

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

PGS.TS. Đỗ Thị Vân Trang* - Lê Thị Quỳnh Chi*

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, dược phẩm - hoá chất và doanh nghiệp niêm yết.

The article examines the factors affecting the dividend policy 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 between asset growth rate, investment rate in fixed assets, volatility of earnings per share, company size, and a positive correlation between 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.

• Key words: dividend policy, pharmaceutical and chemical enterprises and listed companies.

JEL codes: G30, G32, G11

Ngày gửi bài: 13/01/2025

Ngày gửi phản biện: 20/01/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 22/4/2025

Ngày chấp nhận đăng: 12/5/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i290.12>

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. 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. 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 dược 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. Giả thuyết nghiên cứu

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. 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.

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, tuy nhiên cũng có những nghiên cứu cho rằng, các công

* Học viện Ngân hàng; email: trangdtv@hvn.edu.vn - bachtx@gmail.com

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). Mỗi 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. 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 CSCT 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. Nghiên cứu của Al-Malkawi và cộng sự (2013), Trương Đồng 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. 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 CSCT 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. 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 CSCT 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 dấu 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 dược 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 hoá chất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (bao gồm dữ liệu của các sản giao dịch chứng

khoán HSX, HNX và Upcom) trong giai đoạn 2014 - 2023 từ cơ sở dữ liệu FinPro.

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).

Mô hình hồi quy được nhóm tác giả sử dụng để phân tích các yếu tố tác động đến chính sách của các doanh nghiệp được phẩm - hoá chất niêm yết trong Bảng 1.

Bảng 1. Mô tả các biến trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Mô tả biến	Đơn vị
Tỷ suất cổ tức	DY	Cổ tức mỗi cổ phần thường (DPS) Giá thu mua cổ phần	
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit (Tổng tài sản)	(+)
Tốc độ tăng trưởng tài sản	GROWTH	$\frac{\text{Tổng tài sản năm } t - \text{Tổng tài sản năm } t-1}{\text{Tổng tài sản năm } t-1}$	(-)
Tỷ lệ đầu tư vào TSCĐ	TANG	Tài sản cố định Tổng tài sản	(-)
Độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu	EV	$\sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (\text{EPS}_{it} - \text{EPS}_i)^2}$	(+)
Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ phải trả Tổng tài sản	(-)
Khả năng sinh lời	ROE	Lợi nhuận sau thuế Vốn chủ sở hữu bình quân	(+)
Độ chùng tài chính	SLACK	Lợi nhuận chưa phân phối 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

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.

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

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

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	1.0000							
GROWTH	0.1979	0.1979	1.0000						
TANG	-0.2754	0.0906	1.0000						
EV	0.0000	0.0778	0.0000	1.0000					
LEV	-0.1157	0.1555	-0.0044	0.0000	1.0000				
SIZE	0.0241	0.0024	0.9320	0.0157	0.0000	1.0000			
SLACK	-0.1382	0.1201	0.1122	0.0157	1.0000	0.0000	1.0000		
ROE	0.0070	0.0192	0.0288	0.7598	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	
FCF	-0.0886	0.0360	0.1434	-0.0944	0.4155	1.0000	0.0000	0.0000	1.0000
GROWTH	0.0846	0.4839	0.0051	0.0660	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
TANG	0.0964	0.0952	-0.0365	0.0049	-0.2076	-0.4068	1.0000	0.0000	0.0000
EV	0.0606	0.0638	0.4777	0.9236	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

	DY	FCF	GROWTH	TANG	EV	SLACK	LEV	SIZE	ROE
SIZE	-0.0974	0.8325	0.0835	0.0818	0.0418	-0.0029	0.2412	1.0000	
ROE	0.0577	0.0000	0.1042	0.1113	0.4164	0.9552	0.0000		
	0.1227	0.3023	0.0322	0.0915	0.4138	0.3589	-0.0203	0.1169	1.0000
	0.0167	0.0000	0.5317	0.0748	0.0000	0.0000	0.6935	0.0226	

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 - hoá 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 - hoá chất niêm yết.

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.

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

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 DY của các công ty ngành dược phẩm - hóa chất. 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 tỉ lệ cổ tức thực trả.

Biến **GROWTH** với mức ý nghĩa thống kê 1% có hệ số hồi quy -0.0118 cho thấy mối tương quan ngược chiều (-) tới CSCT của các công ty ngành dược phẩm - hóa chất. 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 **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%. 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 **EV** có tác động ngược chiều tới DY với mức ý nghĩa thống kê 1%. 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 **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. 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, 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 khiến cho lợi nhuận sau thuế của công ty lớn hơn và sẽ chi trả cổ tức cao hơn.

Biến **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 CSCT của các doanh nghiệp trong ngành. 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 giai đoạn 2014 - 2023.

Đối với các nhà quản trị 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. Do 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: 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 lại lợi nhuận ngay lập tức. 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. 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:

- 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.
- Avizian, 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.
- Al-Malkawi, H. A. N., Iwairish, A. E., & Harery, K. (2013). Determinants of the likelihood to pay dividends: Evidence from Saudi Arabia. *Journal of American Science*, 9(12), 518-528.
- 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.
- Angelina, 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.
- Brittain, J. A. (1964). "The Tax structure and corporate dividend policy", *American Economics Review*, 54(3), 272 - 287.
- Chen, J., & Dhensiri, N. (2009). Determinants of dividend policy: The evidence from New Zealand; 18-28.
- 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.
- Ho, H. (2003). Dividend policy in Australia and Japan. *International advances in Economic Research*, Vol.9, Issue 2, pp. 91-100.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P. & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, pp. 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- 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*.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Lộc, T. D., & Tiên, 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.
- 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.
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079-1087.
- Sajida G, Irfan U, Hina, G and Shahid, R (2020). Factors affecting dividend policy: empirical study from pharmaceutical's companies in Pakistan, *EJBM, European Journal of Business and Management Research*, 5(5).
- Tran, T. T., Van Nguyen, D., & Nguyen, Y. H. T. (2021). Determinants of Dividend Smoothing: Empirical evidence from non-financial firms listed on Vietnam stock exchanges. In *ICRMAT* (pp. 35-41).