

NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

FACTORS AFFECTING DIVIDEND POLICY OF THE LISTED COMPANIES ON VIETNAM'S STOCK MARKET

Nguyễn Thị Thu Hằng

Khoa Kế toán, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp

Đến Tòa soạn ngày 15/12/2021, chấp nhận đăng ngày 15/01/2022

Tóm tắt: Bài báo đề cập tới nghiên cứu tìm hiểu thực trạng chính sách cổ tức và nhân tố nào ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết (DNNY) trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Tác giả đã khảo sát 228 DNNY trong thời gian 5 năm từ năm 2016 đến năm 2020 với tổng số quan sát là 1.140, bằng kỹ thuật hồi quy dữ liệu bảng. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra các DNNY trên TTCK Việt Nam theo đuổi chính sách cổ tức tiền mặt ổn định, DN có khả năng sinh lợi và thu nhập trên mỗi cổ phần càng cao thì tỷ lệ cổ tức càng lớn, DN có tỷ lệ vốn nhà nước cao và tỷ lệ cổ đông lớn cao thì tỷ lệ cổ tức cao. DN có tỷ lệ nợ cao thì mức chia cổ tức là thấp. Kết quả nghiên cứu nhằm góp phần nâng cao quản trị DN và giúp nhà đầu tư có hành vi đầu tư hợp lý hơn.

Từ khóa: Chính sách cổ tức, doanh nghiệp niêm yết, thị trường chứng khoán.

Abstract: The purpose of this research is to determine the present state of dividend policy and the factors that influence dividend policy among listed businesses on the Vietnamese stock exchange. The results of a survey of 228 listed companies over a five-year period from 2016 to 2020, with a total of 1,140 observations, using the panel data regression technique, revealed that listed companies in the Vietnam stock market pursue equity policy stable cash dividend, the higher the profitability and earnings per share, the higher the dividend ratio, the higher the dividend ratio for enterprises with a high stature. The dividend payout is low if the company has a high debt ratio. The findings of the study are intended to aid in the improvement of corporate governance and the development of more rational investing behavior among investors.

Keywords: Dividend policy, list companies, stock market.

1. MỞ ĐẦU

TTCK Việt Nam trải qua 20 năm xây dựng và phát triển (từ năm 2000 đến năm 2020), đã từng bước khẳng định vai trò như là một kênh huy động vốn cho nền kinh tế. Tốc độ tăng trưởng đăng ký niêm yết chứng khoán trên cả hai sở GDCK tăng mạnh. Bắt đầu từ năm

2005 sau khi Luật Chứng khoán 2005 ra đời trên cơ sở khung pháp lý của hoạt động TTCK đã được hoàn thiện và khẳng định tạo điều kiện cho TTCK Việt Nam phát triển. Năm 2006, TTCK phát triển mạnh mẽ, số lượng DNNY tăng vượt trội. Tính đến cuối năm 2020, TTCK Việt Nam có 745 DNNY, số

lượng vốn hóa trên TTCK Việt Nam là 4.293 nghìn tỷ đồng chiếm 72.6% GDP năm 2020.

Chính sách cổ tức được các DNNY xem xét như là một công cụ phục vụ cho công tác hướng ngoại nhằm quảng bá hình ảnh của DN, thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư hơn là việc tích lũy nguồn vốn nội tại để tài trợ cho các dự án mới. Các DNNY thường chi trả cổ tức dựa trên mức chi trả cổ tức phổ biến của các DNNY khác trên thị trường, đặc biệt là các công ty cùng ngành, các công ty có cùng quy mô. Công tác quảng bá, phát tín hiệu là cần thiết; vì vậy, chi phí chi trả cổ tức có thể được xem như một loại chi phí dành cho quảng cáo. Những chi phí này là hợp lý vì những kết quả mà nó mang lại là rất lớn: giá cổ phiếu tăng tạo thuận lợi cho việc phát hành cổ phiếu với lượng thặng dư vốn lớn, ngày càng nhiều đối tác làm ăn hợp tác kinh doanh, nhiều khách hàng hơn... Đó chính là cách mà hầu hết các DNNY lựa chọn trong thời gian qua. Tuy nhiên, sau một thời gian cố gắng phát tín hiệu thông qua cổ tức cao cùng với tình hình thị trường có nhiều biến động thì liệu cách thức phát tín hiệu qua cổ tức vẫn được duy trì hay các công ty sẽ cố gắng siết chặt chi tiêu, ngay cả đối với dòng chi cổ tức, nhằm hướng tới sự tăng trưởng bền vững, ổn định trong dài hạn? Bên cạnh đó, để chi trả cổ tức công ty cần phải đảm bảo đủ luồng tiền chi trả. Chính sách cổ tức được xem là một trong ba quyết định tài chính quan trọng trong công ty và nó có mối liên hệ mật thiết với hai chính sách tài chính còn lại là chính sách tài trợ và chính sách đầu tư. Từ lý do trên, việc nghiên cứu: “Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” là yêu cầu cần thiết phù hợp nhằm nâng cao quản trị DN và giúp các nhà đầu tư có hành vi đầu tư hợp lý hơn.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Lý thuyết chính sách cổ tức liên quan đến giá cổ phiếu

Các quyết định tài chính của một công ty chủ yếu được phân thành hai loại: quyết định đầu tư và quyết định tài trợ. Trong khi các quyết định đầu tư liên quan đến loại và số lượng tài sản mà công ty muốn sở hữu, thì các quyết định tài trợ liên quan đến việc đảm bảo các nguồn vốn cần thiết để tài trợ cho các tài sản này. Tài sản được tài trợ dưới dạng vốn chủ sở hữu hoặc nợ. Quyết định chia cổ tức được coi là một loại quyết định tài trợ vì chúng ảnh hưởng đến thu nhập mà một công ty phân phối cho các cổ đông và số thu nhập được giữ lại để tái đầu tư. Chính sách cổ tức của công ty đề cập đến quyết định phân phối một phần thu nhập giữa các cổ đông hoặc giữ lại chúng để tái đầu tư trong tương lai. Do đó, Pruitt và Gitman (1991) tin tưởng rằng các chính sách cổ tức và tài chính DN có mối quan hệ với nhau và không thể tách rời nhau. Lý thuyết cổ tức liên quan đến giá trị DN. Các nhà đầu tư xem xét chính sách cổ tức như một yếu tố quan trọng để đánh giá mức độ chắc chắn về lợi nhuận của một công ty. Do đó, một công ty chi trả cổ tức thường xuyên và cao cho thấy rằng công ty có khả năng hoạt động tốt.

2.2. Lý thuyết sở hữu trong hiện tại

Lý thuyết này được phát triển bởi Lintner (1956) và Gordon (1959). Lý thuyết cho rằng các nhà đầu tư không thích rủi ro và thích nhận cổ tức hơn là lãi vốn trong tương lai. Do đó, việc chi trả cổ tức có liên quan và ảnh hưởng đến giá trị thị trường của cổ phiếu. Các nhà đầu tư coi trọng cổ tức hơn lãi vốn khi quyết định đầu tư. Cổ tức hiện tại là tương đối chắc chắn so với lãi vốn trong tương lai. Gordon (1959) cho rằng các nhà đầu tư thích nhận được một khoản thu nhập nhất định ngay bây giờ hơn là chờ đợi một khoản thu nhập

không chắc chắn cao hơn trong tương lai.

2.3. Lý thuyết tín hiệu

Lý thuyết tín hiệu được Michael Spence giới thiệu năm 1974 trong bối cảnh thị trường không hoàn hảo và tồn tại bất cân xứng về thông tin. Sự bất cân xứng thông tin nảy sinh giữa những người nắm giữ thông tin và những người có khả năng đưa ra quyết định tốt hơn nếu họ có những thông tin này. Theo đó, sự bất cân xứng thông tin nơi các nhà quản lý truy cập vào các thông tin nội bộ tốt hơn các bên liên quan (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985). Bởi vậy nhà quản lý có thể thông báo những thông tin đó với các cổ đông và nhà đầu tư tiềm năng thông qua chính sách cổ tức của họ để giảm bớt sự bất cân xứng thông tin.

2.4. Lý thuyết đại diện

Lý thuyết đại diện xuất phát từ việc tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý (Jensen and Meckling, 1976). Xung đột lợi ích giữa cổ đông và ban lãnh đạo công ty khi ban lãnh đạo thực hiện những hoạt động nhằm mục đích tối đa hóa lợi ích riêng cho họ thay vì những hoạt động có lợi cho các cổ đông những người sở hữu công ty. Ban quản lý luôn có động cơ che giấu các thông tin bất lợi qua đó sẽ tác động đến giá cổ phiếu của DN. Thuyết đại diện cho thấy tầm ảnh hưởng của ban quản lý đến giá cổ phiếu của DN bởi họ là những người trực tiếp điều hành hoạt động kinh doanh của DN cũng như giữ vai trò điều tiết mâu thuẫn về mặt lợi ích giữa cổ đông - ban quản lý.

3. TỔNG QUAN VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Như đã đề cập ở trên các lý thuyết được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng để giải thích chính sách cổ tức của DN và ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị DN. Theo đó những ảnh hưởng của chính sách, nhà đầu tư, quản trị tài chính công ty, đặc điểm và tình trạng tài chính của công ty... là những nhóm nhân tố ảnh

hưởng đến chính sách cổ tức của DN.

3.1. Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước

Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước đóng vai trò đáng kể trong việc quyết định cổ tức năm nay. Theo lý thuyết tín hiệu các nhà quản lý có thể sử dụng chính sách cổ tức để truyền đạt thông tin cho thị trường về triển vọng tương lai của công ty. Chính vì vậy, các công ty luôn cố gắng duy trì mức trả cổ tức ổn định và hạn chế đến mức thấp nhất việc giảm tỷ lệ chia cổ tức. Lintner (1956) kết luận nhà quản lý có xu hướng duy trì mức chi trả cổ tức ổn định vì họ tin rằng cổ đông thường thích một sự ổn định. Khẳng định này cũng phù hợp với kết quả của nghiên cứu của Benartzi và cộng sự (1997); Musa (2009). Vì vậy tác giả xây dựng giả thuyết H1:

H1: Tỷ lệ chi trả cổ tức năm nay có quan hệ cùng chiều với tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước.

3.2. Khả năng sinh lời

Lý thuyết tín hiệu giải thích lý do các nhà quản lý của DN có lợi nhuận tốt hơn sẵn sàng trả số tiền cổ tức cao hơn để phát tín hiệu tới các nhà đầu tư về hiệu suất tài chính tốt của họ. Lintner (1956) nhận thấy rằng yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến quyết định cổ tức của một công ty là thu nhập. Trong một nghiên cứu khác, Fama và French (2001) phát hiện ra rằng các công ty lớn hơn và có lợi nhuận cao hơn trả cổ tức nhiều hơn so với các công ty nhỏ hơn và ít lợi nhuận hơn khi cổ tức được trả từ lợi nhuận sau thuế. Kết quả tương tự cũng đã được chứng minh ở các nghiên cứu của Jensen và cộng sự, 1992; Fama & French, 2001. Chính vì vậy, tác giả đưa ra giả thuyết H2:

H2: Tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ cùng chiều với khả năng sinh lời của DN.

3.3. Tốc độ tăng trưởng doanh thu

Sự thay đổi trong doanh thu được sử dụng như một đại diện cho tốc độ tăng trưởng. Nếu

một công ty đang phát triển nhanh chóng, nhu cầu về vốn càng nhiều các nhà quản trị DN có xu hướng ưu tiên dùng vốn nội tại để tài trợ cho các dự án và mở rộng kinh doanh bởi vậy công ty có nhiều khả năng giữ lại thu nhập thay vì trả chúng dưới dạng cổ tức (Chang & Rhee, 1990). Do đó, các công ty có cơ hội tăng trưởng có khả năng giữ lại một phần lớn hơn thu nhập của họ, dẫn đến việc trả cổ tức với tỷ lệ thấp. Lý thuyết đại diện cho thấy rằng chính sách cổ tức có thể được ban lãnh đạo công ty sử dụng để giảm chi phí đại diện do xung đột lợi ích với các cổ đông, bởi vậy những công ty mà có nhiều tiền mặt thường có xu hướng chi trả cổ tức nhiều hơn thay vì tái đầu tư. Mỗi quan hệ tỷ lệ nghịch này cũng đã được chứng minh trong nghiên cứu của DeAngelo & Stulz, 2006. Tuy nhiên cũng có những nghiên cứu cho kết quả tốc độ tăng trưởng và chính sách cổ tức có quan hệ cùng chiều (Masourinia và cộng sự, 2013). Trong nghiên cứu Đinh Bảo Ngọc & Nguyễn Chí Cường (2019) không tìm thấy ảnh hưởng của tốc độ tăng trưởng đến chính sách cổ tức. Tác giả kỳ vọng tốc độ tăng trưởng doanh thu có quan hệ cùng chiều với tỷ lệ chi trả cổ tức. Chính vì vậy, tác giả đã xây dựng giả thuyết H3.

H3: Tỷ lệ chi trả cổ tức quan hệ cùng chiều với tốc độ tăng trưởng của DN.

3.4. Quy mô doanh nghiệp

Các công ty lớn có xu hướng trả cổ tức nhiều hơn các công ty nhỏ vì triển vọng tăng trưởng và mở rộng hoạt động kinh doanh ít hơn các công ty nhỏ. Do đó, những công ty này không cần giữ lại nhiều lợi nhuận để mở rộng hoạt động kinh doanh. Bên cạnh đó, các công ty lớn luôn được chú ý và chịu sự giám sát của thị trường bên ngoài nên chính sách cổ tức

được các công ty này sử dụng để báo hiệu thông tin tới các nhà đầu tư. Các công ty lớn thì dễ dàng hơn trong việc huy động vốn từ nguồn vốn tài trợ bên ngoài như vay ngân hàng, phát hành công cụ nợ... Bởi vậy, khả năng tiếp cận thị trường vốn dễ dàng cùng với chi phí tài trợ thấp cho phép ban lãnh đạo các công ty lớn chi trả nhiều cổ tức hơn các công ty nhỏ. Mỗi quan hệ cùng chiều này cũng đã được chứng minh ở các nghiên cứu Fama & French, 2001; DeAngelo & Stulz, 2006; nghiên cứu của Đinh Bảo Ngọc & Nguyễn Chí Cường (2019) không tìm thấy ý nghĩa thống kê. Bởi vậy trong nghiên cứu này tác giả kỳ vọng ảnh hưởng của quy mô DN tác động đến chính sách cổ tức DN. Tác giả xây dựng giả thuyết H4:

H4: Tỷ lệ chi trả cổ tức quan hệ cùng chiều với quy mô của DN.

3.5. Sở hữu nhà nước

Do có sự khác biệt giữa quyền quản trị DN và quyền sở hữu DN nên xuất hiện một mối quan hệ đại giữa ban lãnh đạo DN và cổ đông. Ban lãnh đạo trở thành người đại diện cho cổ đông điều hành tiền của cổ đông, quyết định sự giàu có của cổ đông. Bởi vậy Ban lãnh đạo có thể đưa ra những quyết định để đa hóa lợi ích cho mình. Theo Bradford và cộng sự (2013), các công ty tư nhân bị hạn chế trong việc tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài, những công ty này phải dựa vào nguồn nội bộ để đầu tư và do đó áp dụng chính sách chi trả cổ tức thấp. Trong khi đó, các công ty có Nhà nước là cổ đông lớn có thể xin hỗ trợ từ Chính phủ để huy động được các khoản vay bên ngoài có lợi. Kết quả nghiên cứu của Chen, Jian and Xu (2009), Tsui-Jung Lin và cộng sự (2016) cũng đã khẳng định công ty được kiểm soát bởi Nhà nước thì có mức chi trả cổ tức cao

hơn những công ty không có vốn nhà nước. Trương Đông Lộc & Phạm Phát Tiến (2015) không tìm thấy mối quan hệ này. Vì vậy, trong nghiên cứu này tác giả muốn khẳng định ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến tỷ lệ cổ tức DN. Tác giả xây dựng giả thuyết H5:

H5: Tỷ lệ chi trả cổ tức quan hệ cùng chiều với sở hữu nhà nước.

3.6. Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính là chỉ tiêu phản ánh tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của DN. Điều này có nghĩa một công ty có đòn bẩy tài chính cao có xu hướng bù đắp các nghĩa vụ nợ bên ngoài do đó các công ty này giữ lại lợi nhuận nhiều hơn và giảm chi trả cổ tức. Bên cạnh đó công ty có đòn bẩy tài chính cao sẽ phải trả chi phí giao dịch để huy động vốn cao, vì vậy các công ty này có xu hướng chi trả cổ tức thấp để tránh các phí phí do huy động vốn bên ngoài. Một số nghiên cứu cũng đã chứng minh ảnh hưởng ngược chiều của đòn bẩy tài chính đến tỷ lệ cổ tức DN (Masourinia và cộng sự, 2013). Tuy nhiên, cũng có những nghiên cứu cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa hai biến số này (Adelegan, 2003). Vì vậy, trong nghiên cứu này tác giả muốn khẳng định ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến tỷ lệ cổ tức DN. Tác giả xây dựng giả thuyết H6:

H6: Tỷ lệ chi trả cổ tức ngược chiều với đòn bẩy tài chính.

3.7. Thu nhập trên mỗi cổ phần

Nguồn tiền để chi trả cổ tức tùy thuộc vào thu nhập mà DN đạt được trong năm tài chính đó. Khi thu nhập càng cao DN càng có nhiều cơ hội lựa chọn và chủ động hơn trong việc ra quyết định liên quan đến cổ tức. Nghiên cứu thực nghiệm của Ahmed và Javid (2009) về

các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của 320 công ty niêm yết trên TTCK ở Pakistan đã chỉ ra rằng tỷ lệ cổ tức phụ thuộc vào EPS ở hiện tại. Trong khi đó, nghiên cứu của Franklin & Muthusamy (2010) lại phủ nhận quan điểm này và kết luận tồn tại mối quan hệ tỉ lệ nghịch giữa nhân tố này và chính sách cổ tức. Vì vậy, trong nghiên cứu này tác giả muốn khẳng định ảnh hưởng của thu nhập trên mỗi cổ phần đến tỷ lệ cổ tức DN. Tác giả xây dựng giả thuyết H7:

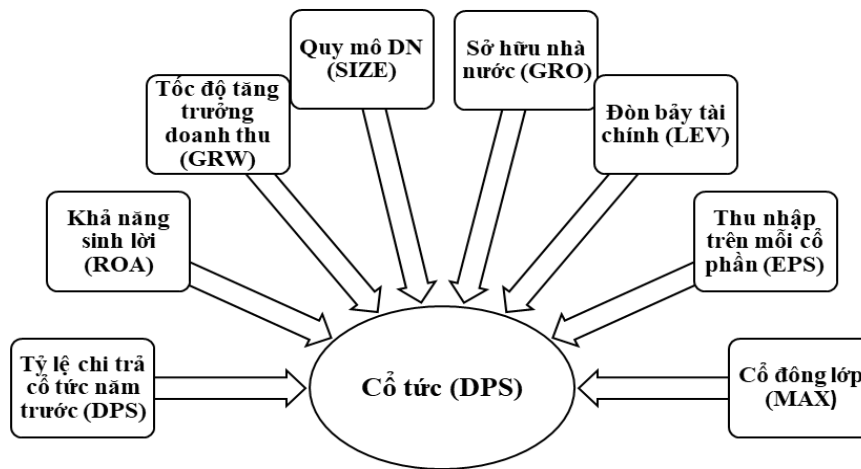
H7: Tỷ lệ chi trả cổ tức ngược chiều với thu nhập trên mỗi cổ phần.

3.8. Cổ đông lớn

Lý thuyết đại diện cho rằng quyền sở hữu của các cổ đông lớn có thể làm giảm bớt hoặc làm trầm trọng thêm xung đột đại diện. Một DN có nhiều cổ đông nhưng có thể cổ phiếu của DN chỉ tập trung ở một số cổ đông lớn nhất định. Bởi vậy, ý muốn của cổ đông lớn có thể chi phối đến những hoạt động của DN. Bên cạnh đó cổ đông lớn có động cơ mạnh mẽ để tối đa hóa sự giàu có của công ty, đạt được kiểm soát để bảo vệ lợi ích của họ (Shleifer và Vishny 1997). Tuy nhiên, lợi ích của các cổ đông lớn có thể không phù hợp với lợi ích của cổ đông thiểu số, do đó có thể dẫn đến xung đột. Kết quả nghiên cứu của Mancinelli và Ozkan (2006) đã cho thấy quan hệ tiêu cực giữa cổ đông lớn và chi trả cổ tức. Trong khi sự mối quan hệ tích cực giữa cổ đông lớn nhất và chi trả cổ tức đã được Truong và Heaney, (2007) chứng minh. Vì vậy, trong nghiên cứu này tác giả muốn tìm hiểu ảnh hưởng của cổ đông lớn đến tỷ lệ cổ tức DN.

Tác giả xây dựng giả thuyết H8:

H8: Tỷ lệ chi trả cổ tức ngược chiều với tỷ lệ cổ phần của cổ đông lớn.

Mô hình nghiên cứu**Sơ đồ 1. Mô hình nghiên cứu của tác giả đề xuất****4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU****4.1. Phương trình hồi quy**

Phương trình hồi quy bội để kiểm tra các giả thuyết từ H1-H8 ở trên được xây dựng như sau:

$$DPS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{i,t-1} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GRW_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 GRO_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 EPS_{i,t} + \beta_8 MAX_{i,t} + u_{i,t}$$

Trong đó:

β_0 : Hằng số;

β_j : Hệ số của mô hình hồi quy ($j=1,2,\dots,8$).

$u_{i,t}$: sai số ngẫu nhiên.

4.2. Biến và cách thức đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu**Bảng 1. Bảng tổng hợp cách thức đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu**

Biến	Tên biến	Công thức	Cách đo	Tham khảo
DPS	Cổ tức	Tỷ lệ cổ tức = Số chi trả/mệnh giá cổ phiếu (10.000đ)	Thu thập từ https://finance.vietstock.vn	Lintner (1956)
SIZE	Quy mô DN	Lợi nhuận của tổng tài sản	Thu thập từ BCTN, tài liệu của DN	DeAngelo & Stulz, (2006)
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tỷ lệ nợ trên vốn chủ	Thu thập từ BCTN, tài liệu của DN	Masourinia và cộng sự (2013)
ROA	Tỷ suất sinh lợi	Tỷ lệ lợi nhuận chưa thuế trên tổng tài sản	Thu thập từ BCTN	Lintner (1956)
GRW	Tăng trưởng doanh thu	$\frac{\text{Doanh thu năm (t)} - \text{Doanh thu năm (t-1)}}{\text{Doanh thu năm (t-1)}}$	Thu thập từ BCTN, tài liệu của DN	DeAngelo & Stulz, (2006)
GRO	Sở hữu Nhà nước	Tỷ lệ vốn Nhà nước nắm giữ tại doanh nghiệp	Thu thập từ BCTN	Chen, Jian and Xu (2009)
EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phần	$\frac{\text{LNST} - \text{cổ tức cổ phiếu ưu đãi}}{\text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành}}$	Thu thập từ BCTN, tài liệu của DN	Ahmed và Javid (2009)
MAX	Cổ đông lớn	Tỷ lệ vốn của cổ đông lớn nhất nắm giữ tại doanh nghiệp	Thu thập từ BCTN	Mancinelli và Ozkan (2006)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

4.3. Phương pháp nghiên cứu định lượng

4.3.1. Chọn mẫu và thu thập dữ liệu

Mẫu nghiên cứu được tác giả lựa chọn là những DN niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2020. Mẫu nghiên cứu được tác giả lựa chọn ngẫu nhiên là 250 DN niêm yết trên TTCK Việt Nam. Sau khi loại bỏ những DN không niêm yết đủ 5 năm hoặc chưa hoàn tất việc chi trả cổ tức năm 2020, mẫu còn lại là 228 DN với tổng số quan sát là 1.140 quan sát. Dữ liệu phục vụ đề tài được thu thập trực tiếp từ BCTC, báo cáo thường niên và thu thập từ <https://finance.vietstock.vn>

4.3.2. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng

Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS)

Phương pháp hồi quy tác động cố định (Fixed effects model_FEM)

Phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (Remdom effects model _REM)

Phương pháp hồi quy bình quân tối thiểu tổng quát (Generalized Least Square _GLS)

5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

5.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê thực hiện chi trả cổ tức của 228 DN niêm yết trên TTCK Việt Nam từ năm 2016-2020 thấy rằng số lượng các công ty niêm yết không thực hiện chi trả cổ tức là khá nhiều và số lượng các DN này không thay đổi nhiều qua các năm. Con số tương đối cho thấy rõ hình thức chi trả bằng tiền mặt là phương thức được các công ty ưa chuộng và luôn chiếm tỷ trọng lớn qua các năm với 65,23-68,42% DN lựa chọn.

5.2. Kết quả hồi quy

Trong phân tích hồi quy dữ liệu bảng, phương pháp OLS không có ý nghĩa nhiều vì mô hình hồi quy OLS coi các DN là đồng nhất, vì vậy dẫn đến việc ước lượng bị sai lệch khi không kiểm soát được các tác động riêng biệt. Do đó, tác giả thực hiện chạy hồi quy theo các phương pháp phù hợp với dữ liệu bảng là mô hình ảnh hưởng cố định FEM và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên REM, kiểm định Hausman được thực hiện nhằm lựa chọn giữa FEM và REM và kết quả là FEM được lựa chọn.

Bảng 2. Bảng tổng hợp so sánh các mô hình

Mô hình Biến	OLS	FEM	REM	GLS
LDPS	0,345644***	0,15134***	0,345644***	0,516431***
ROA	0,006213*	0,010316***	0,006213*	0,004963*
GRW	-0,00241	-0,00278	-0,00241	-0,00165
SIZE	0,002007	0,011066	0,002007	Loại bỏ
GRO	0,194134***	0,252524	0,194134***	0,143258***
LEV	-0,06059***	-0,03814	-0,06059***	-0,0452***
EPS	0,02108***	0,012093***	0,02108***	0,018985***
MAX	0,254432***	0,398275***	0,254432***	0,179429***
Hàng số	-0,14353***	-0,29793***	-0,14353***	-0,08817***
Số quan sát	1.140	1.140	1.140	1.140

Mô hình \ Biến	OLS	FEM	REM	GLS
VIF	<10	>10, loại bỏ biến Size	>10, loại bỏ biến Size	không
Kiểm định Hausman		Lựa chọn FEM		
Tự tương quan		Có hiện tượng		Không
Phương sai thay đổi		Có hiện tượng		không

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Trong phân tích hồi quy dữ liệu bản, phương pháp OLS không có ý nghĩa nhiều vì mô hình hồi quy OLS coi các doanh nghiệp là đồng nhất, vì vậy dẫn đến việc ước lượng bị sai lệch khi không kiểm soát được các tác động riêng biệt. Do đó, tác giả thực hiện chạy hồi quy theo các phương pháp phù hợp với dữ liệu bảng là mô hình ảnh hưởng cố định FEM và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên REM, kiểm định Hausman được thực hiện nhằm lựa chọn mô hình tối ưu. Kết quả là FEM được lựa chọn. Tuy nhiên sau khi thực hiện kiểm tra khuyết tật của mô hình FEM tác giả thấy kết quả có hiện tượng tự tương quan và hiện tượng phương sai thay đổi. Vì vậy, tác giả khắc phục hiện tượng trên bằng mô hình ước lượng bình quân tối thiểu tổng quát. Kết quả thể hiện trên bảng 2. Mô hình hồi quy được thiết lập như sau:

$$DPS = -0.088 + 0,516 DPS + 0,004 ROA + 0,143 GRO - 0,04 LEV + 0,018 EPS + 0,17 MAX + u_{i,t}$$

5.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Dựa vào kết quả phân tích hồi quy GLS ta thấy, trong mô hình hồi quy giá trị của $R^2 = 0,6906$, điều này có nghĩa là các biến độc lập trong mô hình đã giải thích được 69,06% sự thay đổi của tỷ lệ chi trả cổ tức của các DNNY trên TTCK Việt Nam, có 6 biến độc lập có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1% và

5% đại diện cho các nhân tố tác động. Như vậy:

Biến tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước (LDPS). Tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức năm nay. Kết quả này đồng thuận với các kết quả nghiên cứu của Lintner (1956); Benartzi và cộng sự (1997); Musa (2005); Musa (2009). Điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết tín hiệu các nhà quản lý có thể sử dụng chính sách cổ tức để truyền đạt thông tin cho thị trường về triển vọng tương lai của công ty.

Biến khả năng sinh lời (ROA) và thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS): DN có lợi nhuận cao thì khả năng chi trả cổ tức lớn. Đồng thuận với các kết quả nghiên cứu của Jensen và cộng sự, 1992; Fama & French, 2001; DeAngelo & Stulz, 2006. Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy DN có thu nhập trên mỗi cổ phần càng cao thì tỷ lệ chi trả cổ tức càng cao. Điều này hoàn toàn phù hợp dựa trên lý thuyết tín hiệu, nghĩa là khi lợi nhuận tăng thì tỷ lệ chia cổ tức cho cổ đông của DN sẽ tăng theo như là một tín hiệu về việc DN kinh doanh có hiệu quả.

Biến sở hữu nhà nước (GRO): DN được kiểm soát bởi Nhà nước càng cao thì có mức chi trả cổ tức càng cao. Kết quả này đồng thuận với kết quả của Chen, Jian and Xu (2009), Tsui-Jung Lin và cộng sự (2016). Kết

quả này phù hợp với lý thuyết tín bởi những công ty có vốn nhà nước luôn có xu hướng phát tín hiệu tốt, mong muốn khẳng định cùng cổ vị thế của mình nên có thể trả cổ tức bằng tiền mặt cao hơn.

Biến đòn bẩy tài chính chính (LEV): DN có đòn bẩy tài chính lớn thì khả năng chi trả cổ tức thấp, thống nhất với các nghiên cứu của Jensen và cộng sự, 1992; Masourinia và cộng sự, 2013. Điều này, hoàn toàn phù hợp trong thực tế khi DN vay nợ nhiều, thì có xu hướng ưu tiên thực hiện nghĩa vụ nợ trước khi phân bổ nguồn lợi nhuận.

Biến cổ đông lớn (MAX): DN có tỷ lệ cổ đông lớn nhất càng cao thì tỷ lệ chi trả càng cao. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Truong và Heaney (2007), Nathasa Mazna Ramli (2010). Kết quả này cho thấy nhóm cổ đông lớn tại các DNNY trên TTCK Việt Nam thích chi trả cổ tức cao và ban điều hành DN ưu tiên các cổ đông lớn khi quyết định chính sách cổ tức.

5.4. Khuyến nghị

Đối với DN: Dựa trên kết quả nghiên cứu, trước hết các DNNY cần phải xây dựng chính sách cổ tức cho phù hợp. *Thứ nhất*, chính sách cổ tức là công cụ phản ánh toàn diện hiệu quả. Điều này có nghĩa khi xây dựng cổ tức cần đảm bảo: đối với Chính phủ thì công ty phải đảm bảo thực hiện đầy đủ nghĩa vụ nộp thuế và các nghĩa vụ tài chính khác, đối với chủ nợ thì công ty luôn đảm bảo khả năng thanh toán đầy đủ và đúng hạn các khoản nợ và chi phí lãi vay, với công ty phải phản ánh đúng kết quả kinh doanh đạt được và đảm bảo vốn cho nhu cầu mở rộng. *Thứ hai*, chính sách cổ tức là một phần của chính sách tài trợ. *Thứ ba*, dòng tiền chi trả, khi một công ty thu về dòng tiền lớn từ hoạt động kinh doanh, song lại có rất ít cơ hội đầu tư, thông thường là công ty

đang trong giai đoạn bão hòa. *Thứ tư*, chính sách cổ tức tác động đến giá trị công ty. Nếu công ty chi trả cổ tức cao quá nhằm đáp ứng mức kỳ vọng của các cổ đông hiện tại và tăng sự hấp dẫn cổ phiếu trong ngắn hạn sẽ làm tăng giá cổ phiếu và giá trị của công ty. Bên cạnh chính sách cổ tức thì các DNNY cũng cần phải duy trì ổn định chính sách cổ tức theo kết quả kinh doanh; cân đối lợi ích của cổ đông và cơ hội đầu tư của DN

Đối với các nhà đầu tư: Đối với các nhà đầu tư, việc xác định được nhân tố nào ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của DN có ý nghĩa quan trọng trong xác định chiến lược đầu tư hợp lý, để có chiến lược đầu tư hợp lý nhà đầu tư cần. *Thứ nhất*, nhà đầu tư cần trang bị đầy đủ những kiến thức về chứng khoán nói chung và chính sách cổ tức nói riêng thông qua việc học và tìm hiểu kiến thức qua các lớp tập huấn kỹ năng hay qua sách báo, đặc biệt là trước tình hình phát triển nhanh chóng và phức tạp của TTCK Việt Nam. *Thứ hai*, nhà đầu tư cần phải thận trọng trước những thông tin trên thị trường, cần biết nhận định và phân tích thông tin để từ đó đưa ra những quyết định đúng đắn, tránh bị ảnh hưởng bởi xu thế đám đông những thông tin công bố về chính sách cổ tức. *Thứ ba*, các cổ đông trong công ty cần phải yêu cầu hội đồng quản trị có một cơ chế hoạt động minh bạch, rõ ràng và thường xuyên thông báo kịp thời đến các cổ đông những thông tin quan trọng. *Thứ tư*, nâng cao vai trò của hiệp hội kinh doanh chứng khoán trong việc đảm bảo tính minh bạch trên thị trường, Hiệp hội kinh doanh chứng khoán có nhiệm vụ thiết lập và duy trì mối quan hệ thường xuyên giữa các thành viên phối hợp với UBCK nhà nước để xây dựng hệ thống khuôn khổ pháp lý về chứng khoán. Đưa ra khuyến cáo cho nhà đầu tư trước những thông tin không đáng tin cậy và không có cơ sở.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Đinh Bảo Ngọc & Nguyễn Chí Cường (2019), “*Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các DNNY trên TTCK Việt Nam*”, Phát triển Kinh tế, số 290 (12/2014).
- [2] Trương Đông Lộc & Phạm Phát Tiến (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, vol 38, pp. 67-74.
- [3] Ahmed, H & Javid, Y, A, (2009), “*Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan (Evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms)*”, Development Economics, Vol 15, pp.1-15.
- [4] Chen, D., Jian, M., Xu, M. (2009), “*Dividends for tunneling in a regulated economy: the case of China*”. Pacific-Basin Finance Journal, vol 17 (2), pp. 209–223.
- [5] DeAngelo, H., DeAngelo L.& Stulz R. (2006), “*Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory*”, Journal of Financial Economics, vol 81(2), pp. 227-254.
- [6] Mancinelli, Luciana and Aydin Ozkan (2006), “*Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms.*” The European Journal of Finance, vol 12(3), pp. 265-279.

Thông tin liên hệ: **Nguyễn Thị Thu Hằng**

Điện thoại: 0982027589 - Email: thuhang@uneti.edu.vn

Khoa Kế toán, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp.

