

Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị

TRẦN THỊ TUẤN ANH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - anhttt@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

31/08/2015

Ngày nhận lại:

18/02/2016

Ngày duyệt đăng:

22/02/2016

Mã số:

0815-C21-V06

Tóm tắt

Mục đích của nghiên cứu nhằm xác định các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Tác giả phân tích số liệu của 238 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2008–2013 với kỹ thuật xử lý dữ liệu bảng và hồi quy phân vị. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỉ lệ cổ tức kì vọng của doanh nghiệp chịu sự tác động của khả năng sinh lợi, tốc độ tăng trưởng, rủi ro và cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp. Trong đó, khả năng sinh lợi và tốc độ tăng trưởng có tác động cùng chiều đến cổ tức trong khi yếu tố rủi ro có tác động ngược chiều. Bên cạnh đó, tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài càng cao thì cổ tức càng giảm. Tuy nhiên, tỉ lệ sở hữu của nhà nước càng cao thì tỉ lệ trả cổ tức càng lớn. Trên từng phân vị khác nhau thì mức độ tác động của các yếu tố cũng khác nhau. Ở phân vị càng cao thì tác động của tỉ suất sinh lợi và tăng trưởng doanh nghiệp đến cổ tức càng mạnh trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Ngược lại, trong điều kiện các yếu tố khác như nhau, tác động của quy mô doanh nghiệp, tỉ lệ nợ và tỉ lệ sở hữu nước ngoài càng lớn thì mức cổ tức của doanh nghiệp càng thấp khi xét ở phân vị càng cao.

Abstract

The dividend policy is one of the most important parts within corporate finance. Various studies have been conducted to determine the factors affecting firms' dividend policy. This study provides empirical evidence regarding the determinants of dividend policy in Vietnam, using data from 238 listed firms in Vietnam stock market during the 2008–2013 period and quantile regression. The results demonstrate that the expected dividend payout ratio relies on return on equity, growth, risk, and ownership structure. The impact of these factors varies throughout the distribution of dividend payout ratio. The higher the percentile of dividend payout ratio, the more profound the effect of return on equity and growth on dividend payout ratio. On the contrary, the higher the percentile of dividend payout ratio, the less powerful the effect of risk and foreign ownership on dividend.

Từ khóa:

Chính sách cổ tức, tỉ lệ trả cổ tức, dữ liệu bảng, hồi quy phân vị.

Keywords:

Dividend policy, dividend payout ratio, panel data, quantile regression.

1. Giới thiệu

Chính sách cổ tức là một phần quan trọng trong chính sách tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, những công ty lớn như Apple và Google lại lựa chọn phương án không trả cổ tức cho cổ đông trong suốt một thời gian dài (Ciaccia, 2012). Điều đó cho thấy doanh nghiệp vẫn có thể thành công mà không cần trả cổ tức.

Nghiên cứu nổi tiếng về cổ tức của Modigliani và Miller (1961) chỉ ra trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo (không có thuế và chi phí giao dịch) thì giá trị công ty độc lập với chính sách cổ tức. Tuy nhiên, trong thực tế, thị trường vốn là không hoàn hảo nên các giả định của Modigliani và Miller (1961) không thể thoả mãn và do đó chính sách cổ tức thực sự tác động đến giá trị doanh nghiệp, tiêu biểu là nghiên cứu của Black và Scholes (1974). Do vậy, việc xác định các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp là một trong những vấn đề cần được quan tâm nghiên cứu của tài chính doanh nghiệp hiện đại. Bài viết này sử dụng phương pháp hồi quy phân vị dựa trên số liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2008–2013 nhằm xác định các yếu tố tác động đến cổ tức của các doanh nghiệp VN và từ đó đề xuất các gợi ý chính sách.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu có liên quan

2.1. Cơ sở lý thuyết và khung phân tích

Nền tảng lý thuyết về cổ tức của doanh nghiệp có thể được tiếp cận từ lý thuyết tín hiệu (Signalling Theory) và lý thuyết chi phí đại diện (Agency Cost). Lintner (1956) được xem là người tiên phong trong việc đề xuất mô hình nghiên cứu cổ tức doanh nghiệp theo lý thuyết tín hiệu. Cho đến nay, rất nhiều nhà nghiên cứu kế thừa xu hướng này và đây được xem là một trong những hướng nghiên cứu về cổ tức phổ biến nhất. Các giả thuyết về tín hiệu được hoàn thiện thêm bởi Miller và Rock (1985). Hai nhà nghiên cứu này cho rằng có bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản trị doanh nghiệp và các cổ đông, do vậy hầu hết các doanh nghiệp trả cổ tức cho cổ đông nhằm cung cấp một tín hiệu về khả năng sinh lợi trong tương lai nhằm thu hút nhà đầu tư. Ngoài ra, rất nhiều nghiên cứu khác phát triển theo cách tiếp cận của lý thuyết tín hiệu cũng đạt được nhiều kết quả quan trọng.

Về ứng dụng lý thuyết chi phí đại diện trong cổ tức, nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976) được xem là tiên phong. Jensen và Meckling (1976) định nghĩa chi phí

đại diện là chi phí phát sinh giữa các cổ đông (Stockholders) và đại diện (Management); trong đó, cổ đông ủy quyền cho các đại diện của họ để quản lý vốn và tổ chức các hoạt động nhằm mục đích đem lại lợi ích cao nhất cho cổ đông. Dù tiếp cận phân tích chính sách cổ tức theo lý thuyết tín hiệu hay lý thuyết chi phí đại diện, đều có những thành quả nhất định. Trong điều kiện VN, tác giả chọn cách phân tích các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp theo lý thuyết tín hiệu nhằm làm rõ vai trò tín hiệu của các yếu tố được nghiên cứu đến cổ tức.

2.2. Tổng quan một số nghiên cứu trong và ngoài nước

Dựa trên các mô hình về chính sách cổ tức của doanh nghiệp theo lý thuyết tín hiệu, rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm được tiến hành để khảo sát các yếu tố tác động đến cổ tức. Rozeff (1982) sử dụng số liệu của 1.000 doanh nghiệp tại Mỹ ở 64 ngành khác nhau tìm thấy mối tương quan dương giữa số cổ đông và tỉ lệ chi trả cổ tức; và tương quan âm giữa tỉ lệ chi trả cổ tức với rủi ro, tăng trưởng doanh thu và quyền sở hữu nội bộ. Trong một nghiên cứu tương tự, Lloyd và cộng sự (1985) bổ sung thêm yếu tố quy mô doanh nghiệp vào mô hình của Rozeff (1982) và xác định tồn tại mối liên hệ tỉ lệ thuận giữa quy mô doanh nghiệp và mức cổ tức doanh nghiệp chi trả.

Hedensted và Raaballe (2006) sử dụng số liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Copenhagen giai đoạn 1988–2004 để nghiên cứu về chính sách cổ tức ở Đan Mạch. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỉ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (Leverage), và quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến cổ tức.

Belanes và cộng sự (2007) nghiên cứu cổ tức trên thị trường Tunisia với bộ số liệu của 48 công ty niêm yết giai đoạn 1996–2002. Belanes và cộng sự (2007) kết luận mức độ tập trung sở hữu và đòn bẩy tài chính không thực sự tác động đến cổ tức nhưng tính thanh khoản và quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến cổ tức.

Al-Kuwari (2009) nghiên cứu chính sách cổ tức của các doanh nghiệp thuộc khối các nước Ả Rập dựa trên số liệu của 191 doanh nghiệp phi tài chính tại thị trường này trong giai đoạn 1999–2003. Al-Kuwari tìm thấy bằng chứng về mối liên hệ tỉ lệ thuận mạnh giữa cổ tức doanh nghiệp và các yếu tố về hiệu quả hoạt động, quy mô vốn và tỉ lệ sở hữu nhà nước. Đồng thời, mối tương quan âm cũng xảy ra giữa đòn bẩy tài chính và cổ tức. Tăng trưởng doanh nghiệp và yếu tố rủi ro không có liên hệ đến cổ tức.

Mansourinia và cộng sự (2013) chỉ ra tác động của quy mô hội đồng quản trị, khả năng sinh lợi, quy mô công ty có mối liên hệ chặt chẽ, cùng chiều với chính sách chi trả cổ tức. Biến Đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động ngược chiều với chính sách chi trả cổ tức. Kết luận này dựa trên kết quả phân tích 140 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tehran giai đoạn 2006–2010.

Ở VN, có rất nhiều các nghiên cứu được thực hiện để xác định các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Trương Đông Lộc (2013) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và tìm thấy tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty phụ thuộc vào thu nhập trên mỗi cổ phần, thời gian hoạt động của công ty, tỉ lệ nợ trên tổng nguồn vốn và tỉ lệ cổ phiếu sở hữu bởi Nhà nước.

Nguyễn Hữu Căn và cộng sự (2014) kết luận quy mô hội đồng quản trị có tác động ngược chiều đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Các biến Lợi nhuận (ROA) và Đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động cùng chiều đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Tốc độ tăng trưởng (GROWTH) không có ý nghĩa thống kê nên không giải thích được mối liên hệ tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp tại thị trường VN.

Nguyễn Thị Minh Huệ và cộng sự (2014) sử dụng phương pháp ước lượng mô hình hồi quy đa biến trên bộ số liệu của 75 công ty niêm yết của VN trong 6 năm. Nghiên cứu này chỉ ra các nhân tố khả năng sinh lời, quy mô công ty có tác động rõ rệt đến mức chi trả cổ tức trong khi nhân tố tỉ lệ tăng trưởng và đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng không đáng kể. Ngoài ra, lĩnh vực kinh doanh và cơ cấu sở hữu cũng có ảnh hưởng đến quyết định chi trả cổ tức của các doanh nghiệp.

Võ Xuân Vinh (2015) sử dụng số liệu của các doanh nghiệp VN để nghiên cứu mối liên hệ giữa cấu trúc sở hữu và cổ tức bằng tiền của các công ty niêm yết. Kết quả cho thấy các công ty có tỉ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì tỉ lệ cổ tức càng lớn. Các công ty có sở hữu nước ngoài cao thì mức cổ tức thấp, các công ty có sở hữu quản lí cao thì mức chi trả cổ tức thấp và các công ty có tỉ lệ sở hữu cổ đông tổ chức cao thì mức cổ tức cao.

Tuy nhiên, các nghiên cứu tại VN chỉ mới sử dụng hồi quy bội trên dữ liệu bảng để xác định các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức trung bình của doanh nghiệp nhưng chưa chỉ rõ ra được ở các phân vị khác nhau của cổ tức thì tác động của các yếu tố này khác nhau ra sao. Từ hạn chế này, tác giả sẽ sử dụng phương pháp hồi quy phân vị để phân tích rõ sự tác động của từng yếu tố như quy mô vốn, hiệu quả hoạt động, tăng

trường của doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính và tính thanh khoản đến cổ tức doanh nghiệp trên các phân vị khác nhau của cổ tức doanh nghiệp.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dựa trên cơ sở lý thuyết đã đề cập, các nhóm yếu tố tác động đến cổ tức doanh nghiệp được lựa chọn để nghiên cứu bao gồm: Khả năng sinh lợi, quy mô doanh nghiệp, cấu trúc sở hữu, cấu trúc vốn, và tính thanh khoản. Mỗi nhóm yếu tố được đại diện bằng một biến độc lập trong mô hình. Bảng 1 giải thích các biến có mặt trong mô hình hồi quy và cơ sở lý thuyết của các biến tương ứng được đưa vào mô hình.

Bảng 1

Danh sách các biến trong mô hình nghiên cứu

Nhóm yếu tố	Tên biến	Giải thích	Cơ sở lý thuyết
Cổ tức	DPR	Tỉ lệ trả cổ tức, đo bằng cách tính tỉ lệ giữa cổ tức bằng tiền mặt trên lợi nhuận	Rozeff (1982) Amidu và Abor (2006) McManus và cộng sự (2004)
Khả năng sinh lợi	ROE	Tỉ suất sinh lời trên tổng vốn chủ sở hữu	Hedensted và Raaballe (2006) Al-Kuwari (2009)
Tăng trưởng	GROWTH	Tăng trưởng của doanh nghiệp, tính bằng tốc độ tăng doanh thu	Gill và cộng sự (2006)
Rủi ro	RISK	Rủi ro của cổ phiếu, đo lường bằng hệ số Beta của cổ phiếu	Lloyed và cộng sự (1985) Amidu và Abor (2006) Al Shabibi và cộng sự (2011)
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit của tổng tài sản doanh nghiệp.	Al-Kuwari (2009)
Cấu trúc vốn	LEV	Tổng nợ trên giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu	Hedensted và Raaballe (2006) Mansourinia và cộng sự (2013)
Cấu trúc sở hữu	FO	Tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài	Holder và cộng sự (1998) Rozeff (1982)
	STATE	Tỉ lệ sở hữu của nhà nước	Anil và Kapoor (2006)

Để thu thập số liệu của các biến được liệt kê trong Bảng 1, tác giả sử dụng số liệu dạng bảng trích xuất từ báo cáo tài chính của 238 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2008–2013. Nguồn dữ liệu do Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt công bố trên Website (<http://beta.vcsc.com.vn>). Bảng 2 thể hiện kết quả mô tả giá trị trung bình của các biến được đưa vào nghiên cứu. Bên cạnh đó, Bảng 3 thực hiện thống kê mô tả chi tiết hơn về chính sách cổ tức của các doanh nghiệp theo thời gian trên tứ phân vị 0,25; 0,50 và 0,75. Ngoài ra, giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất của tỉ lệ cổ tức mà doanh nghiệp chi trả cũng được trình bày để cho thấy sự hợp lí của dữ liệu thu thập được.

Bảng 2

Bảng thống kê mô tả giá trị trung bình của các biến

Năm	Giá trị trung bình						
	ROE	GROWTH	SIZE	LEV	RISK	FO	STATE
2008	0,1269	0,2162	12,7186	0,4417	0,9526	0,1730	0,2416
2009	0,1740	0,0998	13,3468	0,4614	0,9437	0,1288	0,2531
2010	0,1574	0,1970	13,2379	0,4602	1,0822	0,1110	0,2314
2011	0,1236	0,0635	12,5196	0,5054	0,6689	0,1090	0,2212
2012	0,0763	-0,0555	12,6085	0,5046	0,8274	0,1174	0,2169
2013	0,0677	-0,0163	12,8641	0,5066	0,5660	0,1254	0,2232

Kết quả mô tả ở Bảng 2 cho thấy ROE trung bình của các doanh nghiệp khá ổn định trong những năm trước 2011 nhưng giảm rõ rệt trong năm 2012–2013. Biến tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp cũng có chiều hướng biến đổi tương tự, giảm xuống và thậm chí mang dấu âm trong những năm 2012–2013. Các biến về quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tỉ lệ sở hữu của Nhà nước và tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài không có nhiều biến động. Riêng yếu tố rủi ro đo lường bằng hệ số Beta của giai đoạn 2008–2010 cao hơn so với những năm sau 2010, khi mà khủng hoảng kinh tế đã qua đi.

Bảng 3**Bảng mô tả phân vị biến DPR**

Năm	DPR					
	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Phân vị 0,25	Phân vị 0,5	Phân vị 0,75
2008	0,016	0,000	0,070	0,000	0,010	0,030
2009	0,053	0,000	0,190	0,000	0,050	0,090
2010	0,031	0,000	0,150	0,000	0,025	0,050
2011	0,053	0,000	0,250	0,000	0,050	0,080
2012	0,063	0,000	0,450	0,000	0,040	0,120
2013	0,055	0,000	0,250	0,000	0,050	0,100

3.2. Mô hình nghiên cứu

Với các biến liệt kê ở Bảng 1, mô hình hàm hồi quy bội dạng tĩnh trên số liệu bảng để phân tích các yếu tố tác động đến tỉ lệ cổ tức như sau:

$$DPR_{it} = \beta_1 + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 FO_{it} + \beta_8 STATE_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Các kỹ thuật ước lượng hồi quy trên số liệu bảng bao gồm hồi quy số liệu gộp (Pooled Regression), FEM, REM, FGLS được áp dụng và các kiểm định Chow, kiểm định Hausman cũng được thực hiện để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp. Sau khi ước lượng tìm ra các yếu tố tác động đến kì vọng của cổ tức, phương pháp hồi quy phân vị cũng được áp dụng để xem xét chi tiết sự tác động của các yếu tố này đến tỉ lệ cổ tức của doanh nghiệp trên từng phân vị. Mặc dù hồi quy phân vị có thể được thực hiện chi tiết từ phân vị 0,01 đến phân vị 0,99. Nhưng do giới hạn trong khuôn khổ một bài báo, tác giả chỉ lựa chọn các phân vị cơ bản của hàm phân phối biến cổ tức để phân tích, bao gồm phân vị 0,1; 0,25; 0,5; 0,75 và 0,9. Các vị trí đuôi của hàm phân phối biến cổ tức được đại diện bằng phân vị 0,1 và 0,9 trong thập phân vị; trong khi phần giữa được xét tại các phân vị tiêu biểu 0,25; 0,50 và 0,75 của tứ phân vị. Việc hồi quy được thực hiện với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 12. Các kết quả ước lượng được trình bày trong Bảng 4 và 5.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi quy dạng hàm (1) được thể hiện trên Bảng 4. Cột 1, 2, 3 của bảng này cho biết kết quả ước lượng mô hình bằng hồi quy số liệu gộp, FEM và REM. Kết quả kiểm định Chow và kiểm định Hausman trên Bảng 4 chỉ ra mô hình FEM là phù hợp nhất với mẫu số liệu thu thập được. Tuy nhiên, kiểm định phương sai thay đổi bằng kiểm định Breusch - Pagan cho thấy có phương sai sai số của mô hình FEM không thuần nhất. Do vậy, ước lượng thu được từ FEM không hiệu quả. Để cải tiến tính hiệu quả của ước lượng, phương pháp FGLS trên Panel Data theo đề xuất của Beck và Katz (1995) được áp dụng và kết quả được thể hiện trên cột 4 của Bảng 4. Kết quả thu được từ FGLS sẽ được sử dụng để phân tích tác động của các yếu tố trong mô hình đến tỉ lệ cổ tức của doanh nghiệp.

Bảng 4

Kết quả phân tích hồi quy các yếu tố tác động đến tỉ lệ cổ tức của doanh nghiệp

Biến độc lập	POOLED	FEM	REM	FGLS
ROE	0,125*** [11,09]	0,0673*** [5,40]	0,104*** [9,34]	0,112*** [15,12]
GROWTH	0,00678* [1,90]	-0,000329 [-0,10]	0,00358 [1,09]	0,00640*** [3,59]
SIZE	-0,00197 [-1,36]	0,0174*** [4,96]	0,00156 [0,86]	-0,000956 [-1,05]
LEV	-0,0303*** [-3,69]	-0,00984 [-0,52]	-0,0294*** [-2,86]	-0,0375*** [-8,21]
RISK	-0,0161*** [-4,03]	-0,0189*** [-3,65]	-0,0185*** [-4,38]	-0,0200*** [-8,23]
FO	-0,0504*** [-3,81]	-0,0325 [-1,20]	-0,0486*** [-2,97]	-0,0480*** [-5,97]
STATE	0,0273*** [3,96]	-0,0434 [-1,47]	0,0288*** [3,16]	0,0258*** [5,82]
Hệ số chặn	0,0920*** [5,36]	-0,144*** [-3,16]	0,0495* [2,23]	0,0806*** [7,50]

Biến độc lập	POOLED	FEM	REM	FGLS
Số quan sát	1.084	1.084	1.084	1.084
Hệ số xác định	19,5***	0,23***		
Kiểm định Chow		2,86***		
Kiểm định Hausman			87,66***	
Kiểm định phương sai thay đổi		2,1e+07***		

***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Kết quả thể hiện trên cột 4 Bảng 4 cho thấy mức độ và chiều hướng tác động của các yếu tố đại diện cho khả năng sinh lợi, quy mô doanh nghiệp, cấu trúc sở hữu, cấu trúc vốn và tính thanh khoản đến giá trị kì vọng cổ tức của doanh nghiệp. Ngoài ra, để làm rõ hơn tác động của các yếu tố này trên các phân vị của biến cổ tức, kết quả hồi quy phân vị trên số liệu bảng theo dạng hàm (1) cũng được thể hiện trên Bảng 5. Hiện tượng phương sai thay đổi cho thấy việc áp dụng hồi quy phân vị để phân tích trong trường hợp này là cần thiết và phù hợp.

Bảng 5

Kết quả hồi quy phân vị các yếu tố tác động đến cổ tức

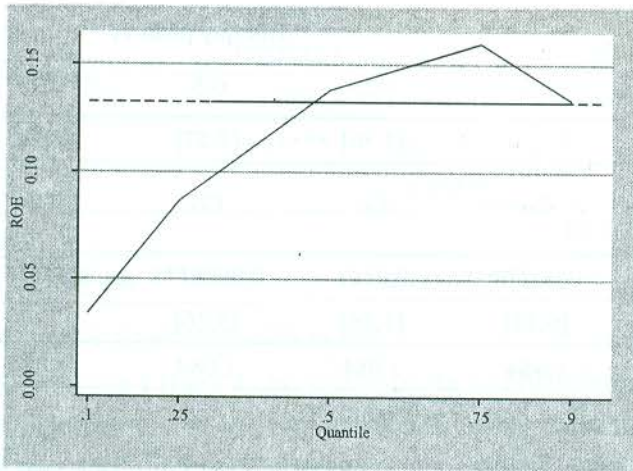
Các biến độc lập	Hồi quy phân vị				
	0,1	0,25	0,5	0,75	0,9
ROE	0,0365*** [28,64]	0,0961*** [18,85]	0,137*** [11,23]	0,182*** [8,41]	0,144*** [3,00]
GROWTH	0,000228 [0,41]	0,00148 [0,79]	0,00406 [1,06]	0,00750* [1,66]	0,0173*** [3,23]
SIZE	-0,00032 [-1,08]	-0,0003 [-0,36]	-0,000936 [-0,60]	-0,00720*** [-3,64]	-0,0014 [-0,45]
LEV	-0,00313* [-2,04]	-0,0164*** [-3,70]	-0,0342*** [-3,82]	-0,00563 [-0,47]	-0,0297 [-1,56]
RISK	0,000363 [0,51]	-0,00542*** [-2,63]	-0,0139*** [-3,21]	-0,0263*** [-4,69]	-0,0245*** [-2,80]
FO	0,00239 [1,04]	-0,00386 [-0,56]	-0,0390*** [-2,71]	-0,0542*** [-2,70]	-0,116*** [-3,66]
STATE	0,00289* [1,04]	0,0133*** [5,41]	0,0344*** [11,23]	0,0292*** [11,23]	0,0314* [1,04]

Các biến độc lập	Hồi quy phân vị				
	0,1	0,25	0,5	0,75	0,9
	[2,23]	[3,56]	[4,57]	[2,94]	[1,97]
Các biến giả thời gian	Có	Có	Có	Có	Có
Hệ số chặn	0,00274 [0,75]	0,0161 [1,56]	0,0606*** [3,26]	0,176*** [7,69]	0,163*** [4,63]
Số quan sát	1.084	1.084	1.084	1.084	1.084

***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, và 1%

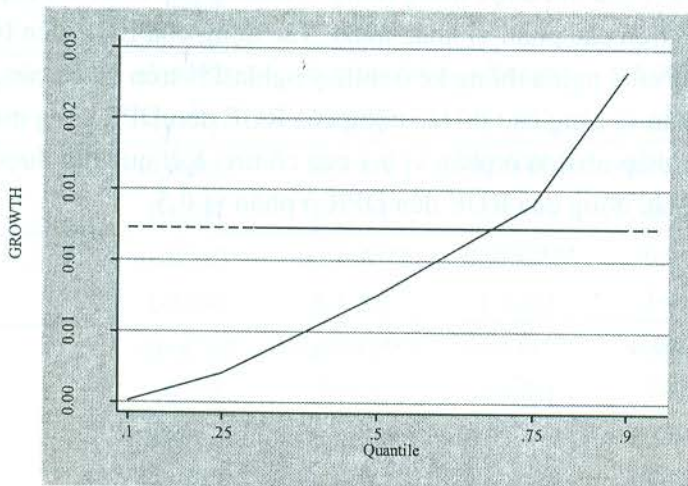
Ti suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) có tác động tích cực đến tỉ lệ chi trả cổ tức và yếu tố này có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác như nhau, công ty hoạt động càng hiệu quả, nhiều lợi nhuận càng có xu hướng chi trả cổ tức cao cho cổ đông. Kết quả này tương đồng với rất nhiều nghiên cứu khác trên thế giới như Amidu và Abor (2006), Hedensted và Raaballe (2006), Anil và Kapoor (2008). Các nghiên cứu khác ở VN cũng cho thấy sự tác động cùng chiều này như Nguyễn Hữu Căn và cộng sự (2014), Nguyễn Thị Minh Huệ và cộng sự (2014).

Hệ số hồi quy của biến ROE ở các phân vị trên Bảng 5 được thể hiện trên Hình 1 cho thấy mức độ tác động của ROE đến DPS là khác nhau ở các phân vị khác nhau. Đường thẳng nằm ngang trên Hình 1 cho biết mức tác động chung của ROE đến giá trị kì vọng của cổ tức, chính là kết quả thu được trong Bảng 4. Đường gấp khúc thể hiện sự thay đổi của hệ số biến ROE trên các phân vị khác nhau. Tác động của ROE đến tỉ lệ chi trả cổ tức DPR là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% trên tất cả các phân vị được xét. Tuy nhiên, ở phân vị càng cao thì tác động của ROE đến DPR càng mạnh, cao nhất là ở phân vị 0,75 và thấp nhất là ở phân vị 0,1 của cổ tức. Kết quả thu được bằng FGLS khá tương đồng với tác động của ROE đến DPR ở phân vị 0,5.



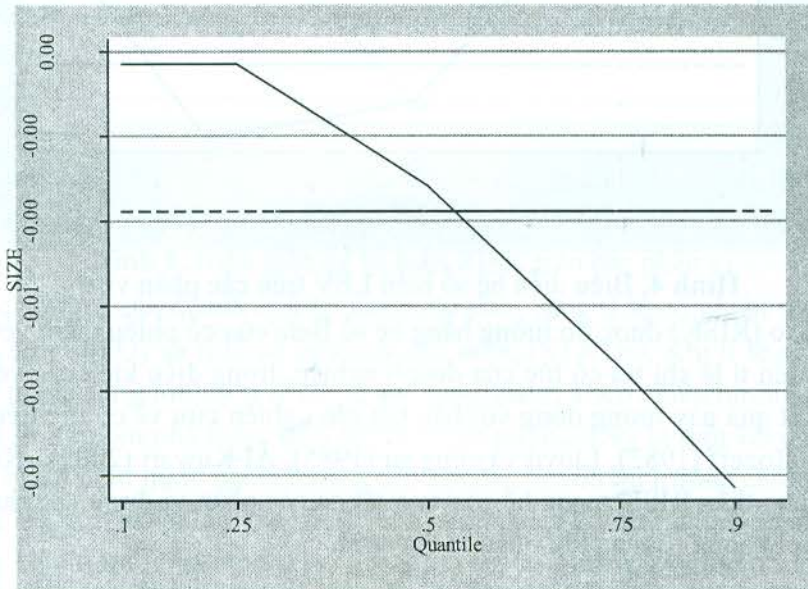
Hình 1. Biểu diễn hệ số biến ROE trên các phân vị

Tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp (GROWTH) tác động tích cực đến tỉ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Tăng trưởng doanh thu là một trong những điều kiện quan trọng để tăng lợi nhuận của doanh nghiệp. Khi lợi nhuận tăng, mức cổ tức chia cho cổ đông cũng có cơ hội được gia tăng. Bên cạnh đó, những doanh nghiệp có mức tăng trưởng thấp thường giữ lại khoản lợi nhuận ít ỏi cho đầu tư thay vì phân chia cổ tức cho các cổ đông. Hình 2 biểu diễn hệ số hồi quy của DPR theo GROWTH trên các phân vị. Xu hướng của đường gấp khúc trong Hình 2 cho thấy ở phân vị càng cao thì tác động của GROWTH đến cổ tức càng mạnh. Mức tác động cao nhất ở phân vị 0,9 và thấp nhất ở phân vị 0,1.



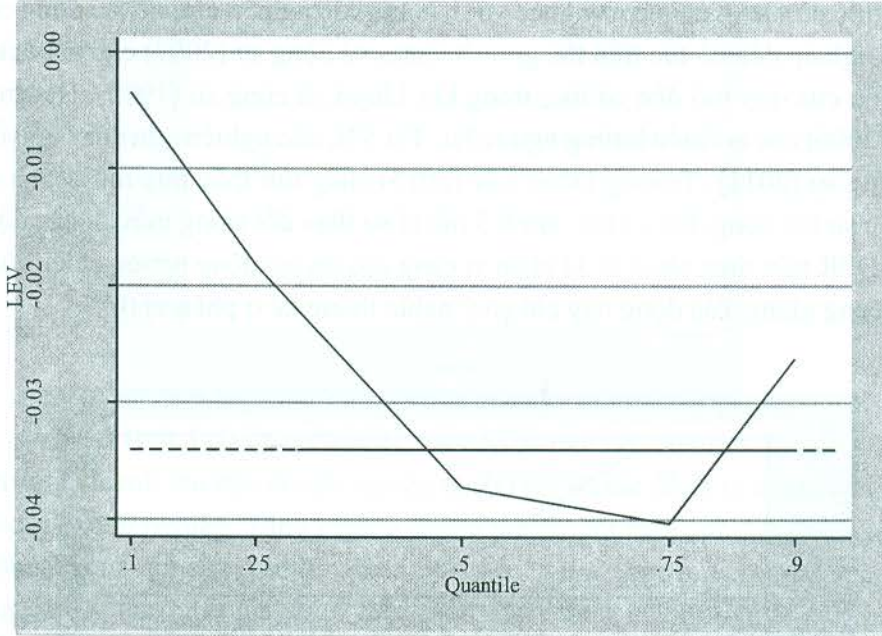
Hình 2. Biểu diễn hệ số biến GROWTH trên các phân vị

Quy mô doanh nghiệp thể hiện bằng logarit tổng tài sản (SIZE) không thực sự tác động đến tỉ lệ cổ tức. Kết quả này khác với hầu hết các nghiên cứu về tác động của quy mô doanh nghiệp đến cổ tức trên thế giới. Belanes và cộng sự (2007) cho thấy tác động ngược chiều của quy mô đến cổ tức; trong khi Lloyd và cộng sự (1985), Hedensted & Raaballe (2006) chỉ ra chiều hướng ngược lại. Tại VN, các nghiên cứu của Nguyễn Hữu Căn và cộng sự (2011), Trương Đông Lộc (2015) cũng tìm thấy quy mô doanh nghiệp không thực sự tác động đến cổ tức. Hình 3 mô tả sự thay đổi trong mức độ tác động của SIZE đến DPR trên từng phân vị. Ở phân vị càng cao thì tác động ngược chiều của SIZE đến DPR càng giảm. Tác động này chỉ có ý nghĩa thống kê ở phân vị 0,75.



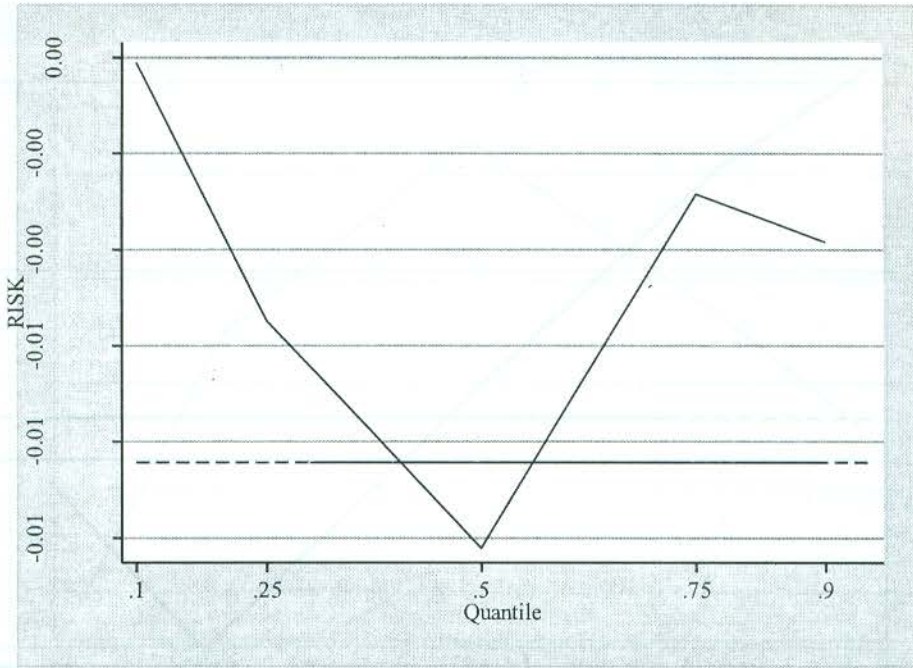
Hình 3. Biểu diễn hệ số biến SIZE trên các phân vị

Cấu trúc vốn của doanh nghiệp được thể hiện bằng tổng nợ trên giá trị thị trường (LEV) có tác động ngược chiều đến tỉ lệ cổ tức (trong điều kiện các yếu tố khác như nhau). Kết quả này tương đồng với phát hiện của Al-Kuwari (2009). Ở VN, kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Trương Đông Lộc (2014). Tác động chi tiết của LEV đến DPR được thể hiện trên Bảng 5 và Hình 4. Xu hướng biến đổi thể hiện trên Hình 4 cho thấy ở phân vị càng cao thì tác động của LEV đến DPR càng yếu. Tác động này không có ý nghĩa thống kê ở những phân vị cao (phân vị 0,75 và phân vị 0,9) nhưng tác động âm và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị thấp (0,1; 0,25 và 0,5) của biến cổ tức.



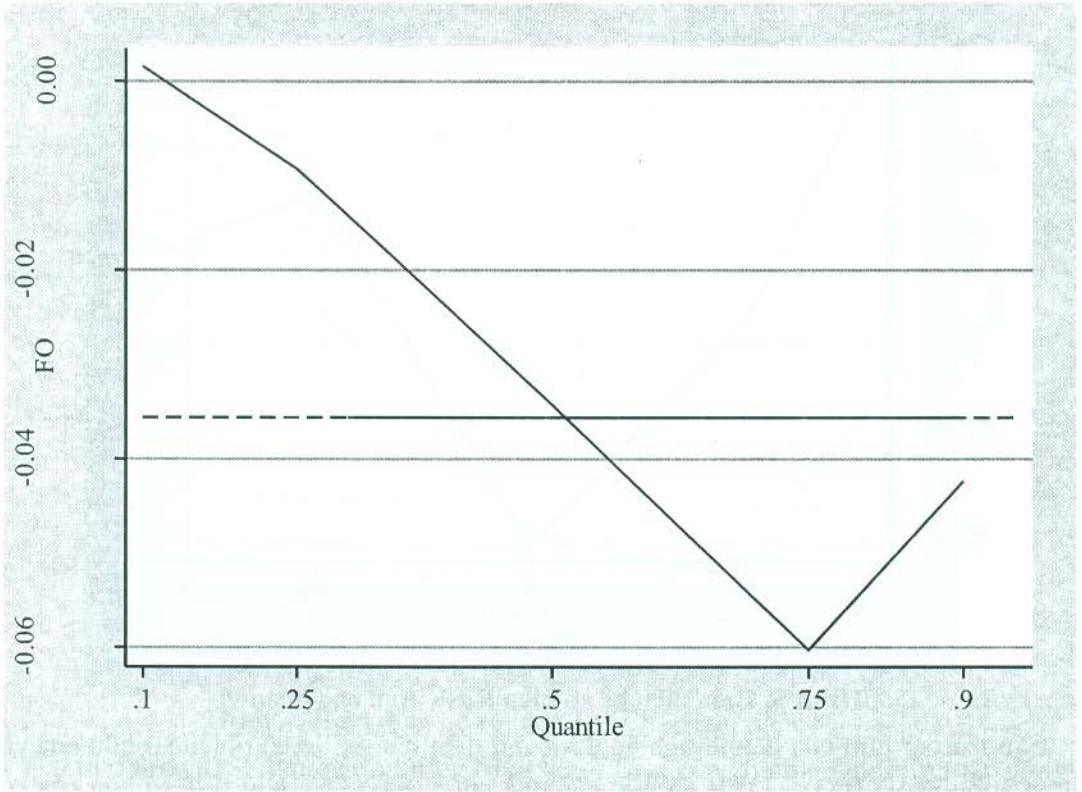
Hình 4. Biểu diễn hệ số biến LEV trên các phân vị

Yếu tố rủi ro (RISK) được đo lường bằng hệ số Beta của cổ phiếu niêm yết tác động ngược chiều đến tỉ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Kết quả này tương đồng với hầu hết các nghiên cứu về cổ tức trên thế giới, tiêu biểu như Rozeff (1982), Lloyd và cộng sự (1985), Al-Kuwari (2009). Kết quả hồi quy phân vị cho thấy RISK mang hệ số âm ở tất cả các phân vị được xét nhưng chiều hướng biến đổi không rõ ràng khi phân vị thay đổi.



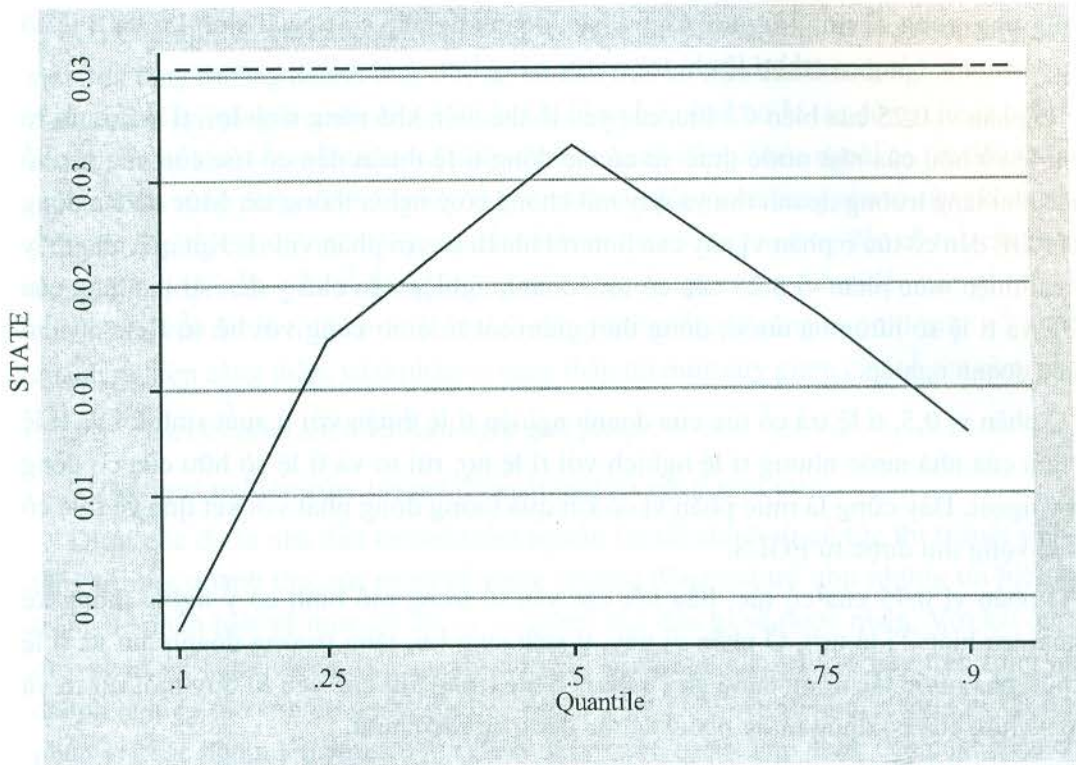
Hình 5. Biểu diễn hệ số biến RISK trên các phân vị

Cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp được đại diện bằng tỉ lệ cổ phiếu sở hữu của cổ đông nước ngoài (FO) và tỉ lệ sở hữu của nhà nước (STATE). Khi tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài càng lớn thì tỉ lệ trả cổ tức càng giảm. Theo chiều hướng ngược lại, tỉ lệ cổ phiếu sở hữu bởi nhà nước lại tỉ lệ thuận với cổ tức. Đây là một kết quả hợp lý bởi vì điều mà nhà đầu tư nước ngoài hướng đến khi đầu tư vào thị trường chứng khoán VN không phải là cổ tức cổ phiếu. Họ hướng đến chinh phục thị trường tiềm năng to lớn của VN, những khoản lợi nhuận mang lại từ thị trường tiềm năng này lớn hơn rất nhiều so với mức cổ tức mà họ được nhận từ cổ phiếu. Kết quả này tương đồng với phát hiện của Glen và cộng sự (1995), Belanes và cộng sự (2007) nhưng trái ngược với kết quả nghiên cứu của Travlos và cộng sự (2001).



Hình 6. Biểu diễn hệ số biến FO trên các phân vị

Khi xét trên từng phân vị theo Hình 6, biến FO có ý nghĩa thống kê ở tất cả các phân vị, ở phân vị càng cao thì mối quan hệ ngược chiều giữa FO và DPR càng mạnh. Một xu hướng khác hẳn khi xét hệ số hồi quy của biến STATE theo phân vị. Ở Hình 7, hệ số hồi quy của biến STATE mang dấu dương ở tất cả các phân vị nhưng đạt giá trị cao nhất ở phân vị 0,5 và thấp dần ở các phân vị đuôi.



Hình 7. Biểu diễn hệ số biến STATE trên các phân vị

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Theo những kết quả nghiên cứu thu được, khi xét giá trị kì vọng của tỉ lệ chi trả cổ tức, kết quả phân tích bằng FGLS thể hiện các yếu tố về quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính không có ý nghĩa thống kê trong mô hình nhưng tỉ suất sinh lợi, tăng trưởng doanh thu, rủi ro, tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài, tỉ lệ sở hữu nhà nước thực sự có tác động đến tỉ lệ cổ tức của doanh nghiệp. Tuy nhiên, mức độ tác động của các yếu tố này khác nhau ở các phân vị khác nhau.

Ở phân vị 0,10 của biến Cổ tức, tỉ suất lợi nhuận, tỉ lệ nợ và tỉ lệ sở hữu nhà nước có tác động đến cổ tức. Trong đó, chỉ có tỉ lệ nợ có tác động ngược chiều đến cổ tức. Các biến khác như rủi ro, tăng trưởng doanh thu và tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài không tìm thấy bằng chứng thống kê cho thấy có ý nghĩa trong mô hình. Điều này có nghĩa là, ở mức phân vị 0,1 của cổ tức (xét các doanh nghiệp có giá trị các biến độc lập tương đồng), thì việc tăng tỉ suất sinh lợi và tăng sở hữu nhà nước sẽ dẫn đến sự gia tăng

tương ứng trong cổ tức. Hay nói cách khác, doanh nghiệp có tỉ suất sinh lợi và tỉ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì tỉ lệ chi trả cổ tức càng lớn.

Ở phân vị 0,25 của biến Cổ tức, các yếu tố thể hiện khả năng sinh lợi, tỉ lệ nợ, rủi ro và tỉ lệ sở hữu của nhà nước thực sự có tác động tỉ lệ thuận đến cổ tức còn các yếu tố khác như tăng trưởng doanh thu và quy mô không có ý nghĩa thống kê. Mức độ tác động của ROE đến cổ tức ở phân vị này cao hơn rất nhiều so với phân vị 0,1. Kết quả cho thấy để cải thiện mức phân vị 0,25 của cổ tức, doanh nghiệp cần chú ý đến sự gia tăng của ROE và tỉ lệ sở hữu nhà nước; đồng thời giám sát tỉ lệ nợ cùng với hệ số Beta của cổ phiếu doanh nghiệp.

Ở phân vị 0,5, tỉ lệ trả cổ tức của doanh nghiệp tỉ lệ thuận với tỉ suất sinh lợi và tỉ lệ sở hữu của nhà nước nhưng tỉ lệ nghịch với tỉ lệ nợ, rủi ro và tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài. Đây cũng là mức phân vị có kết quả tương đồng nhất với kết quả về tỉ lệ cổ tức kì vọng thu được từ FGLS.

Ở phân vị 0,75 của cổ tức, hầu hết các yếu tố trong mô hình có ý nghĩa thống kê (ngoại trừ biến Tỉ lệ nợ). Ở phân vị này, tỉ suất sinh lợi, tăng trưởng doanh thu và tỉ lệ sở hữu nhà nước tác động cùng chiều đến cổ tức trong khi các yếu tố quy mô, rủi ro và tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài có tác động ngược chiều.

Ở phân vị 0,9, bằng chứng thực nghiệm về sự tác động của biến tăng trưởng doanh thu đến cổ tức là rõ rệt nhất, chiều hướng tác động của tăng trưởng doanh thu đến cổ tức ở phân vị này mang cùng dấu với tỉ suất sinh lợi và tỉ lệ sở hữu của nhà nước. Trong khi đó, các biến rủi ro và tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài tỉ lệ nghịch với cổ tức. Các yếu tố về quy mô doanh nghiệp và tỉ lệ nợ không có ý nghĩa thống kê ở phân vị này.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

5.1. Kết luận

Bài viết sử dụng số liệu của 238 doanh nghiệp được chọn mẫu trong số các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN để nghiên cứu tác động của các chỉ tiêu tài chính như tỉ suất sinh lợi, tăng trưởng doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp, rủi ro, tỉ lệ nợ và cấu trúc sở hữu đến cổ tức của doanh nghiệp. Số liệu được phân tích bằng kỹ thuật hồi quy với dữ liệu bảng để xác định các yếu tố tác động đến cổ tức kì vọng. Bên cạnh đó, hồi quy phân vị cũng được áp dụng để phân tích chi tiết hơn sự tác động của các yếu tố này đến tỉ lệ cổ tức trên từng phân vị.

Kết quả nghiên cứu cho thấy kì vọng về tỉ lệ trả cổ tức chịu sự tác động của tỉ suất sinh lợi, tăng trưởng doanh thu, tỉ lệ nợ và cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp. Trong đó, tỉ suất sinh lợi, tăng trưởng doanh thu và tỉ lệ sở hữu nhà nước tác động cùng chiều đến cổ tức; trong khi tỉ lệ nợ, rủi ro và tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài có tác động ngược chiều. Trên từng phân vị khác nhau thì mức độ tác động của từng yếu tố cũng khác nhau. Ở phân vị càng cao thì tác động của tỉ suất sinh lợi và tăng trưởng đến cổ tức càng mạnh trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Ngược lại, trong điều kiện các yếu tố khác như nhau, rủi ro và tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài càng cao thì mức cổ tức của doanh nghiệp càng thấp; và ở phân vị càng thấp thì mức suy giảm của cổ tức càng nhiều.

5.2. *Gợi ý chính sách và kiến nghị giải pháp*

Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất một số gợi ý như sau:

Dưới góc độ là nhà đầu tư tìm kiếm nguồn lợi tài chính từ cổ tức thì tỉ suất sinh lợi, tăng trưởng doanh thu, rủi ro và cấu trúc sở hữu đóng vai trò như những tín hiệu quan trọng để nhận biết về mức cổ tức kì vọng mà nhà đầu tư sẽ được nhận. Với kết quả hồi quy phân vị, có sự phân hóa mạnh giữa tác động của các yếu tố này trên từng nhóm doanh nghiệp theo phân vị của cổ tức. Nghĩa là tín hiệu này sẽ khác nhau khi xét ở từng phân vị khác nhau. Do vậy, để lựa chọn được mức cổ tức cao nhất, bên cạnh việc chú ý đến tỉ lệ trả cổ tức kì vọng, nhà đầu tư nên chú trọng đến chỉ tiêu phân vị về tỉ lệ trả cổ tức của doanh nghiệp.

Dưới góc độ nhà quản trị, trong điều kiện thị trường không hoàn hảo, cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này giúp doanh nghiệp xây dựng chính sách cổ tức phù hợp với đặc điểm và mục tiêu phát triển của doanh nghiệp. Đặc biệt, tùy theo việc doanh nghiệp thuộc vào nhóm phân vị tỉ lệ trả cổ tức nào để quyết định liều lượng và chiều hướng điều chỉnh cổ tức phù hợp.

Nhiều doanh nghiệp ý thức được việc tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu nên đã cố tình xây dựng một chính sách cổ tức hấp dẫn để thu hút các cổ đông. Chính sách cổ tức này đưa ra một tín hiệu sai lệch đến nhà đầu tư. Kết quả nghiên cứu sẽ giúp các nhà đầu tư đánh giá lại mức độ tin cậy của tín hiệu cổ tức của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp công bố tỉ lệ trả cổ tức dựa trên hệ thống chỉ tiêu tài chính về tăng trưởng, rủi ro, tỉ suất sinh lợi và cấu trúc sở hữu không phù hợp thì nhà đầu tư cần thận trọng với quyết định đầu tư của mình.

Chính sách cổ tức bị chi phối bởi cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy tỉ lệ sở hữu cổ đông nước ngoài càng lớn thì tỉ lệ trả cổ tức càng thấp. Điều này càng có ý nghĩa thực tế trong bối cảnh Nhà nước chuẩn bị cho phép tăng tỉ lệ sở hữu cổ đông nước ngoài lên trên mức 49% như hiện nay. Khi phân tích những tác động của chính sách này đến thị trường chứng khoán VN, cần chú trọng tác động đến tỉ lệ trả cổ tức của doanh nghiệp■

Tài liệu tham khảo

- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the dividend policy of companies listed on emerging stock exchanges: The case of the gulf cooperation council countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), 38-63.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2), 136-145.
- Anil, K., & Kapoor, S. (2008). Determinants of dividend payout ratios - A study of Indian information technology sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, 15, 63-71.
- Belanes, A, Naceur, S. B., & Goaied, M. (2007). On the determinants and dynamics of dividend policy. *Journal of International Review of Finance*, 123-134.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22.
- Beck, N., & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *American Political Science Review*, 89, 634-647.
- Ciaccia, C. (2012). *Can Apple investors sue for a dividend*. Yahoo Finance. Retrieved from <http://finance.yahoo.com/news/apple-investors-sue-dividend-130319100.html>
- Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of dividend payout ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8-13.
- Glen, J.D., Karmokolias, Y., Miller, R. R., & Shah, S. (1995). Dividend policy and behavior in emerging markets. *IFC Discussion paper No.26*.
- Hedensted, J., & Raaballe, J. (2008). *Dividend determinants in Denmark*. School of Economics and Management. Aarhus: University of Aarhus.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

- Lloyd, William P. J. S. (1985). Agency costs and dividend payout ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24(3), 19-29.
- Mansourinia, E., Emamgholipour, M., Rekabdarkolaei, E. A., & Hozoori, M. (2013). The effect of board size, board independence and ceo duality on dividend policy of companies: Evidence from Tehran stock exchange. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 237-241.
- McManus, I. D., Gwilym, O. A., & Thomas, S. (2004). The role of payout ratio in the relationship between stock returns and dividend yield. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(9-10), 1355-1387.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (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.
- Nguyễn Hữu Căn & Phạm Hoàng Ân. (2014). Các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty niêm yết tại VN. *Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ*.
- Nguyễn Thị Minh Huệ, Nguyễn Thị Thùy Dung, & Nguyễn Thị Thùy Linh. (2014). *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 210, 33-42.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Travlos, N., Trigeorgis, L., & Vafeas, N. (2001). Shareholder wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock market: The case of Cyprus. *Multinational Finance Journal*, 5, 87-112.
- Trương Đông Lộc. (2013). Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. *Tạp chí Khoa học Đào tạo và Ngân hàng*, 135, 37-45.
- Võ Xuân Vinh. (2015). Cơ cấu sở hữu và cổ tức trên thị trường chứng khoán VN. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 211(2015), 34-44.