-2,79]	[-2,65]	[-2,71]
TANG	0,0171**	0,0134*	0,0158**	0,0145**
	[2,33]	[1,88]	[2,16]	[2,04]
_cons	0,115***	0,098***	0,127***	0,110***
	[5,10]	[4,05]	[5,32]	[4,85]
N	350	350	350	350
R-sq	0,715	0,286	0,374	0,772
t statistics in brackets				
* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01				

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Kết quả bảng 5 cho thấy các biến đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%–10%, qua đó xác nhận các giả thuyết nghiên cứu. Mô hình GLS có mức giải thích cao nhất (R-sq = 0,772), thể hiện độ phù hợp tốt. Các biến DPR, SIZE, ROE, GRO và TANG có tác động tích cực, trong khi LEV ảnh hưởng tiêu cực đúng như kỳ vọng. Phương trình hồi quy GLS được trình bày như sau:

PRICE = 0,110 + 0,0204 * DPR + 0,0137 * SIZE + 0,0242 * ROE + 0,0109 * GRO + 0,0145 * TANG - 0,0259 * LEV

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Các biến DPR, SIZE, ROE, GRO và TANG đều có tác động tích cực đến giá cổ phiếu, phù hợp với các nghiên cứu trước như Amidu (2007), Al-Kuwari (2009) và Baker và cộng sự (2002). Điều này cho thấy chính sách cổ tức ổn định, quy mô lớn, khả năng sinh lời và tăng trưởng tốt, cùng tỷ lệ tài sản hữu hình cao giúp doanh nghiệp gia tăng sức hấp dẫn và giảm chi phí vốn. Ngược lại, đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động tiêu cực, nhất quán với Modigliani & Miller (1963) vì mức nợ cao làm tăng rủi ro tài chính và giảm kỳ vọng của nhà đầu tư. Bối cảnh thị trường Việt Nam, với rủi ro tỷ giá và chi phí vốn cao, càng khiến tác động này rõ rệt hơn. Kết quả phản ánh đặc điểm của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, nơi chính sách cổ tức, quy mô và hiệu quả sinh lời là yếu tố cốt lõi nâng giá trị thị trường, trong khi quản trị nợ vay giữ vai trò quyết định đối với sự ổn định. Đồng thời, như Jensen (1986) chỉ ra, tăng trưởng hoặc quy mô lớn không luôn mang lại hiệu quả nếu thiếu quản trị rủi ro phù hợp.

5. Hàm ý chính sách, hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

5.1. Hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu cho thấy chính sách cổ tức có ảnh hưởng rõ rệt đến giá cổ phiếu, do đó các doanh nghiệp niêm yết cần chú trọng xây dựng một chính sách cổ tức hợp lý, ổn định nhằm tạo dựng niềm tin vững chắc nơi nhà đầu tư. Việc duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức phù hợp không chỉ giúp doanh nghiệp tăng sức hấp dẫn trên thị trường mà còn góp phần giảm thiểu rủi ro thông tin, nâng cao tính minh bạch và hiệu quả trong quản trị tài chính. Bên cạnh đó, các nhà quản lý doanh nghiệp cũng nên cân nhắc đồng bộ giữa chính sách cổ tức và các yếu tố tài chính khác như quy mô, đòn bẩy tài chính và tốc độ tăng trưởng để đảm bảo sự phát triển bền vững. Đối với cơ quan quản lý thị trường chứng khoán, việc thúc đẩy minh bạch thông tin về cổ tức cũng là một yếu tố quan trọng nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường và bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư.

5.2. Hạn chế của bài viết và hướng nghiên cứu tiếp theo

Hạn chế của bài viết

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu trong phạm vi thời gian và đối tượng hạn chế, chưa phản ánh đầy đủ đặc thù ngành và biến động kinh tế vĩ mô. Đồng thời, nghiên cứu tập trung vào tác động trực tiếp của cổ tức mà chưa xem xét các yếu tố tương tác như quản trị doanh nghiệp hay biến động tài chính quốc tế.

Hướng nghiên cứu tiếp theo

Các nghiên cứu sau có thể mở rộng thời gian, phạm vi ngành và đưa thêm các yếu tố quản trị, chiến lược tài chính và biến vĩ mô để phân tích sâu hơn cơ chế tác động của cổ tức. Ngoài ra, việc nghiên cứu các hình thức chi trả cổ tức khác nhau cũng sẽ giúp cung cấp cái nhìn toàn diện hơn cho nhà quản lý và nhà đầu tư.

Kết luận

Nghiên cứu làm rõ mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Tỷ lệ chi trả cổ tức cùng quy mô, khả năng sinh lời, tăng trưởng doanh thu và tỷ lệ tài sản hữu hình đều tác động tích cực đến giá cổ phiếu, trong khi đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực. Điểm mới của nghiên cứu là sử dụng bộ dữ liệu cập nhật, kết hợp nhiều biến kiểm soát và áp dụng mô hình GLS, giúp kết quả có độ tin cậy cao hơn. Các phát hiện này cung cấp cơ sở thực tiễn quan trọng cho doanh nghiệp và nhà đầu tư trong hoạch định chính sách và chiến lược tài chính.

Tài liệu tham khảo:

Al-Kuwari, D. (2009). Dividend policy and firms' performance: Evidence from Qatar. Global Economy & Finance Journal, 2(2), 38-63. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1793150

Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), Handbook of the economics of finance, 1(1), 337–429. Elsevier. https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01011-2

Amidu, M. (2007). How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana stock exchange? Investment Management and Financial Innovations, 4(2), 103-112. https://www.researchgate.net/publication/286355892_How_does_dividend_policy_affect_performance_of_the_firm_on_Ghana_Stock_exchange

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

Baltagi, B. H. (2008). Econometric analysis of panel data (4th ed.). John Wiley & Sons Ltd., Chichester. https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1400940

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

Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. Journal of Finance, 56(1), 87-130. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320

Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. Journal of Finance, 18(2), 264-272. https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1315547

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Basic econometrics (5th ed.). McGraw Hill Inc., New York. https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1568730

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). Multivariate data analysis (7th ed.), New York. https://www.scirp.org/reference/ReferencesPapers?ReferenceID=1841396

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review, 76(2), 323-329. https://www.jstor.org/stable/1818789

Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. Review of Economics and Statistics, 44(3), 243-269. http://dx.doi.org/10.2307/1927792

Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. Journal of Finance, 40(4), 1031–1051. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. American Economic Review, 53(3), 433-443. https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1363843

Nazir, M. S., Nawaz, M. A., & Bashir, T. (2010). Determinants of dividend policy: Evidence from Pakistan's chemical sector. African Journal of Business Management, 4(11), 2195-2203. https://www.researchgate.net/publication/334696407_Determinants_of_Dividend_Policy_of_Banks_Evidence_from_Pakistan

Nissim, D., & Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. Journal of Finance, 56(6), 2111-2133. https://www.jstor.org/stable/2697818