Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Đinh Bảo Ngọc

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng - dinhbaongoc@yahoo.com

Nguyễn Chí Cường

nguyenchicuong36k15.2@gmail.com

Ngày nhận:
17/11/2014
Ngày nhận lại:
01/12/2014
Ngày duyệt đăng:
01/12/2014
Mã số:
1114-G-06

Tóm tắt

Nghiên cứu này tập trung xác định các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp (DN) niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) VN. Tác giả sử dụng dữ liệu bảng dựa trên số liệu từ báo cáo tài chính của 95 DN niêm yết trên TTCK VN giai đoạn 2008-2013 (554 quan sát). Sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), nghiên cứu đã chỉ ra các nhân tố đặc thù của DN như: Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS), khả năng sinh lợi (ROA), và chính sách cổ tức trong quá khứ có tác động đến chính sách cổ tức của DN. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng đã cho thấy các nhân tố vĩ mô: Tốc độ tăng trưởng kinh tế và lãi suất ngân hàng cũng có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các DN này.

Từ khóa:
Chính sách cổ tức, nhân tố ảnh hưởng, dữ liệu bảng, mô hình ảnh hưởng cố định, FEM, mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên, REM.

Keywords:
Dividend policy, determinants, panel data, Fixed Effect Model, Random Effect Model.

Abstract

This research aims to identify determinants of dividend policy of listed firms on the Vietnamese stock market. In order to achieve this objective, the panel data derived from financial statements of 95 listed companies in Vietnam during the period from 2008 to 2013 (554 observations) is analyzed by using two estimation models which are Fixed Effect Model (FEM) and Random Effect Model (REM). Based on this study, we show that the firm-specific factors, such as earning per share (EPS), profitability (ROA), and past dividends and macro-economic factors, such as GDP growth rate and banking interest rate affect dividend policy of the firms.

1. GIỚI THIỆU

Quyết định chính sách cổ tức là một trong ba quyết định quan trọng nhất trong công tác quản trị tài chính DN (bên cạnh các quyết định đầu tư và quyết định tài trợ). Chính sách cổ tức có những tác động rất lớn đến quá trình hoạt động, tồn tại và phát triển của DN trên nhiều phương diện. Xác định được các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức sẽ giúp cho DN xây dựng cho mình một chính sách cổ tức hợp lí.

Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu lí thuyết cũng như thực nghiệm liên quan đến chính sách cổ tức của DN. Tuy nhiên, kết quả của một số nghiên cứu thực nghiệm khác biệt so với nghiên cứu lí thuyết cũng như không tương đồng trong những điều kiện khác nhau. Thật vậy, lí thuyết của Miller & Modigliani (1961) cho rằng chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị của DN; trong khi đó, một số nghiên cứu thực nghiệm khác như: Partington (1985), Baskin (1989)... đã tìm thấy mối liên hệ giữa chính sách cổ tức và sự biến động giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu của Brittain (1964), Naeem & Nasr (2007), Sumaiya (2013) cho thấy khả năng sinh lợi (ROA, ROE) của DN có quan hệ tỉ lệ thuận đến chính sách cổ tức của DN trong khi nghiên cứu của Franklin & Muthusamy (2010) kết luận tồn tại mối quan hệ tỉ lệ nghịch (-) giữa nhân tố này và chính sách cổ tức. Ngoài ra, đa số các nghiên cứu thực nghiệm tập trung phân tích những nhân tố đặc thù của DN, chưa tính đến những tác động từ các nhân tố vĩ mô. Tại VN, hiện vẫn chưa có nhiều nghiên cứu (đặc biệt là các nghiên cứu định lượng) liên quan đến vấn đề này.

Nghiên cứu này tập trung phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các DN niêm yết trên TTCK VN (trên cả 2 sàn HOSE và HNX). Những kết quả của nghiên cứu sẽ giúp cho các DN xây dựng cho mình một chính sách cổ tức hợp lí, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh, nhất là trước thực trạng không ít các DN đang tìm cách vượt qua nhiều khó khăn hiện tại.

2. CƠ SỞ LÍ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

Chính sách cổ tức là chính sách ấn định phân phối giữa lợi nhuận giữ lại tái đầu tư và chi trả cổ tức cho cổ đông. Lợi nhuận giữ lại sẽ được tái đầu tư, cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng trong tương lai, trong khi cổ tức cung cấp cho nhà đầu tư nguồn thu nhập hiện tại.

2.1. Các lí thuyết về chính sách cổ tức

2.1.1. Lí thuyết của Modigliani & Miller (1961)

Những nghiên cứu lí thuyết ban đầu về chính sách cổ tức liên quan đến việc dự báo về tác động của chính sách cổ tức đến giá trị DN. Theo lí thuyết của Miller & Modigliani (M&M), chính sách cổ tức hoàn toàn không làm ảnh hưởng đến giá trị của DN, trong điều kiện giả định thị trường vốn hoàn hảo. Các thay đổi quan sát được trong giá trị DN là kết quả của các quyết định cổ tức thật ra là do nội dung hàm chứa thông tin hay các tác động phát tín hiệu của chính sách cổ tức, có nghĩa là các thay đổi trong chi trả cổ tức là một tín hiệu cho các nhà đầu tư đối với đánh giá của ban điều hành về lợi nhuận và dòng tiền tương lai của công ty.

M&M dựa vào lập luận hiệu ứng khách hàng để bảo vệ cho kết luận của mình. Nếu công ty thay đổi chính sách cổ tức có thể mất một số cổ đông lựa chọn đầu tư vào các công ty khác có cổ tức hấp dẫn hơn. Do đó, giá cổ phần sụt giảm tạm thời. Tuy nhiên sẽ có các nhà đầu tư khác thích chính sách cổ tức mới sẽ cho rằng cổ phần của công ty bị bán dưới giá và sẽ mua thêm cổ phần. Theo giả định, các giao dịch này diễn ra tức khắc và không tốn phí, kết quả là giá trị cổ phần giữ nguyên không đổi.

2.1.2. Lí thuyết của Gordon (1963) và Lintner (1956)

Ngược lại với Miller & Modigliani (1961), Gordon (1963) và Lintner (1956) lại cho rằng khi những giả định về thị trường hoàn hảo của mô hình M&M không tồn tại, chính sách cổ tức sẽ trở nên quan trọng hơn và có tác động rõ rệt đến giá trị DN. Với lí thuyết chính sách cổ tức tiền mặt cao (Bird-in-the-hand), Gordon (1963) lập luận rằng tồn tại mối quan hệ giữa giá trị DN và chính sách cổ tức là do:

- Tâm lí không thích rủi ro của nhà đầu tư: Một cách cụ thể, Gordon khẳng định rằng các cổ đông không muốn rủi ro khi đầu tư thì họ có thể thích một mức cổ tức nào đó hơn là hứa hẹn lãi vốn trong tương lai vì cổ tức là các thu nhập thường xuyên, chắc chắn, trong khi lãi vốn trong tương lai ít chắc chắn hơn. Theo Gordon, cổ tức làm giảm tính bất trắc của các cổ đông, cho phép chiết khấu lợi nhuận tương lai của công ty với một tỉ lệ thấp hơn, do đó làm tăng giá trị của công ty, và ngược lại.

- Thuế: Trong môi trường có thuế, việc chi trả cổ tức cao hơn sẽ làm giảm giá trị của DN. Lập luận này dựa trên sự tác động có thể có của chính sách thuế tại một quốc gia đối với các thu nhập cổ tức và lãi vốn, mà chủ yếu tập trung vào chính sách thuế của Mỹ, ở đó thuế suất đánh trên thu nhập từ cổ tức cao hơn thu nhập từ lãi vốn trong nhiều thập niên.

- Các chi phí giao dịch: Trên thực tế, việc tồn tại chi phí giao dịch khiến cho các nhà đầu tư phải quan tâm tới việc họ được nhận cổ tức bằng tiền mặt hay lãi vốn. Các

khoản chi phí môi giới làm cho việc bán cổ phần bị tốn kém và không thể thay thế một cách hoàn hảo cho các chi trả cổ tức thường xuyên.

- Các chi phí phát hành: Sự hiện diện của chi phí phát hành khi bán cổ phần mới cũng có khuynh hướng làm cho các công ty ưa thích giữ lại lợi nhuận hơn. Đơn giản là bởi vì, khi có cơ hội đầu tư nếu phải huy động vốn cổ phần từ bên ngoài sẽ làm cho công ty tốn chi phí phát hành, làm tăng chi phí sử dụng vốn và làm giảm giá trị của công ty.

- Các chi phí đại diện: Việc chi trả cổ tức làm giảm số lượng lợi nhuận giữ lại có sẵn để tái đầu tư và đòi hỏi phải sử dụng nhiều vốn cổ phần từ bên ngoài hơn để tài trợ tăng trưởng. Việc huy động vốn cổ phần từ bên ngoài (như bán cổ phần thường) trong các thị trường vốn làm cho công ty phải chịu sự giám sát kĩ lưỡng của các cơ quan điều phối. Nhờ thế sẽ làm giảm chi phí đại diện giữa các cổ đông (chủ sở hữu) và người quản lí công ty vì đã có người giám sát rồi.

2.2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Lintner là một trong những người nghiên cứu tiên phong về chính sách cổ tức. Thông qua việc khảo sát quan điểm của các nhà quản lí DN Mỹ về chính sách cổ tức năm 1956, nghiên cứu của Lintner cho rằng các nhà quản lí thường tin rằng cổ đông thích cổ tức ổn định, đồng nghĩa với sự tăng trưởng ổn định của công ty. Ngoài ra, các nhà quản lí hiểu rằng việc cắt giảm cổ tức là điều phải hạn chế, vì thế cho dù trong ngắn hạn thu nhập của công ty có thể tăng cao nhưng công ty chỉ nên tăng cổ tức từ từ nhằm tránh những thay đổi đột biến trong chính sách cổ tức do hiện tượng thu nhập tăng nhưng không bền. Lintner đã thiết lập mô hình thể hiện mức thay đổi cổ tức công ty:

$$\mathbf{Dt = \beta_0 + \beta_1 * Lợi\ nhuận + \beta_2 * Cổ\ tức\ trong\ quá\ khứ + e_t}$$

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện nhằm tìm hiểu những vấn đề về chính sách cổ tức nhất là từ khi nghiên cứu lí thuyết của Miller & Modigliani (1961) được công bố. Đa số các nghiên cứu tập trung vào các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của DN. Kết quả của những nghiên cứu thực nghiệm này cho thấy chính sách cổ tức của DN chịu ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố, bao gồm:

Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) và khả năng sinh lợi (ROA, ROE) của DN: Nguồn tiền mặt để chi trả cổ tức tùy thuộc vào thu nhập và mức độ sinh lợi mà DN đạt được trong năm tài chính đó. Khi thu nhập và khả năng sinh lợi DN đạt được càng cao, họ càng có nhiều cơ hội lựa chọn và chủ động hơn trong việc ra các quyết định liên

quan đến cổ tức. Kết quả nghiên cứu của Lintner (1956) và Brittain (1964) cho thấy ROA và ROE có ảnh hưởng thuận chiều đến chính sách cổ tức (được đo lường thông qua mức biến động của cổ tức được chi trả hàng năm) của các công ty Mỹ giai đoạn 1919-1960. Nghiên cứu của Naeem & Nasr (2007) tại Pakistan và Bose & Husain (2011) tại Ấn Độ đã tìm thấy những kết quả tương đồng. Tại VN, nghiên cứu của Lê Thảo Vy & cộng sự (2010) cũng chỉ rõ thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) và khả năng sinh lợi ROE có mối tương quan cùng chiều đến chính sách cổ tức của DN. Trong khi đó, nghiên cứu của Franklin & Muthusamy (2010) lại phủ nhận quan điểm này và kết luận tồn tại mối quan hệ tỉ lệ nghịch (-) giữa các nhân tố này và chính sách cổ tức.

Cơ hội tăng trưởng: Thông thường, các DN tăng trưởng nhanh thường có nhu cầu vốn lớn để tài trợ cho các cơ hội đầu tư mới. Vì vậy, DN thường giữ lại phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư và hạn chế việc chia cổ tức cũng như tránh phát hành cổ phần mới ra công chúng vì vừa gây tốn kém về mặt chi phí, vừa mất thời gian và công sức. Hơn nữa, huy động nguồn vốn bên ngoài luôn đắt hơn nguồn vốn được tài trợ từ lợi nhuận của chính DN. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp, khi DN đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu nhanh đồng nghĩa với sự tăng trưởng mạnh trong thu nhập, DN cũng cân nhắc đến việc chi trả cổ tức cao cho các cổ đông và nhà đầu tư. Nghiên cứu thực nghiệm của Saxena (1999) tiến hành trên 333 công ty trong giai đoạn 1981-1990 tại Mỹ hay kết quả thực nghiệm của Bose & Husain (2011) đã kiểm chứng điều này. Trong khi đó, kết quả nghiên cứu của Franklin & Muthusamy (2010) tại thị trường Ấn Độ lại chỉ ra một xu hướng trái ngược.

Giá thị trường/thu nhập trên mỗi cổ phần (P/E): Chỉ tiêu này được tính bằng tỉ lệ giữa giá thị trường của cổ phiếu trên EPS của cổ phiếu đó trong năm tài chính. Hệ số P/E cao có thể được nhìn nhận như một dấu hiệu của khả năng rủi ro DN thấp và tỉ lệ cổ tức chi trả trong năm đó cao. Song cũng có quan điểm cho rằng hệ số này cao sẽ phản ánh cơ hội tăng trưởng, do đó DN có xu hướng giữ lại lợi nhuận. Nghiên cứu của Friend & Puckett (1964) đã chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa P/E và chính sách cổ tức (được đo lường thông qua tỉ lệ trả cổ tức). Ngược lại, Franklin & Muthusamy (2010) lại cho rằng mối quan hệ này là nghịch chiều.

Quy mô DN: DN có quy mô càng lớn thì uy tín trên thị trường tín dụng càng cao. Vì vậy, các DN lớn thường dễ dàng hơn trong việc tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài. Do đó, việc giữ lại lợi nhuận để mở rộng sản xuất kinh doanh và tài trợ cho các dự án thường không phải là lựa chọn duy nhất của các DN có quy mô lớn (khác với trường

hợp các DN quy mô nhỏ). Thật vậy, Husam & Al-Malkawi (2007) tiến hành nghiên cứu hành vi trả cổ tức của các DN Jordan và ghi nhận mối quan hệ tỉ lệ thuận giữa quy mô DN và chính sách cổ tức. Tuy nhiên, nghiên cứu của Ahmed & Javid (2009) về các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Pakistan hay nghiên cứu của Sumaiya (2013) tại Bangladesh đã tìm thấy mối quan hệ tỉ lệ nghịch giữa quy mô DN và chính sách cổ tức (được đo lường thông qua chỉ tiêu tỉ suất cổ tức). Quan điểm này cho rằng các DN có quy mô lớn thường là những DN có cổ phiếu được niêm yết và mua bán rộng rãi trên TTCK. Điều này cho phép các DN quy mô lớn không nhất thiết phải công bố một tỉ lệ cổ tức tiền mặt quá cao vì giá cổ phiếu mới là điều mà các nhà đầu tư quan tâm hơn cả (lợi nhuận từ việc chuyển giao và mua bán cổ phiếu) chứ không phải chỉ đơn thuần là cổ tức. Trong khi đó, nghiên cứu của Eriotis (2005) tại Hy Lạp và Franklin & Muthusamy (2010) tại Ấn Độ khẳng định nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức sẽ khác nhau tùy thuộc vào điều kiện cụ thể của từng nước.

Cấu trúc tài chính của DN: Các DN có nguồn vốn tài trợ chủ yếu bằng nợ là những DN phải chịu áp lực về trả lãi vay và cả việc chi trả vốn gốc. Áp lực nợ phải trả lớn đã bóp nhỏ dòng tiền thực có thể sử dụng cho công tác phân phối lợi nhuận, dẫn đến kết quả là tỉ lệ cổ tức tiền mặt của những công ty này thường không cao. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Asif & cộng sự (2011) đã cho thấy mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và chính sách cổ tức của các công ty Pakistan niêm yết trong khoảng thời gian 2002-2008.

Cổ tức trong quá khứ: Lintner (1956) cho rằng rất khó để DN đưa ra một mức cổ tức cao hơn so với mức cổ tức được công bố của năm kề trước trừ khi họ chắc chắn về sự tăng trưởng bền vững của DN. Ngược lại, một sự đi xuống của tỉ lệ cổ tức tiền mặt so với năm trước cũng là một điều tối kị trong việc hoạch định chính sách cổ tức DN. Như vậy, chính sách cổ tức năm nay bị chính sách cổ tức năm trước chi phối chặt chẽ. Tương tự như Lintner (1956) và Brittain (1966) cũng đã thừa nhận cổ tức giai đoạn liền trước là một biến quan trọng tham gia vào hai mô hình nghiên cứu chính sách cổ tức của mình (Brittain's Cash Flow Model và Brittain's Explicit Depreciation Model). Các nghiên cứu thực nghiệm của Naceur & cộng sự (2006) tiến hành tại Tunisia, Naeem & Nasr (2007) tại Pakistan, Musa (2009) và Okpara (2010) tại Nigeria đã chứng thực tác động của nhân tố này đến chính sách cổ tức của các DN trên thực tế.

3. PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Các biến trong nghiên cứu này được lựa chọn dựa trên các nghiên cứu lí thuyết và thực nghiệm trước đây về các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức được trình bày tóm tắt ở Bảng 1 cũng như kết hợp với tình hình thực tế của các DN tại VN. Đặc biệt, hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt là hình thức phổ biến nhất trong môi trường kinh doanh VN, vì vậy, những nội dung tiếp theo chủ yếu trình bày về cổ tức tiền mặt.

Biến phụ thuộc:

Chính sách cổ tức: Được đo lường thông qua chỉ tiêu Tỉ suất cổ tức (Dividend Yield)

$$\text{Tỉ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức hàng năm bằng tiền mặt}}{\text{Giá cổ phiếu hiện tại}}$$

Biến độc lập:

Các biến độc lập thuộc nhóm các nhân tố nội tại của DN được lựa chọn dựa vào lí thuyết và chủ yếu là kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm. Ngoài ra, căn cứ vào điều kiện thực tế tại VN, các biến liên quan đến điều kiện vĩ mô (Tốc độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô, lạm phát của nền kinh tế và lãi suất ngân hàng) được tác giả bổ sung vào mô hình nghiên cứu. Các biến độc lập của mô hình nghiên cứu bao gồm:

- Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)
- Khả năng sinh lợi của DN (ROA)
- Cơ hội tăng trưởng (GROW)
- Giá thị trường/thu nhập trên mỗi cổ phần (PE)
- Quy mô DN (SIZE)
- Cấu trúc tài chính của DN (CAP)
- Chính sách cổ tức của giai đoạn liền trước (DY_{t-1})
- Tốc độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô (GDP)
- Lạm phát của nền kinh tế (CPI)
- Lãi suất ngân hàng (INTEREST_RATE)

Các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu được mô tả cụ thể trên Bảng 1.

Bảng 1. Cách tính và kỳ vọng về dấu của các biến

Biến	Mã biến	Cách tính	Kỳ vọng dấu
Thu nhập trên mỗi cổ phần	EPS	EPS	(+)
Khả năng sinh lợi của DN	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	(+)
Cơ hội tăng trưởng	GROW	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	(+) / (-)
Giá thị trường/thu nhập trên mỗi cổ phần	PE	Giá thị trường/Lợi nhuận ròng trên mỗi cổ phần	(+) / (-)
Quy mô DN	SIZE	Ln(Tổng doanh thu)	(+) / (-)
Cấu trúc tài chính của DN	CAP	Tỉ lệ nợ/ tổng tài sản	(-)
Chính sách cổ tức giai đoạn liền trước	DY_{t-1}	DY năm liền trước	(+)
Tốc độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô	GDP	Tốc độ tăng trưởng GDP (theo giá hiện hành)	(-)
Lạm phát	CPI	Chỉ số CPI	(-)
Lãi suất ngân hàng	INTEREST_RATE	Lãi suất liên ngân hàng kì hạn 12 tháng	(-)

Nghiên cứu tiến hành hồi quy hai mô hình: Mô hình nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM).

Mô hình hồi quy dữ liệu bảng có dạng như sau:

$$Y_{it} = C_i + \beta X_{it} + u_{it}$$

Trong đó,

Y_{it}: Giá trị của biến phụ thuộc ứng với DN i vào thời gian t.

X_{it} : Giá trị biến độc lập đại diện cho các nhân tố ảnh hưởng đến biến phụ thuộc của DN i vào thời gian t.

Phương pháp hồi quy bội (OLS) truyền thống không phù hợp và bộc lộ nhiều khuyết điểm trong phân tích hồi quy trên thực tế, đặc biệt đối với dữ liệu bảng. Để khắc phục vấn đề này, với giả định mỗi thực thể đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến biến giải thích, mô hình FEM phân tích mối tương quan này giữa phần dư mỗi thực thể với các biến giải thích và qua đó kiểm soát, tách ảnh hưởng của

các đặc điểm riêng biệt (không đổi theo thời gian) ra khỏi các biến giải thích để có thể ước lượng những ảnh hưởng thực (Net Effect) của biến giải thích lên biến phụ thuộc. Trong khi đó, mô hình REM lại dựa vào giả thiết rằng sự khác biệt giữa các thực thể được chứa đựng trong phần sai số ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Do đó, thay vì C_i cố định, mô hình giả định C_i là một biến ngẫu nhiên với giá trị trung bình là C. Khi đó, giá trị hệ số chặn là $C_i = C + \varepsilon_i$, trong đó ε_i là sai số ngẫu nhiên có trung bình bằng 0 và phương sai là σ^2.

Kiểm định Hausman được sử dụng nhằm lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM là phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu với giả thiết:

H_0: Ước lượng của FEM và REM là không khác nhau.

H_1: Ước lượng của FEM và REM là khác nhau.

Nếu p-value < α, H_0 bị bác bỏ. Khi đó, mô hình REM không hợp lí, nên mô hình FEM được lựa chọn. Ngược lại, mô hình REM phù hợp hơn để lựa chọn nếu chấp nhận giả thuyết H_0.

Cuối cùng, để tăng tính chính xác và khả năng tin cậy của kết quả hồi quy, tác giả tiếp tục thực hiện kiểm định Robustness cho kết quả của mô hình hồi quy được lựa chọn.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu của nghiên cứu này được thu thập dựa vào các báo cáo tài chính của 95 công ty niêm yết trên TTCK VN (cả 2 sàn chứng khoán HOSE và HNX) trong 6 năm, từ 2008 đến 2013. Các DN này được lựa chọn dựa trên tiêu chí: DN niêm yết cung cấp đầy đủ thông tin cần thiết phục vụ cho mục đích nghiên cứu, đặc biệt là các thông tin liên quan đến chính sách cổ tức của DN.

Trong quá trình thu thập dữ liệu, nhiều DN không có dữ liệu đầy đủ trong các năm nghiên cứu, do vậy dữ liệu thu thập được cho nghiên cứu này là dữ liệu bảng (Panel Data) không cân bằng với trục không gian là 95 DN và trục thời gian là 6 năm liên tiếp 2008-2013 (tổng cộng 554 quan sát).

Các dữ liệu liên quan đến các biến vĩ mô được thu thập từ nguồn Tổng cục Thống kê các năm.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Hiện nay, các công ty niêm yết trên TTCK VN nói chung thực hiện chi trả cổ tức bằng nhiều hình thức: Chi trả cổ tức bằng tiền mặt, chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và nhiều công ty sử dụng kết hợp cả 2 hình thức trên. Tuy nhiên, hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt vẫn chiếm ưu thế hơn cả.

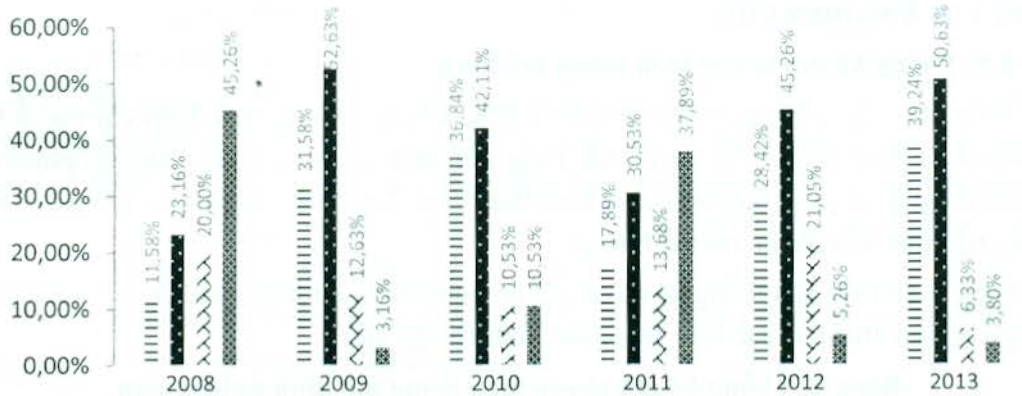
Bảng 2 cho kết quả thống kê mô tả giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của các biến trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Số quan sát	GT trung bình	Độ lệch chuẩn	GT nhỏ nhất	GT lớn nhất
DY(%)	554	13,22	10,93	0	91
EPS (đồng)	554	3.090,7	2.325,49	-1.940	18.660
ROA (%)	554	10,51	8,892	8	56
GROW (%)	554	17,05	1,44	-100	208
PE	554	7,86	46,48	-297,6	869,2
SIZE (tỉ đồng)	554	2.034	4.101	1,298	30.949
CAP (%)	554	44,08	23,09	4	96
DY_{t-1} (%)	554	12,86	11,04	0	90,9
GDP (%)	554	5,84	6,41	5,03	6,78
CPI (%)	554	13,31	6,37	6,81	22,97
INTEREST_RATE (%/năm)	554	11,64	2,17	8,47	14,37

Nguồn: Tính toán của tác giả từ mẫu nghiên cứu

Các DN niêm yết trên TTCK VN thường thực hiện chi trả cổ tức hằng năm tại một số thời điểm nhất định. Thông thường, các công ty này thường chia cổ tức vào 2 đợt: Đợt 1 (thường vào các tháng 3,4) và Đợt 2 (thường vào các tháng 7,8).



	2008	2009	2010	2011	2012	2013
= 0-7%	11,58%	31,58%	36,84%	17,89%	28,42%	39,24%
7-15%	23,16%	52,63%	42,11%	30,53%	45,26%	50,63%
15-20%	20,00%	12,63%	10,53%	13,68%	21,05%	6,33%
>20%	45,26%	3,16%	10,53%	37,89%	5,26%	3,80%

Hình 1. Tỉ suất cổ tức của các DN

Nguồn: Tính toán của tác giả từ mẫu nghiên cứu

Nhìn vào Hình 1, có thể nhận thấy rằng các DN niêm yết trên TTCK VN có tỉ suất cổ tức tập trung ở mức 7%-15% (chiếm đa số trong giai đoạn nghiên cứu 2008-2013), với mức tỉ suất cổ tức trung bình là 13,22%. Trong giai đoạn này, nhìn chung tỉ lệ chi trả cổ tức của các DN còn ở mức tương đối thấp. Thật vậy, số lượng các DN áp dụng mức chi trả cổ tức tiền mặt thấp (7%-15%) chiếm tỉ trọng cao (từ năm 2009 đến 2013 số lượng DN có mức chi trả cổ tức thuộc nhóm này chiếm tỉ trọng cao nhất trong tổng số các DN nghiên cứu). Không những vậy, tồn tại một số DN không thực hiện chia cổ tức hoặc chỉ chia cổ tức ở tỉ lệ rất thấp. Hơn nữa, số lượng các DN thực hiện chia cổ tức tiền mặt ở mức 15-20% và trên 20% trong giai đoạn này có xu hướng sụt giảm. Sau 6 năm, tỉ lệ các công ty thực hiện chia cổ tức thuộc nhóm có tỉ suất cổ tức tương đối cao (trên 15%) giảm mạnh đến mức chỉ còn chiếm hơn 10% tổng số DN trong năm 2013.

Có thể nói, số lượng các DN thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt thấp có xu hướng tăng lên và số lượng các DN thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt tương đối cao giảm xuống là một thực trạng khó thể tránh khỏi trong giai đoạn 2008-2013 của các DN niêm yết trên TTCK VN. Điều này trước hết được lí giải bởi sự ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu đến tình hình kinh tế thế giới nói chung và VN nói riêng. Trong những năm qua, tình hình lạm phát tăng cao, sự biến động của thị

trường tiền tệ, bất động sản, thị trường vàng và ngoại tệ, sự gia tăng của chi phí đầu vào... đã gây ra nhiều khó khăn cho DN, từ đó dẫn đến sự sụt giảm doanh thu, lợi nhuận. Chính vì vậy, sự cắt giảm chi trả cổ tức của các DN này là một điều không thể tránh khỏi.

4.2. Kết quả nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

Nghiên cứu kiểm tra khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập được trình bày ở Bảng 3. Kết quả cho thấy tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến giữa hai biến độc lập: Lạm phát (CPI) và Lãi suất ngân hàng (INTEREST_RATE) với hệ số tương quan $r_{CPI,INTEREST} = 0,90$ (>0,8). Tiến hành kiểm định độ phù hợp giữa 2 biến đối với mô hình hồi quy, tác giả đã lựa chọn biến INTEREST và loại biến CPI ra khỏi mô hình để tiếp tục tiến hành hồi quy hai mô hình ảnh hưởng FEM và REM.

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	DY	EPS	ROA	GROW	PE	SIZE	CAP	DYt_1	GDP	CPI	INTEREST
DY	1										
EPS	0,05	1									
ROA	0,16	0,71	1								
GROW	0,05	0,12	0,13	1							
PE	-0,09	-0,09	-0,09	-0,08	1						
SIZE	-0,20	0,12	-0,05	0,20	0,08	1					
CAP	-0,01	-0,22	-0,50	0,16	0,07	0,40	1				
DY_{t-1}	0,11	0,49	0,47	-0,05	-0,05	0,07	-0,02	1			
GDP	0,15	0,00	0,06	0,22	0,06	-0,05	-0,01	-0,33	1		
CPI	0,41	-0,08	0,03	0,19	0,02	-0,06	-0,01	-0,33	0,60	1	
INTEREST_RATE	0,37	-0,04	0,04	0,17	0,03	-0,06	-0,02	-0,25	0,53	0,90	1

Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy của các mô hình xác định nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt của các DN niêm yết trên TTCK VN được biểu hiện thông qua Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả hồi quy và kiểm định Hausman

Biến phụ thuộc: DY Biến độc lập	Mô hình hồi quy	
	FEM	**REM**
Hằng số (C)	-0,0829 (0,6365)	0,0313 (0,5471)
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	0,0096** (0,0107)	-0,0022 (0,3118)
Khả năng sinh lợi của DN (ROA)	0,4852***(0,0000)	0,2554*** (0,0002)
Cơ hội tăng trưởng (GROW)	0,0025 (0,8467)	-0,0019 (0,8620)
Giá thị trường/thu nhập mỗi cổ phần (PE)	-9,65E-5 (0,2856)	-0,0002**(0,0255)
Quy mô DN (SIZE)	0,0036 (0,8963)	-0,0268***(0,0000)
Cấu trúc vốn của DN (CAP)	0,0183 (0,7082)	0,0779***(0,0002)
Chính sách cổ tức tiền mặt giai đoạn liền trước (DY_{t-1})	0,1955*** (0,0000)	0,2254*** (0,0000)
Tốc độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô (GDP)	-2,2619***(0,0028)	-0,0123 (0,9865)
Lãi suất ngân hàng (INTEREST_RATE)	1,4309*** (0,0000)	1,6063*** (0,0000)
R^2	0,5382	0,2648
R^2 hiệu chỉnh	0,4325	0,2526
Xác suất (Thống kê F)	0,0000	0,0000
Số quan sát	554	554
Kiểm định Hausman		
λ^2	254,4596	
Prob. > λ^2	0,0000	

Ghi chú: *,**,***: tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

Sau khi kiểm định Hausman được thực hiện, kết quả cho thấy mô hình phù hợp để phân tích nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức trong nghiên cứu này là mô hình ảnh hưởng cố định (FEM).

Tác giả tiếp tục thực hiện hồi quy mô hình này lần thứ 2 với thao tác loại bỏ các biến không có ý nghĩa trong mô hình trước và thực hiện ước lượng vững với Option Robust nhằm khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Bảng 5. Kết quả hồi quy lần 2 với Option Robust

Biến phụ thuộc: DY Biến độc lập	Mô hình hồi quy
	FEM
Hằng số (C)	0,1141*** (0,008)
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	0,0091** (0,009)
Khả năng sinh lợi của DN (ROA)	0,4852***(0,012)
Chính sách cổ tức tiền mặt giai đoạn liền trước (DY_{t-1})	0,1955*** (0,002)
Tốc độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô (GDP)	-2,2619***(0,003)
Lãi suất ngân hàng (INTEREST_RATE)	1,4309*** (0,000)
R^2	0,5166
R^2 hiệu chỉnh	0,4256
Xác suất (Thống kê F)	0,0000
Số quan sát	554

Ghi chú: *,**,***: tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

Kết quả của mô hình này cho thấy sự tác động của các biến đến chính sách cổ tức như sau:

Thu nhập trên mỗi cổ phần của DN có tác động thuận chiều (+) đến chính sách cổ tức của DN với mức ý nghĩa là 5%. Điều này cho thấy EPS của DN càng cao thì tỉ lệ chi trả cổ tức của DN càng có xu hướng tăng lên. Điều này cho thấy trước khi đưa ra các quyết định về chính sách cổ tức tiền mặt của DN, các nhà quản trị tài chính thường dựa trên thu nhập của DN trong năm hoạt động đó để xác định một tỉ lệ cổ tức tiền mặt sao cho thích hợp với khả năng tài chính của DN. DN chỉ thực sự cắt giảm cổ tức nếu như tình hình tài chính đối diện với nhiều khó khăn và thu nhập mà DN đạt được đang trong tình trạng thực sự thua lỗ. Kết quả đạt được phù hợp với nghiên cứu của Mishra & Narender (1996) tại Ấn Độ và nhóm nghiên cứu Lê Thảo Vy & cộng sự (2010) tại

VN. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu này trái ngược với kết luận của Franklin & Muthusamy (2010).

- Khả năng sinh lợi (ROA) của DN có tác động thuận chiều (+) đến chính sách cổ tức của DN với mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu cho thấy các DN có khả năng sinh lợi càng cao hay hiệu quả hoạt động sản xuất - kinh doanh càng lớn thì thường có khuynh hướng chia nhiều cổ tức tiền mặt hơn cho các cổ đông. Kết quả đạt được phù hợp với lí thuyết của Lintner (1956) và nghiên cứu thực nghiệm của nhóm nghiên cứu Lê Thảo Vy & cộng sự (2010) tại VN.

- Chính sách cổ tức giai đoạn liền trước có tác động thuận chiều (+) đến chính sách cổ tức trong năm hiện tại của DN với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với lí thuyết về chính sách cổ tức của Lintner (1956) khi cho rằng rất khó cho các nhà quản trị DN đưa ra một mức cổ tức cao hơn so với mức cổ tức được công bố của năm kề trước trừ khi họ chắc chắn rằng lợi nhuận của DN sẽ đạt mức tăng trưởng rất cao trong những năm đến.Sự sụt giảm của tỉ lệ cổ tức tiền mặt trong năm này đối với năm trước cũng là một điều cần hạn chế trong việc hoạch định chính sách cổ tức DN, vì điều này ảnh hưởng rất lớn đến uy tín, hình ảnh và cả giá trị của cổ phiếu DN trên thị trường. Chính vì thế, chính sách cổ tức năm nay chịu sự chi phối một cách chặt chẽ theo hướng thuận chiều của chính sách cổ tức năm trước. Không chỉ phù hợp với lí thuyết của Lintner (1956), kết quả nghiên cứu này còn tương đồng với nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới như: Naceur & cộng sự (2006), Naeem & Nasr (2007), Ahmed & Javid (2009), Musa (2009), Okpara (2010).

- Tốc độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô có tác động nghịch chiều (-) đến chính sách cổ tức của DN với mức ý nghĩa 1%. Điều này có thể được lí giải: Trong điều kiện nền kinh tế vĩ mô có những dấu hiệu tốt, nền kinh tế ở vào thời kì tăng trưởng với tốc độ cao, như vậy sẽ có nhiều cơ hội đầu tư, từ đó hứa hẹn đem lại nhiều lợi nhuận cho các DN trong tương lai. Do đó, các DN sẽ cân nhắc hơn trong quyết định tỉ lệ chi trả cổ tức, sẽ hạn chế việc chi trả cổ tức tiền mặt cho các cổ đông mà thay vào đó sẽ đem tái đầu tư phần lớn lợi nhuận sau thuế mà DN đạt được để tìm kiếm những cơ hội tăng trưởng hấp dẫn hơn trong tương lai.

- Lãi suất ngân hàng trên thị trường có tác động thuận chiều (+) đến chính sách cổ tức của DN với mức ý nghĩa 1%. Trên thực tế, các nhà đầu tư luôn xem lãi suất ngân hàng là tỉ suất sinh lợi ít rủi ro và mọi tỉ suất sinh lợi từ các hoạt động đầu tư khác đều so sánh với lãi suất này. Vì thế, để thu hút các nhà đầu tư mua cổ phiếu, các DN luôn

nỗ lực đưa ra một tỉ suất cổ tức lớn hơn mức lãi suất thị trường. Bên cạnh đó, tín hiệu tích cực từ chính sách cổ tức tiền mặt cao cũng tác động tốt đến uy tín của DN, từ đó làm tăng giá trị thị trường của cổ phiếu. Như vậy, khi lãi suất ngân hàng có xu hướng tăng lên, các DN cũng thường cố gắng gia tăng mức cổ tức tiền mặt chi trả trên mỗi cổ phần.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy các biến khác trong mô hình (Cơ hội tăng trưởng, Giá thị trường/thu nhập mỗi cổ phần, Quy mô DN, Cấu trúc tài chính) mặc dù có mối tương quan dương/âm với Chính sách cổ tức nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Những kết quả này cũng có thể tương đồng hay khác biệt so với kết quả của những nghiên cứu thực nghiệm trước do sự khác nhau của điều kiện thị trường, quy mô mẫu, đặc thù ngành hay thời gian nghiên cứu. Chẳng hạn như: Biến Cơ hội tăng trưởng của DN cũng có tác động thuận chiều (+) đến Chính sách cổ tức của DN nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Kết luận này của nghiên cứu không tương đồng với nghiên cứu của Saxena (1999), Bose & Huisain (2011) khi cho rằng: DN đạt được doanh thu có tốc độ tăng trưởng càng cao thì tỉ lệ chi trả cổ tức của DN càng cao. Tương tự, kết luận này cũng không phù hợp với kết quả nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2013) được thực hiện tại VN. Sự khác biệt này có thể được giải thích do sự khác nhau về thời gian nghiên cứu cũng như đặc thù riêng của các công ty được chọn làm mẫu trong nghiên cứu này.

5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

5.1. Kết luận

Nghiên cứu tập trung xác định các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các DN niêm yết trên TTCK VN trong khoảng thời gian 2008-2013. Nhìn chung, các DN niêm yết ở VN có tỉ lệ chi trả cổ tức thấp và sự chênh lệch giữa các DN không quá lớn. Cụ thể, đa số các DN có tỉ suất cổ tức ở mức 7%-15%, tỉ suất cổ tức bình quân của các DN này là 13,22%. Bên cạnh đó, trong giai đoạn nghiên cứu, tỉ suất cổ tức tiền mặt chi trả của mỗi DN thường thay đổi không đáng kể. Điều này phù hợp với đặc điểm của chính sách cổ tức về mặt lí thuyết: Tỉ lệ chi trả cổ tức của một DN thường ổn định và có khuynh hướng theo sau lợi nhuận.

Kết quả hồi quy của các mô hình xác định nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của nghiên cứu này cho thấy sự tác động có ý nghĩa thống kê của các nhân tố như: Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS), khả năng sinh lợi (ROA) và chính sách cổ tức trong quá khứ của DN, cũng như tốc độ tăng trưởng kinh tế và lãi suất ngân hàng đến tỉ suất cổ

tức của các DN niêm yết trên TTCK VN. Thu nhập trên mỗi cổ phần, khả năng sinh lợi, chính sách cổ tức quá khứ và lãi suất thị trường tác động tỉ lệ thuận đến chính sách cổ tức trong khi tốc độ tăng trưởng kinh tế lại có tác động tỉ lệ nghịch đến chính sách cổ tức của các DN này.

5.2 Khuyến nghị và hàm ý chính sách

Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng trong lĩnh vực đầu tư tài chính cũng như trong công tác quản trị DN nhất là trong điều kiện hiện nay, những nghiên cứu thực nghiệm về chính sách cổ tức của các DN ở VN còn rất ít ỏi. Nghiên cứu đã chỉ ra được một số đặc điểm của chính sách cổ tức của các DN niêm yết trên TTCK VN cũng như xác định được những nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các DN này. Về mặt lí thuyết, cổ tức là yếu tố rất quan trọng trong việc định giá chứng khoán nên việc xác định được nhân tố nào ảnh hưởng đến chính sách cổ tức là rất cần thiết đối với nhà đầu tư. Điều này sẽ giúp các DN xác định chiến lược đầu tư hợp lí, cụ thể sẽ lựa chọn cổ phiếu nào có những đặc điểm phù hợp có thể tác động đến chính sách cổ tức để đầu tư. Từ kết quả của nghiên cứu, để có thể nhận được một tỉ suất cổ tức cao, các nhà đầu tư cần lưu ý đến tỉ suất sinh lợi trên tài sản (ROA), chỉ số EPS hay chính sách cổ tức trong những năm vừa qua của DN.

Những kết quả của nghiên cứu này cũng giúp cho các nhà quản trị DN xây dựng một chính sách cổ tức phù hợp với đặc điểm và mục tiêu phát triển. Để có thể tăng mức cổ tức chi trả, DN cần thực hiện các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN. Do quan hệ thuận chiều của chính sách cổ tức giai đoạn liền trước và chính sách cổ tức năm hiện tại của DN, các nhà quản trị cần cân nhắc kĩ trước khi đưa ra quyết định chính sách cổ tức của năm hiện tại. Một chính sách cổ tức không hợp lí (hoặc quá cao hoặc quá thấp so với khả năng thực tế của DN và nhu cầu thực tế của cổ đông) trong hiện tại sẽ có những ảnh hưởng tiêu cực đến chính sách cổ tức của DN trong những năm tiếp theo. Mặc dù DN không thể tác động đến các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến chính sách cổ tức DN như kết quả của nghiên cứu (tốc độ tăng trưởng kinh tế và lãi suất ngân hàng), nhưng nếu nhận định được chiều hướng biến động của những nhân tố này, DN có thể đưa ra một chính sách cổ tức hợp lí, hoặc ít nhất là hạn chế được những tác động tiêu cực từ sự biến động của các nhân tố này đến chính sách cổ tức của DN■

Tài liệu tham khảo

Ahmed, H., & Javid, A. Y. (2009), "Dynamics and Determinants of Dividend Policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange Non-Financial Listed Firms)", *International Research Journal of Finance and Economics*, 25, 148-171.

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.

Baskin, J. (1989), "Dividend Policy and The Volatility of Common Stocks", *The Journal of Porfolio Management*, 15(3), 19-25.

Bose, S., & Husain, Z. (2011), "Asymmetric Dividend Policy of Indian Firms: An Econometric Analysis", *International Journal of Applied Economics and Finance*, 5, 200-212.

Brittain, J. A. (1964), "The Tax Structure and Corporate Dividend Policy", *The American Economic Review*, 54(3), 272-287.

Eriotis, N. (2005), "The Effect of Distribution Earnings and Size of the Firm to its Dividend Policy: Some Greek Data ", *International Business & Economics Journal*, 4(1), 67-74.

Franklin, J. S., & Muthusamy, K. (2010), "Leverage, Growth and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry", *Asian Journal of Business Management Studies*, 1(1), 26-30.

Friend, I., & Puckett, M. (1964), "Dividends and Stock Prices", *The American Economic Review*, 54, 656-682.

Gordon, M. J. (1963), "Optimal Investment and Financing Policy", *The Journal of Finance,* 18(2), 264-272.

Husam, A. N., & Al-Malkawi (2007), "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model", *Journal of Economic and Administrative Sciences,* 23(2), 44-70.

Lê Thảo Vy, Trần Lan Oanh, & Ngô Thị Yến Trang. (2010), *Các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức trong thực tiễn*, Nghiên cứu khoa học sinh viên trường Đại học Kinh tế TP.HCM.

Lintner, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *The American Economic Review*, 46(2), 97-133.

Musa, I. F. (2009), "The Dividend Policy of Firms Quoted on the Nigerian Stock Exchange: An Empirical Analysis", *African Journal of Business Management*, 3(10), 555-566.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business,* 34(4), 411-433.

Mishra, C. S., & Narender, V. (1996), "Dividend Policies of State Owned Enterprises in India - An Analysis", *Finance India*, 10(3), 633-645.

Naceur, S. B., Goaied, M, & Belanes, A. (2006), "On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy", *International Review of Finance*, 6(1/2), 1-23.

Naeem, S., & Nasr, M. (2007) "Dividend Policy of Pakistani Firms: Trends and Determinants", *International Review of Business Research Papers*, 3(3), 242-254.

Okpara, G. C. (2010), "A Diagnosis of the Determinants of Dividend Pay - Out Policy in Nigeria: A Factor Analytical Approach", *American Journal of Scientific Research*, 8, 57-67.

Partington, G. H. (1985), "Dividend Policy and Its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, 12(4), 531-542.

Saxena, A. K., (1999) "Determinants of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms", [http://www.westga.edu/~bquest/1999/payout.html].

Sumaiya, Z. (2013), *Determinants of Dividend Policy of A Private Commercial Bank in Bangladesh: Which is the Strongest, Profitability, Growth or Size?*, The 9th Asian Business Research Conference 20-21 December, 2013, BIAM Foundation, Dahaka, Bangladesh ISBN: 978-1-922069-39-9.

Võ Xuân Vinh (2013), "Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt", Tạp chí *Kinh tế & Phát triển*, 197, 36-43.