



Rủi ro khí hậu và chính sách cổ tức: Bằng chứng từ các quốc gia châu Á

TRẦN THỊ HẢI LÝ ^{*}, ĐINH THỊ THU HỒNG ^a, NGUYỄN HỮU TUẤN ^b

^a Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

^b Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 02/02/2025 Ngày nhận lại: 24/03/2025 Duyệt đăng: 26/03/2025 Mã phân loại JEL: G35; Q54. Từ khóa: Rủi ro khí hậu; Chính sách cổ tức; Các quốc gia châu Á. Keywords: Climate risk; Dividend policy; Asian countries.	Biến đổi khí hậu đang ngày càng rõ rệt và có ảnh hưởng sâu rộng lên hoạt động kinh tế và xã hội. Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của rủi ro khí hậu lên chính sách cổ tức của các doanh nghiệp. Sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp thuộc 23 quốc gia châu Á trong giai đoạn 2010–2022, kết quả nghiên cứu cho thấy rủi ro khí hậu dẫn đến việc giảm chi trả cổ tức của các doanh nghiệp. Kết quả này nhất quán qua nhiều kiểm định tính vững. Ngoài ra, nghiên cứu cũng xem xét vai trò của phát triển tài chính và tìm thấy phát triển tài chính làm giảm nhẹ tác động của rủi ro khí hậu lên chính sách cổ tức. Kết quả nghiên cứu cung cấp thông tin hữu ích cho các nhà đầu tư trong việc đánh giá chính sách cổ tức của công ty, và giúp hiểu thêm về lý do lựa chọn chính sách cổ tức của nhà quản lý khi công ty đối diện với rủi ro biến đổi khí hậu. Abstract Climate change is becoming increasingly evident and has far-reaching impacts on economic and social aspects. This study examines the impact of climate risk on corporate dividend policies. Using data from 23 Asian countries over the period 2010-2022, the study finds that climate risk leads to lower corporate dividend payments. This result is consistent across multiple robustness tests. The study also examines how financial development mitigates the impact of climate risk on dividend policy. The findings provide valuable insights for investors to evaluate corporate dividend policies and improve the understanding

^{*} Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Trần Lê Thùy Duyên.

Email: hailyth@ueh.edu.vn (Trần Thị Hải Lý); hongtcdn@ueh.edu.vn (Đinh Thị Thu Hồng); tuannh@ueh.edu.vn (Nguyễn Hữu Tuấn).

Trích dẫn bài viết: Trần Thị Hải Lý, Đinh Thị Thu Hồng, & Nguyễn Hữu Tuấn. (2025). Rủi ro khí hậu và chính sách cổ tức: Bằng chứng từ các quốc gia châu Á. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 36(2), 91-110.

of the reasons behind the managers' dividend policy choices when companies face climate change risks.

1. Giới thiệu

Chính sách cổ tức là một trong các quyết định quan trọng nhưng phức tạp trong tài chính doanh nghiệp (Booth & Zhou, 2017) bởi vì có nhiều lập luận trái chiều về ảnh hưởng của chính sách cổ tức lên giá trị doanh nghiệp (Easterbrook, 1984; Miller & Modigliani, 1961; Shefrin & Statman, 1984). Từ các lập luận này, rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã đi tìm các nhân tố quyết định việc lựa chọn chính sách của nhà quản lý doanh nghiệp (Denis & Osobov, 2008; Dewasiri & cộng sự, 2019). Tuy nhiên, các nghiên cứu hiện có chưa tập trung vào các nhân tố thuộc về khí hậu, môi trường vốn đang ngày càng có tác động rõ nét đến các quyết định có tính chiến lược của doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Anton (2021) cho thấy, khoảng 70% các hoạt động kinh tế toàn cầu chịu ảnh hưởng từ các tác động liên quan đến thời tiết. Quá trình nóng lên toàn cầu hiện đang gần như không thể đảo ngược, với nhiệt độ trung bình toàn cầu có khả năng vượt ngưỡng 1,5°C trong vòng 20 năm tới (IPCC, 2023). Châu Á, lục địa có diện tích lớn và trải dài đến Bắc Cực, đang phải đối mặt với tốc độ nóng lên nhanh hơn mức trung bình toàn cầu. Báo cáo mới đây của WMO (2022) cho thấy, nhiệt độ trung bình tại khu vực này trong giai đoạn 1991–2020 đã cao hơn giai đoạn tham chiếu 1961–1990 của WMO tới 1,68 °C. Trong năm 2022, hạn hán đã gây tổn thất hơn 7,6 tỷ USD, cao gấp ba lần mức trung bình của giai đoạn 2002–2021 (WMO, 2023). Với những hậu quả của biến đổi khí hậu, các doanh nghiệp đang đối mặt với những tổn thất tài chính tiềm tàng.

Bài viết này xem xét ảnh hưởng của rủi ro biến đổi khí hậu đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp ở 23 quốc gia châu Á trong giai đoạn 2010–2022. Kết quả cho thấy, các công ty có xu hướng giảm chi trả cổ tức khi đối diện với rủi ro biến đổi khí hậu. Kết quả này ủng hộ cho lập luận về nhu cầu phòng ngừa rủi ro, và nhất quán qua nhiều kiểm định tính vững, bao gồm việc kiểm soát tác động của điều kiện kinh tế vĩ mô, kiểm soát hiệu ứng cố định thời gian, thay đổi các định nghĩa về cổ tức và rủi ro khí hậu. Vì sử dụng dữ liệu đa quốc gia, bài viết có cơ hội khám phá vai trò của phát triển tài chính và tìm thấy phát triển tài chính có thể làm giảm nhẹ ảnh hưởng của rủi ro biến đổi khí hậu lên chính sách cổ tức.

Có hai động cơ chính để nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu này.

- *Thứ nhất*, mặc dù gần đây đã có một vài nghiên cứu về chủ đề này ở một số quốc gia châu Á riêng lẻ, nhưng hầu hết đều tập trung vào thị trường Trung Quốc. Chẳng hạn, nghiên cứu của Zhu và Hou (2022) thực hiện trên mẫu các doanh nghiệp ngành công nghiệp Trung Quốc trong giai đoạn 2009–2019 đã tìm thấy những doanh nghiệp đối diện với rủi ro carbon cao chi trả cổ tức thấp. Một vài nghiên cứu thực hiện ở cấp độ mẫu quốc tế, chẳng hạn Chang và cộng sự (2024) nghiên cứu trên mẫu công ty đa quốc gia và tìm thấy doanh nghiệp đối diện với rủi ro khí hậu càng cao thì càng có xu hướng giảm chi trả cổ tức tiền mặt. Nhóm tác giả chưa tìm thấy nghiên cứu nào thực hiện trên mẫu các quốc gia châu Á. Một nghiên cứu cho các công ty thuộc những quốc gia này có ý nghĩa bởi vì khu vực này là một trong các khu vực dễ bị tổn thương bởi rủi ro khí hậu, dựa trên quan sát về các sự kiện

thời tiết và khí hậu cực đoan ngày càng gia tăng và những thiên tai mà khu vực này đang hứng chịu mỗi năm (IPCC, 2023).

- *Thứ hai*, các tranh luận lý thuyết đối với chính sách cổ tức không hàm ý một dự báo nhất quán về ảnh hưởng của rủi ro khí hậu lên chính sách cổ tức. Cụ thể, một số nghiên cứu tìm thấy ảnh hưởng này là ngược chiều trong khi một số nghiên cứu khác chỉ ra ảnh hưởng cùng chiều. Do đó, việc thực hiện một nghiên cứu thực nghiệm để kiểm định mối quan hệ giữa rủi ro khí hậu và chính sách cổ tức vẫn thực sự cần thiết khi mà các nghiên cứu về chủ đề này còn khá hạn chế. Kết quả nghiên cứu sẽ là cơ sở cho các hàm ý chính sách đối với các bên liên quan trong khu vực nghiên cứu.

Với những động cơ đó, nghiên cứu mang lại những đóng góp sau: (1) thứ nhất, bổ sung vào các nghiên cứu thực nghiệm hiện đang khá hạn chế liên quan đến các yếu tố môi trường, khí hậu, và chính sách cổ tức, giúp gia tăng hiểu biết và khả năng lý giải cho các lựa chọn chính sách cổ tức của doanh nghiệp, vượt ra ngoài các yếu tố quyết định chính sách cổ tức truyền thống trước đây; (2) thứ hai, với dữ liệu nghiên cứu đa quốc gia, nghiên cứu cung cấp bằng chứng về vai trò của sự phát triển tài chính trong việc làm giảm nhẹ tác động của rủi ro khí hậu lên chính sách cổ tức; và (3) cuối cùng, với việc tập trung vào khu vực địa lý chịu ảnh hưởng mạnh mẽ bởi rủi ro khí hậu, nghiên cứu có những hàm ý cho các nhà đầu tư và các nhà quản lý doanh nghiệp tại các quốc gia thuộc khu vực này.

2. Lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm về rủi ro khí hậu và chính sách cổ tức

2.1. Tổng quan các lý thuyết về chính sách cổ tức

Các tranh luận về chính sách cổ tức là khá đa dạng. Đầu tiên, quan điểm của hai nhà kinh tế học Modigliani và Miller (đại diện cho trường phái trung dung – Middles-of-the Roaders) (Miller & Modigliani, 1961) cho rằng chính sách cổ tức không có vai trò gì trong việc tối đa hóa giá trị công ty trong một thị trường vốn hoàn hảo. Trong môi trường đó, cổ đông không chịu bất kỳ ảnh hưởng nào khi công ty cắt giảm cổ tức, bỏ qua cổ tức, và điều này cũng đúng khi công ty trả cổ tức cao. Nhà đầu tư có thể loại bỏ bất kỳ tác động nào của chính sách cổ tức từ công ty thông qua cơ chế bán bớt số cổ phần họ đang sở hữu, hoặc tái đầu tư cổ tức mà họ nhận được (còn gọi là cổ tức tự tạo – Homemade Dividend). Quan điểm này đặt nền móng cho các tranh luận tiếp theo về vai trò của chính sách cổ tức, bao gồm: quan điểm của trường phái tả khuynh (Leftist Party) và trường phái hữu khuynh (Rightist Party).

Trường phái tả khuynh lập luận dựa trên sự hiện diện của các loại thuế đánh trên thu nhập mà nhà đầu tư nhận được từ đầu tư cổ phiếu, bao gồm thuế trên cổ tức khi nhà đầu tư nhận cổ tức tiền mặt hoặc thuế trên chênh lệch giá khi nhà đầu tư bán cổ phiếu đi. Dựa trên lịch sử ở Mỹ, nơi mà thuế suất đánh trên phần chênh lệch giá thấp hơn thuế đánh trên cổ tức trong nhiều năm trước, các học giả trường phái cánh tả cho rằng chi trả cổ tức càng thấp thì càng có lợi cho các cổ đông. Ngược lại, trường phái hữu khuynh lại ủng hộ cho một chính sách chi trả cổ tức hào phóng dựa trên các lập luận về tâm lý lo ngại “tiêu dùng thâm vào vốn” của nhà đầu tư (Shefrin & Statman, 1984), bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư và nhà quản lý (Miller & Rock, 1985), và chi phí đại diện (Easterbrook, 1984).

2.2. *Rủi ro biến đổi khí hậu là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến quyết định tài chính của doanh nghiệp*

Việc lựa chọn chính sách tài chính của doanh nghiệp trở nên khó khăn hơn khi đối diện với các rủi ro ngày càng gia tăng từ môi trường bên ngoài, bao gồm cả rủi ro biến đổi khí hậu. Những nghiên cứu gần đây cho thấy rủi ro khí hậu ảnh hưởng đến quyết định tài chính và hoạt động của doanh nghiệp (Dinh & Nguyen, 2024; Huang và cộng sự, 2018; Kim và cộng sự, 2023; Lemma và cộng sự, 2021; Nguyen & Nguyen, 2024); ảnh hưởng lên chi phí tài chính (Chava, 2014; Javadi & Masum, 2021; Kling và cộng sự, 2021). Các nhà quản lý doanh nghiệp có xu hướng giảm đầu tư để phòng ngừa rủi ro khi phải đối mặt với rủi ro do biến đổi khí hậu gây ra. Feng và cộng sự (2022) tìm thấy quyết định đầu tư của công ty ở các vùng có thiên tai nghiêm trọng thường bị suy giảm sau thiên tai. Không chỉ thiên tai ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của công ty, mà các chính sách liên quan đến biến đổi khí hậu của chính phủ cũng ảnh hưởng đến hành vi đầu tư của nhà quản lý (Huang và cộng sự, 2022). Các nhà quản lý doanh nghiệp có xu hướng trì hoãn các khoản đầu tư dự tính cho đến khi thông tin trở nên rõ ràng hơn, để đáp ứng với những thay đổi trong chính sách môi trường của chính phủ. Hơn nữa, việc giảm đầu tư của một công ty có thể do vấn đề tài chính, bởi vì do rủi ro cao hơn, các công ty có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn cho mục đích phòng ngừa; trong khi đó, các ngân hàng có xu hướng giảm cung cấp tín dụng để hạn chế rủi ro.

Biến đổi khí hậu gây ra nhiều bất ổn hơn cho quá trình sản xuất và hoạt động của các doanh nghiệp do các rủi ro vật chất như điều kiện thời tiết khắc nghiệt, lũ lụt, bão... Bên cạnh đó, các doanh nghiệp cũng phải đối mặt với những thay đổi chính sách bất ngờ của chính phủ để đối phó với sự biến đổi khí hậu tự nhiên (Stroebel & Wurgler, 2021). Những rủi ro do biến đổi khí hậu gây ra buộc các công ty phải dự trữ nhiều tiền mặt hơn để duy trì hoạt động kinh doanh bình thường, cũng như để phòng ngừa các rủi ro tiềm ẩn cao hơn. Yu và cộng sự (2022) cho thấy, các công ty có xu hướng duy trì mức tiền mặt cao để đối phó với rủi ro hoạt động khi rủi ro biến đổi khí hậu cao. Hành vi này thể hiện ở tất cả các doanh nghiệp, nhưng đặc biệt rõ ràng hơn ở các công ty có hạn chế tài chính cao, hay ở các khu vực dễ bị tổn thương do biến đổi khí hậu.

2.3. *Rủi ro biến đổi khí hậu và chính sách cổ tức*

Chính sách cổ tức liên quan đến việc quyết định tỷ lệ phần trăm thu nhập được chi trả cho cổ đông và hình thức mà doanh nghiệp lựa chọn chi trả. Cổ tức tiền mặt, mua lại cổ phần, hoặc cổ tức cổ phiếu là những hình thức cổ tức phổ biến trong thực tế. Tuy nhiên, khi đề cập đến quyết định chi trả cổ tức, các nghiên cứu thực nghiệm chủ yếu nhấn mạnh vào hình thức cổ tức tiền mặt. Mục đích chính của việc chi trả cổ tức là phân phối tiền mặt cho các cổ đông như là phần thưởng cho việc họ đã đầu tư vốn vào công ty. Tuy vậy, chính sách cổ tức cũng chứa đựng các hàm ý quản trị, chẳng hạn như ban điều hành có thể quyết định tăng chi trả cổ tức tiền mặt nhằm giảm sự lo ngại của các cổ đông đối với vấn đề đại diện tiềm tàng, hoặc có thể là một tín hiệu họ muốn truyền tải về triển vọng thu nhập và dòng tiền của công ty trong tương lai, nhưng tăng chi trả cổ tức cũng có thể làm giảm mức độ linh hoạt của ban điều hành. Blau và Fuller (2008) cho rằng chi trả cổ tức tiền mặt trực tiếp làm giảm lượng tiền dưới sự quản lý của ban điều hành, hệ quả là công ty có thể phải phát hành cổ phần để huy động tiền khi phát sinh nhu cầu đầu tư. Trên thực tế, các bất hoàn hảo của thị trường tài chính cũng như trong trường hợp nhà đầu tư không đồng tình với việc sử dụng nguồn tài trợ mới, thì việc thực

hiện một chính sách chi trả cổ tức tiền mặt cao có thể ảnh hưởng bất lợi lên mức độ linh hoạt tài chính của ban quản lý.

Đối với những công ty có mức độ tổn thương cao với rủi ro biến đổi khí hậu, chi trả cổ tức ít hơn có thể là một lựa chọn giúp công ty có được sự linh hoạt tài chính cao hơn, và dễ dàng vượt qua khó khăn tài chính khi xảy ra các tổn thất gây ra bởi rủi ro biến đổi khí hậu. Rủi ro biến đổi khí hậu có thể ảnh hưởng đến chính sách cổ tức thông qua cơ chế tác động đến dòng tiền hoạt động trong tương lai của công ty (Chang và cộng sự, 2024). Đầu tiên, rủi ro vật lý của biến đổi khí hậu, dưới dạng bão, lũ lụt, nắng nóng, hạn hán... dự kiến sẽ tăng cường. Theo báo cáo của Climate Change 2023 của Intergovernmental Panel on Climate change, nhiệt độ bề mặt trái đất giai đoạn 2011–2020 cao hơn 1,09 °C so với năm 1900, và nền nhiệt độ đã tăng nhanh kể từ năm 1970 so với 50 năm trước. Tốc độ trung bình của mực nước biển dâng là 0,6 lên 4,2 mm từ năm 1901 đến năm 2018, và tốc độ tăng này ngày càng cao (IPCC, 2023). Khi các mối nguy hiểm về khí hậu ngày càng lớn và trở nên thường xuyên hơn, dòng tiền và hiệu quả kinh doanh trong tương lai của các công ty dự kiến sẽ bị ảnh hưởng thường xuyên và đáng kể hơn, làm tăng rủi ro tài chính. Bên cạnh đó, biến đổi khí hậu cũng tạo ra những thay đổi về quy định, chính sách, công nghệ và nhu cầu của các bên liên quan. Chẳng hạn như doanh nghiệp phải chuyển đổi mô hình sản xuất hoặc chuyển sang sử dụng các nguồn năng lượng thân thiện để đáp ứng quy định về bảo vệ môi trường. Điều này có khả năng làm tăng rủi ro tài chính của các công ty, do công ty cần thay đổi để thích nghi với quy định mới (Chang và cộng sự, 2024), và tăng chi phí để thực hiện các chiến lược thích ứng (Zhu & Hou, 2022). Để quản lý rủi ro tài chính tăng cao và duy trì tính linh hoạt về tài chính, các công ty có thể sẽ giảm các khoản chi trả cổ tức tiền mặt và/hoặc có thể sử dụng chiến thuật mua cổ phiếu quỹ nhiều hơn để tăng tính linh hoạt tài chính, và giảm thiểu tác động của tình trạng thiếu hụt tiền mặt trong tương lai khi rủi ro biến đổi khí hậu lớn hơn.

Bằng chứng thực nghiệm từ nghiên cứu của Balachandran và Nguyen (2018) tại Úc cho thấy doanh nghiệp thuộc các ngành có lượng phát thải carbon cao chi trả cổ tức thấp hơn so với các doanh nghiệp không thuộc ngành gây ô nhiễm sau khi quốc gia này tham gia Nghị định thư Kyoto nhằm giảm lượng phát thải carbon vào năm 2007. Balachandran và Nguyen (2018) lập luận rằng, các chi phí liên quan đến rủi ro carbon làm tăng sự bất ổn trong thu nhập của những doanh nghiệp có lượng phát thải cao, làm giảm niềm tin của ban điều hành đối với triển vọng trong tương lai của doanh nghiệp. Do đó, họ có xu hướng thực hiện chính sách cổ tức thận trọng, giảm xác suất và tỷ lệ chi trả cổ tức. Lập luận này được hỗ trợ bởi các kết quả thực nghiệm trước đó, cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức chịu ảnh hưởng bởi niềm tin của nhà quản trị về sự ổn định thu nhập trong tương lai (Brav và cộng sự, 2005; Lintner, 1956).

Nghiên cứu của Zhu và Hou (2022) thực hiện trên mẫu các doanh nghiệp ngành công nghiệp Trung Quốc trong giai đoạn 2009–2019 đã tìm thấy những doanh nghiệp đối diện với rủi ro carbon cao chi trả cổ tức thấp. Huang và cộng sự (2018) nhận thấy rằng công ty ở các quốc gia có rủi ro biến đổi khí hậu cao thông thường có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn để tăng khả năng phục hồi trước các mối đe dọa của biến đổi khí hậu. Các công ty này có xu hướng sử dụng ít nợ ngắn hạn, sử dụng nhiều nợ dài hạn, và ít chi trả cổ tức bằng tiền mặt hơn, nhằm dự phòng cho các tình huống thiếu hụt tài chính do thời tiết khắc nghiệt, hay các rủi ro liên quan đến khí hậu. Chang và cộng sự (2024) nghiên cứu ảnh hưởng của rủi ro khí hậu lên chính sách cổ tức của 45 quốc gia và cũng tìm thấy cổ tức chi trả có tương quan ngược chiều với rủi ro khí hậu.

Từ những nghiên cứu cho đến hiện tại, nhóm tác giả kỳ vọng rằng, với khả năng hứng chịu tổn thương gây ra bởi rủi ro biến đổi khí hậu tại khu vực châu Á, chính sách cổ tức của các doanh nghiệp sẽ trở nên thận trọng hơn. Bên cạnh đó, các nghiên cứu cho thấy rủi ro khí hậu làm giảm khả năng tiếp cận nguồn tài chính và tăng chi phí vốn. Rủi ro biến đổi khí hậu dẫn đến việc thiết lập các điều khoản tài chính bất lợi cho doanh nghiệp, bao gồm mức lãi vay cao, nhiều yêu cầu về tài sản thế chấp, và hợp đồng chứa nhiều ràng buộc hơn (Huang và cộng sự, 2022; Javadi & Masum, 2021; Kling và cộng sự, 2021). Dinh và cộng sự (2024) cũng tìm thấy bằng chứng trích lập quỹ dự phòng và lợi nhuận giữ lại cao hơn là giải pháp giúp công ty hoạt động hiệu quả trong khi rủi ro biến đổi khí hậu tăng cao. Do đó, cổ tức có thể được chi trả ở mức thấp như là một cách để tạo “tầm đệm” cho doanh nghiệp phòng ngừa, ứng phó với rủi ro khí hậu. Vì vậy, nhóm tác giả đặt giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết: Rủi ro khí hậu cao hơn làm giảm tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp châu Á.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Bài viết sử dụng dữ liệu của 13.784 công ty phi tài chính thuộc 23 quốc gia châu Á¹ trong giai đoạn 2010–2022. Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu bao gồm: (1) dữ liệu về tính dễ tổn thương đối với biến đổi khí hậu được lấy từ bộ chỉ số ND-GAIN Vulnerability (chỉ số Vulnerability). Chỉ số Vulnerability đo lường mức độ dễ tổn thương của một quốc gia trước các tác động tiêu cực của biến đổi khí hậu. Chỉ số này bao gồm 36 chỉ số thành phần từ 6 lĩnh vực: thực phẩm, sức khỏe, nước, môi trường sống, hệ sinh thái, và cơ sở hạ tầng. Điểm của mỗi lĩnh vực là trung bình có trọng số bằng nhau của 6 chỉ số của lĩnh vực đó và điểm dễ bị tổn thương là trung bình có trọng số bằng nhau của 6 điểm của lĩnh vực; (2) dữ liệu kế toán, thị trường của các công ty và dữ liệu vĩ mô được thu thập từ bộ dữ liệu Refinitive Eikon Thomson Reuters. Dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu dạng bảng không cân bằng.

3.2. Mô hình thực nghiệm

Để xem xét ảnh hưởng của rủi ro khí hậu lên chính sách cổ tức của doanh nghiệp, nhóm tác giả bắt đầu bằng mô hình hồi quy tổng quát sau:

$$div = f(vul)$$

Các nghiên cứu trước đã chỉ ra nhiều yếu tố cơ bản của doanh nghiệp có vai trò quan trọng đối với chính sách cổ tức, do đó, mô hình thực nghiệm sẽ bao gồm một tập hợp các biến kiểm soát. Đồng thời, do mẫu nghiên cứu là đa quốc gia, nhóm tác giả cũng kiểm soát các yếu tố vĩ mô cơ bản của quốc gia. Mô hình thực nghiệm để kiểm định giả thuyết nghiên cứu sẽ là:

$$div_{i,j,t} = \alpha_i + \omega.vul_{j,t} + X.\beta + Z.\gamma + \sum year + e_{i,j,t}$$

Trong đó,

¹Bahrain, Bangladesh, China, India, Iraq, Israel, Japan, Jordan, Kazakhstan, Korea, Kuwait, Malaysia, Oman, Pakistan, Philippines, Qatar, Saudi Arabia, Singapore, Sri Lanka, Thailand, Turkey, United Arab Emirates, Vietnam.

div: tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt, được đo lường bằng ba cách để đảm bảo tính vững: *div_assets* (tổng cổ tức tiền mặt trên tổng tài sản), *div_re* (tổng cổ tức tiền mặt của cổ phần thường trên lợi nhuận giữ lại), và *div_mcap* (tổng cổ tức tiền mặt của cổ phần thường trên vốn hóa thị trường).

Biến độc lập chính đo lường rủi ro khí hậu, được đo bằng hai cách: thay đổi của chỉ số Vulnerability so với chính nó 10 năm trước (*vuld10*); và thay đổi của chỉ số Vulnerability so với chính nó của năm trước (*dvul*).

X: vector các biến đặc trưng của công ty; và *Z*: vector các biến vĩ mô.

Dựa trên các kết nghiên cứu thực nghiệm về chính sách cổ tức trước đó của Blau và Fuller (2008), Denis và Osobov (2008), Ali (2022), Balachandran và Nguyen (2018), Boubaker và cộng sự (2024), Chang và cộng sự (2024), các biến đặc trưng công ty bao gồm: độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi (*retstd*), tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (*roa*), tỷ lệ lợi nhuận giữ lại lũy kế trên tổng tài sản (*retention*), biến giả doanh nghiệp có lợi nhuận hoạt động âm (*loss*), đòn bẩy (*lev*), quy mô công ty (*firmsize*), tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (*tobinq*), dòng tiền hoạt động (*ocf*), tuổi công ty (*age*); các biến kiểm soát ở cấp độ quốc gia bao gồm: tỷ lệ lạm phát (*inf*), tốc độ tăng trưởng kinh tế thực (*gdp*), và lãi suất cho vay (*rate*). Nhóm tác giả cũng kiểm soát hiệu ứng cố định năm (*year*). Các biến đặc trưng của công ty và biến vĩ mô được loại trừ giá trị ngoại lai qua kỹ thuật Winsorize ở mức 1% và 99%. Phương pháp ước lượng hiệu ứng cố định theo công ty được sử dụng, sai số chuẩn được Clustered theo công ty và năm.

Định nghĩa cụ thể cho các biến được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1.

Định nghĩa các biến

Ký hiệu biến	Tên biến	Cách tính
<i>vuld10</i>	Rủi ro khí hậu	$ND-GAIN_t - ND-GAIN_{t-10}$ Trong đó, ND-GAIN là chỉ số ND-GAIN Vulnerability
<i>dvul</i>	Rủi ro khí hậu	$ND-GAIN_t - ND-GAIN_{t-1}$ Trong đó, ND-GAIN là chỉ số ND-GAIN Vulnerability
<i>retstd</i>	Độ biến động cổ phiếu	Độ lệch chuẩn của 12 tỷ suất sinh lợi tháng trong năm
<i>roa</i>	Khả năng sinh lợi	Lợi nhuận hoạt động ròng / tổng tài sản
<i>retention</i>	Lợi nhuận giữ lại	Lợi nhuận giữ lại lũy kế / tổng tài sản
<i>loss</i>	Lỗ	Biến giả nhận giá trị là 1 nếu lợi nhuận hoạt động < 0, còn lại nhận giá trị 0
<i>lev</i>	Đòn bẩy tài chính	Nợ phải trả / tổng tài sản
<i>firmsize</i>	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản (giá trị sổ sách)
<i>tobinq</i>	Cơ hội tăng trưởng	[vốn hóa thị trường của vốn cổ phần + nợ phải trả] / giá trị sổ sách của tổng tài sản
<i>ocf</i>	Dòng tiền hoạt động	[thu nhập hoạt động ròng + khấu hao] / tổng tài sản

Ký hiệu biến	Tên biến	Cách tính
<i>age</i>	Tuổi công ty	[Năm t trừ năm đầu tiên công ty hoạt động theo hình thức công ty cổ phần] + 1
<i>inf</i>	Tỷ lệ lạm phát	[Giá tiêu dùng năm t / giá tiêu dùng năm t-1] - 1
<i>gdp</i>	Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế thực	Thu thập từ Refinitive Eikon
<i>rate</i>	Lãi suất cho vay	Thu thập từ Refinitive Eikon

4. Kết quả thực nghiệm và thảo luận

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong bài nghiên cứu. Thống kê cho thấy, tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của các công ty trung bình vào khoảng 2,2% giá trị sổ sách của tổng tài sản, khoảng 10,6% lợi nhuận giữ lại lũy kế, và 2,6% giá trị vốn hóa thị trường. Trung bình của *vul10* là -0,09 với một độ lệch chuẩn là 0,009. Bảng 3 cho thấy hệ số tương quan giữa các biến không cao bất thường, ngoại trừ *roa* và *ocf* với tương quan tương đối cao là 0,896. Hệ số tương quan cao do cả hai biến số đều chứa thành phần thu nhập hoạt động sau thuế. Nhóm tác giả đã tiến hành hồi quy mô hình bao gồm *roa* hoặc *ocf* riêng biệt và nhận thấy ảnh hưởng của rủi ro biến đổi khí hậu lên cổ tức khá nhất quán với mô hình sử dụng đồng thời cả hai biến này. Điều này hàm ý tác động của đa cộng tuyến (nếu có) trong trường hợp này không gây hậu quả nghiêm trọng đến kết quả ước lượng. Vì vậy, nhóm tác giả giữ lại cả hai biến *roa*, *ocf* trong mô hình, dựa trên vai trò của chúng đối với chính sách cổ tức vốn đã được chỉ ra trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đây.

Bảng 2.

Thống kê mô tả

Variable	Mean	SD	p25	p50	p75	Min	Max
<i>div_assets</i>	0,022	0,027	0,007	0,014	0,026	0,000	0,192
<i>div_re</i>	0,106	0,141	0,022	0,049	0,121	0,000	0,581
<i>div_mcap</i>	0,026	0,028	0,008	0,018	0,033	0,000	0,167
<i>vuld10</i>	-0,009	0,009	-0,016	-0,009	-0,001	-0,024	0,006
<i>dvul</i>	0,404	0,046	0,379	0,387	0,395	0,313	0,524
<i>retstd</i>	11,005	7,086	6,584	9,411	13,390	0,000	48,497
<i>roa</i>	0,083	0,077	0,033	0,064	0,109	-0,102	0,517
<i>retention</i>	0,301	0,181	0,155	0,269	0,425	0,032	0,668
<i>loss</i>	0,028	0,166	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000
<i>lev</i>	0,491	0,233	0,304	0,479	0,656	0,113	0,978
<i>firmsize</i>	19,686	1,718	18,576	19,611	20,742	14,362	24,088
<i>tobinq</i>	2,118	2,175	0,958	1,359	2,317	0,377	14,679
<i>fcf</i>	0,095	0,069	0,049	0,078	0,120	-0,074	0,468

Variable	Mean	SD	p25	p50	p75	Min	Max
<i>age</i>	34,141	22,790	17,000	26,000	47,000	1,000	98,000
<i>inf</i>	1,874	1,956	0,483	1,555	2,900	-1,488	6,826
<i>gdp</i>	2,348	3,332	0,659	2,230	4,753	-6,067	10,260
<i>rate</i>	2,861	3,377	0,000	1,408	4,570	0,000	12,660

Ghi chú: Số quan sát: 92.906.

Kết quả kiểm định giả thuyết về ảnh hưởng của rủi ro khí hậu lên cổ tức của doanh nghiệp được trình bày trong Bảng 4. Kết quả cho thấy rủi ro khí hậu làm giảm tỷ lệ chi trả cổ tức trên tổng tài sản của các doanh nghiệp. Một đơn vị gia tăng trong biến *vul10* dẫn đến sự sụt giảm khoảng 5–7% trong tỷ lệ chi trả cổ tức. Kết quả này ủng hộ giả thuyết nghiên cứu. Việc chi trả cổ tức thấp khi đối diện với rủi ro biến đổi khí hậu cho thấy các nhà quản lý doanh nghiệp hướng chính sách tài chính đến việc phòng ngừa các rủi ro có thể phải đối mặt như các rủi ro về thay đổi quy định hoặc rủi ro vật chất. Doanh nghiệp có thể gặp phải các thiệt hại vật chất do tài sản bị hư hỏng do hệ quả của biến đổi khí hậu, hoặc là khả năng các quốc gia ban hành quy định để giảm thiểu sự nghiêm trọng ngày càng tăng của biến đổi khí hậu. Những quy định như vậy buộc công ty phải thực hiện các chuyển đổi trong mô thức hoạt động của mình để đáp ứng với yêu cầu và quy định mới (Chang và cộng sự, 2024; Zhu & Hou, 2022). Kết quả này cũng phù hợp với quan điểm doanh nghiệp cần tăng trích lập quỹ dự phòng và lợi nhuận giữ lại để dễ dàng ứng phó rủi ro biến đổi khí hậu (Dinh và cộng sự, 2024).

Các kiểm định tiếp theo được thực hiện để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu. Đầu tiên, nhóm tác giả thay thế thước đo tỷ lệ chi trả cổ tức lần lượt bằng tỷ lệ cổ tức trên lợi nhuận giữ lại lũy kế và tỷ lệ cổ tức chia cho vốn hóa thị trường cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu được trình bày trong Bảng 5 cho thấy, rủi ro khí hậu vẫn duy trì ảnh hưởng ngược chiều lên các tỷ lệ chi trả cổ tức, tương tự như kết quả nghiên cứu chính ở trên. Tiếp theo, nhóm tác giả thay đổi cách đo lường rủi ro biến đổi khí hậu qua 10 năm bằng sự thay đổi của chỉ số nhạy cảm rủi ro khí hậu hai năm liên kề, hoặc là lượng khí thải CO₂ (trên cơ sở lượng khí thải CO₂ cũng được xem là tác nhân trực tiếp gây ra rủi ro biến đổi khí hậu trong nhiều nghiên cứu trước). Kết quả được trình bày trong Bảng 6 cho thấy tác động ngược chiều của rủi ro biến đổi khí hậu khá nhất quán.

Bảng 3.

Ma trận hệ số tương quan

Variables	<i>div_assets</i>	<i>vudl10</i>	<i>retstd</i>	<i>roa</i>	<i>retention</i>	<i>loss</i>	<i>lev</i>	<i>firmsize</i>	<i>tobinq</i>	<i>fcf</i>	<i>age</i>	<i>inf</i>	<i>gdp</i>
<i>vudl10</i>	-0,087***	1,000											
<i>retstd</i>	-0,082***	-0,180***	1,000										
<i>roa</i>	0,437***	-0,049***	0,029***	1,000									
<i>retention</i>	0,090***	0,084***	-0,090***	0,213***	1,000								
<i>loss</i>	-0,074***	-0,062***	0,106***	-0,382***	-0,060***	1,000							
<i>lev</i>	-0,215***	-0,033***	0,047***	0,042***	-0,515***	-0,094***	1,000						
<i>firmsize</i>	-0,116***	0,161***	-0,226***	-0,091***	-0,032***	-0,168***	0,239***	1,000					
<i>tobinq</i>	0,212***	-0,108***	0,239***	0,499***	0,001	-0,079***	0,037***	-0,078***	1,000				
<i>fcf</i>	0,442***	-0,031***	0,024***	0,896***	0,220***	-0,315***	-0,010***	-0,079***	0,491***	1,000			
<i>age</i>	-0,162***	0,298***	-0,177***	-0,175***	0,222***	-0,007***	-0,053***	0,211***	-0,201***	-0,169***	1,000		
<i>inf</i>	0,062***	-0,495***	0,121***	0,059***	-0,013***	0,043***	0,017***	-0,231***	0,042***	0,021***	-0,075***	1,000	
<i>gdp</i>	0,053***	-0,351***	0,014***	0,036***	-0,034***	0,044***	0,028***	-0,193***	0,000	0,022***	-0,075***	0,380***	1,000
<i>rate</i>	0,092***	-0,414***	0,124***	0,034***	-0,035***	0,088***	0,045***	-0,316***	-0,019***	-0,002	-0,157***	0,480***	0,377***

Bảng 4.

Kết quả ước lượng ảnh hưởng của rủi ro khí hậu lên cổ tức của doanh nghiệp

	(1)	(2)	(3)	VIF
	<i>div_assets</i>	<i>div_assets</i>	<i>div_assets</i>	
<i>vuld10</i>	-0,051** (-2,579)	-0,057** (-2,437)	-0,070*** (-2,890)	1,81
<i>retstd</i>	-0,000*** (-2,737)	-0,000 (-1,298)	-0,000** (-2,174)	1,13
<i>roa</i>	0,053*** (11,749)	0,053*** (11,158)	0,053*** (11,179)	5,70
<i>retention</i>	0,022*** (12,156)	0,021*** (11,431)	0,021*** (11,387)	2,31
<i>loss</i>	0,001 (1,393)	0,001* (1,736)	0,001* (1,729)	1,07
<i>lev</i>	-0,010*** (-12,193)	-0,009*** (-10,698)	-0,009*** (-10,430)	1,77
<i>firmsize</i>	0,002*** (5,791)	0,002*** (5,367)	0,002*** (5,265)	1,38
<i>tobinq</i>	-0,001*** (-8,359)	-0,001*** (-7,535)	-0,001*** (-7,181)	1,67
<i>fcf</i>	0,037*** (7,367)	0,036*** (6,961)	0,036*** (6,913)	5,23
<i>age</i>	-0,000*** (-7,667)	-0,000*** (-5,023)	-0,000 (-1,535)	1,46
<i>inf</i>		-0,000 (-0,146)	-0,000 (-0,390)	2,51
<i>gdp</i>		0,000*** (3,566)	0,000* (1,900)	1,49
<i>rate</i>		-0,000 (-0,226)	0,000 (0,428)	2,51
<i>_cons</i>	-0,013** (-2,157)	-0,016** (-2,420)	-0,016** (-2,058)	
N	81.957	77.672	77.672	

	(1)	(2)	(3)	VIF
F-statistics	143,591	107,631	68,480	Average VIF = 2,27
p-value	0,000	0,000	0,000	
R-squared	0,702	0,709	0,709	

Bảng 5.

Kiểm định tính vững - Thuộc đo thay thế cho tỷ lệ chi trả cổ tức

	(1) <i>div_re</i>	(2) <i>div_mcap</i>
<i>vuld10</i>	-0,632*** (-4,235)	-0,110*** (-2,800)
<i>retstd</i>	-0,000** (-2,486)	-0,000*** (-20,020)
<i>roa</i>	0,072*** (4,430)	0,015*** (3,351)
<i>retention</i>	-0,084*** (-10,616)	0,017*** (9,364)
<i>loss</i>	-0,002 (-0,748)	-0,003*** (-3,956)
<i>lev</i>	0,001 (0,218)	0,002 (1,477)
<i>firmsize</i>	0,005** (2,368)	0,007*** (11,513)
<i>tobinq</i>	-0,001*** (-4,442)	-0,002*** (-15,626)
<i>fcf</i>	0,125*** (6,833)	0,027*** (5,327)
<i>age</i>	0,001 (1,569)	0,001*** (5,315)
<i>inf</i>	0,000 (0,881)	-0,000 (-0,507)
<i>gdp</i>	0,003***	0,000**

	(4,294)	(2,115)
<i>rate</i>	-0,002***	-0,001***
	(-4,895)	(-4,581)
<i>_cons</i>	0,086**	-0,092***
	(2,249)	(-7,402)
N	77.650	77.709
F-statistics	60,695	63,076
p-value	0,000	0,000
R-squared	0,749	0,618

Các bất định mang tính sự kiện, chẳng hạn như đại dịch COVID-19 cũng có thể có các ảnh hưởng lên chính sách cổ tức (Ali, 2022; Cejnek và cộng sự, 2021; Krieger và cộng sự, 2021). Trong đó, ảnh hưởng mạnh mẽ được xác định là quý I hoặc II năm 2020. Do đó, nhóm tác giả tiến hành kiểm định tính vững bằng cách loại dữ liệu năm 2020 khỏi mẫu nghiên cứu, và ước lượng lại mô hình. Bảng 7 cho thấy kết quả nghiên cứu nhất quán, và giả thuyết nghiên cứu về tác động ngược chiều của rủi ro khí hậu lên mức độ chi trả cổ tức vẫn được ủng hộ.

Bảng 6.

Kiểm định tính vững - Thước đo thay thế cho rủi ro khí hậu

	(1)	(2)
	<i>div_assets</i>	<i>div_assets</i>
<i>dvul</i>	-0,141**	
	(-2,047)	
<i>lnco2</i>		-0,000***
		(-2,610)
<i>retstd</i>	-0,000**	-0,000**
	(-2,161)	(-2,119)
<i>roa</i>	0,053***	0,059***
	(11,130)	(13,768)
<i>retention</i>	0,022***	0,018***
	(11,574)	(11,184)
<i>loss</i>	0,001*	0,002***
	(1,759)	(4,072)
<i>lev</i>	-0,009***	-0,011***
	(-10,407)	(-12,973)

	(1)	(2)
<i>firmsize</i>	0,002*** (5,371)	0,002*** (5,121)
<i>tobinq</i>	-0,001*** (-6,983)	-0,001*** (-6,664)
<i>fcf</i>	0,036*** (6,963)	0,038*** (7,789)
<i>age</i>	-0,000* (-1,919)	-0,000*** (-3,035)
<i>inf</i>	-0,002 (-0,180)	-0,012 (-1,643)
<i>gdp</i>	0,000 (1,443)	0,000* (1,686)
<i>rate</i>	0,000 (0,520)	0,000 (0,798)
<i>_cons</i>	-0,015* (-1,892)	-0,008 (-1,212)
N	77.672	77.672
F-statistics	68,622	72,819
p-value	0,000	0,000
R-squared	0,709	0,690

Bảng 7.

Kiểm định tính vững - Loại bỏ ảnh hưởng của năm đỉnh cao đại dịch COVID-19

	<i>div_assets</i>
	Loại quan sát của năm 2020
<i>vul10</i>	-0,054** (-2,107)
<i>retstd</i>	-0,000** (-2,502)
<i>roa</i>	0,051*** (10,263)

	<i>div_assets</i>
<i>retention</i>	0,021*** (9,995)
<i>loss</i>	0,001 (1,394)
<i>lev</i>	-0,009*** (-8,868)
<i>firmsize</i>	0,002*** (4,376)
<i>tobinq</i>	-0,001*** (-7,137)
<i>fcf</i>	0,038*** (6,885)
<i>age</i>	-0,000 (-1,646)
<i>inf</i>	0,018** (2,057)
<i>gdp</i>	0,000*** (3,632)
<i>rate</i>	-0,000* (-1,789)
<i>_cons</i>	-0,009 (-1,084)
N	69.226
F-statistics	60,920
p-value	0,000
R-squared	0,715

Sử dụng mẫu đa quốc gia cho phép nhóm tác giả đánh giá tác động của rủi ro biến đổi khí hậu cho các doanh nghiệp thuộc nhóm các quốc gia có mức độ phát triển thị trường tài chính cao và thấp. Mức độ phát triển thị trường tài chính cao có thể đóng vai trò như một tấm đệm giúp hấp thụ các cú sốc từ bên ngoài ảnh hưởng lên hoạt động doanh nghiệp (ECB, 2021; Ongsakul và cộng sự, 2024). Nghĩa là, mức độ phát triển của thị trường tài chính có thể giúp làm giảm nhẹ ảnh hưởng của rủi ro khí hậu lên mức độ chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Kết quả kiểm định cho lập luận này được trình bày trong

Bảng 8. Phát triển tài chính được đo bằng biến liên tục hoặc biến nhị phân. Trong đó, biến liên tục (*fm*) được xác định bằng chỉ số phát triển thị trường tài chính của World Bank. Biến nhị phân *fd_dum* nhận giá trị 1 nếu chỉ số phát triển thị trường tài chính lớn hơn trung vị của tất cả các giá trị quan sát của mẫu trong cùng năm. Kết quả cho thấy, hệ số của biến tương tác đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, hỗ trợ cho lập luận rằng, mức độ phát triển tài chính làm giảm nhẹ các cú sốc, bao gồm cả rủi ro khí hậu, lên chính sách cổ tức của công ty.

Bảng 8.

Vai trò của mức độ phát triển tài chính của quốc gia

	(1)	(2)
	<i>div_assets</i>	<i>div_assets</i>
<i>vuld10</i>	-0,151*** (-4,709)	-0,152*** (-4,486)
<i>fd_dum</i>		0,007*** (6,054)
<i>fd</i>	0,010*** (4,884)	
<i>vuld10 * fd</i>	0,286*** (5,730)	
<i>vuld10*fd_dum</i>		0,223*** (4,876)
<i>retstd</i>	-0,000** (-2,210)	-0,000** (-2,510)
<i>roa</i>	0,056*** (12,753)	0,056*** (12,750)
<i>retention</i>	0,021*** (12,446)	0,021*** (12,326)
<i>loss</i>	0,001** (2,197)	0,001** (2,171)
<i>lev</i>	-0,010*** (-12,117)	-0,010*** (-11,767)
<i>firmsize</i>	0,002*** (6,698)	0,002*** (5,660)
<i>tobinq</i>	-0,000*** (-6,315)	-0,000*** (-6,267)

	(1)	(2)
<i>fcf</i>	0,034*** (6,706)	0,034*** (6,793)
<i>age</i>	-0,027*** (-3,283)	-0,023*** (-2,871)
<i>inf</i>	0,000 (1,189)	0,000*** (2,586)
<i>gdp</i>	0,000*** (2,591)	0,000 (1,534)
<i>rate</i>	-0,000* (-1,693)	-0,000*** (-2,596)
<i>_cons</i>	-0,027*** (-3,627)	-0,017** (-2,398)
N	86.972	86.972
F-statistics	79,893	72,693
p-value	0,000	0,000
R-squared	0,703	0,702

5. Kết luận và khuyến nghị

Rủi ro biến đổi khí hậu đang ngày càng có những tác động lên hoạt động của các doanh nghiệp, và các nhà điều hành doanh nghiệp dường như không thể bỏ qua. Nghiên cứu này trả lời câu hỏi liệu rủi ro biến đổi khí hậu có ảnh hưởng lên chính sách cổ tức của doanh nghiệp thuộc các quốc gia châu Á hay không? Kết quả nghiên cứu cho thấy, các nhà quản lý doanh nghiệp giảm chi trả cổ tức khi rủi ro biến đổi khí hậu tăng. Kết quả này phù hợp với các lập luận về nhu cầu phòng ngừa rủi ro của doanh nghiệp, khi họ phải đối mặt với các rủi ro vật chất cũng như rủi ro chuyển đổi. Kết quả nghiên cứu khá nhất quán thông qua các kiểm định tính vững khác nhau, như: kiểm soát hiệu ứng cố định, kiểm soát các biến vĩ mô, thay đổi cách đo lường các biến cổ tức và rủi ro khí hậu. Kết quả nghiên cứu cũng nhất quán khi xét đến rủi ro sự kiện COVID-19. Mẫu nghiên cứu đa quốc gia cho phép nhóm tác giả phân tích vai trò của phát triển thị trường tài chính lên mối quan hệ giữa rủi ro khí hậu và chính sách cổ tức, và nhận thấy rằng mức độ phát triển thị trường tài chính có vai trò điều tiết đáng kể tác động của rủi ro khí hậu lên chính sách cổ tức.

Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng, quyết định chi trả cổ tức của doanh nghiệp không chỉ dựa trên đặc điểm nội tại của doanh nghiệp và môi trường vĩ mô như hầu hết các nghiên cứu trước chỉ ra, mà các vấn đề về khí hậu và môi trường cũng có vai trò quan trọng. Các nhà quản lý do vậy không thể bỏ qua yếu tố này khi thiết lập các chính sách tài chính cho doanh nghiệp. Hiểu được điều này, các

nhà đầu tư bên ngoài có thể lý giải cho các quyết định tài chính mà nhà quản lý lựa chọn một cách sâu sắc hơn.

Ngoài những kết quả đạt được, nghiên cứu còn một số hạn chế, như: chưa xem xét toàn diện ảnh hưởng của rủi ro khí hậu lên tất cả các loại hình chi trả cổ tức như mua lại cổ phiếu và cổ tức cổ phiếu, chưa xét đến tính linh hoạt của chính sách cổ tức hay tốc độ điều chỉnh của tỷ lệ chi trả cổ tức khi các doanh nghiệp đối mặt với rủi ro khí hậu. Các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét khía cạnh này, đồng thời khám phá các tác động truyền dẫn khác để có thể cung cấp thêm những hiểu biết về ảnh hưởng của rủi ro khí hậu lên chính sách cổ tức của doanh nghiệp.

Chú thích

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.02-2023.12.

Tài liệu tham khảo

- Ali, H. (2022). Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Finance Research Letters*, 46, 102493. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102493>
- Anton, S. G. (2021). The impact of temperature increase on firm profitability. Empirical evidence from the European energy and gas sectors. *Applied Energy*, 295, 117051. <https://doi.org/10.1016/j.apenergy.2021.117051>
- Balachandran, B., & Nguyen, J. H. (2018). Does carbon risk matter in firm dividend policy? Evidence from a quasi-natural experiment in an imputation environment. *Journal of Banking & Finance*, 96, 249-267. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.09.015>
- Blau, B. M., & Fuller, K. P. (2008). Flexibility and dividends. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 133-152. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.02.003>
- Booth, L., & Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal*, 34, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.07.002>
- Boubaker, S., Choudhury, T., Hasan, F., & Nguyen, D. K. (2024). Firm carbon risk exposure, stock returns, and dividend payment. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 221, 248-276. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2023.12.029>
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Cejnek, G., Randl, O., & Zechner, J. (2021). The COVID-19 Pandemic and corporate dividend policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(7), 2389-2410. doi:10.1017/S0022109021000533
- Chang, Y., He, W., & Mi, L. (2024). Climate risk and payout flexibility around the world. *Journal of Banking & Finance*, 166, 107233. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2024.107233>
- Chava, S. (2014). Environmental externalities and cost of capital. *Management Science*, 60(9), 2223-2247. doi:10.1287/mnsc.2013.1863

- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429. doi: 10.1108/MF-09-2017-0331
- Đinh Thị Thu Hồng, & Nguyễn Hữu Tuấn. (2024). *Chính sách vĩ mô thận trọng hướng tới ổn định tài chính và chuyển đổi xanh* (Sách chuyên khảo, ISBN 978-604-346-302-6). TP.HCM: NXB Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- Dinh, T. T. H., Nguyen, T. H., & Nguyen, T. P. (2024). Climate-related risks, firm performance and role of risk reserve funds: empirical evidence in Vietnam. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-38. doi: 10.1080/20430795.2024.2390953
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- ECB. (2021). Climate-related risk and financial stability. *European Central Bank*. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climateriskfinancialstability202107~87822fae81.en.pdf>
- Feng, Z.-Y., Wang, C.-W., & Lu, Y.-H. (2022). The impact of climatic disaster on corporate investment policy. *Journal of Multinational Financial Management*, 66, 100773. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2022.100773>
- Huang, H. H., Kerstein, J., & Wang, C. (2018). The impact of climate risk on firm performance and financing choices: An international comparison. *Journal of International Business Studies*, 49(5), 633-656. <https://doi.org/10.1057/s41267-017-0125-5>
- Huang, H. H., Kerstein, J., Wang, C., & Wu, F. (2022). Firm climate risk, risk management, and bank loan financing. *Strategic Management Journal*, 43(13), 2849-2880. <https://doi.org/10.1002/smj.3437>
- IPCC. (2023). *AR6 Synthesis Report Climate Change 2023 Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change*. IPCC Geneva, Switzerland. Retrieved from: https://www.ipcc.ch/report/ar6/syr/downloads/report/IPCC_AR6_SYR_LongerReport.pdf
- Javadi, S., & Masum, A.-A. (2021). The impact of climate change on the cost of bank loans. *Journal of Corporate Finance*, 69, 102019. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102019>
- Kim, N. K. W., Choi, S., Jung, T., & Park, S. (2023). How does demand uncertainty from climate change exposure affect the firms' cost structures? Examining the real effects of climate change on the firms' operational decisions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(6), 2969-2989. <https://doi.org/10.1002/csr.2532>
- Kling, G., Volz, U., Murinde, V., & Ayas, S. (2021). The impact of climate vulnerability on firms' cost of capital and access to finance. *World Development*, 137, 105131. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2020.105131>

- Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt, S. W. (2021). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters*, 42, 101910. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>
- Lemma, T. T., Lulseged, A., & Tavakolifar, M. (2021). Corporate commitment to climate change action, carbon risk exposure, and a firm's debt financing policy. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3919-3936. <https://doi.org/10.1002/bse.2849>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Nguyen, H. T., & Nguyen, D. S. (2024). The impact of climate change on financial efficiency and the financing choices of electricity industrial companies: Evidence from Vietnam. *Advances in Decision Sciences*, 28(1), 47-74.
- Ongsakul, V., Chintrakarn, P., Papangkorn, S., & Jiraporn, P. (2024). Climate change exposure and dividend policy: evidence from textual analysis. *International Journal of Accounting & Information Management*, 32(3), 475-501. 10.1108/IJAIM-07-2023-0170
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90025-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90025-4)
- Stroebel, J., & Wurgler, J. (2021). What do you think about climate finance?. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 487-498. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.08.004>
- WMO. (2022). *State of the Climate in Asia 2022*. Retrieved from <https://library.wmo.int/records/item/66314-state-of-the-climate-in-asia-2022>
- WMO. (2023). WMO annual report highlights continuous advance of climate change. Retrieved from <https://public.wmo.int/en/media/press-release/wmo-annual-report-highlights-continuous-advance-of-climate-change>
- Yu, S., Wang, L., & Zhang, S. (2022). Climate risk and corporate cash holdings: Mechanism and path analysis. *Frontiers in Environmental Science*, 10. doi:10.3389/fenvs.2022.979616
- Zhu, B., & Hou, R. (2022). Carbon risk and dividend policy: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 84, 102360. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102360>