

NGHIÊN CỨU CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP NGÀNH DƯỢC PHẨM – HÓA CHẤT

Đỗ Thị Vân Trang¹, Nguyễn Thị Kim Ngân²,
Lê Thị Quỳnh Chi³

Tóm tắt

Bài viết phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp ngành dược phẩm – hóa chất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết ngành dược phẩm – hóa chất từ năm 2014 đến năm 2023. Kết quả phân tích cho thấy, mô hình hiệu chỉnh GLS cuối cùng đã tìm ra mối quan hệ ngược chiều của tốc độ tăng trưởng tài sản, tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định, độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu, quy mô công ty và mối tương quan cùng chiều của hiệu quả hoạt động kinh doanh, hệ số nợ với chính sách cổ tức của các doanh nghiệp trong ngành. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị nhằm giúp các nhà quản trị doanh nghiệp xây dựng chính sách cổ tức phù hợp. Đồng thời, nghiên cứu cũng chỉ ra một số khuyến nghị đối với các nhà đầu tư khi muốn tham gia đầu tư vào các doanh nghiệp ngành dược phẩm - hoá chất.

Từ khóa: chính sách cổ tức, mô hình GLS, dược phẩm - hoá chất, doanh nghiệp niêm yết.

FACTORS AFFECTING DIVIDEND POLICIES OF PHARMACEUTICAL AND CHEMICAL ENTERPRISES

Abstract

The article examines the factors affecting the dividend policies of pharmaceutical and chemical enterprises listed on the Vietnamese stock market. Data were collected from the financial statements of listed pharmaceutical and chemical enterprises from 2014 to 2023. The empirical results showed that the GLS model found an inverse relationship of asset growth rate, investment rate in fixed assets, volatility of earnings per share, company size, and a positive correlation of business performance, debt ratio, and dividend policy of enterprises in the industry. Based on the findings, the study suggests several recommendations for internal managers while considering the appropriate dividend policies. Furthermore, the study makes recommendations for investors who intend to invest in pharmaceutical and chemical enterprises.

Keywords: dividend policy, GLS model, pharmaceutical and chemical enterprises, listed enterprises.

JEL classification: G30, G32, G11.

1. Giới thiệu

Chính sách cổ tức là một trong ba chính sách quan trọng trong quá trình quản trị tài chính doanh nghiệp, tuy nhiên, chính sách đầu tư và chính sách tài trợ luôn được quan tâm để có những điều chỉnh kịp thời. Sau đại dịch Covid-19, nhu cầu tiêu thụ thuốc cùng các sản phẩm phòng bệnh, tăng cường hệ miễn dịch, thực phẩm chức năng có xu hướng tăng mạnh. Người dân ngày càng quan tâm đến các vấn đề về sức khỏe, do đó chi tiêu cho những sản phẩm này cũng có xu hướng tăng lên. Với dân số khá đông như Việt Nam thì đây được coi là một thị trường tiêu thụ tiềm năng đối với cả các công ty sản xuất trong nước và nước ngoài. Bằng lợi thế dân số đông và trẻ, cùng các ưu đãi về giá cả, thuế suất,... của Chính phủ, các công ty ngành dược phẩm – hóa chất có thể tập trung vào đầu tư xây dựng hệ thống nhà xưởng, mua sắm các

máy móc thiết bị, cải tiến công nghệ, ngoài ra mở rộng thị phần không chỉ ở trong nước mà còn ra thị trường quốc tế.

Tuy nhiên, ngành dược phẩm – hóa chất vẫn còn tồn tại nhiều hạn chế, phát triển chậm, không có định hướng cũng như chưa chủ động sản xuất thuốc trong nước khi 90% nguyên liệu vẫn phải nhập khẩu, khâu bào chế còn đơn giản với hàm lượng kỹ thuật thấp, các công ty còn mang tính tự phát với hướng đầu tư trùng lặp. Bởi vậy, để có thể cạnh tranh và phát triển đòi hỏi các công ty dược phẩm – hóa chất phải đưa ra những quyết định đúng đắn, đặc biệt là các quyết định về tài chính công ty khi nhu cầu về vốn lớn trong khi nguồn tiền mặt nhàn rỗi còn khan hiếm, các công ty cần phải xây dựng chiến lược phù hợp trong cả ba quyết định đầu tư, tài trợ và chi trả cổ tức.

Ở Việt Nam hiện nay, các công ty về dược

phẩm – hóa chất nói chung mới chỉ chú trọng vào chính sách đầu tư và tài trợ, còn chính sách cổ tức có thể vẫn chưa được quan tâm đúng mức. Điều đó thể hiện ở việc chưa hình dung rõ nét, chưa nhận thức được tầm quan trọng cũng như mức độ ảnh hưởng của chính sách cổ tức tới sự phát triển của công ty, từ đó dẫn đến việc trả cổ tức vẫn còn mang yếu tố tự phát, lúc trả cao lúc trả thấp, chưa có kế hoạch về chính sách cổ tức hợp lý theo giai đoạn cũng như xây dựng chiến lược dài hạn. Nghiên cứu về chính sách cổ tức không phải là vấn đề mới, tuy nhiên, nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp được phẩm – hoá chất thì lại chưa có nhiều, đặc biệt là các nghiên cứu ở Việt Nam.

Bài nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của các yếu tố đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp ngành dược phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2014-2023. Kết quả nghiên cứu sẽ góp phần tăng thêm bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của một ngành đặc thù là ngành dược phẩm- hoá chất và sẽ hữu ích đối với nhà quản trị doanh nghiệp và các nhà hoạch định chính sách trong công tác quản trị tài chính của doanh nghiệp nói chung và xây dựng chính sách cổ tức nói riêng.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Chính sách cổ tức là chính sách phân phối lợi nhuận của công ty, mà ở đó công ty sẽ đứng trước sự lựa chọn việc sử dụng lợi nhuận sau thuế để tiếp tục tái đầu tư hay giành lợi nhuận để chia cổ tức cho cổ đông. Đồng thời, chính sách cổ tức còn thể hiện ở việc công ty sẽ chi trả cổ tức bằng hình thức nào, mức độ, tỉ lệ chi trả bao nhiêu để vừa đáp ứng được kỳ vọng của nhà đầu tư cũng như đáp ứng được mục tiêu phát triển của công ty trong thời gian tới. Vì vậy, đây cũng là một quyết định quan trọng đòi hỏi các nhà quản trị doanh nghiệp phải có những cân nhắc, tính toán phù hợp trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Việc lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp cũng sẽ ảnh hưởng nhất định đến giá trị của công ty, giá trị vốn cổ phần, đến khả năng huy động vốn của công ty trong các giai đoạn tiếp theo. Cho đến nay, chính sách cổ tức của doanh nghiệp đã được bàn đến trong nhiều học thuyết kinh tế cũng như trong các công trình nghiên cứu thực nghiệm.

Lý thuyết Modigliani và Miller (M&M-1961): Theo lý thuyết của Miller và Modigliani, trong những điều kiện nhất định của thị trường vốn hoàn hảo (không có sự khác biệt giữa thuế đánh vào cổ tức và lãi vốn; không phát sinh chi phí giao dịch và phát hành khi chứng khoán được giao dịch), mọi chính sách cổ tức là như nhau vì các nhà đầu tư có thể tự tạo ra cổ tức bằng cách điều chỉnh danh mục đầu tư của họ theo cách phù hợp và chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu hay chi phí vốn của công ty cũng như tài sản của cổ đông không bị ảnh hưởng bởi quyết định chi trả cổ tức. Modigliani và Miller lý giải điều này là do tài sản của cổ đông bị ảnh hưởng bởi thu nhập từ những quyết định đầu tư của công ty. M&M lập luận rằng định giá giá trị của công ty bởi khả năng tạo ra lợi nhuận và quyết định đầu tư của chúng, bất kể công ty đó có phân phối lợi nhuận như thế nào.

Lý thuyết Chi phí đại diện (The Agency Cost): M&M đã đề cập về một trong những giả định của thị trường vốn hoàn hảo là không có xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông. Tuy nhiên, trong thực tế, nhà quản lý công ty sẽ luôn có mâu thuẫn với chủ sở hữu. Điều đó là do lợi ích của các nhà quản lý không nhất thiết phải giống với lợi ích của cổ đông, một bên hướng đến mục tiêu trong ngắn hạn và một bên nhìn về mục tiêu dài hạn. Chẳng hạn như nhà quản lý có thể thực hiện các hành động gây tổn kém cho cổ đông như sử dụng quá nhiều đặc quyền của họ hoặc đầu tư quá mức vào hoạt động kinh doanh mà không đem về lợi nhuận trong ngắn hạn. Vì vậy, các cổ đông sẽ phải gánh chịu chi phí đại diện liên quan đến việc giám sát các hoạt động, hành vi của nhà quản lý, chính chi phí đại diện này là chi phí tiềm ẩn giữa các cổ đông và các nhà quản lý của công ty. Với lý thuyết chi phí đại diện và dòng tiền tự do, Jensen và Meckling (1976) cho rằng tồn tại sự xung đột về lợi ích giữa quản lý công ty và cổ đông, vì thế kỳ vọng rằng cổ tức được chi trả sẽ tối thiểu hóa các xung đột lợi ích này.

Lý thuyết tín hiệu (Signalling Hypothesis): Theo lý thuyết này, cổ tức đóng vai trò như là một tín hiệu về triển vọng của công ty khi cổ đông nội bộ có nhiều thông tin hơn thị trường. Theo lý thuyết tín hiệu, các nhà đầu tư có thể suy luận thông tin về thu nhập của một công ty thông qua tín hiệu đến từ thông báo chi trả cổ tức. Bhattacharyya (1979) đã

phát triển hướng lý giải khác cho chính sách cổ tức dựa vào thông tin bất cân xứng. Các nhà quản trị có những thông tin mật về việc phân phối dòng tiền và họ phát đi tín hiệu vào thị trường thông qua việc lựa chọn mức cổ tức. Trong trạng thái cân bằng của việc phát tín hiệu, nếu người quản lý tin rằng giá trị công ty sẽ tăng trong tương lai, họ sẽ nâng mức trả cổ tức lên cao hơn.

Lý thuyết trật tự phân hạng (The pecking order theory): Lý thuyết trật tự phân hạng của Myers (1984) hàm ý rằng các nguồn vốn ưu tiên cho tái đầu tư được cân nhắc theo thứ tự đầu tiên là nguồn lợi nhuận giữ lại, sau đó mới đến nguồn vốn vay và các nguồn vốn bên ngoài khác. Với lập luận rằng chi phí sử dụng vốn thấp hơn, các nhà quản lý trước tiên sẽ sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại và họ có thể điều chỉnh tỷ lệ chi trả cổ tức để giữ lại nhiều lợi nhuận hơn, tiếp đến sẽ sử dụng nguồn vốn ngoại sinh (điển hình là vay nợ) để tài trợ và cuối cùng, nhà quản lý sẽ xem xét đến việc phát hành thêm cổ phiếu để tài trợ cho dự án đầu tư. Do đó, những đặc điểm về cấu trúc vốn là một trong những yếu tố được xem xét khi đưa ra quyết định chi trả cổ tức.

Lý thuyết của Gordon (1963) và Lintner (1956): Gordon (1963) và Lintner (1956) cho rằng thị trường hoàn hảo trong giả định của M&M là không tồn tại, chính sách cổ tức có vai trò quan trọng và có sự ảnh hưởng đến giá trị công ty. Lý thuyết này cho rằng nhà đầu tư thích tỷ lệ chi trả tiền mặt cao và thường đầu tư vào những công ty có cổ tức cao vì cổ tức tiền mặt ít rủi ro hơn lãi vốn trong tương lai. Trong thị trường không hoàn hảo, thông tin bất cân xứng, các nhà đầu tư thường thích lựa chọn những công ty có chính sách cổ tức cao trong quá khứ. Theo cả hai tác giả, cổ tức cung cấp tín hiệu về sự phát triển của công ty cho nhà đầu tư, nên đây sẽ là yếu tố để nhà quản trị xem xét khi xây dựng chính sách cổ tức. Lý thuyết “Bird in the hand” của hai tác giả đã ủng hộ cho lập luận rằng thu nhập càng cao thì chi trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ tăng cao.

Dựa trên những lý thuyết về chính sách cổ tức như đã đề cập trên, nhiều nghiên cứu thực nghiệm ở nước ngoài trong thời gian vừa qua cũng đã đề cập đến vấn đề này. Trong đó, nhóm tác giả xem xét chính sách cổ tức dưới tác động của các yếu tố:

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Quy mô của công ty đóng một vai trò quan trọng trong việc

quyết định chính sách cổ tức mà công ty sẽ sử dụng. Ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp đến chính sách cổ tức có sự khác biệt giữa các kết quả thực nghiệm. Kết quả nghiên cứu của Patra và cộng sự (2012) ghi nhận mối quan hệ tỉ lệ thuận giữa quy mô doanh nghiệp và chính sách cổ tức, kết quả tương tự là các nghiên cứu của Mehta (2012) và Al-Malkawi và cộng sự (2013). Tuy nhiên, nghiên cứu của Ahmed và Javid (2009) về các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Pakistan đã tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô doanh nghiệp và chính sách cổ tức. Tác giả cho rằng các doanh nghiệp có quy mô lớn thường là những doanh nghiệp có cổ phiếu được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Do đó, các doanh nghiệp quy mô lớn không nhất thiết phải công bố tỷ lệ cổ tức quá cao vì giá cổ phiếu mới là điều mà các nhà đầu tư quan tâm hơn cả chứ không phải chỉ đơn thuần là cổ tức.

Giả thuyết H1: Quy mô doanh nghiệp (SIZE) có tác động cùng chiều (+) tới chính sách cổ tức của các công ty ngành dược phẩm – hoá chất.

Tốc độ tăng trưởng tài sản (GROWTH): Các lý thuyết và nghiên cứu khác nhau có những kết quả khác biệt về chiều hướng tác động của yếu tố tốc độ tăng trưởng tài sản. Theo như lý thuyết tín hiệu, các công ty có tốc độ tăng trưởng cao, chứng tỏ công ty đang hoạt động tốt sẽ phát đi tín hiệu tốt bằng cách tăng mức chi trả cổ tức, như vậy, tốc độ tăng trưởng có tác động cùng chiều với chính sách cổ tức. Tuy nhiên cũng có những nghiên cứu cho rằng, các công ty có tốc độ tăng trưởng cao thì ít có khả năng chi trả cổ tức vì nhu cầu về vốn kinh doanh lớn nên những công ty này có xu hướng giữ lại phần lợi nhuận để tiếp tục phát triển công ty. Kết quả này đã được thể hiện trong nghiên cứu của Jensen và cộng sự (1992) và Ho (2003). Mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa tỷ lệ tăng trưởng với mức cổ tức được chứng minh trong nghiên cứu của Ho (2003) và Al-Yahyaee và cộng sự (2008).

Giả thuyết H2: Tốc độ tăng trưởng tài sản (GROWTH) có tác động ngược chiều (-) tới CSCT của các công ty ngành dược phẩm – hoá chất.

Mức độ trang bị tài sản cố định (TANG): Theo nghiên cứu của Ho (2003), nếu công ty đầu tư mạnh vào tài sản cố định như máy móc, nhà xưởng, công nghệ thì việc chi trả cổ tức có thể bị hạn chế. Công ty cần duy trì đủ vốn để đảm bảo phát triển và mở rộng sản xuất kinh doanh. Nghiên

cứu của Chen và Dhiensiri (2009) nhắc đến tác động của việc đầu tư vào tài sản cố định càng nhiều thì khả năng chi trả cổ tức của doanh nghiệp càng thấp. Aivazian và cộng sự (2003) cũng đã chỉ ra rằng cổ tức có tương quan ngược chiều với tài sản cố định của công ty ở thị trường mới nổi.

Giả thuyết H3: Tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định (TANG) có tác động ngược chiều (-) tới chính sách cổ tức của các công ty ngành dược phẩm – hoá chất.

Độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EV):

Thu nhập trên mỗi cổ phiếu là số tiền thu được trên mỗi cổ phiếu đang lưu hành của một cổ phiếu của công ty. Đây được coi là một yếu tố có ảnh hưởng đến mức phân phối cổ tức. Lợi nhuận của công ty tăng đồng nghĩa với việc thu nhập trên mỗi cổ phiếu cũng sẽ tăng, điều này giúp các công ty có nhiều cơ hội và có sự chủ động hơn khi đưa ra quyết định chi trả cổ tức. Nghiên cứu của Al-Malkawi và cộng sự (2013), Trương Đông Lộc và Phạm Phát Tiến (2015), Dinesh và cộng sự (2018) đã chỉ ra rằng các công ty sẵn sàng trả cổ tức cao hơn nếu công ty tăng mức lợi nhuận của họ, và từ đó, một mối quan hệ tích cực được mong đợi giữa thu nhập trên mỗi cổ phiếu của công ty và mức chi trả cổ tức.

Giả thuyết H4: Độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EV) có tác động cùng chiều (+) tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp dược phẩm – hoá chất.

Hệ số nợ (LEV):

Nợ có thể được sử dụng như một công cụ thay thế cho cổ tức trong việc giảm chi phí đại diện của dòng tiền tự do (Jensen, 1986). Điều này được hiểu là một công ty có đòn bẩy tài chính sẽ được giám sát bởi các chủ nợ của nó và sẽ có ít quỹ tùy ý hơn dành cho các nhà quản lý. Tăng sử dụng các khoản nợ khiến cho tỷ lệ chi trả cổ tức giảm, khi đó công ty sẽ đối mặt với việc suy giảm lợi nhuận ròng do đó gây ảnh hưởng tới CSCT của công ty. Mức độ áp dụng đòn bẩy tài chính, được đo lường qua hệ số nợ, càng cao thì khả năng phân phối cổ tức xảy ra càng thấp và ngược lại. Cũng theo Patra và cộng sự (2012), Al-Malkawi và cộng sự (2013), Nia Angelia và Nagian Tony (2020), các công ty có đòn bẩy tài chính cao hơn sẽ có xu hướng trả cổ tức thấp hơn. Tham khảo từ những kết quả nghiên cứu đi trước, nghiên cứu đưa ra giả

thuyết về mối quan hệ ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và chính sách cổ tức của công ty.

Giả thuyết H5: Hệ số nợ (LEV) có tác động ngược chiều (-) tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp dược phẩm – hoá chất.

Hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROE):

Kết quả nghiên cứu của Lintner (1956) và Brittain (1964) cho thấy ROA, ROE có tác động cùng chiều đến CSCT của các công ty ở Mỹ giai đoạn 1919-1960, tương tự với nghiên cứu của Al-Malkawi và cộng sự (2013). Ở Việt Nam, nghiên cứu của Lê Thảo Vy (2010) chỉ ra ROE có mối tương quan thuận chiều với CSCT của công ty. Các nghiên cứu đều chỉ ra rằng nguồn tiền mặt để chi trả cổ tức tùy thuộc vào mức độ sinh lời mà công ty đạt được trong năm tài chính. Khi khả năng sinh lời đạt được càng cao thì sẽ càng có nhiều cơ hội lựa chọn và chủ động hơn trong việc đưa ra các quyết định liên quan đến cổ tức.

Giả thuyết H6: Hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROE) có tác động cùng chiều (+) tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp dược phẩm – hoá chất.

Độ chùng tài chính (SLACK):

Chỉ số này cho biết phần trăm lợi nhuận chưa phân phối được tích lũy lại để đầu tư vào tài sản trong tương lai. Khi tỷ lệ này càng cao, điều này có thể cho thấy công ty đang tích lũy lợi nhuận sử dụng để tái đầu tư. Ngược lại, nếu tỷ lệ này thấp, có thể công ty đã phân phối lợi nhuận cho cổ đông. Chỉ tiêu này sẽ giúp nhà quản lý hiểu rõ hơn về việc sử dụng lợi nhuận và khả năng quản lý tài chính để đảm bảo hoạt động bền vững và phát triển của công ty. Căn cứ vào các nghiên cứu nước ngoài đã được nêu ra trong phần cơ sở lý thuyết, khóa luận tạm dịch SLACK là độ chùng tài chính.

Yếu tố độ chùng tài chính vẫn còn hạn chế các nghiên cứu đề cập đến và chỉ ra mối tương quan đối với CSCT. Những nghiên cứu có liên quan bao gồm: Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh (2016), Sabina Nowak và cộng sự (2020). Dựa theo giả thuyết từ các nghiên cứu đi trước, tác giả lựa chọn giả thuyết độ chùng tài chính tỷ lệ nghịch với chính sách cổ tức của công ty.

Giả thuyết H7: Độ chùng tài chính (SLACK) có tác động ngược chiều (-) tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp dược phẩm – hoá chất.

Dòng tiền tự do (FCF):

Yếu tố dòng tiền tự do có thể được đo lường bằng nhiều công thức khác nhau. Tuy nhiên,

nhóm tác giả lựa chọn kế thừa công thức từ nghiên cứu của Tran Tat Thanh và cộng sự (2021) để thấy rõ hơn tác động của lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh và chi phí của tài sản cố định. Dựa trên cơ sở kỳ vọng đầu của nghiên cứu trước, tác giả chọn giả thuyết dòng tiền tự do có mối tương quan cùng chiều với CSCT của công ty. Tuy nhiên, nghiên cứu của Sajida và cộng sự (2020) và Rajesh Kumar (2020) và cộng sự lại cho ra kết quả dòng tiền tự do và CSCT có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với nhau.

Giả thuyết H8: Dòng tiền tự do (FCF) có tác động cùng chiều (+) tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp được phẩm – hoá chất.

3. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu đều được thu thập từ báo cáo tài chính của 48 doanh nghiệp ngành dược phẩm hóa chất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (bao gồm dữ liệu của các sàn giao dịch chứng khoán HSX, HNX và Upcom)

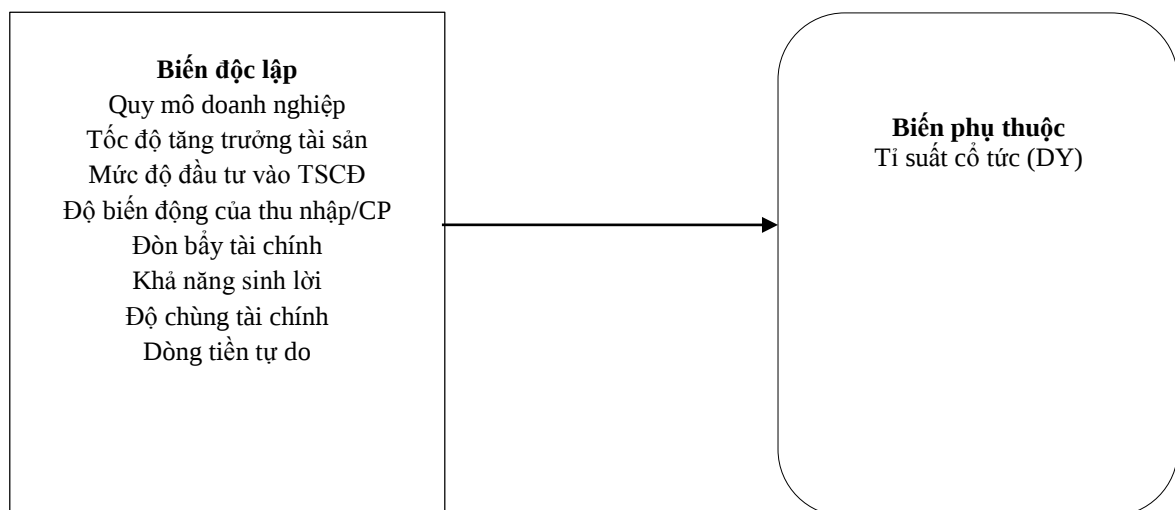
trong giai đoạn 2014 - 2023 từ cơ sở dữ liệu FinPro. Trong nghiên cứu này, mô hình nghiên cứu được xây dựng trên cơ sở kế thừa những kết quả nghiên cứu từ mô hình gốc của Ozkan (2000); Antoniou và cộng sự (2006), Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Terra (2011), Fan và cộng sự (2012), Krich & Terra (2012).

Mô hình nghiên cứu:

$$DY_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 EV_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 SLACK_{it} + \beta_8 FCF_{it} + u_{it}$$

Biến phụ thuộc là biến Tỷ suất cổ tức (DY).

Biến độc lập bao gồm: Quy mô công ty (SIZE), tốc độ tăng trưởng tài sản (GROWTH), mức độ đầu tư vào tài sản cố định (TANG), độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EV), đòn bẩy tài chính (LEV), khả năng sinh lời của doanh nghiệp (ROE), độ chùng tài chính (SLACK), dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCF).



Hình 1. Mô hình nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

Mô hình hồi quy (Hình 1) được nhóm tác giả sử dụng để phân tích các yếu tố tác động đến chính sách của các doanh nghiệp dược phẩm – hóa

chất niêm yết. Trong đó, các biến của mô hình được trình bày qua Bảng 1.

Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Mô tả biến	Dấu kỳ vọng
Tỷ suất cổ tức	DY	Cổ tức mỗi cổ phần thường (DPS)	
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Giá thị trường mỗi cổ phần Logarit (Tổng tài sản)	(+)
Tốc độ tăng trưởng tài sản	GROWTH	$\frac{\text{Tổng tài sản năm } t}{\text{Tổng tài sản năm } t-1} - 1$	(-)
Tỷ lệ đầu tư vào TSCĐ	TANG	$\frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$	(-)
Độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu	EV	$\sqrt{\frac{1}{N} \sum (\text{EPS}_{i,t} - \bar{\text{EPS}}_i)^2}$	(+)
Đòn bẩy tài chính	LEV	$\frac{\text{Tổng Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$	(-)
Khả năng sinh lời	ROE	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$	(+)
Độ chùng tài chính	SLACK	$\frac{\text{Lợi nhuận chưa phân phối}}{\text{Tổng tài sản}}$	(-)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	FCF	Logarit (Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh – Chi phí vốn)	(+)

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

Để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp được phẩm – hóa chất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả sử dụng tiến hành phân tích thống kê mô tả, phân tích ma trận tương quan và ước lượng mô hình hồi quy. Trong phương pháp ước lượng mô hình hồi quy sử dụng dữ liệu bảng có thể được thực hiện thông qua ba phương pháp, cụ thể là bình phương nhỏ nhất, mô hình hiệu ứng cố định và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên. Để lựa chọn mô hình phù hợp, nhóm tác giả thực hiện các kiểm định về đa cộng tuyến, phương sai thay đổi, tự tương quan. Để khắc phục các khuyết tật phương sai thay đổi và tự tương quan, nhóm tác giả tiến hành phân tích mô hình hồi quy với phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS).

4. Kết quả và thảo luận kết quả

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả bao gồm giá trị trung bình, trung vị, độ lệch chuẩn cũng như

giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của các biến có trong mô hình. Kết quả phân tích thống kê mô tả được trình bày ở Bảng 2 cho thấy có sự khác biệt về tỷ lệ chi trả cổ tức và các yếu tố tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp được phẩm – hóa chất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp được phẩm – hóa chất có mức trung bình là 0.05970, doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức nhỏ nhất là 0 và lớn nhất là 0.3077. Điều này cho thấy sự chênh lệch về tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trong ngành, mức độ chi trả cổ tức của doanh nghiệp được phẩm – hóa chất tại Việt Nam là khá thấp. Điều này chứng tỏ kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành hiện chưa ổn định do đó, có năm cổ tức chi trả ở mức cao nhưng cũng có năm con số này còn khiêm tốn so với các ngành khác.

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
DY	480	0.05970	0.05116	0	0.3077
FCF	480	11.09128	0.66032	9.56236	12.7852
GROWTH	480	0.26789	0.64042	-0.55782	4.3360
TANG	480	0.17499	0.14421	0.00180	0.7033
EV	480	290.4945	261.176	0.69921	1859.203
LEV	480	0.37385	0.19118	0.05431	0.9706
SIZE	480	12.02098	0.55611	11.0648	13.2479
ROE	480	0.14433	0.08447	0.00194	0.5572
SLACK	480	0.10869	0.08367	0.00062	0.4532

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	DY	FCF	GROWTH	TANG	EV	SLACK	LEV	SIZE	ROE
DY	1.0000								
FCF	-0.0662 0.1979	1.0000							
GROWTH	-0.2754 0.0000	0.0906 0.0778	1.0000						
TANG	-0.1157 0.0241	0.1555 0.0024	-0.0044 0.9320	1.0000					
EV	-0.1382 0.0070	0.1201 0.0192	0.1122 0.0288	0.0157 0.7598	1.0000				
SLACK	-0.0886 0.0846	0.0360 0.4839	0.1434 0.0051	-0.0944 0.0660	0.4155 0.0000	1.0000			
LEV	0.0964 0.0606	0.0952 0.0638	-0.0365 0.4777	0.0049 0.9236	-0.2076 0.0000	-0.4068 0.0000	1.0000		
SIZE	-0.0974 0.0577	0.8325 0.0000	0.0835 0.1042	0.0818 0.1113	0.0418 0.4164	-0.0029 0.9552	0.2412 0.0000	1.0000	
ROE	0.1227 0.0167	0.3023 0.0000	0.0322 0.5317	0.0915 0.0748	0.4138 0.0000	0.3589 0.0000	-0.0203 0.6935	0.1169 0.0226	1.0000

Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm tác giả

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho thấy, hệ số phóng đại phương sai VIF đều <10, mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến. Kiểm định White chỉ ra rằng mô hình có hiện tượng không đồng nhất (p-value <5%). Do vậy, mô hình Pool OLS là không phù hợp. Kiểm định Hausman cho giá trị p-value = 0,000 < 0,05 bác bỏ H_0 , do vậy sử dụng mô hình tác động cố định (FEM) để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp được phẩm – hóa chất niêm yết.

Sau khi đã lựa chọn mô hình FEM là mô hình phù hợp, nhóm tác giả thực hiện kiểm tra khuyết tật của mô hình bằng kiểm định Wald. Kết quả thu được prob>chi2 = 0,0000 < 0,05 cho thấy mô hình FEM có khuyết tật. Nhóm tác giả đã phân tích hồi quy theo phương pháp GLS để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp được phẩm – hóa chất niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Bảng 4: Kết quả hồi quy các biến trong mô hình

	(1) OLS	(2) FEM	(3) REM	(4) GLS
FCF	0.00124 (0.17)	0.000767 (0.10)	-0.00215 (-0.29)	0.000389 (0.08)
GROWTH	-0.0196*** (-5.07)	-0.0192*** (-5.27)	-0.0185*** (-5.12)	-0.0118*** (-4.57)
TANG	-0.0481*** (-2.77)	0.00306 (0.10)	-0.0401* (-1.89)	-0.0359** (-2.24)
EV	-0.000033*** (-3.05)	-0.0000570*** (-4.82)	-0.0000435*** (-3.96)	-0.0000224*** (-2.76)
SLACK	-0.0368 (-1.00)	0.00940 (0.12)	-0.0130 (-0.28)	-0.0323 (-0.83)
LEV	0.0160 (1.05)	0.0174 (0.44)	0.0187 (0.94)	0.0265** (2.13)
SIZE	-0.0106 (-1.22)	0.0377* (1.75)	-0.00564 (-0.58)	-0.0128* (-1.85)
ROE	0.148*** (4.10)	0.257*** (5.22)	0.198*** (5.11)	0.157*** (4.65)
_cons	0.173*** (3.21)	-0.426* (-1.71)	0.142* (1.89)	0.187*** (3.19)
N	480	480	480	480
R-sq	0.358	0.419		

Với các mức ý nghĩa thống kê: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Kết quả nghiên cứu cho thấy: Quy mô doanh nghiệp (SIZE) với mức ý nghĩa thống kê 10% có hệ số hồi quy -0.0128 cho thấy tác động ngược chiều (-) tới chính sách cổ tức của các công ty ngành được phẩm – hóa chất (DY). Kết quả cho thấy những công ty lớn có thể không sẵn sàng trả

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp
cổ tức cao, trong điều kiện nếu các yếu tố khác không đổi, quy mô công ty tăng 1% thì tỷ suất cổ tức giảm 1.28% và ngược lại (mức ý nghĩa 10%). Kết quả này tuy mang dấu ngược với kỳ vọng (+) của giả thuyết H1 được đưa ra dựa trên đa số các nghiên cứu trước đó như Patra và cộng sự (2012),

Mehta (2012), Wajid Khan (2012), Al-Malkawi và cộng sự (2013), Nguyễn Hữu Tân và cộng sự (2022) nhưng lại phù hợp với kết quả nghiên cứu của Bushra và Mirza (2015), Ahmed và Javid (2009), Chowdhury và cộng sự (2017) khi cho ra kết quả quy mô công ty có mối quan hệ ngược chiều đáng kể đến chính sách cổ tức. Lý do cho việc trả thấp hoặc không trả cổ tức có thể xuất phát từ việc họ muốn để dành nguồn vốn lưu động để mở rộng quy mô sản xuất, tận dụng cơ hội kinh doanh, hoặc đầu tư vào các dự án mới. Thay vì trả cổ tức cao, họ lựa chọn sử dụng tiền vào mục đích đầu tư nghiên cứu phát triển, sản xuất và tiếp thị, mua sắm tài sản cố định để đối phó với sự cạnh tranh trong ngành và mở rộng thị phần. Bên cạnh đó, ngoài việc tăng lợi nhuận không chia để thực hiện tái đầu tư vào tài sản, quy mô công ty lớn cũng làm cho một số chi phí của công ty như chi phí khấu hao, chi phí tài chính,... tăng lên dẫn đến giảm lợi nhuận ròng và ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ lệ cổ tức thực trả.

Biến **Tốc độ tăng trưởng tài sản (GROWTH)** với mức ý nghĩa thống kê 1% có hệ số hồi quy -0.0118 cho thấy mối tương quan ngược chiều (-) tới chính sách cổ tức của các công ty ngành dược phẩm – hóa chất. Kết quả này giống với dấu kỳ vọng của giả thuyết H2, nghĩa là trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu tốc độ tăng trưởng tổng tài sản tăng 1% thì tỷ suất cổ tức giảm 1.18% và ngược lại (mức ý nghĩa 1%). Kết quả cho thấy các công ty có tốc độ tăng trưởng cao thường có xu hướng thấp hơn trong việc trả cổ tức so với các công ty có tốc độ tăng trưởng thấp. Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Fairchild và cộng sự (2013) khi chỉ ra rằng tốc độ tăng trưởng tài sản làm tăng khả năng cắt giảm cổ tức, có thể các công ty đang trong giai đoạn tăng trưởng với nhiều cơ hội đầu tư có nhiều khả năng cắt giảm cổ tức để duy trì tốc độ tăng trưởng.

Biến **Tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định (TANG)** thể hiện mối quan hệ ngược chiều (-) tới CSCT của công ty có hệ số hồi quy -0.0359 với mức ý nghĩa thống kê 5%. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định tăng 1% thì tỷ suất cổ tức giảm 3.59% và ngược lại. Đúng như kỳ vọng của giả thuyết H3 ban đầu, kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả của Ho (2003), Aivazian và cộng sự (2003), Najjar và Hussainey (2009). Tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định cao thể hiện công ty đã sử dụng lợi nhuận để thực hiện tái đầu tư mở rộng quy mô về tài sản, phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai. Như vậy, tỷ lệ chi trả cổ tức có thể bị giảm. Hơn nữa, trong trường hợp tài sản cố định được đầu tư mạnh nhưng không được sử dụng hiệu quả, không đúng cho mục đích hoạt động sản

xuất kinh doanh, không đóng góp đủ vào doanh thu và lợi nhuận, công ty cũng có thể gặp khó khăn trong việc chi trả cổ tức.

Biến **Độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EV)** có tác động ngược chiều (-) không đáng kể tới DY với mức ý nghĩa thống kê 1%. Kết quả nghiên cứu trái với kỳ vọng ban đầu và không phù hợp với nghiên cứu trước đây của Lintner (1956), Al-Malkawi và cộng sự (2013) và Trương Đông Lộc và Phạm Phát Tiến (2015). Độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu đi kèm với rủi ro và sự không chắc chắn. EPS biến động lớn thể hiện công ty có thể gặp khó khăn trong việc dự đoán lợi nhuận tương lai. Việc dự đoán lợi nhuận trong tương lai không thể chính xác hoàn toàn có thể xuất phát từ biến động của thị trường, từ giá cả, nhu cầu và cung cấp thay đổi đột ngột dựa trên nhiều yếu tố như chính sách kinh tế, sự cạnh tranh, công nghệ mới cho đến gặp rủi ro về thị trường, rủi ro tài chính, rủi ro hợp pháp... khi đó dẫn đến các công ty phải thường xuyên thay đổi chiến lược kinh doanh của họ dựa theo điều kiện thị trường, từ đó ảnh hưởng đến lợi nhuận trong tương lai. Vì vậy, điều này khiến cho việc xác định mức cổ tức phù hợp trở nên khó khăn hơn bởi công ty có thể giữ lại một phần lợi nhuận để đảm bảo tài chính ổn định và đáp ứng các nhu cầu khác như tái đầu tư vào các dự án mới.

Biến **Hệ số nợ (LEV)** với mức ý nghĩa thống kê 5% có hệ số hồi quy 0.0265 đã cho thấy mối tương quan dương (+) tới chính sách cổ tức của các công ty. Trái với kỳ vọng ban đầu, kết quả hồi quy cho thấy hệ số nợ của công ty càng lớn thì tỷ suất cổ tức của công ty càng cao, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu hệ số nợ tăng 1% thì tỷ suất cổ tức trung bình của công ty tăng 2.65%. Kết quả này lại trái với lý thuyết trật tự phân hạng cùng các nghiên cứu đã được đề cập trước đó của Al-Malkawi và cộng sự (2013), Nia Angelia và Nagian Tony (2020) và Trần Thị Tuấn Anh (2016) vì công ty có tỷ lệ nợ cao nhưng vẫn có tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu tương đồng với kết quả của Rajesh Kumar (2020), Nguyễn Thị Kim Anh và cộng sự (2021). Có thể thấy, đặc thù ngành dược phẩm – hóa chất đòi hỏi chi phí lớn, vô cùng tốn kém trong quá trình nghiên cứu phát triển, nhưng do có lợi thế ưu đãi về thuế quan, cụ thể là mức thuế nhập khẩu của Việt Nam đối với các mặt hàng dược phẩm thường thấp hơn mức thuế đối với các hàng hóa thông thường, vì thế nên việc tiếp cận thị trường quốc tế và kêu gọi nguồn vốn bên ngoài dễ dàng hơn, từ đó công ty vẫn có thể đáp ứng được nhu cầu trả cổ tức của cổ đông. Ngoài ra, việc sử dụng nợ có thể nhận được lợi ích từ lá chắn thuế

khuyến cho lợi nhuận sau thuế của công ty lớn hơn và sẽ chi trả cổ tức cao hơn.

Biến **Hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROE)** với mức ý nghĩa thống kê 1% có hệ số hồi quy 0.157 đã cho thấy mối quan hệ cùng chiều đáng kể (+) tới chính sách cổ tức của các doanh nghiệp trong ngành. Đúng như kỳ vọng về giả thuyết H6, kết quả hồi quy chỉ ra rằng hiệu quả hoạt động kinh doanh càng cao thì tỷ suất cổ tức thực trả của công ty càng cao. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu hiệu quả hoạt động kinh doanh tăng 1% thì tỷ suất cổ tức tăng 15.7% và ngược lại. Kết quả phù hợp với kết quả nghiên cứu của Lintner (1956), Brittain (1964), Lê Thảo Vy (2010). ROE cao có thể tạo điều kiện thuận lợi cho việc chi trả cổ tức bởi ROE cao thường đi kèm với lợi nhuận cao. Các công ty ngành dược phẩm – hóa chất có khả năng tạo ra lợi nhuận lớn từ tỷ trọng vốn chủ sở hữu cao, và vì vậy có thể dành một phần lớn lợi nhuận để chi trả cổ tức cho cổ đông. ROE cao cũng thể hiện hiệu quả tài chính của công ty. Cổ đông thường muốn đầu tư vào các công ty có hiệu suất tốt, và việc có ROE cao có thể tạo niềm tin cho cổ đông về khả năng tạo ra lợi nhuận ổn định trong tương lai.

5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu tập trung tìm hiểu và phân tích các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty ngành dược phẩm – hóa chất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014 – 2023. Mô hình hiệu chỉnh GLS cuối cùng đã tìm ra mối quan hệ ngược chiều của tốc độ tăng trưởng tài sản, tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định, độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu, quy mô công ty và mối tương quan cùng chiều của hiệu quả hoạt động kinh doanh, hệ số nợ với chính sách cổ tức.

Đối với các nhà quản trị doanh nghiệp: Quyết định về chính sách cổ tức là một trong ba quyết định quan trọng về tài chính doanh nghiệp. Để có được chính sách cổ tức hợp lý các nhà quản trị doanh nghiệp cần cân nhắc các yếu tố sau: quy mô doanh nghiệp, mức độ đầu tư vào TSCĐ, độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phần, đòn bẩy tài chính và khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Cần xác định cơ cấu vốn tối ưu cho các doanh nghiệp ngành dược phẩm – hóa chất

và sử dụng có hiệu quả nguồn vốn vay của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, cần cân nhắc đầu tư tài sản cố định phục vụ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và sử dụng có hiệu quả tài sản này. Các doanh nghiệp trong ngành dược phẩm – hóa chất thường phải đối mặt với việc đầu tư vào sản xuất sản phẩm mới với công nghệ tiên tiến nhằm đáp ứng nhu cầu về dược phẩm ngày càng cao của xã hội. Từ đó, nâng cao khả năng sinh lời là yêu cầu tất yếu đối với doanh nghiệp hoạt động trong bất kỳ ngành kinh doanh nào, bởi đây là yếu tố tiên quyết tạo ra khả năng chi trả cổ tức cho cổ đông.

Đối với các nhà đầu tư: Khi xem xét đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp cần phải căn cứ vào các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, mức độ đầu tư vào TSCĐ, độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phần, đòn bẩy tài chính và khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Đối với nhà đầu tư ngắn hạn, họ thường chú trọng vào biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong thời gian ngắn để thu lợi nhuận ngay lập tức. Kết quả nghiên cứu cho thấy độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu có tác động đến chính sách cổ tức dù không mạnh mẽ nhưng cũng có thể tạo cơ hội đầu tư cho nhà đầu tư ngắn hạn. Đối với nhà đầu tư dài hạn, họ thường tập trung vào việc đầu tư vào các công ty có tiềm năng tăng trưởng lâu dài và tìm kiếm sự ổn định. Chính sách cổ tức có thể phản ánh sức khỏe tài chính của công ty và khả năng sinh lợi trong tương lai, các nhà đầu tư này thường xem xét chính sách cổ tức là yếu tố quan trọng khi đánh giá tiềm năng tăng trưởng của công ty. Các công ty có xu hướng trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định sẽ thu hút nhà đầu tư dài hạn bởi họ chủ yếu tìm kiếm thu nhập từ cổ tức tiền mặt. Khi muốn đạt được mức cổ tức mong muốn, nhà đầu tư nên lưu tâm một vài chỉ tiêu quan trọng của công ty như ROE, đòn bẩy, nếu chỉ số này quá cao thì công ty có thể phải trả nhiều lãi vay, từ đó dẫn đến việc chi trả cổ tức thấp. Ngoài ra, nếu công ty đang có đà tăng trưởng cao thì sẽ có xu hướng đầu tư để mở rộng quy mô công ty, mua sắm tài sản cố định và tăng cường vào mục đích nghiên cứu phát triển, phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai, như vậy có thể khiến việc chi trả cổ tức bị hạn chế.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Ahmed, Javid A. (2009). Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan: Evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms. *JISR management and social sciences & economics*, 7(1), 167-194.
- [2]. Aivazian, V., Booth, L. and Cleary, S. (2003), 'Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?', *Journal of Financial Research*, Vol. 26, No. 3, pp. 371-387.
- [3]. Al-Malkawi, H. A. N., Twairesh, A. E., & Harery, K. (2013). Determinants of the likelihood to pay dividends: Evidence from Saudi Arabia. *Journal of American Science*, 9(12), 518-528.
- [4]. Al-Najjar, B. (2009), 'Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data', *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26, No.3, pp. 182-197.

- [5]. Al-Yahyaee, K., Pham, T., & Walter, T. (2008). Dividend Policy in the Absence of Taxes. *Journal of International Finance & Economics*, Vol. 8, Issue 1, pp. 111-143.
- [6]. Alli, K. L., Khan, A. Q., & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. *Financial Review*, 28(4), 523-547
- [7]. Angelia, N., & Toni, N. (2020). The Analysis of Factors Affecting Dividend Policy in Food and Beverage Sector Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange in 2015-2017. *Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)*, 3(2), 902-910.
- [8]. Anh, Đ. T. Q., & Nhi, P. T. Y. (2015). Ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 61-65.
- [9]. Anh, N. T. K., Sĩ, C. T., & Huyền, N. T. N. (2021). Các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học Đại học Đồng Tháp*, 11(3), 65-76.
- [10]. Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. *Journal of Economics and Finance*, 26, 267-283.
- [11]. Ben Naceur, S., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International review of Finance*, 6(1-2), 1-23.
- [12]. Bhattacharyya, N. (2007). Dividend policy: a review. *Managerial Finance*, 33(1), 4-13.
- [13]. Brittain, J. A. (1964). The Tax structure and corporate dividend policy. *American Economics Review*, 54(3), 272 – 287.
- [14]. Bushra, A., & Mirza, N. (2015). The determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*, 20(2), 77-85
- [15]. Chen, J., & Dhiensiri, N. (2009). *Determinants of dividend policy: The evidence from New Zealand*; 18-28.
- [16]. Fairchild, R., Guney, Y. & Thanatawee, Y., (2013). Corporate Dividend Policy in Thailand: Theory and Evidence. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 31, Issue 1, pp.129-151.
- [17]. Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.
- [18]. Ho, H., (2003). Dividend policy in Australia and Japan. *International advances in Economic Research*, Vol.9, Issue 2, pp. 91-100.
- [19]. Jensen, G. R., Solberg, D. P. & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantative Analysis*, Vol. 27, No. 2, pp. 247-263.
- [20]. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- [21]. 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.
- [22]. 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. Hồ Chí Minh*.
- [24]. Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- [24]. Lộc, T. Đ., & Tiến, P. P. (2015). Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí khoa học Đại học Cần Thơ*, (38), 67-74.
- [25]. Mehta, A. (2012). An empirical analysis of determinants of dividend policy-evidence from the UAE companies. *Global review of accounting and finance*, 3(1), 18-31.
- [26]. Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- [27]. Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. 57.
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079-1087.

Thông tin tác giả:
1. Đỗ Thị Vân Trang

- Đơn vị công tác: Học viện Ngân hàng
- Địa chỉ email: trangdtv@hvn.edu.vn

2. Nguyễn Thị Kim Ngân

- Đơn vị công tác: Đại học Kinh doanh và Công nghệ Hà Nội

3. Lê Thị Quỳnh Chi

- Đơn vị công tác: Học viện Ngân hàng

Ngày nhận bài: 12/9/2024

Ngày nhận bản sửa: 23/9/2024

Ngày duyệt đăng: 25/9/2024