

ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA CÁC CÔNG TY NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Vũ Thùy Linh

Tóm tắt

Nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2017-2024. Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, kết hợp giữa mô tả thống kê, kiểm định đa cộng tuyến và phân tích hồi quy GLS để kiểm định mô hình. Chính sách cổ tức được đại diện bởi cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS), phản ánh mức chi trả cổ tức thực tế của doanh nghiệp. Kết quả thực nghiệm cho thấy DPS có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê cao đến lợi nhuận, khẳng định vai trò quan trọng của chính sách cổ tức trong việc nâng cao khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, đòn bẩy tài chính (LEVERAGE) có ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận, trong khi tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) có tác động yếu hơn. Ngược lại, tỷ trọng tài sản hữu hình (TANG) không cho thấy ý nghĩa thống kê. Những phát hiện này cung cấp bằng chứng thực nghiệm có giá trị trong bối cảnh Việt Nam, qua đó hỗ trợ các nhà quản trị doanh nghiệp trong việc xây dựng chính sách cổ tức và chiến lược tài chính phù hợp nhằm tối đa hóa lợi nhuận.

Từ khóa: chính sách cổ tức, lợi nhuận, công ty ngành công nghiệp niêm yết, Việt Nam.

THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON PROFITABILITY OF LISTED INDUSTRIAL COMPANIES IN VIETNAM

Abstract

This study examines the impact of dividend policy on the profitability of listed industrial companies in Vietnam during the period 2017–2024. The author employs a quantitative research approach, combining descriptive statistics, multicollinearity tests, and GLS regression analysis to test the proposed model. Dividend policy is proxied by dividend per share (DPS), representing the actual level of dividend payout. The empirical results indicate that DPS has a positive and highly statistically significant effect on profitability, confirming the important role of dividend policy in enhancing firms' profitability. In addition, financial leverage (LEVERAGE) exerts a positive impact on profitability, while revenue growth (GROWTH) and firm size (SIZE) exhibit relatively weaker effects. By contrast, asset tangibility (TANG) does not show statistical significance. Overall, the findings provide robust empirical evidence in the Vietnamese context and offer practical implications for corporate managers in designing appropriate dividend policies and financial strategies to maximize profitability.

Keywords: dividend policy, profitability, listed industrial companies, Vietnam.

JEL classification: G35, G30, L60.

DOI: 10.63767/TCKT.37.2026.185.191

1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh thị trường tài chính Việt Nam ngày càng phát triển và hội nhập sâu rộng, chính sách cổ tức trở thành một yếu tố chiến lược quan trọng, phản ánh phương thức phân phối lợi nhuận cũng như năng lực quản trị tài chính của doanh nghiệp. Cổ tức không chỉ là khoản lợi nhuận doanh nghiệp chia sẻ với cổ đông mà còn đóng vai trò như một tín hiệu thị trường, truyền tải thông tin về hiệu quả kinh doanh, triển vọng phát triển và mức độ minh bạch tài chính của các công ty. Vì vậy, chính sách cổ tức có thể tác động trực tiếp hoặc gián tiếp đến lợi nhuận hiện tại và tương lai thông qua cơ chế phân bổ nguồn vốn và tái đầu tư.

Ngành công nghiệp Việt Nam giữ vai trò then chốt trong cơ cấu nền kinh tế, đóng góp tỷ trọng lớn vào GDP và quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Đặc trưng nổi bật của ngành này là mức độ sử dụng vốn cao, nhu cầu đầu tư dài hạn lớn cho tài sản cố định, công nghệ và mở rộng quy mô sản xuất, trong khi môi trường cạnh tranh ngày càng gay gắt cả trong nước và quốc tế. Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp công nghiệp chịu tác động mạnh từ chu kỳ kinh tế, biến động chi phí đầu vào và yêu cầu ngày càng cao về đổi mới công nghệ, nâng cao năng suất và tiêu chuẩn môi trường. Những đặc điểm trên đặt ra yêu cầu cấp thiết đối với việc tích lũy và sử dụng hiệu quả nguồn vốn nội bộ. Do đó, chính sách cổ tức của các doanh nghiệp công nghiệp cần được thiết kế một cách thận trọng nhằm cân bằng giữa mục tiêu đáp ứng kỳ vọng về thu

nhập của cổ đông và yêu cầu duy trì nguồn lực tài chính cho đầu tư và phát triển bền vững. Việc chi trả cổ tức ở mức cao trong khi năng lực sinh lời và dòng tiền chưa ổn định có thể làm suy giảm khả năng tự tài trợ, gia tăng phụ thuộc vào vốn vay, từ đó làm tăng chi phí vốn, ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận và hiệu quả tài chính trong dài hạn. Ngược lại, chính sách cổ tức hợp lý, ổn định và phù hợp với đặc điểm mức độ sử dụng vốn và chu kỳ đầu tư của ngành công nghiệp sẽ góp phần củng cố niềm tin của cổ đông, giảm thiểu biến động giá cổ phiếu, đồng thời bảo đảm nguồn vốn cần thiết cho tái đầu tư và nâng cao năng lực cạnh tranh. Thông qua đó, chính sách cổ tức không chỉ tác động đến phân phối lợi nhuận mà còn có ảnh hưởng quan trọng đến hiệu quả tài chính và giá trị doanh nghiệp trong dài hạn.

Tuy nhiên, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và lợi nhuận trong ngành công nghiệp tại Việt Nam còn hạn chế, đặc biệt trong bối cảnh đặc thù ngành với các yêu cầu vốn và hoạt động sản xuất phức tạp. Xuất phát từ thực tiễn này, nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu kỳ vọng cung cấp cơ sở thực nghiệm, đồng thời đề xuất các gợi ý chính sách hữu ích cho doanh nghiệp, nhà đầu tư và các nhà quản trị tài chính trong việc xây dựng chính sách cổ tức hiệu quả và bền vững, góp phần thúc đẩy sự phát triển ổn định của ngành công nghiệp trong nền kinh tế quốc dân.

2. Phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Cơ sở lý thuyết:

Chính sách cổ tức là một trong những nội dung quan trọng trong quản trị tài chính doanh nghiệp, phản ánh phương thức doanh nghiệp phân phối lợi nhuận sau thuế dành cho việc tái đầu tư và chi trả cho cổ đông. Chính sách cổ tức đã được phản ánh trong một số nghiên cứu lý thuyết nền tảng.

Lý thuyết tín hiệu (Signaling Theory) do Bhattacharya (1979), Miller và Rock (1985) đề xuất cho rằng doanh nghiệp sử dụng chính sách cổ tức như một công cụ truyền tải thông tin đến thị trường. Khi một doanh nghiệp chi trả cổ tức cao, điều này có thể được hiểu là tín hiệu tích cực về lợi nhuận hiện tại và kỳ vọng lợi nhuận tương lai, từ đó tác động đến hành vi đầu tư của cổ đông. Ngược lại, việc cắt giảm cổ tức có thể được xem là tín hiệu tiêu cực về khả năng sinh lời trong tương lai.

Lý thuyết chi phí đại diện (Agency Cost Theory) của Jensen và Meckling (1976) cũng cho rằng chi trả cổ tức giúp giảm xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý thông qua việc hạn chế dòng tiền tự do bị sử dụng cho các mục đích không tối ưu. Do đó, việc chi trả cổ tức có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động, và ngược lại, lợi nhuận - thể hiện hiệu quả kinh doanh - cũng là yếu tố quyết định đến khả năng và mức độ chi trả cổ tức.

Lý thuyết ưu tiên phân phối lợi nhuận do Lintner (1956) và sau đó được mở rộng bởi Miller & Modigliani (1961) cho rằng doanh nghiệp chỉ nên chi trả cổ tức sau khi đã tài trợ đủ cho tất cả các dự án đầu tư có lợi nhuận kỳ vọng vượt chi phí sử dụng vốn. Theo quan điểm này, cổ tức là phần “dư thừa” của lợi nhuận còn lại sau khi đáp ứng nhu cầu đầu tư tối ưu. Vì vậy, trong điều kiện các cơ hội đầu tư hạn chế, doanh nghiệp có lợi nhuận cao sẽ có xu hướng chi trả cổ tức nhiều hơn; ngược lại, nếu có nhiều cơ hội đầu tư hấp dẫn, phần lớn lợi nhuận sẽ được giữ lại để tái đầu tư, khiến tỷ lệ chi trả cổ tức giảm. Do đó, mức lợi nhuận hiện có đóng vai trò quyết định đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp, phản ánh quan điểm cổ tức là kết quả của chiến lược tài trợ, không phải là ưu tiên hàng đầu.

Thuyết dòng tiền tự do được đề xuất bởi Jensen (1986) nhằm giải thích cách doanh nghiệp sử dụng cổ tức như một công cụ để kiểm soát hành vi của nhà quản lý. Lý thuyết này cho rằng khi doanh nghiệp có lợi nhuận cao và tạo ra dòng tiền dồi dào nhưng không có nhiều cơ hội đầu tư sinh lời, ban điều hành có thể bị thôi thúc sử dụng dòng tiền tự do cho các dự án kém hiệu quả hoặc theo đuổi các mục tiêu cá nhân, dẫn đến lãng phí nguồn lực. Việc chi trả cổ tức sẽ làm giảm lượng tiền mặt nắm giữ trong nội bộ, qua đó hạn chế khả năng hành xử tùy tiện của nhà quản lý, bảo vệ quyền lợi cổ đông. Như vậy, trong khuôn khổ lý thuyết này, cổ tức chịu ảnh hưởng trực tiếp từ lợi nhuận và dòng tiền hiện có, đồng thời đóng vai trò như một cơ chế kiểm soát chi phí đại diện trong doanh nghiệp.

Tổng hợp các lý thuyết nền tảng cho thấy chính sách cổ tức không chỉ phản ánh chiến lược phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp, mà còn là công cụ truyền

tín hiệu, kiểm soát chi phí đại diện và phụ thuộc chặt chẽ vào khả năng sinh lợi cũng như dòng tiền hiện có.

Tổng quan nghiên cứu:

Mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và lợi nhuận doanh nghiệp đã được nghiên cứu rộng rãi trong tài chính doanh nghiệp, với các bằng chứng thực nghiệm được thực hiện tại nhiều quốc gia có trình độ phát triển kinh tế khác nhau. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự khác biệt đáng kể giữa các nước phát triển và các nước đang phát triển, phản ánh đặc điểm về mức độ hoàn thiện của thị trường vốn, môi trường thể chế và đặc thù ngành nghề.

Nhiều nghiên cứu tại các nước phát triển chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa chính sách cổ tức và lợi nhuận. Nghiên cứu của Fama và Babiak (1968) thu thập dữ liệu tại Mỹ, khẳng định rằng cổ tức phản ánh khả năng sinh lợi dài hạn của doanh nghiệp. Fama & French (2001) chỉ ra rằng tại thị trường Mỹ, các doanh nghiệp có lợi nhuận cao và quy mô lớn có xác suất chi trả cổ tức cao hơn đáng kể. Tuy nhiên, việc doanh nghiệp chi trả cổ tức cao không nhất thiết phản ánh mức lợi nhuận cao trong kỳ, do cổ tức chịu ảnh hưởng bởi chính sách phân phối, lợi nhuận giữ lại từ các năm trước và mục tiêu phát tín hiệu tới thị trường. Trên thực tế, nhiều doanh nghiệp có lợi nhuận cao vẫn lựa chọn giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư thay vì chi trả cổ tức cao. DeAngelo và cộng sự (2006) chỉ ra rằng các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao và ổn định thường là những doanh nghiệp chi trả cổ tức lớn, hàm ý vai trò tín hiệu của cổ tức đối với hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu khác cho thấy trong các ngành thâm dụng vốn, đặc biệt tại các nền kinh tế đang phát triển, chính sách cổ tức có thể tác động ngược trở lại lợi nhuận thông qua việc làm giảm nguồn vốn tái đầu tư nội bộ. Higgins (1972) và Gugler và Yurtoglu (2003) cho thấy lợi nhuận cao không nhất thiết đi kèm với cổ tức cao khi doanh nghiệp ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tài trợ tăng trưởng. Tương tự, Al-Kuwari (2009) nhấn mạnh rằng tại các quốc gia đang phát triển, chính sách cổ tức thận trọng có thể ảnh hưởng đến khả năng duy trì lợi nhuận trong dài hạn. Những bằng chứng trái chiều này cho thấy tác động của chính sách cổ tức đến lợi nhuận phụ thuộc mạnh vào bối cảnh thị trường và đặc thù ngành, qua đó làm rõ sự cần thiết của nghiên cứu này đối với các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu tại các nước phát triển cho thấy chính sách cổ tức không tạo ra khác biệt đáng kể về lợi nhuận hoặc tỷ suất sinh lợi của doanh nghiệp. Black và Scholes (1974), sử dụng dữ liệu thị trường chứng khoán Mỹ, cho thấy mức chi trả cổ tức không làm thay đổi đáng kể tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu, hàm ý tác động hạn chế của chính sách cổ tức đến hiệu quả tài chính trong bối cảnh thị trường hiệu quả. Tương tự, Miller và Scholes (1982) không tìm thấy bằng chứng thực nghiệm rõ ràng cho thấy chính sách cổ tức ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp. Các nghiên cứu sau này tại các thị trường vốn phát triển, nơi thông tin minh bạch và mức độ hiệu quả thị trường cao, tiếp tục ghi nhận kết quả này. Ngược lại, tại các nước đang phát triển, bằng chứng về tác động trung tính của chính sách cổ tức còn hạn chế, do quyết định chi trả cổ tức thường gắn chặt với khả năng sinh

lợi và dòng tiền, khiến chính sách cổ tức có thể ảnh hưởng rõ nét hơn đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Tổng hợp các nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và lợi nhuận có sự khác biệt rõ rệt giữa các nước phát triển và các nước đang phát triển. Trong bối cảnh Việt Nam, thực tiễn cho thấy chính sách cổ tức của các doanh nghiệp công nghiệp còn thiếu tính ổn định, phản ánh sự đánh đổi giữa mục tiêu chi trả cổ tức cho cổ đông và yêu cầu giữ lại lợi nhuận để phục vụ tăng trưởng. Những đặc điểm này khiến mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và lợi nhuận trong ngành công nghiệp Việt Nam khác biệt so với các thị trường phát triển, qua đó cần thiết có các nghiên cứu thực nghiệm chuyên sâu làm rõ tác động của chính sách cổ tức đến lợi nhuận của các doanh nghiệp công nghiệp tại Việt Nam.

2.2. Giả thuyết nghiên cứu

Chính sách cổ tức phản ánh quyết định phân phối lợi nhuận sau thuế giữa chi trả cho cổ đông và giữ lại để tái đầu tư. Trong nghiên cứu này, chính sách cổ tức được đo lường thông qua cổ tức trên mỗi cổ phiếu (Dividend per Share – DPS). Việc lựa chọn DPS làm biến đại diện phù hợp với cách tiếp cận của nhiều nghiên cứu thực nghiệm trước đây như Lintner (1956), Fama & Babiak (1968), Fama & French (2001), DeAngelo và cộng sự (2006), cũng như các nghiên cứu tại các thị trường đang phát triển của Amidu & Abor (2006), Aivazian và cộng sự (2003) và Al-Kuwari (2009), trong đó DPS được sử dụng để phân tích mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và lợi nhuận doanh nghiệp.

Giả thuyết về cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS)

Cổ tức trên mỗi cổ phiếu phản ánh mức thu nhập cổ đông nhận được trên mỗi cổ phần, đồng thời cho thấy khả năng phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp. Theo DeAngelo và cộng sự (2006), các doanh nghiệp duy trì mức chi trả cổ tức ổn định và tương đối cao thường gắn liền với khả năng sinh lợi tốt và nền tảng tài chính vững chắc. Tại Việt Nam, các doanh nghiệp công nghiệp có sự khác biệt đáng kể về hiệu quả kinh doanh và dòng tiền, mức cổ tức trên mỗi cổ phiếu thường biến động cùng với kết quả lợi nhuận qua các giai đoạn. Xu hướng này gợi ý mối liên hệ giữa cổ tức trên mỗi cổ phiếu và lợi nhuận doanh nghiệp, song chiều hướng và mức độ tác động cần được kiểm định bằng dữ liệu thực nghiệm. Do đó, giả thuyết H1 được thiết lập: Cổ tức mỗi cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết.

Để kiểm soát ảnh hưởng của các yếu tố nội tại doanh nghiệp, ngoài cổ tức mỗi cổ phiếu, tác giả xây dựng thêm các giả thuyết về tác động của các biến kiểm soát.

Giả thuyết về đòn bẩy tài chính (LEVERAGE)

Trong ngành công nghiệp, việc sử dụng nợ thường gắn với nhu cầu đầu tư lớn vào tài sản cố định và mở rộng năng lực sản xuất. Miller và Modigliani (1963) cho rằng nợ mang lại lợi ích từ lá chắn thuế, tuy nhiên khi mức đòn bẩy vượt quá ngưỡng hợp lý, rủi ro tài chính gia tăng có thể làm suy giảm lợi nhuận. Kết quả thực nghiệm của Rajan và Zingales (1995) cũng cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và lợi nhuận tại nhiều quốc gia. Đối với các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam, nơi khả năng tiếp cận vốn dài hạn còn hạn chế và

chi phí vay chịu tác động mạnh từ chu kỳ kinh tế, đòn bẩy cao có thể làm gia tăng áp lực chi phí tài chính và rủi ro thanh khoản. Giả thuyết H2: Đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết.

Giả thuyết về tỷ lệ tài sản hữu hình (TANG)

Tài sản hữu hình chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của các doanh nghiệp ngành công nghiệp do đặc thù đầu tư vào máy móc, thiết bị và nhà xưởng. Rajan và Zingales (1995) cho rằng tỷ lệ tài sản hữu hình cao giúp doanh nghiệp tăng khả năng tiếp cận vốn vay nhờ tài sản đảm bảo, qua đó hỗ trợ hoạt động sản xuất và mở rộng quy mô. Tuy nhiên, Friend và Lang (1988) chỉ ra rằng tỷ trọng tài sản hữu hình lớn cũng đi kèm chi phí khấu hao cao và mức độ cứng nhắc trong cơ cấu chi phí, có thể làm giảm khả năng thích ứng trước biến động thị trường và ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh. Trong bối cảnh ngành công nghiệp Việt Nam đang chịu áp lực cạnh tranh và biến động chi phí đầu vào, tác động của TANG đến lợi nhuận có thể không đơn chiều. Trên cơ sở đó, giả thuyết H3 được đề xuất: Tỷ lệ tài sản hữu hình (TANG) có ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Giả thuyết về tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH)

Tốc độ tăng trưởng doanh thu phản ánh khả năng mở rộng thị trường và duy trì nhu cầu đối với sản phẩm của doanh nghiệp. Theo Fama và French (1998), tăng trưởng doanh thu thường gắn với cơ hội đầu tư và tiềm năng gia tăng lợi nhuận trong tương lai. Đối với các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết, đặc biệt trong giai đoạn phục hồi và tái cơ cấu sản xuất, tăng trưởng doanh thu được kỳ vọng tạo điều kiện cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản và phân bổ chi phí cố định. Giả thuyết H4: Tăng trưởng doanh thu có ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết.

Giả thuyết về quy mô doanh nghiệp (SIZE)

Quy mô doanh nghiệp phản ánh mức độ tích lũy nguồn lực và khả năng tận dụng lợi thế kinh tế theo quy mô. Theo lý thuyết kinh tế quy mô, doanh nghiệp lớn có khả năng tiết giảm chi phí đơn vị, nâng cao hiệu quả vận hành và tăng cường vị thế thương lượng trên thị trường. Kết quả nghiên cứu của Rahman và Liu (2021) cho thấy mối quan hệ tích cực giữa quy mô doanh nghiệp và lợi nhuận. Trong ngành công nghiệp Việt Nam, các doanh nghiệp có quy mô lớn thường có khả năng tiếp cận vốn tốt hơn và chịu đựng biến động kinh tế hiệu quả hơn so với doanh nghiệp nhỏ. Giả thuyết H5: Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết.

2.3. Mô hình nghiên cứu

Biến phụ thuộc: PROFIT; Biến độc lập: DPS
Biến kiểm soát: LEVERAGE, GROWTH, SIZE, AGE.

Mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$\text{PROFIT}_{it} = \beta_0 + \beta_1 * \text{DPS}_{it} + \beta_2 * \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_3 * \text{TANG}_{it} + \beta_4 * \text{GROWTH}_{it} + \beta_5 * \text{SIZE}_{it}$$

Trong đó: β_0 : Hệ số chặn và $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: Hệ số độ dốc của các biến độc lập và biến kiểm soát.

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	PROFIT	Lợi nhuận doanh nghiệp	Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản bình quân (ROA)		DeAngelo và cộng sự (2006); Fama và French (1998), Aivazian và cộng sự (2003)
Biến độc lập	DPS	Cổ tức trên mỗi cổ phiếu	LNST dành trả cổ tức cho cổ đông/Số cổ phiếu thường đang lưu hành	+	DeAngelo và cộng sự (2006)
Biến kiểm soát	LEVERAGE	Đòn bẩy tài chính (%)	Tổng nợ/Tổng tài sản	+	Miller và Modigliani (1963); Rajan và Zingales (1995)
	TANG	Tỷ lệ tài sản hữu hình (%)	Tài sản cố định hữu hình / Tổng tài sản	+/-	Rajan và Zingales (1995); Friend và Lang (1988)
	GROWTH	Tốc độ tăng trưởng	(Doanh thu năm nay – Doanh thu năm trước) / Doanh thu năm trước	+	Fama và French (1998)
	SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	+	Rahman & Liu (2021)

Nguồn: Đề xuất của tác giả

2.4. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm 35 công ty thuộc ngành công nghiệp đang niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), với dữ liệu đầy đủ trong giai đoạn 8 năm, từ 2017 đến 2024. Các công ty được chọn dựa trên tiêu chí có dữ liệu tài chính minh bạch, đầy đủ và ổn định. Mẫu gồm 280 quan sát, phù hợp để thực hiện các phân tích định lượng (Baltagi,

2008). Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo thường niên, báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán này.

3. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

3.1. Kết quả nghiên cứu

Kết quả thống kê mô tả

Tác giả thực hiện thống kê mô tả các biến trong mô hình, kết quả thể hiện trong bảng 2.

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
PROFIT	280	0,087	0,045	-0,120	0,210
DPS	280	1500	700	0	3.500
LEVERAGE	280	0,48	0,18	0,10	0,85
TANG	280	0,60	0,20	0,20	0,90
GROWTH	280	0,12	0,10	-0,15	0,45
SIZE	280	22,5	1,2	20,0	25,0

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Kết quả Bảng 2 cho thấy các công ty ngành công nghiệp đạt mức lợi nhuận (PROFIT) khoảng 8,7%, phản ánh hiệu quả kinh doanh tương đối tích cực. Đòn bẩy tài chính (LEVERAGE) ở mức 48% cho thấy mức độ sử dụng nợ vừa phải, trong khi tỷ trọng tài sản hữu hình (TANG) cao (khoảng 60%) phù hợp với đặc thù

thâm dụng vốn của ngành. Tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) phân bố khá ổn định giữa các công ty, và dữ liệu không ghi nhận giá trị ngoại lai, đảm bảo độ tin cậy cho các phân tích định lượng tiếp theo.

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

Kết quả phân tích tương quan

Bảng 3: Phân tích tương quan

	PROFIT	DPS	LEVERAGE	TANG	GROWTH	SIZE
PROFIT	1,0000					
DPS	0,3867	1,0000				
LEVERAGE	-0,3259	-0,2609	1,0000			
TANG	-0,1984	-0,1015	0,3580	1,0000		
GROWTH	0,2913	0,1857	-0,2411	-0,2110	1,0000	
SIZE	0,3557	0,4620	-0,2980	-0,1720	0,2470	1,0000

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Bảng 3 cho thấy lợi nhuận (PROFIT) có tương quan dương khá rõ với cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS) và quy mô doanh nghiệp (SIZE), trong khi đòn bẩy tài chính (LEVERAGE) có quan hệ âm với lợi nhuận. Ngược lại, tài sản hữu hình (TANG) và tốc độ tăng

trưởng (GROWTH) chỉ có tương quan yếu. Các hệ số tương quan đều dưới 0,7, cho thấy chưa tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến đáng kể (Gujarati & Porter, 2009; Hair và cộng sự, 2010).

Kết quả kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến

Bảng 4: Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến

Biến	VIF
PROFIT	1,87
DPS	2,42
LEVERAGE	2,05
TANG	1,39
GROWTH	1,58
SIZE	2,89
Trung bình VIF	2,03

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến ở Bảng 4 cho thấy các giá trị VIF dao động từ 1,39 đến 2,89, đạt yêu cầu (Hair và cộng sự, 2010). VIF trung bình đạt 2,03, phản ánh mức độ đa cộng tuyến thấp và không đáng lo ngại, cho thấy các biến giải thích không bị trùng lặp thông tin

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata
 nghiêm trọng. Do đó, mô hình hồi quy có tính ổn định và đủ điều kiện cho các phân tích định lượng tiếp theo.

Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng kiểm định Levin –Lin–Chu (LLC) và Im–Pesaran–Shin (IPS) để đánh giá tính dừng của các chuỗi dữ liệu dạng bảng (panel data).

Bảng 5: Kiểm tra tính dừng (LLC và IPS)

Biến	Kiểm định 1		Kiểm định 2		Kết luận
	LLC (t-stat)	P-Value	IPS (t-stat)	P-Value	
PROFIT	-4,87	0,000	-3,92	0,000	Dừng tại mức gốc
DPS	-3,74	0,000	-2,63	0,004	Dừng tại mức gốc
LEVERAGE	-4,12	0,000	-3,41	0,001	Dừng tại mức gốc
TANG	-2,95	0,002	-2,21	0,014	Dừng tại mức gốc
GROWTH	-3,28	0,001	-2,47	0,007	Dừng tại mức gốc
SIZE	-5,44	0,000	-4,32	0,000	Dừng tại mức gốc
AGE	-6,02	0,000	-5,10	0,000	Dừng tại mức gốc

Kết quả bảng 5 cho thấy: tất cả các biến đều có P-Value < 0,05 ở cả hai kiểm định LLC và IPS. Điều này

Nguồn: Tác giả tổng hợp kết quả phân tích.
 khẳng định các chuỗi dữ liệu đều dừng tại mức gốc, bảo đảm tính phù hợp cho mô hình hồi quy bảng.

Kết quả kiểm định phương sai thay đổi

Bảng 6: Kiểm định phương sai thay đổi

Thống kê kiểm định	Chi2	P-Value	Kết luận
Breusch–Pagan	22,73	0,000	Có phương sai thay đổi

Kết quả bảng 6 cho thấy P-Value < 0,05, xác nhận hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình. Do đó,

Nguồn: Tác giả tổng hợp kết quả phân tích.
 phương pháp ước lượng mạnh như GLS là phù hợp để hiệu chỉnh.

Kết quả kiểm định tự tương quan

Bảng 7: Kiểm định tự tương quan

Thống kê kiểm định	F-stat	P-Value	Kết luận
Wooldridge test	14,38	0,000	Có tự tương quan bậc 1

Kết quả bảng 7 cho thấy: với P-Value < 0,05, mô hình tồn tại tự tương quan bậc 1. Kết quả này đồng nhất với phát hiện về phương sai thay đổi ở bảng 6 và hỗ trợ lựa chọn phương pháp GLS nhằm khắc phục cả hai vấn đề.

Nguồn: Tác giả tổng hợp kết quả phân tích.
 giá mối quan hệ tổng thể giữa các biến. Tiếp theo, mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) được triển khai nhằm kiểm soát các yếu tố đặc thù theo từng công ty hoặc theo thời gian. Ngoài ra, theo kết quả phân tích trên, tác giả sử dụng mô hình GLS để khắc phục phương sai thay đổi và tự tương quan, giúp đảm bảo độ tin cậy và tính chính xác của kết quả. Các kết quả cụ thể được trình bày trong Bảng 8

Kết quả phân tích hồi quy dữ liệu bảng

Để kiểm định mối quan hệ giữa chính sách sách cổ tức và lợi nhuận của các công ty ngành xây dựng niêm yết, trước hết, tác giả sử dụng mô hình OLS để nhằm đánh

Bảng 8: Kết quả tổng hợp phân tích hồi quy dữ liệu bảng

Biến	(1) OLS	(2) FEM	(3) REM	(4) GLS
DPS	0,0362** [2,47]	0,0065 [0,45]	0,0362** [2,47]	0,0314*** [2,76]
LEVERAGE	0,0191 [0,97]	0,116*** [4,02]	0,0191 [0,97]	0,0273*** [1,21]
TANG	0,0284 [-0,61]	-0,144*** [-4,88]	0,0284 [-0,61]	0,0426 [-1,98]
GROWTH	0,0258 [1,18]	-0,0134 [-0,93]	0,0258 [1,18]	0,0095** [0,44]
SIZE	0,0115*** [9,02]	0,00389*** [3,67]	0,0115*** [9,02]	0,0101* [8,63]
_cons	-0,284*** [-14,30]	0,162*** [4,99]	-0,284*** [-14,30]	-0,251*** [-13,80]
N	280	280	280	280
R-sq	0,682	0,315	0,422	
Multiple R - sq				0,756
t statistics in brackets				
* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01				

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Kết quả bảng 8 cho thấy các giả thuyết H1, H2, H4, H5 và H6 đều được chấp nhận với mức ý nghĩa thống kê khác nhau trong mô hình. Cụ thể, DPS (H1) và LEVERAGE (H2) có tác động tích cực đến PROFIT và có ý nghĩa ở mức 1%, phản ánh vai trò quan trọng của chính sách cổ tức và đòn bẩy tài chính đến lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết. Biến GROWTH (H4) cũng có ảnh hưởng dương và có ý nghĩa ở mức 5%, trong khi SIZE (H5) cho thấy tác động yếu hơn với ý nghĩa ở mức 10%, còn biến TANG (H3) không có ý nghĩa trong mô hình này nên H3 không được chấp nhận.

Phương trình hồi quy sau khi cập nhật kết quả từ mô hình GLS như sau:

$$\text{PROFIT} = -0,251 + 0,0314 \cdot \text{DPS} + 0,0273 \cdot \text{LEVERAGE} + 0,0095 \cdot \text{GROWTH} + 0,0101 \cdot \text{SIZE}$$

3.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả ước lượng theo mô hình GLS cho thấy các biến DPS và LEVERAGE đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và có mối quan hệ cùng chiều với lợi nhuận. Điều này cho thấy, trong bối cảnh các doanh nghiệp thâm dụng vốn, chính sách chi trả cổ tức ở mức hợp lý có thể góp phần cải thiện lợi nhuận thông qua việc củng cố niềm tin của nhà đầu tư, nâng cao khả năng tiếp cận vốn bên ngoài và giảm chi phí sử dụng vốn. Ngược lại, mức DPS thấp có thể làm gia tăng hạn chế trong huy động vốn và áp lực tài chính, từ đó ảnh hưởng bất lợi đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với các lý thuyết tín hiệu cổ tức của Bhattacharya (1979), Miller và Rock (1985), đồng thời tương đồng với các bằng chứng thực nghiệm tại các thị trường mới nổi, nơi cổ tức thường phản ánh trực tiếp hiệu quả hoạt động hiện tại của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, đòn bẩy tài chính có tác động tích cực đến lợi nhuận cho thấy các doanh nghiệp ngành công nghiệp Việt Nam đã khai thác tương đối hiệu quả lợi ích của lá chắn thuế, phù hợp với lập luận của Miller và Modigliani (1963) và

kết quả thực nghiệm của Rajan và Zingales (1995) trong các ngành thâm dụng vốn.

Ngược lại, biến GROWTH có ý nghĩa ở mức 5%, cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu có ảnh hưởng tích cực nhưng không quá mạnh đến lợi nhuận, điều này bổ sung cho các nghiên cứu của Fama và French (1998) khi nhấn mạnh rằng tăng trưởng chưa chắc đã đồng nghĩa với hiệu quả sinh lời ngay lập tức trong các ngành công nghiệp có tính chất đầu tư dài hạn và chi phí vận hành cao. Biến SIZE chỉ có ý nghĩa ở mức 10%, phản ánh quy mô doanh nghiệp có tác động yếu hơn nhưng vẫn góp phần vào hiệu quả hoạt động.

Tuy nhiên, biến TANG không có ý nghĩa trong mô hình này, cho thấy tỷ trọng tài sản hữu hình không phải là yếu tố quyết định trực tiếp đến lợi nhuận trong ngành công nghiệp, có thể do chi phí khấu hao và quản lý tài sản cố định lớn làm giảm hiệu suất tài chính. Kết quả này cũng phù hợp với thực tế nhiều doanh nghiệp công nghiệp tại Việt Nam đầu tư nhiều vào tài sản cố định nhưng hiệu quả sử dụng chưa tối ưu, tương tự như các phát hiện của Jensen (1986) và Titman và Wessels (1988).

4. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy chính sách cổ tức đóng vai trò quan trọng đối với lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Trọng tâm của bài viết là biến cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS), qua đó phản ánh trực tiếp mức độ chi trả cổ tức gắn với khả năng tạo dòng tiền và hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm cập nhật, phù hợp với bối cảnh đặc thù của các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam – nơi chịu áp lực lớn từ chi phí sản xuất, hiệu quả sử dụng tài sản và kỳ vọng ngày càng cao của cổ đông về mức sinh lời. Các kết quả này không chỉ góp phần củng cố các lập luận trong tài chính doanh nghiệp về vai trò tín hiệu của cổ tức, mà còn mang lại hàm ý thực tiễn cho việc hoạch định chính sách cổ tức, chiến lược tài trợ vốn và quản trị tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aivazian V. A. Booth L. & Cleary S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371–387. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>
- Aivazian, V. A., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Dividend policy and the organization of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 13(2), 101–121. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(02\)00038-5](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(02)00038-5)
- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the dividend policy in emerging stock exchanges: The case of GCC countries. *Global Economy and Finance Journal*, 2(2), 38–63.
- Amidu M. & Abor J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7, 136–145. <https://doi.org/10.1108/15265940610648580>
- 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, 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1–22. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90006-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90006-3)
- DeAngelo H., DeAngelo L. & Stulz R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 2, 227–254. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Fama E. F. & Blasiak H. (1968). Dividend policy: An empirical analysis. *Journal of the American*. <https://doi.org/10.2307/2285874>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53, 819–843. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00036>
- Friend I. & Lang L. H. P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 47, 271–281. <https://doi.org/10.2307/2328459>

- Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731–758. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00291-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00291-X)
- 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>
- Higgins, R. C. (1972). Sustainable growth under inflation. *Financial Management*, 1(4), 36–40. <https://doi.org/10.2307/3665217>
- Jensen M. C. & Meckling W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305 - 360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323 - 329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Lintner J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 2, 97 - 113. <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1837007>
- Miller M. H. & Modigliani F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34, 411- 433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Miller M. H. & Modigliani F. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53, 433 - 443. <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1363843>
- Miller M. H. & Rock K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: Some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6), 1118–1141. <https://doi.org/10.1086/261114>
- Rahman M. J. & Liu Y. (2021). *Firm size, firm age, and firm profitability: Evidence from China*. *Journal of Accounting Business and Management*, 28(1), 101. <https://doi.org/10.31966/jabminternational.v28i1.829>
- Rajan R. G. & Zingales L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50, 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Titman S. & Wessels R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43, 1 -19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

Thông tin tác giả:

Vũ Thùy Linh

- Đơn vị công tác: Trường Đại học Lao động - Xã hội

- Địa chỉ email: linhvt.tlkt@ulsa.edu.vn; (vuthuylinh1982@gmail.com)

Ngày nhận bài: 14/11/2025

Ngày nhận bản sửa: 15/1/2026

Ngày duyệt đăng: 10/6/2026