

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

Nguyễn Thị Kim Anh¹, Cao Tiến Sĩ^{*} và Nguyễn Thị Ngọc Huyền²

¹Trường Đại học An Giang, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh

²Sinh viên Khoa Kinh tế - Quản trị kinh doanh, Trường Đại học An Giang

*Tác giả liên hệ: ctsi@agu.edu.vn

Lịch sử bài báo

Ngày nhận: 30/3/2021; Ngày nhận chỉnh sửa: 26/5/2021; ngày duyệt đăng: 28/11/2021

Tóm tắt

Nghiên cứu nhằm xác định các yếu tố về đặc điểm tài chính của công ty, cơ cấu quản lý công ty, cơ cấu sở hữu và chính sách cổ tức của năm trước có hay không có tác động đối với chính sách cổ tức của các công ty. Số liệu dùng trong bài phân tích là số liệu dạng bảng, được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, nghị quyết đại hội đồng cổ đông, thông báo chi trả cổ tức từ trang thông tin điện tử Vietstock giai đoạn 2015 - 2018 của 35 công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE, đồng thời nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy Tobit và phần mềm Stata để phân tích và xử lý. Kết quả phân tích cho thấy có bốn yếu tố đưa vào mô hình nghiên cứu có tác động đến chính sách cổ tức của công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE bao gồm: thu nhập trên mỗi cổ phần, tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước, đòn bẩy tài chính và tỷ lệ cổ phần do nhà nước nắm giữ.

Từ khóa: Chính sách cổ tức, công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu, HOSE, mô hình Tobit.

DOI: <https://doi.org/10.52714/dthu.11.3.2022.953>

Trích dẫn: Nguyễn Thị Kim Anh, Cao Tiến Sĩ và Nguyễn Thị Ngọc Huyền. (2022). Các yếu tố tác động 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.

FACTORS AFFECTING THE DIVIDEND POLICY OF CONSUMER STAPLES COMPANIES ON HO CHI MINH STOCK EXCHANGE

Nguyen Thi Kim Anh¹, Cao Tien Si^{1*}, and Nguyen Thi Ngoc Huyen²

¹An Giang University, Viet Nam National University, Ho Chi Minh City

²Student of Faculty of Economics and Business Administration, An Giang University

*Corresponding author: ctsi@agu.edu.vn

Article history

Received: 30/3/2021; Received in revised form: 26/5/2021; Accepted: 28/11/2021

Abstract

This study aims to determine the factors of the company's financial characteristics, management structure, ownership and dividend policy of the previous year impacting on the dividend policy. Data were collected from financial statements, annual reports, resolutions of Annual General Meeting of Shareholders, dividend payment announcements from the Vietstock website from 2015 to 2018 of 35 consumer staples companies on HOSE. For data analysis, the Tobit regression model and Stata software were employed. The results show that there are four factors affecting the dividend policy of consumer staples companies on HOSE including earnings per share, dividend payout ratio in the previous year, financial leverage ratio and the percentage of shares by the state ownership.

Keywords: Consumer staples companies, dividend policy, HOSE, Tobit regression.

1. Đặt vấn đề

Việc phân chia lợi nhuận cho cổ đông là vấn đề quan trọng và khó khăn đối với doanh nghiệp. Vì việc quyết định phân chia lợi nhuận có mối liên hệ đối với việc đưa ra các quyết định đầu tư và quyết định tài trợ. Nếu việc phân phối lợi nhuận cho cổ đông chiếm phần lớn lợi nhuận sau thuế có thể giảm cơ hội mở rộng đầu tư và phát triển trong tương lai của doanh nghiệp. Ngược lại, việc không chi trả lợi nhuận cho cổ đông có thể ảnh hưởng đến niềm tin của cổ đông đối với doanh nghiệp. Lý thuyết “chim trong tay” cho rằng cổ đông của doanh nghiệp thích được chi trả cổ tức hơn so với việc giữ lại lợi nhuận tiếp tục đầu tư (Brigham và Houston, 2007). Tuy nhiên, trong mỗi công ty có những nhóm cổ đông khác nhau và đòi hỏi về chính sách cổ tức của họ cũng khác nhau, có nhóm khách hàng thích được chi trả cổ tức cao, số khác lại thích được chi trả cổ tức thấp hơn do họ muốn tiếp tục đầu tư vào công ty với chi phí giao dịch thấp (Brigham và Houston, 2007). Chính sách cổ tức không chỉ phân phối lợi nhuận cho các nhà đầu tư, mà còn có sứ mệnh phát tín hiệu về sự tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp đến nhà đầu tư. Do đó, Black và Scholes (1974) cho rằng chính sách cổ tức là một câu đố đối với tất cả doanh nghiệp (Amidu, 2007, tr. 103).

Cũng như các doanh nghiệp khác trên thế giới, các doanh nghiệp Việt Nam cũng phải đối mặt với câu đố về chính sách cổ tức. Ở Việt Nam, một số công ty dù đang có mức sinh lời cao vẫn không chi trả cổ tức cho cổ đông, ví dụ như Công ty Cổ phần Thế giới Di động (giai đoạn 2004-2009) có mức sinh lời hàng năm cao nhưng vẫn không chi trả cổ tức mà giữ lại lợi nhuận để mở rộng đầu tư. Ngược lại, một số công ty khác lại chi trả cổ tức cao hơn so với thu nhập của cổ phiếu, ví dụ như Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam có lãi cơ bản trên cổ phiếu vào năm 2016 là 5.831 đồng nhưng lại chi trả cổ tức đến 6.000 đồng/cổ phiếu. Vì vậy, có khá nhiều nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện nhằm giải quyết câu đố cổ tức trên thị trường Việt Nam, bài nghiên cứu “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” được thực hiện nhằm giúp các công ty có cái nhìn về chính sách cổ tức ở nhiều khía cạnh khác nhau và có thể đưa ra các chính sách cổ tức phù hợp.

2. Cơ sở lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Cơ sở lý thuyết

Trần Ngọc Thơ (2007) cho rằng chính sách cổ tức ảnh hưởng đến mức lợi nhuận của công ty được đem ra phân phối như thế nào. Lợi nhuận sẽ được giữ lại để tái đầu tư cho công ty hay được chi trả cho các cổ đông.

Nhiều lý thuyết đã được đưa ra để xem xét những yếu tố nào tác động đến quyết định chi trả cổ tức của công ty cổ phần. Yếu tố quan trọng đầu tiên phải kể đến thu nhập mỗi năm của công ty, trong đó lý thuyết chim trong tay (Bird in the hand theory) được đề cập bởi Lintner (1956) và đã được hỗ trợ bởi các nhà nghiên cứu kể cả Gordon (1963) nhấn mạnh rằng các nhà đầu tư sẽ thích nhận được cổ tức tiền mặt hơn so với việc giữ lại lợi nhuận tái đầu tư, vì cổ đông cho rằng lãi vốn trong tương lai sẽ không chắc chắn bằng việc nhận được cổ tức trong thời điểm hiện tại. Cổ đông nhận được cổ tức cao trong hiện tại sẽ đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty tốt hơn, nên đây là yếu tố nhà quản trị xem xét khi xây dựng chính sách cổ tức. Nói cách khác, lý thuyết này ủng hộ cho lập luận rằng thu nhập càng cao thì cổ tức tiền mặt sẽ tăng cao.

Bên cạnh đó, lý thuyết tín hiệu lập luận “nhà đầu tư xem sự thay đổi của cổ tức là tín hiệu về dự báo thu nhập của công ty” do sự không cân xứng thông tin giữa ban quản lý và cổ đông, nên cổ đông xem chính sách cổ tức của công ty như một trong những thông tin về tình hình hoạt động của công ty. Ross và cs. (2017) rằng một công ty thường không thích tỷ lệ cổ tức năm sau thấp hơn năm trước, do đưa tín hiệu tiêu cực về hiệu quả hoạt động của công ty. Do đó, nhà quản lý quyết định tăng cổ tức khi có đầy đủ thông tin rằng công ty sẽ tăng trưởng và đủ khả năng chi trả cổ tức cao trong tương lai.

Ross và cs. (2017) lập luận về chi phí đại diện rằng các chủ nợ muốn cổ đông giữ lại lợi nhuận cho công ty càng nhiều càng tốt, ngược lại, các cổ đông lại thích nắm giữ lợi nhuận cho riêng họ, từ đó xảy ra mâu thuẫn lợi ích giữa hai bên. Trong một số trường hợp, cổ đông và ban quản lý cũng có thể xảy ra mâu thuẫn với nhau do ban quản lý thực hiện hành vi tư lợi cá nhân. Để giảm mâu thuẫn lợi ích này (hay giảm chi phí đại diện), sự độc lập của hội đồng quản trị sẽ đảm bảo chính sách cổ tức khách quan hơn, khi sự độc lập cao sẽ khuyến khích công

ty tăng chi trả cổ tức thay vì giữ lại lợi nhuận lớn trong công ty.

Ngoài ra, lý thuyết trật tự phân hạng của Myers hàm ý rằng các doanh nghiệp thích tài trợ nội bộ hơn (Trần Ngọc Thơ, 2007). 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.

2.2. Nghiên cứu thực nghiệm

Khởi đầu bởi Lintner (1956), nghiên cứu về việc phân phối lợi nhuận của các doanh nghiệp với lập luận rằng tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu và tỷ lệ điều chỉnh tăng cổ tức ở mỗi công ty là khác nhau. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng: mức thu nhập hiện tại và tỷ lệ chi trả cổ tức ở năm trước là hai nhân tố quyết định cho tỷ lệ chi trả cổ tức ở năm hiện tại. Nghiên cứu được thực hiện bởi Al-Malkawi và cs. (2013) nhằm kiểm tra các yếu tố quyết định khả năng trả cổ tức của các công ty niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Ả-Rập Xê-Út (SSE) bằng hồi quy Logit và đưa ra kết luận: quy mô công ty, khả năng sinh lời trên vốn chủ sở và độ tuổi của công ty có mối tương quan thuận chiều với chính sách cổ tức; ngược lại, rủi ro công ty và đòn bẩy tài chính của công ty có mối tương quan ngược chiều với chính sách cổ tức. Tuy nhiên, các tác giả lại không tìm thấy sự tác động đáng kể của các yếu tố như phần trăm cổ phần chính phủ nắm giữ, phần trăm cổ phần do nhà quản lý nắm giữ, phần trăm cổ phần được nắm giữ bởi thành viên gia đình, tổng tài sản cố định của công ty và thị giá trên thư giá của cổ phiếu.

Cũng trong năm đó, Badu (2013) nghiên cứu các yếu tố quyết định chính sách cổ tức của các tổ chức tài chính niêm yết ở Ghana bằng phân tích mô hình bình phương nhỏ nhất. Kết quả nghiên cứu cho thấy khả năng sinh lời và tăng trưởng doanh thu không có tác động về mặt thống kê; tuổi công ty, tỷ lệ tiền trên tổng tài sản và tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản có tác động đến chính sách cổ tức.

Tại Việt Nam, quyết định chính sách cổ tức của các công ty cổ phần cũng đã nhận được khá nhiều sự

quan tâm từ những nhà nghiên cứu. Nguyễn Thị Minh Huệ và cs. (2014) sử dụng phương pháp ước lượng mô hình hồi quy đa biến trên bộ số liệu của 75 công ty niêm yết của Việt Nam trong sáu năm, kết quả từ mô hình hồi quy với tác động cố định (FEM) chỉ ra các yếu tố khả năng sinh lời; quy mô công ty; tăng trưởng doanh thu, đòn bẩy tài chính và tỷ lệ sở hữu của nhà nước tác động đến chính sách chi trả cổ tức.

Trương Đông Lộc và Phạm Phát Triển (2015), đã chia các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh thành ba nhóm chính: (1) Đặc điểm và tình hình tài chính, (2) Quản trị công ty và chi phí đại diện, (3) Môi trường kinh doanh. Sử dụng phân tích hồi quy bằng phương pháp các ảnh hưởng cố định (FEM) tác giả đưa ra kết luận rằng: thu nhập trên mỗi cổ phần, khả năng kiểm soát và hình thức chi trả cổ tức là ba nhân tố có sự ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty. Bên cạnh đó Trần Thị Tuấn Anh (2016) bằng tiếp cận bằng hồi quy phân vị với dữ liệu từ BCTC của các công ty niêm yết trong giai đoạn 2008-2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy ở các phân vị khác nhau thì tác động của các nhân tố đến chính sách cổ tức của công ty cũng khác nhau và chính sách cổ tức chịu tác động bởi các nhân tố: tỷ suất sinh lợi (ROE), tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ nợ và cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp. Cụ thể là, ở phân vị càng cao tỷ suất sinh lời và tăng trưởng doanh thu càng có tác động mạnh đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp; rủi ro và tỷ lệ sở hữu nước ngoài càng cao thì công ty càng có xu hướng ít chi trả cổ tức hơn.

Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017) bằng kỹ thuật hồi quy Fama - MacBeth: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy khả năng sinh lời, mức độ nắm giữ tiền và vòng đời công ty càng lớn thì công ty càng có xu hướng chi trả cổ tức nhiều hơn, tuy nhiên quy mô công ty không có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty như kỳ vọng ban đầu của tác giả; ngược lại, tính thanh khoản của cổ phiếu, đòn bẩy tài chính và cơ hội tăng trưởng càng cao thì công ty lại ít chi trả cổ tức hơn. Nghiên cứu của Tô Thị Thanh Trúc (2017) sử dụng kết hợp nhiều phương pháp phân tích như: phân tích đồ thị, thống kê mô tả và hồi quy logit... với số liệu được thu thập từ BCTC của các công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ 2006-2014. Kết quả cho thấy đa phần các công ty niêm yết có xu

hướng thích chi trả cổ tức bằng tiền mặt, thông thường chi trả lên đến 60% tổng lợi nhuận thu được. Ngoài ra, bài nghiên cứu còn thể hiện sự ảnh hưởng của các nhân tố khả năng sinh lời càng cao thì công ty càng có xu hướng chi trả cổ tức hơn; mức độ nắm giữ tiền và các chỉ tiêu tài chính của công ty cũng có mối tương quan thuận với khả năng chi trả cổ tức bằng tiền của công ty; mức độ tích lũy vốn từ lợi nhuận giữ lại có phần cao hơn giữa công ty có trả cổ tức so với công ty không trả cổ tức cho cổ đông.

Tuy nhiên, tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá của một cổ phiếu trong ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE thường công bố tỷ lệ cổ tức trên một cổ phiếu thay vì mức cổ tức trên một cổ phiếu. Đồng thời, nghiên cứu này bổ sung biến thu nhập trên mỗi cổ phiếu được bổ sung làm biến độc lập dựa trên nghiên cứu đã nghiên cứu thực nghiệm trên các thị trường chứng khoán khác nhau. Hơn nữa, các nghiên cứu chủ yếu sử dụng các dạng mô hình hồi quy biến phụ thuộc chủ yếu ở dạng không bị kiểm duyệt nhưng trên thực tế chi trả cổ tức là một dạng biến phụ thuộc bị kiểm duyệt nên trong nghiên cứu này tác giả đề cập đến mô hình Tobit xem xét các tác động của các yếu tố một cách cụ thể hơn.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu sử dụng

Số liệu được sử dụng để phân tích trong bài là số liệu thứ cấp được thu thập theo năm, biến độc lập được thu thập trong giai đoạn 2015-2018 và biến phụ thuộc được thu thập từ 2015 đến 02/4/2019. Nguồn số liệu chủ yếu từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, nghị quyết đại hội đồng cổ đông và thông báo chi trả cổ tức của các công ty được công bố trên trang thông tin điện tử của công ty và các trang có liên quan: Công ty cổ phần chứng khoán SSI, Vietstock...

Trong bài nghiên cứu này sử dụng chủ yếu các phương pháp phân tích: thống kê mô tả, so sánh và phương pháp hồi quy đa biến. Trong đó, phương pháp thống kê mô tả và so sánh được dùng để phân tích thực trạng chi trả cổ tức của các công ty và mô tả tổng quát biến được đưa vào mô hình nghiên cứu. Phương pháp hồi quy đa biến được dùng để phân tích sự tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Dựa vào cơ sở lý thuyết và nghiên cứu thực

nghiệm, các biến đưa vào mô hình nghiên cứu (chủ yếu liên quan đến đặc điểm tài chính và quản trị của công ty) của đề tài tiếp tục được kế thừa và chọn lọc nhằm phù hợp với đặc điểm của ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE (lợi nhuận thường ít biến động). Có một số phương pháp để xử lý số liệu dạng bảng như bình phương bé nhất (OLS), ảnh hưởng cố định (FEM) và ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Tuy nhiên, biến phụ thuộc của mô hình là biến kiểm duyệt, vì vậy phương pháp hồi quy Tobit được sử dụng để đo lường sự tác động của các biến độc lập đến biến phụ thuộc sẽ cho ra kết quả tốt hơn các phương pháp trên. Cụ thể theo Wooldridge (2009), mô hình kinh tế lượng được mô tả dưới dạng toán học như sau:

$$y_i^* = \beta_0 + X_i\beta + \varepsilon_i$$

Trong đó, $\varepsilon_i|X_i \sim Normal(0, \sigma^2)$, y^* là biến phụ thuộc bị giới hạn (latent variable), thỏa các giả định của mô hình tuyến tính cổ điển như có phân phối chuẩn, phương sai không thay đổi và trị trung bình tuyến tính có điều kiện, và được đo lường bằng công thức:

$$y_i = \begin{cases} y^* & \text{khi } y^* > 0 \\ 0 & \text{khi } y^* \leq 0 \end{cases}$$

Vì $P(y > 0|x) = \Phi(x\beta/\sigma)$, nên tính ảnh hưởng riêng phần như sau:

$$\frac{\partial E(y|x)}{\partial x_j} = (\beta_j)\Phi\left(\frac{x\beta}{\sigma}\right)$$

Dựa trên các nghiên cứu trước, tác giả đề xuất mô hình Tobit bao gồm các biến cụ thể như sau:

$$y_i^* = \beta_0 + \beta_j X_i + \varepsilon_i$$

Mô hình nghiên cứu trên được dựa theo mô hình nghiên cứu của các tác giả như: Lintner (1956), Al-Malkawi và cs. (2013), Trương Đông Lộc và Phạm Phát Triển (2015), Trần Thị Tuấn Anh (2016). Mô hình nghiên cứu gồm biến phụ thuộc là DPR thể hiện tỷ lệ chi trả cổ tức trên mệnh giá cổ phiếu và tám biến độc lập gồm Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS), Quy mô công ty (SIZE), Tốc độ tăng trưởng doanh thu (GRO), Tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu (LEV), Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước (DPR1), Tỷ lệ cổ phần do nhà nước nắm giữ (GOV), Tỷ lệ cổ phần sở hữu bởi cổ đông nước ngoài (FO), Nhiệm vụ trong bộ máy quản lý (IND).

Phương trình hồi quy có dạng:

Đặt:

$$DPR_{it}^* = \beta_1 + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRO_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 DPR_{it} + \beta_7 GOV_{it} + \beta_8 FO_{it} + \beta_9 IND_{it} + \mu_i$$

- Nếu $DPR_{it}^* \geq 0$

$$DPR_{it}^* = \beta_1 + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRO_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 DPR_{it} + \beta_7 GOV_{it} + \beta_8 FO_{it} + \beta_9 IND_{it} + \mu_i$$

- Nếu $DPR_{it}^* < 0$

$$DPR_{it}^* = 0$$

Trong đó:

- $i = 1, 2, 3, \dots, 35$: đại diện cho các công ty.

- $t = 1, 2, 3, 4$: thời điểm quan sát thứ 2015

- 2018.

- Các biến số được sử dụng trong mô hình hồi

quy và giả thuyết đưa ra để kiểm định được trình bày như sau:

Bảng 1. Mô tả các biến và trong mô hình hồi quy

Tên biến	Mô tả và đo lường biến	Kỳ vọng	Cơ sở lý luận	Nghiên cứu trước
DPR	Tỷ lệ chi trả cổ tức Tỷ lệ chi trả cổ tức trên mệnh giá cổ phiếu			
EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phần $EPS = (\text{Lợi nhuận sau thuế} - \text{cổ tức ưu đãi}) / \text{số lượng cổ phần thường đang lưu hành}$	+	Lintner (1956) cho rằng mức thu nhập hiện tại có tính quyết định trong việc có hay không có chi trả cổ tức cho cổ đông	Badu (2013) Al-Malkawi và cs. (2013) Nguyễn Thị Minh Huệ và cs. (2014) Trương Đông Lộc và Phạm Phát Triển (2015) Trần Thị Tuấn Anh (2016) Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017) Tô Thị Thanh Trúc (2017)
SIZE	Quy mô công ty Log (tổng tài sản)	+	Các công ty lớn sẽ có nhiều tài sản thế chấp có thể tiếp cận nguồn vốn tốt hơn nên không cần phải giữ lại quá nhiều lợi nhuận. Do đó lợi nhuận được chi cổ tức nhằm thu hút nhà đầu tư hiện hữu và tiềm năng	Al-Malkawi và cs. (2013) Nguyễn Thị Minh Huệ và cs. (2014)
GRO	Tốc độ tăng trưởng doanh thu (Doanh thu năm sau - doanh thu năm trước)/doanh thu năm trước	-	Công ty tăng trưởng càng cao (cơ hội đầu tư cao) thì càng có xu hướng giữ lại lợi nhuận để đầu tư thay vì chi trả cổ tức cho cổ đông	Al-Malkawi và cs. (2013) Badu (2013) Đông Lộc và Phạm Phát Triển (2015) Trần Thị Tuấn Anh (2016) Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017)
LEV	Đòn bẩy tài chính Tổng nợ/tổng vốn chủ sở hữu	-	Lý thuyết chi phí đại diện Chi phí đại diện của công ty sẽ phát sinh khi mâu thuẫn xảy ra giữa chủ nợ, chủ sở hữu và nhà quản lý của công ty, các chủ nợ muốn công ty giữ lại phần lớn lợi nhuận để sẵn sàng chi trả nợ cho họ	Ross và cs. (2013) Nguyễn Thị Minh Huệ và cs. (2014) Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017) Al-Malkawi và cs. (2013) Badu (2013)

DPR1	Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước	+	Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định sẽ đảm bảo quyền lợi và sự tín nhiệm của cổ đông dành cho công ty	Lintner (1956) Tô Thị Thanh Trúc (2017)
GOV	Tỷ lệ cổ phần do nhà nước nắm giữ Số lượng cổ phần nhà nước nắm giữ/tổng số cổ phần đang lưu hành	+	Cấu trúc sở hữu ảnh hưởng đến khả năng chi trả cổ tức. Nhiều công ty trong ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE có cổ đông nhà nước sở hữu và thường trả cổ tức cao	Maury và Pajuste (2002) Nguyễn Thị Minh Huệ và cs. (2014) Trương Đông Lộc và Phạm Phát Triển (2015) Trần Thị Tuấn Anh (2016) Al-Malkawi và cs. (2013)
FO	Tỷ lệ cổ phần do cổ đông nước ngoài nắm giữ Số lượng cổ phần cổ đông nước ngoài nắm giữ/tổng số cổ phần đang lưu hành	+	Cấu trúc sở hữu ảnh hưởng đến khả năng chi trả cổ tức. Nghị định số 60/2015/NĐ-CP thì tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đã được nâng lên đến 100% khi đầu tư trên thị trường Việt Nam. Họ thường yêu cầu các nhà quản lý minh bạch hơn trong các khoản mục đầu tư, lợi nhuận công ty và giảm chi phí đại diện bằng cách chi trả cổ tức cho cổ đông	Theo số liệu từ báo cáo thường niên
IND	Công ty có kiêm nhiệm trong bộ máy quản lý. Biến giả nhận giá trị 1 nếu công ty có chủ tịch hội đồng quản trị kiêm Tổng giám đốc/Giám đốc; nhận giá trị 0 nếu ngược lại	+	Lý thuyết chi phí đại diện	Trương Đông Lộc và Phạm Phát Triển (2015)

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

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

Tên biến	Đơn vị tính	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
EPS	đồng/ cổ phần	137	3.230,16	4.450,74	-6.664,21	24.076,00
SIZE (tổng tài sản)	triệu đồng	137	8.073.368	15.269.627	213.701	73.039.038
GRO	%	137	17,92	43,36	-55,95	231,87
LEV	%	137	150,92	283,78	4,40	2923,46
DPR1	%	138	19,62	59,30	0,00	660,00
GOV	%	111	9,56	21,02	0,00	89,60
FO	%	109	12,50	15,92	0,00	59,79
IND		137	0,26	0,44	0	1

Nguồn: Số liệu tự thu thập và tính toán

Qua Bảng 2 cho thấy, các biến đưa vào mô hình nghiên cứu có sự chênh lệch tương đối lớn giữa các quan sát. Giá trị nhỏ nhất của EPS âm 6.664,21 đồng/cổ phần trong khi giá trị lớn nhất lên đến 24.076 đồng/cổ phần, đa phần các công ty có EPS giảm qua ba năm là các công ty nhóm ngành sản xuất thực phẩm, sơ chế và đóng gói thủy sản do doanh thu giảm và chi phí tăng. Quy mô công ty trung bình ngành đạt 8.073.368 triệu đồng. Quan sát có giá trị nhỏ nhất là 213.701 triệu đồng, đó là giá trị tổng tài sản của LAF vào năm 2018, ngược lại giá trị tổng tài sản của MSN đạt 73.039.038 triệu đồng (2016) và là giá trị lớn nhất trong tổng số các quan sát nghiên cứu. Qua bảng thống kê mô tả các biến được đưa vào mô hình nghiên cứu cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu có độ lệch chuẩn 43,36%, riêng GRO trung bình ngành đạt 17,92% cho thấy đa phần các công ty trong ngành hoạt động có hiệu quả. GRO của LAF âm đến 55,95% ở năm 2018 so với 2017 và là giá trị nhỏ nhất trong các quan sát, và GTN (2015) là công ty có GRO cao nhất trong tổng số các quan sát, GRO của Công ty đạt 231,87% (2015).

Bảng thống kê mô tả các biến đưa vào mô hình nghiên cứu, giá trị LEV trung bình ngành đạt 150,92%, tương đương hơn 60% tổng nguồn vốn của công ty trong ngành được tài trợ bởi nợ. Biên độ dao động giữa các quan sát khá lớn, có công ty chỉ sử dụng nợ 4,40% trên vốn chủ sở hữu, tuy nhiên có công ty lại sử dụng nợ 2.923,46% trên vốn chủ sở hữu. Quan sát có tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu thấp nhất là AAM (2017) và cao nhất là CMX (2016). Từ bảng thống kê

mô tả các biến đưa vào mô hình nghiên cứu, tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước có biến động so với giá trị trung bình vào khoảng 59,30%. DPR1 trung bình trong bốn năm là 19,62% trên mệnh giá cổ phiếu. Tương tự như biến phụ thuộc của mô hình nghiên cứu, biến DPR1 cũng có giá trị nhỏ nhất là 0 do công ty không chi trả cổ tức. Giá trị lớn nhất của DPR1 là 660% tương ứng mỗi cổ phiếu sẽ nhận được 66.000 đồng cổ tức. Tỷ lệ sở hữu nhà nước trung bình ngành đạt 9,31%, giá trị thấp nhất là 0% do một số công ty không có cổ đông nhà nước, SAB có GOV vào năm 2015 lên đến 89,60% và là quan sát có giá trị lớn nhất trong 111 quan sát. Qua bảng thống kê mô tả các biến độc lập được đưa vào mô hình nghiên cứu, cho thấy tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài chiếm khoảng 12,23% trong tổng số cổ phần lưu hành của công ty cao hơn gấp 1,31 lần so với tỷ lệ sở hữu trung bình do nhà nước nắm giữ. Độ lệch chuẩn của các quan sát khoảng 15,80% nhỏ hơn so với độ lệch chuẩn của GOV. VMN có cổ đông nước ngoài sở hữu tỷ lệ cao nhất trong tổng số các quan sát vào năm 2017 với 59,79% số lượng cổ phần được sở hữu bởi cổ đông nước ngoài. các công ty ngày càng có xu hướng giảm kiêm nhiệm quyền chủ tịch hội đồng quản trị và tổng giám đốc/giám đốc, từ đó tăng tính độc lập trong bộ máy quản lý. Năm 2015 có 24 công ty trong ngành có chủ tịch hội đồng quản trị không kiêm nhiệm quyền tổng giám đốc/giám đốc của công ty, đến năm 2017 số lượng công ty có bộ máy độc lập đã tăng thành 27 công ty (2017). Ba công ty thực hiện chuyển đổi cơ cấu quản lý không kiêm nhiệm quyền bao gồm: VHC, SAB và LIX.

Bảng 3. Mối tương quan của các biến được đưa vào mô hình nghiên cứu

Tên biến	DPR	EPS	SIZE	GRO	LEV	DPR1	GOV	FO	IND
DPR	1								
EPS	0,50	1							
SIZE	0,07	0,10	1						
GRO	-0,09	-0,08	0,26	1					
LEV	-0,00	-0,23	-0,05	-0,04	1				
DPR1	0,10	0,40	0,08	-0,07	-0,24	1			
GOV	0,07	0,24	0,17	-0,10	-0,13	0,47	1		
FO	0,18	0,37	0,38	0,12	-0,22	0,35	0,13	1	
IND	-0,05	0,01	-0,01	-0,16	-0,05	0,13	-0,01	-0,12	1

Nguồn: Số liệu tự thu thập và tính toán

Bằng kiểm định mô hình, Huỳnh Đạt Hùng và cs. (2011) lập luận rằng một trong những giả định của mô hình hồi quy đa biến là không có sự tương quan giữa các biến độc lập. Qua Bảng 3 cho thấy không có tồn tại tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu, do hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều nhỏ hơn 0,8.

4.2. Kết quả phân tích mô hình hồi quy Tobit

Sau khi đã chạy mô hình hồi quy Tobit, tiến hành kiểm định một số khuyết tật của mô hình có thể

mắc phải như kiểm định hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Kết quả kiểm định Wooldridge cho thấy biến độc lập không vi phạm hiện tượng tự tương quan. Tuy nhiên, kết quả kiểm định Heteroskedasticity cho thấy mô hình mắc phải hiện tượng phương sai sai số thay đổi, từ đó làm cho kết quả mô hình không còn phù hợp và đáng tin cậy để giải thích cho các biến. Kết quả của mô hình hồi quy Tobit sau đây đã được khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Bảng 4. Kết quả ước lượng từ mô hình Tobit

Tên biến	Ký hiệu	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	z	Dy/Dx
Thu nhập trên mỗi cổ phần	EPS	0,0000	0,0000	4,88*	0,00001
Quy mô công ty	SIZE	-0,0031	0,0074	-0,43	- 0,00125
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	GRO	0,0026	0,0151	0,17	0,00100
Đòn bẩy tài chính	LEV	0,0382	0,0154	2,48**	0,01491
Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước	DPR1	0,4293	0,0770	5,58*	0,16759
Tỷ lệ cổ phần do nhà nước nắm giữ	GOV	0,0643	0,0309	2,09**	0,02514
Tỷ lệ cổ phần do cổ đông nước ngoài nắm giữ	FO	0,0403	0,0863	0,47	0,01590
Không độc lập trong bộ máy quản lý	IND	-0,0136	0,0151	-0,90	- 0,00531

Số quan sát 105
 LR chi2 (10) 331,53
 Prob > chi2 0,0000

*, **: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức ý nghĩa 1% và 5%.

Bảng kết quả cho thấy, trong tám biến được đưa vào mô hình hồi quy có bốn yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và 5%, bao gồm: Thu nhập trên mỗi cổ phần, Đòn bẩy tài chính, Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước và Tỷ lệ cổ phần do nhà nước nắm giữ.

Thu nhập trên mỗi cổ phần có tác động cùng chiều với chính sách cổ tức của công ty, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Từ đó cho thấy thu nhập trên mỗi cổ phần có tác động đến chính sách cổ tức, cụ thể thu nhập trên mỗi cổ phần tăng 1.000 đồng thì công ty sẽ có xu hướng chi trả cổ tức trung bình tăng 0,1%. Kết quả nghiên cứu phù hợp với kỳ vọng ban đầu và cũng tương đồng với nhiều nghiên cứu trước đây của Lintner (1956), Nguyễn Thị Minh

Huê và cs. (2014) và Trương Đông Lộc và Phạm Phát Triển (2015).

Trái với kỳ vọng ban đầu, kết quả hồi quy cho thấy đòn bẩy tài chính của công ty càng lớn thì tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty càng cao, nếu đòn bẩy tài chính tăng lên 1% thì chi trả cổ tức trung bình tăng khoảng 1,5%, tác động này có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này không phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng, vì công ty có tỷ lệ nợ cao nhưng vẫn có tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Ngoài ra kết quả nghiên cứu cũng khác so với các nghiên cứu trước đây của Al-Malkawi và cs. (2013), Trần Thị Tuấn Anh (2016) và Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017). Tuy nhiên, điều này lại phù hợp với đặc điểm của ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE, phần lớn các công ty có tuổi đời khá lớn tạo

được uy tín, ngoài ra tổng tài sản trung bình ngành đạt 8.073.368 triệu đồng. Vừa tạo được lòng tin vừa có lượng tài sản đảm bảo tương đối giúp các công ty trong ngành có thể tiếp cận nguồn vốn bên ngoài dễ dàng, vì vậy công ty vẫn có thể đáp ứng nhu cầu cổ tức cao của cổ đông. Đồng thời, việc sử dụng nợ có thể nhận được lợi ích từ tấm lá chắn thuế giúp cho lợi nhuận sau thuế của công ty lớn hơn và sẽ chi trả cổ tức cao hơn.

Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước có mối quan hệ chặt chẽ với tỷ lệ chi trả cổ tức của năm hiện tại. Bảng kết quả hồi quy Tobit cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước tăng 1% thì tỷ lệ chi trả cổ tức năm hiện tại trung bình tăng 16,76%, tác động này có ý nghĩa ở mức 1%. Lý thuyết tín hiệu cho rằng cổ tức của công ty được các cổ đông xem như một thông tin được phát ra về tình hình hoạt động của công ty có hiệu quả không. Các nhà quản lý thường cố gắng duy trì cổ tức ổn định cho cổ đông, nếu tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty giảm hơn so với năm trước các cổ đông có thể sẽ cho rằng công ty đang hoạt động kém hiệu quả và đánh giá thấp cổ phiếu của công ty. Vì vậy, khi đưa ra tỷ lệ chi trả cổ tức các nhà quản lý thường xem xét tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước sau đó mới quyết định tỷ lệ chi trả cổ tức của năm hiện tại và hạn chế các biến động thấp nhất có thể. Đồng thời, kết quả nghiên cứu phù hợp với kết quả nghiên cứu của Lintner (1956).

Tỷ lệ cổ phần do nhà nước nắm giữ càng cao thì tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty càng lớn, có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Nếu tỷ lệ nhà nước nắm giữ tăng 1% cho kết quả tỷ lệ chi trả cổ tức công ty trung bình tăng 2,5%. Kết quả nghiên cứu phù hợp với nghiên cứu của Trương Đông Lộc và Phạm Phát Triển (2015) và Trần Thị Tuấn Anh (2016).

Ngoài ra, bảng kết quả hồi quy cho thấy các biến: Quy mô công ty và Không độc lập trong bộ máy quản lý có tác động ngược chiều đến chính sách cổ tức; Tốc độ tăng trưởng doanh thu và Tỷ lệ cổ phần do cổ đông nước ngoài nắm giữ có mối tương quan thuận với chính sách cổ tức. Tuy nhiên, các mối quan hệ này lại không có ý nghĩa thống kê.

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Nghiên cứu trình bày thực trạng và các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE. Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu là số liệu thứ cấp được thu thập trong giai đoạn từ năm 2015 đến 02/4/2019. Số liệu thu thập cho thấy có 07 công ty hoàn toàn không thực hiện chi trả cổ tức trong 03 năm (2015-2017), bên cạnh đó số công ty trong ngành hàng tiêu dùng thiết yếu không thực hiện chi trả cổ tức có xu hướng tăng qua các năm. Ngoài ra, thực trạng chi trả cổ tức của ngành cho thấy các công ty trong ngành thích chi trả cổ tức bằng tiền mặt hơn các hình thức khác, trung bình các công ty thực hiện chi trả cổ tức có đến 90,87% công ty trong ngành chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình ngành giai đoạn 2015-2018 là 21,09% trên mệnh giá cổ phiếu, đa phần các công ty trong ngành có tỷ lệ chi trả cổ tức trong khoảng từ 10% đến 20% trên mệnh giá cổ phiếu và đang có xu hướng giảm dần qua các năm.

Các phương pháp được sử dụng trong nghiên cứu bao gồm: phương pháp so sánh, phương pháp phân tích biểu đồ, phương pháp thống kê mô tả và hồi quy Tobit. Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của ngành hàng tiêu dùng thiết yếu được đo lường bằng mô hình hồi quy Tobit. Kết quả nghiên cứu cho thấy: Thu nhập trên mỗi cổ phần, Đòn bẩy tài chính, Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước và Tỷ lệ cổ phần do nhà nước nắm giữ là các yếu tố có sự ảnh hưởng đến quyết định tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu. Trong đó, các yếu tố đều thể hiện mối quan hệ cùng chiều với chính sách cổ tức, có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và 5%.

5.2. Khuyến nghị

Tỷ lệ chi trả cổ tức hợp lý và các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định chi trả cổ tức các công ty đang là vấn đề được nhiều nhà nghiên cứu kinh tế quan tâm. Dựa trên kết quả phân tích tác động của các yếu tố đến chính sách cổ tức của các công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE, tác giả có một số kiến nghị sau:

Đối với các công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE:

Qua kết quả nghiên cứu cho thấy thu nhập trên mỗi cổ phần có mối quan hệ đồng biến với tỷ lệ chi trả cổ tức ở năm hiện tại. Các công ty chỉ nên quyết định tăng tỷ lệ chi trả cổ tức khi có thể khẳng định thu nhập trên cổ phần của công ty có thể tăng trưởng cao và ổn định trong tương lai. Nếu công ty quyết định tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức cao, nhưng thu nhập trong các năm tiếp theo không đủ để chi trả cho tỷ lệ cổ tức quá cao, tỷ lệ chi trả cổ tức ở năm sau thấp hơn năm trước sẽ gây ra tâm lý lo ngại của cổ đông về hiệu quả hoạt động của công ty từ đó làm giảm giá cổ phiếu của công ty.

Trong kết quả nghiên cứu còn cho thấy, đòn bẩy tài chính của công ty càng lớn thì tỷ lệ chi trả cổ tức càng cao. Tuy nhiên, trong thực tế các công ty cần đảm bảo tỷ lệ nợ hợp lý để đảm bảo được khả năng thanh khoản của công ty, khi tỷ lệ nợ trong công ty quá cao và công ty dần mất khả năng thanh toán điều này có thể dẫn đến phá sản.

Thu nhập trên mỗi cổ phần ngày càng tăng trưởng khi các công ty trong ngành cố gắng tăng trưởng doanh thu và thực hiện kiểm soát tốt các loại chi phí của công ty. Để có thể tăng trưởng doanh thu ổn định trong dài hạn các công ty cần tăng số lượng sản phẩm tiêu thụ thay vì tăng cao giá bán sản phẩm. Do đó các công ty cần nâng cao chất lượng sản phẩm bằng cách đầu tư vào máy móc, thiết bị và kỹ thuật sản xuất hiện đại, bên cạnh đó nguồn nguyên liệu sạch và đảm bảo an toàn cũng là vấn đề cần được các công ty nghiêm túc xem xét.

5.3. Hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu tiếp theo

Kết quả nghiên cứu chỉ phù hợp để giải thích cho sự tác động của các yếu tố đến chính sách cổ tức của các công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trên HOSE trong giai đoạn trên. Các biến độc lập được đưa vào sẽ không thể hiện đầy đủ, nên những nghiên cứu tiếp theo có thể tiếp tục phát triển thông qua đưa vào những yếu tố khác tác động đến chính sách chi trả cổ tức của công ty./.

Tài liệu tham khảo

- Al-Malkawi, Twaresh & Harery. (2013). Determinants of the Likelihood to Pay Dividends: Evidence from Saudi Arabia. *Journal of American Science*, 9(12), 518-528. Truy cập từ http://www.jofamericanscience.org/journals/amsci/am0912/069_22216am0912_518_528.pdf.
- Amidu, Mohammed. (2007). How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 4(2), 103-112. Truy cập từ https://businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/1482/imfi_en_2007_02_Amidu.pdf.
- Badu, Ebenezer Agyemang . (2013). Determinants of Dividend Payout Policy of listed Financial Institutions in Ghana. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(7), 185-190. Truy cập từ <https://pdfs.semanticscholar.org/fe55/a7409b3b7a5ecaef6644b72c1867b2d6d9cd.pdf>.
- Brigham và Houston. (2007). *Fundamentals of Financial Management*. Mason, OH: Cengage Learning.
- Huỳnh Đạt Hùng, Nguyễn Khánh Bình và Phạm Xuân Giang. (2011). *Kinh tế lượng*. Thành phố Hồ Chí Minh: NXB Phương Đông.
- Lintner. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 96-113. Truy cập từ http://ecsocman.hse.ru/data/890/126/1231/lintner_1956.pdf.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Nguyễn Đức Thành và Nguyễn Thanh Tùng. (Ngày 29 tháng 1, 2017). *Kinh tế Việt Nam: Nhìn lại năm 2016 và triển vọng năm 2017*. *Tapchitaichinh.vn*. Truy cập từ <http://tapchitaichinh.vn/nguyen-cuu-trao-doi/kinh-te-viet-nam-nhin-lai-nam-2016-va-trien-vong-nam-2017-116928.html>.
- Nguyễn Minh Kiều. (2014). *Tài chính doanh nghiệp căn bản*. Hồ Chí Minh: NXB Tài chính.

- Nguyễn Phương. (Ngày 5 tháng 11, 2018). AGF lỗ nặng 190 tỷ đồng sau niên độ 2017-2018. *Tài chính và cuộc sống*. Truy cập từ <http://fili.vn/2018/11/agf-lo-nang-190-ty-dong-sau-nien-do-2017-2018-737-637775.htm>.
- Nguyễn Thị Cành. (2009). *Quản trị tài chính* (Nguyễn Thị Cành, Biên dịch). Hồ Chí Minh: NXB Cengage Learning. (Quyển sách gốc được xuất bản năm 2007).
- Nguyễn Thị Minh Huệ, Nguyễn Thị Thùy Dung và Nguyễn Thị Thùy Linh. (2014). Những nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty cổ phần tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 210, 33-42.
- Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương. (2017). Nghiên cứu các yếu tố quyết định đến chính sách chi trả cổ tức bằng kỹ thuật hồi quy Fama - MacBeth: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 28 (9), 04 - 24.
- Phạm Lê Thông. (2014). *Bài giảng môn Kinh tế lượng*. Trường Đại học Cần Thơ, Cần Thơ, Việt Nam.
- Phùng Tất Hữu. (2015). Tác động của chính sách cổ tức lên giá cổ phiếu của doanh nghiệp. *Tạp chí Tài chính*. Truy cập từ <http://tapchitaichinh.vn/nguyen-cuu--trao-doi/trao-doi-binh-luan/tac-dong-cua-chinh-sach-co-tuc-len-gia-co-phieu-cua-doanh-nghiep-97519.html>.
- Ross và cs. (2017). *Corporate Finance - Corporate Finance* (Vũ Việt Quang và cs. Biên dịch). Thành phố Hồ Chí Minh: Nhà xuất bản Kinh tế (Quyển sách gốc được xuất bản năm 2013).
- Tô Thị Thanh Trúc. (2017). Tình hình chi trả cổ tức tiền mặt của các công ty niêm yết trên HOSE. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 134, 58-71.
- Trương Đông Lộc và Phạm Phát Triển. (2015). Các yếu 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 Trường Đại học Cần Thơ*, 38, 67-74.
- Trần Ngọc Thơ. (2007). *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*. Hà Nội: NXB Thống kê.
- Trần Thị Tuấn Anh. (2016). Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 27 (2), 108-127.
- Vũ Việt Quang. (2017). *Tài chính doanh nghiệp* (Vũ Việt Quang, Biên dịch). Hồ Chí Minh: NXB Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh. (Quyển gốc được xuất bản năm 2013).