

# Những nhân tố tác động đến vấn đề làm trơn cổ tức của các doanh nghiệp Việt Nam

NGUYỄN KHẮC QUỐC BẢO

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

NGUYỄN THỊ THÙY LINH

Công ty TNHH kiểm toán và kế toán TND - thuylinh.ueh.270293@gmail.com

---

*Ngày nhận:*

02/11/2015

*Ngày nhận lại:*

14/04/2016

*Ngày duyệt đăng:*

15/04/2016

*Mã số:*

1115-G34-V02

---

## *Tóm tắt*

Mục tiêu của nghiên cứu nhằm trả lời cho câu hỏi liệu các doanh nghiệp VN có thực hiện hành vi làm trơn cổ tức hay không? Và nếu có thì những nhân tố nào tác động đến vấn đề này? Mẫu khảo sát gồm 115 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) với dữ liệu thu thập gồm các bảng báo cáo tài chính và báo cáo thường niên công bố trong giai đoạn 2009–2013. Phương pháp nghiên cứu dựa trên hồi quy mô hình Lintner, Pooled-OLS và kỹ thuật hồi quy Stepwise (hồi quy từng bước). Kết quả cho thấy các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX thực sự có làm trơn cổ tức và các nhân tố tác động mạnh mẽ đến hành vi trên bao gồm: Quy mô, độ tuổi của doanh nghiệp, tỉ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất, tốc độ tăng trưởng, lãi suất và thuế cổ tức.

## *Abstract*

This article attempts to investigate whether Vietnamese firms are displaying their dividend smoothing behaviors and which factors affect these based on Lintner's regression, Pooled OLS, and stepwise regression techniques applied to a sample of 115 listed firms on HOSE and HNX, together with the data collated from financial statements and annual reports of these firms during 2009–2013. Using other necessary tests and approaches, we figure out one optimal model to address this issue in the Vietnam's market, verifying that Vietnamese enterprises on the two stock exchanges do engage in dividend smoothing and that a few major determinants comprise firm size, firm age, level of ownership of the largest shareholder, growth rate, interest rate, and dividend tax rate.

*Từ khóa:*

Làm trơn cổ tức, mô hình Lintner, thuế cổ tức.

*Keywords:*

Dividend smoothing, Lintner's regression, dividend tax rate.

---

## 1. Giới thiệu

Trong những năm gần đây, nền kinh tế VN nói chung và các doanh nghiệp VN nói riêng đang trên đà phát triển mạnh mẽ. Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại một số doanh nghiệp đang lâm vào tình trạng khó khăn và có nguy cơ phá sản rất cao. Theo các cuộc khảo sát về sự thất bại trong kinh doanh, hầu hết các doanh nghiệp này (đến 60%) cho biết sự thất bại của họ phần lớn đều do không biết kết hợp hài hòa giữa các quyết định tài trợ, đầu tư và cổ tức khiến lượng tiền mặt nắm giữ tại doanh nghiệp không đảm bảo cho các nhu cầu cấp thiết. Chính sách cổ tức thường được sử dụng như công cụ để điều tiết giữa lợi nhuận dùng để phân phối và lợi nhuận giữ lại sao cho vừa đáp ứng nhu cầu tái đầu tư vừa đáp ứng được đòi hỏi của các cổ đông. Tuy nhiên, hiện nay các doanh nghiệp VN vẫn chưa đánh giá đúng tầm quan trọng của chính sách cổ tức và tác động của nó đến giá trị doanh nghiệp.

Mỗi chính sách cổ tức của doanh nghiệp đều có ưu nhược điểm riêng. Vì vậy, giám đốc tài chính và nhà quản lí cần xem xét thật kĩ để đưa ra chính sách phù hợp nhất cho từng doanh nghiệp cụ thể. Bên cạnh những chính sách cổ tức thông thường thì vấn đề làm trơn cổ tức (Dividend Smoothing) là một trong những chính sách mới mà rất ít doanh nghiệp VN biết đến. Theo đó, doanh nghiệp sẽ giữ cho việc chi trả cổ tức ổn định theo thời gian với một sự thay đổi nhỏ và sự thay đổi trong tỉ lệ chi trả cổ tức sẽ được giữ thấp hơn tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Một câu hỏi lớn được đặt ra là nếu các doanh nghiệp VN áp dụng làm trơn cổ tức thì liệu rằng có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp hay không và có giúp cho các doanh nghiệp VN thoát khỏi tình trạng khó khăn và nguy cơ phá sản như hiện nay?

Jeong (2013) chỉ ra quyết định làm trơn cổ tức bị ảnh hưởng không chỉ bởi đặc điểm của doanh nghiệp mà còn bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô như thuế và tỉ lệ lãi suất. Kế thừa kết quả của nghiên cứu này, tác giả muốn tìm hiểu xem liệu các doanh nghiệp VN có thực hiện hành vi làm trơn cổ tức không? Và nếu có thì những nhân tố nào ảnh hưởng đến vấn đề trên. Trên cơ sở dữ liệu thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, dữ liệu vĩ mô và Luật Quản lí thuế giai đoạn 2009–2013 của 115 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX.

## 2. Khung lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm từ các kết quả nghiên cứu trước đây

### 2.1. Chính sách cổ tức và vấn đề làm trơn cổ tức

#### 2.1.1. Chính sách làm trơn cổ tức

Làm trơn cổ tức là một dạng của chính sách cổ tức, là phương pháp được các nhà quản lý sử dụng để tránh các phản ứng bất lợi của cổ đông khi doanh nghiệp thiết lập một mức cổ tức. Nghiên cứu của Lintner vào những năm 1950 làm nền tảng cho các nghiên cứu sau này về vấn đề làm trơn cổ tức. Lintner (1956) tiến hành phỏng vấn giám đốc tài chính và nhà quản lý chủ chốt của 28 doanh nghiệp tại Mỹ để rút ra kết luận về chính sách cổ tức và đưa ra lý do tại sao các doanh nghiệp làm trơn cổ tức có liên quan đến thu nhập. Ông nhận thấy các nhà quản lý nhắm đến mục tiêu là tỉ lệ chi trả dài hạn khi quyết định thiết lập một chính sách cổ tức cho doanh nghiệp. Hơn nữa, ông phát hiện các doanh nghiệp không xác định mức cổ tức là bao nhiêu ở mỗi thời kỳ mà họ thiết lập một mức thay đổi trong cổ tức. Những nhà quản lý chỉ tăng cổ tức một phần so với kết quả hoạt động kinh doanh đạt được. Nếu việc tăng cổ tức vẫn còn hợp lý thì nhà quản lý sẽ tiếp tục tăng cổ tức trong những năm tiếp theo. Lintner đề cập vấn đề này như là cổ tức “bảo thủ” và cho rằng tránh việc “thay đổi thất thường” trong chính sách cổ tức là việc rất quan trọng đối với các doanh nghiệp. Điều này là do ban quản lý trên thị trường thích cổ tức ổn định hơn các khoản chi trả nhiều biến động. Lintner (1956) hàm ý trong suy nghĩ của nhà đầu tư, một sự thay đổi trong thu nhập ròng hiện tại vẫn là yếu tố duy nhất có giá trị trong việc thay đổi tỉ lệ cổ tức. Đó là lý do tại sao nhà quản lý nhắm vào thu nhập ròng. Nền tảng lý thuyết của vấn đề làm trơn cổ tức phần lớn dựa vào lý thuyết bất cân xứng thông tin và lý thuyết về vấn đề đại diện.

#### 2.1.2. Các nhân tố tác động đến làm trơn cổ tức

*Lý thuyết bất cân xứng thông tin:* Đối với vấn đề làm trơn cổ tức, Leary và Michaely (2011) chia bất cân xứng thông tin thành bốn loại khác nhau: Mô hình tín hiệu thô, mô hình nguyên tắc đại diện, bất cân xứng thông tin góp phần hạn chế tài chính từ bên ngoài và bất cân xứng thông tin giữa các nhà đầu tư. Các mô hình bất cân xứng thông tin khác nhau chỉ ra các doanh nghiệp có thông tin bất cân xứng lớn hơn sẽ có khả năng làm trơn cổ tức nhiều hơn so với các doanh nghiệp bất cân xứng thông tin nhỏ hơn (Jeong, 2013).

*Lý thuyết về vấn đề đại diện:* Khi bất cân xứng thông tin tồn tại, vấn đề đại diện có thể bao gồm sự nghi ngờ của nhà đầu tư rằng những nhà quản lý không hành động vì lợi ích tốt nhất của cổ đông. Chi phí đại diện có thể phát sinh thông qua cả sự bất cân xứng

thông tin và xung đột lợi ích. Chi phí đại diện bao gồm tất cả các chi phí xảy ra khi có những xung đột lợi ích như chi phí giám sát hoặc chi phí cơ hội của hoạt động quản lí.

Giải thích vì sao doanh nghiệp làm trơn cổ tức dựa trên vấn đề đại diện, Allen và cộng sự (1999) cho rằng các nhà đầu tư có thể giảm chi phí đại diện vì họ có khả năng giám sát tốt từ đó có thể giảm chi phí vốn chủ sở hữu. Leary và Michaely (2011) giải thích các nhà quản lí có thể thu hút các nhà đầu tư nếu trả cổ tức cao. Một khi các nhà đầu tư tổ chức đã được thu hút, họ có khả năng áp đặt hình phạt tương ứng với sự cắt giảm cổ tức. Như vậy, làm trơn cổ tức phát sinh như một phương tiện để kiểm soát chi phí đại diện của dòng tiền tự do. Tuy nhiên, Brav và cộng sự (2005) phỏng vấn rất nhiều CEO, CFO và các nhà quản lí quan trọng khác tại các doanh nghiệp Mỹ và chỉ ra các doanh nghiệp không thực sự có ý định sử dụng cổ tức như là một cách để thu hút nhà đầu tư tổ chức.

*Lí thuyết về các nhà đầu tư theo nhóm:* Các nhà đầu tư khác nhau có sở thích khác nhau liên quan đến cổ tức (Denis & Osobov, 2008). Có rất nhiều loại nhà đầu tư, nhưng đơn giản vì lợi ích, chúng ta chia thành nhà đầu tư cá nhân và nhóm nhà đầu tư tổ chức. Quan điểm cho rằng nhà đầu tư tổ chức mong muốn cổ tức vì lợi thế về thuế cổ tức nhưng có quan điểm cho rằng nhà đầu tư cá nhân thích cổ tức do không thích sự mất mát (Baker & Wurgler, 2011). Từ quan điểm lợi thế về thuế, nhà đầu tư tổ chức bị đánh thuế ít hơn so với nhà đầu tư cá nhân; do đó thích sở hữu các doanh nghiệp chi trả cổ tức cao hơn. Theo lí thuyết này, các nhà đầu tư cá nhân thích đầu tư vào các doanh nghiệp chi cổ tức thấp hoặc không chia cổ tức vì bị đánh thuế cổ tức tương đối cao hơn (Allen & cộng sự, 1999). Brav và cộng sự (2005) chỉ ra doanh nghiệp có chủ sở hữu là tổ chức sẽ miễn cưỡng cắt giảm cổ tức và gọi là cổ tức được “làm trơn”. Bởi vì doanh nghiệp muốn giữ chủ sở hữu là tổ chức cho những năm sau vì họ có khả năng giám sát nên sẽ làm trơn cổ tức để giữ quyền sở hữu nhóm khách hàng có giá trị này.

## 2.2. Bằng chứng thực nghiệm từ các kết quả nghiên cứu trước đây

Theo lí thuyết bất cân xứng thông tin, các doanh nghiệp nhận thông tin bất cân xứng lớn hơn có khả năng làm trơn cổ tức nhiều hơn so với các doanh nghiệp bất cân xứng thông tin nhỏ hơn (Jeong, 2013). Quy mô và độ tuổi của doanh nghiệp được dùng để đại diện cho môi trường thông tin của doanh nghiệp đó. Leary và Michaely (2011) chỉ ra doanh nghiệp niêm yết lâu hơn trên sàn giao dịch chứng khoán được mong đợi sẽ tạo ra nhiều thông tin cho nhà đầu tư trên thị trường. Như vậy, vấn đề bất cân xứng thông tin sẽ ít nghiêm trọng đối với doanh nghiệp có số năm niêm yết nhiều hơn. Tương tự, doanh

ngành có quy mô càng lớn, càng được biết đến bởi các nhà đầu tư và những người tham gia vào thị trường thì vấn đề bất cân xứng thông tin sẽ càng giảm. Quy mô và số năm niêm yết của doanh nghiệp được kì vọng có mối tương quan âm với sự bất cân xứng thông tin. Với mức độ bất cân xứng thông tin thấp thì doanh nghiệp sẽ ít làm tròn cổ tức hơn. Điều này hàm ý doanh nghiệp có quy mô và độ tuổi lớn hơn sẽ ít làm tròn cổ tức. Xét về rủi ro của doanh nghiệp, Kumar (1988), Guttman và cộng sự (2010) cho rằng các doanh nghiệp có rủi ro cao hơn thì có khả năng làm tròn cổ tức nhiều hơn. Các kết quả từ nghiên cứu biến động thu nhập của Leary và Michaely (2011) đã nhấn mạnh mối quan hệ giữa rủi ro và động cơ làm tròn cổ tức, khi sự biến động của thu nhập tăng lên, sự bất cân xứng thông tin được kì vọng sẽ tăng lên. Như vậy, sự biến động trong thu nhập được kì vọng tương quan dương với việc làm tròn cổ tức.

Bên cạnh đó, theo lí thuyết về vấn đề đại diện, Leary và Michaely (2011) giải thích các doanh nghiệp đang đối mặt với vấn đề đại diện lớn sẽ trả cổ tức ở mức cao hơn. Việc sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất đại diện cho sự tập trung quyền sở hữu của doanh nghiệp. Jeong (2013) hàm ý các doanh nghiệp có quyền sở hữu tập trung không có vấn đề đại diện như các doanh nghiệp có quyền sở hữu phân tán. Do đó, các doanh nghiệp có quyền sở hữu tập trung cao hơn kì vọng làm tròn cổ tức ít hơn so với các doanh nghiệp có quyền sở hữu phân tán.

Có quan điểm cho rằng lí thuyết bất cân xứng thông tin và lí thuyết đại diện lại đối lập nhau. Theo lí thuyết bất cân xứng thông tin, độ chùng tài chính làm giảm yêu cầu tài chính ở bên ngoài và do đó giải quyết vấn đề “đầu tư dưới mức”, từ đó làm giảm nhu cầu tín hiệu của các doanh nghiệp và giảm khuyến khích làm tròn cổ tức (John & Nachman, 2000; John & Williams, 1985; Myers & Majluf, 1984). Kết quả là độ chùng tài chính dự kiến có mối tương quan âm đến việc làm tròn cổ tức. Tuy nhiên, sự có mặt của độ chùng tài chính sẽ phải chịu chi phí đại diện cao hơn. Theo Jeong (2013), nắm giữ tiền mặt dư thừa có thể được kết hợp với mức “đệm” lớn hơn sẽ cho phép các doanh nghiệp làm tròn cổ tức ở mức độ lớn hơn. Vì vậy, theo lí thuyết vấn đề đại diện, độ chùng tài chính dự kiến có mối tương quan dương với việc làm tròn cổ tức. Giống như độ chùng tài chính, mối quan hệ giữa cơ hội tăng trưởng và mức độ làm tròn cổ tức không thật sự rõ ràng. Lí thuyết bất cân xứng thông tin làm rõ các doanh nghiệp tăng trưởng sẽ có nhiều khả năng chi trả cổ tức để truyền đạt thông tin đến thị trường. Do đó, những doanh nghiệp tăng trưởng cao được mong đợi chi trả cổ tức làm tròn nhiều hơn bởi vì độ lệch so với cổ tức được làm tròn trở thành tín hiệu đắt giá hơn cho các doanh nghiệp này. Vì vậy, cơ hội tăng trưởng được kì vọng tương quan dương với việc làm

tron cổ tức. Bên cạnh đó, cơ hội tăng trưởng cũng liên quan đến vấn đề đại diện. Các doanh nghiệp có ít cơ hội đầu tư sẽ có lượng tiền dư thừa nhiều hơn. Có lượng tiền dư thừa nhiều hơn có nghĩa là vấn đề đại diện của dòng tiền tự do tăng và làm tăng vấn đề đầu tư quá mức (Leary & Michaely, 2011). Do đó, doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp được kì vọng sẽ trả cổ tức nhiều hơn và làm tron cổ tức ở mức độ cao hơn. Trái với lí thuyết bất cân xứng thông tin, cơ hội tăng trưởng được kì vọng tương quan âm với việc làm tron cổ tức.

Khi xét đến các yếu tố vĩ mô, Bates và cộng sự (2009) cho rằng hạn chế tài chính trở thành một nhân tố quan trọng của chính sách cổ tức và việc nắm giữ tiền. Do đó, khi các doanh nghiệp đối mặt với môi trường tài chính đất đỏ, họ sẽ ngần ngại tăng cổ tức (mặc dù các khoản thu nhập tăng lên) nhằm duy trì đủ nguồn vốn nội bộ để hỗ trợ đầu tư trong tương lai. Vì vậy, các doanh nghiệp đối mặt với tỉ lệ lãi suất cao (chi phí tài chính cao) sẽ có xu hướng làm tron cổ tức nhiều hơn. Lãi suất được kì vọng có tương quan dương với việc làm tron cổ tức. Về vấn đề thuế cổ tức, Rozycki (1997) nhận thấy làm tron cổ tức có thể làm tăng sự giàu có cho nhà đầu tư bằng cách giảm giá trị hiện tại của nghĩa vụ thuế thu nhập được kì vọng trong tương lai. Thuế thu nhập cổ tức cao sẽ khiến các doanh nghiệp làm tron cổ tức nhiều hơn. Vì vậy, thuế cổ tức có mối tương quan dương với việc làm tron cổ tức.

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 115 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX. Dữ liệu ban đầu thu thập cho 150 doanh nghiệp trong vòng 5 năm từ 2009–2013. Để kết quả hồi quy chính xác hơn, tác giả tiến hành loại bỏ những doanh nghiệp: Không chia cổ tức, có EPS (thu nhập trên mỗi cổ phần) bằng 0 hoặc âm, không thống kê được tỉ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất, không có lợi nhuận chưa phân phối. Kết quả có 115 doanh nghiệp đáp ứng các yêu cầu trên. Như vậy, dữ liệu để hồi quy bao gồm 575 quan sát.

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu

##### 3.2.1. Mô hình Lintner

Lintner là một trong những tác giả tiên phong và là người đã đưa ra các khái niệm có liên quan đến làm tron cổ tức đầu tiên, vì vậy tác giả kế thừa và sử dụng mô hình của

Lintner để thực hiện nghiên cứu này. Lintner giả định doanh nghiệp luôn tuân theo một tỉ lệ chi trả mục tiêu. Do đó, các khoản chi trả cổ tức dự kiến thường tỉ lệ với thu nhập trên mỗi cổ phần:

$$D_{i,t}^* = r_i * EPS_{i,t}$$

Trong đó:  $D_{i,t}^*$  là mức chi trả cổ tức được kì vọng của doanh nghiệp  $i$  vào năm  $t$ ,  $r_i$  là tỉ lệ chi trả mục tiêu,  $EPS_{i,t}$  là thu nhập trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp  $i$  vào năm  $t$ .

Một sự thay đổi cổ tức tương đương với:

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = SOA * (D_{i,t}^* - D_{i,t-1}),$$

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = SOA * D_{i,t}^* - SOA * D_{i,t-1}.$$

Mà:  $D_{i,t}^* = r_i * EPS_{i,t}$  nên ta có :  $D_{i,t} - D_{i,t-1} = SOA * r_i * EPS_{i,t} - SOA * D_{i,t-1}$

Do đó, mô hình điều chỉnh từng phần của Lintner là :

$$\Delta D_{i,t} = a_i + b_{i,1} EPS_{i,t} + b_{i,2} D_{i,t-1} + u_{i,t}$$

Trong đó:  $a_i$  là hằng số.  $a_i$  của một số doanh nghiệp được kì vọng bằng 0, nhưng nhìn chung có mối tương quan dương để phản ánh sự miễn cưỡng khi cắt giảm cổ tức.

$u_{i,t}$  là sai số ngẫu nhiên có phân phối chuẩn.

$D_{i,t}$  là cổ tức trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$ .

$D_{i,t-1}$  là cổ tức trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t-1$ .

$EPS_{i,t}$  là thu nhập trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp  $i$  vào năm  $t$ .

$$b_{i,1} = SOA * r_i, \quad b_{i,2} = -SOA$$

$SOA$  là tốc độ của tham số điều chỉnh, nhận giá trị bằng 1 cho biết không có sự làm trơn cổ tức liên quan đến phần trăm thay đổi trong thu nhập. Nếu  $SOA$  khác 1 thì cổ tức chỉ điều chỉnh một phần so với sự thay đổi trong thu nhập.  $SOA$  càng thấp cho thấy doanh nghiệp thực hiện hành vi làm trơn cổ tức càng nhiều. Mức độ làm trơn cổ tức (DDS) được ước tính  $-b_{i,2}$  (tức là  $SOA$ ) trong phương trình trên. Từ đó, mức độ làm trơn cổ tức (DDS) càng cao thì doanh nghiệp càng ít thực hiện làm trơn cổ tức.

$r_i$  là tỉ lệ chi trả mục tiêu. Tỉ lệ này là biến không có sẵn. Theo quan điểm của Leary và Michaely (2011), sử dụng tỉ lệ chi trả trung bình công ty được đo trong thời kì mẫu được sử dụng để đại diện cho tỉ lệ chi trả mục tiêu.

### 3.2.2. Mô hình hồi quy đa biến

Nghiên cứu này dựa trên mô hình nghiên cứu đã được phát triển bởi Jeong (2013) để đo lường các tác động của những nhân tố khác nhau lên quyết định làm tròn cổ tức của các doanh nghiệp. Phương trình hồi quy đa biến như sau:

$$DDS_i = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 HISTORY + \beta_3 LARGE + \beta_4 SLACK + \beta_5 EV + \beta_6 GROWTH + \beta_7 INTEREST + \beta_8 TAX.$$

**Bảng 1**

Cách tính toán các biến

Biến	Tên biến	Cách tính
$DDS_i$	Mức độ làm tròn cổ tức	Ước tính bằng cách sử dụng mô hình Lintner đo lường tốc độ điều chỉnh cổ tức (SOA).
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	SIZE = Ln (Tổng tài sản)
HISTORY	Số năm niêm yết trên thị trường chứng khoán	
LARGE	Tỉ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các cổ đông lớn	
SLACK	Độ chùng tài chính (Financial Slack).	$SLACK = \frac{\text{Lợi nhuận chưa phân phối}}{\text{Tổng tài sản}}$
EV	Rủi ro	Được đo lường bằng độ lệch chuẩn của thu nhập trên mỗi cổ phiếu. $EV = \sqrt{\frac{1}{N} \sum (EPS_{i,t} - \overline{EPS}_i)^2}$
GROWTH	Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản.	$GROWTH = \frac{\text{Tài sản}_t}{\text{Tài sản}_{t-1}} - 1$
INTEREST	Lãi suất	Lãi suất huy động 1 năm
TAX	Thuế	Tỉ lệ thuế thu nhập cổ tức



## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Kết quả mô hình Lintner

**Bảng 2**

Thống kê mô tả của mô hình điều chỉnh từng phần ( Mô hình Lintner)

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
SOA	0,950464	0,037091	0,14751	1,993216
TPR	0,70398	0,079134	0,010446	4,395085
APR	0,92063	0,198954	0,000138	7,3397
EXP	0,768138	0,017521	0,189778	0,99829
DPS	1.852,273	59,87663	0,279281	11.437,38
EPS	3.076,269	92,61582	12	18.663

Ghi chú: SOA: Tốc độ điều chỉnh cổ tức;

TPR: Tỷ lệ chi trả mục tiêu;

APR: Tỷ lệ chi trả thực tế;

EXP: Mức độ giải thích của mô hình Lintner;

DPS: Cổ tức trên mỗi cổ phần; và

EPS: Thu nhập trên mỗi cổ phần.

Bảng 2 trình bày kết quả mô hình điều chỉnh từng phần của Lintner cho các doanh nghiệp VN. Tác giả phát hiện: Tốc độ điều chỉnh cổ tức trung bình (SOA) là 95,04% và tỷ lệ chi trả mục tiêu trung bình (TPR) là 70,4%. Mô hình Lintner giải thích được 76,81% sự biến động trong cổ tức ở các doanh nghiệp VN. So sánh với nghiên cứu tại Mỹ của Lintner (1956) và của Joeng (2013) tác giả nhận thấy tỷ lệ chi trả mục tiêu của VN (70,4%) dường như cao hơn đáng kể so với Mỹ (50%) và Hàn Quốc (13,12%). Tức là các doanh nghiệp có thực hiện hành vi làm tròn cổ tức; tuy nhiên, mức độ làm tròn cổ tức còn thấp, không cao bằng các doanh nghiệp của Mỹ và Hàn Quốc. Các doanh nghiệp VN chi trả cổ tức không dựa trên tỷ lệ chi trả mục tiêu dài hạn như giả thuyết ban đầu của Lintner (1956). Kết quả này được ủng hộ do bởi tỷ lệ chi trả mục tiêu thường chênh lệch khá cao so với tỷ lệ chi trả thực tế (APR = 92,06%).

#### 4.2. Kết quả hồi quy các nhân tố làm trơn cổ tức

Ma trận tương quan trong Bảng 3 chỉ ra hệ số tương quan giữa các biến sử dụng trong mô hình. Các hệ số tương quan có ý nghĩa thống kê và đều nhỏ hơn 0,8. Vì vậy, khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình là thấp. Để chắc chắn mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến, tác giả sử dụng nhân tố phóng đại phương sai VIF. Kết quả cho thấy VIF của các biến trong mô hình và VIF trung bình đều nhỏ hơn 10 nên mô hình thực sự không mắc phải hiện tượng đa cộng tuyến.

#### Bảng 3

Ma trận tương quan giữa các biến độc lập và mức độ làm trơn cổ tức

	DDS	SIZE	HISTORY	LARGE	SLACK	EV	GROWTH	INTEREST	TAX
DDS	1,0000								
SIZE	0,0035	1,0000							
HISTORY	0,1440*	0,1872*	1,0000						
LARGE	0,0458	-0,0023	-0,2227*	1,0000					
SLACK	-0,0487	0,0490	-0,0721***	0,1809*	1,0000				
EV	0,0933**	0,0637	-0,1240*	0,1215*	0,1517*	1,0000			
GROWTH	0,0692***	0,2594*	0,1112*	-0,0326	0,0438	0,0784***	1,0000		
INTEREST	-0,0000	-0,0220	-0,2002*	-0,0063	0,0013	-0,0009	0,0014	1,0000	
TAX	0,0000	0,1034**	0,4864*	-0,0025	0,0237	-0,2016*	0,0073	0,1320*	1,0000

Ghi chú: (\*): Mức ý nghĩa 1%

(\*\*): Mức ý nghĩa 5%

(\*\*\*): Mức ý nghĩa 10%

Sau đó, tác giả thực hiện kiểm định sự hiện diện của hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình hồi quy thông qua kiểm định White và kiểm định Breusch - Pagan. Vì hiện tượng phương sai thay đổi rất nhạy cảm với các giả định của mô hình nên cần phải chẩn đoán dữ liệu và kết hợp nhiều phương pháp nhằm đánh giá rõ hơn và xác định một cách chắc chắn rằng mô hình hồi quy Pooled – OLS có mắc phải hiện tượng phương sai thay đổi hay không. Bảng 4 và 5 cho thấy cả hai kiểm định White và Breusch – Pagan đều chấp nhận giả thuyết  $H_0$ : *Phương sai của các yếu tố ngẫu nhiên của mô hình là không đổi* ( $p\text{-value} > 0,05$ ).

**Bảng 4****Kiểm định phương sai thay đổi bằng kiểm định White**

Kiểm định White cho giả thuyết:  $H_0$ : Hiệp phương sai đồng nhất

$H_1$ : Hiệp phương sai thay đổi

$$\text{Chi2}(43) = 53,41$$

$$\text{Prob.} > \text{Chi2} = 0,1327$$

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	53,41	43	0,1327
Skewness	17,94	8	0,0217
Kurtosis	1,57	1	0,2106
Tổng	72,91	52	0,0294

**Bảng 5****Kiểm định phương sai thay đổi bằng kiểm định Breusch - Pagan**

Kiểm định phương sai thay đổi bằng kiểm định Breusch - Pagan

$H_0$ : Phương sai không đổi

Các nhân tố khả biến: Fitted values of DDS

$$\text{chi2}(1) = 0,02$$

$$\text{Prob.} > \text{chi2} = 0,8783$$

Tiếp theo, dùng kiểm định Durbin - Watson để kiểm định hiện tượng tự tương quan. Vì cỡ mẫu lớn hơn 60 nên các giá trị  $d_U$ ,  $d_L$  không có trong bảng tra, tác giả kiểm định Durbin-Watson theo kinh nghiệm. Tác giả nhận thấy mô hình hồi quy có hiện tượng tự tương quan dương. Do đó, sử dụng công cụ Stata 12.0 khắc phục hiện tượng tự tương quan dương và đưa ra kết quả hồi quy của mô hình trong Bảng 6.

**Bảng 6**

Kết quả hồi quy mô hình Pooled - OLS sau khi khắc phục hiện tượng tự tương quan

Prais-Winsten AR(1) regression -- iterated estimates						
Source	SS	df	MS	Số quan sát = 575		
Model	3,89453095	8	0,486816369	F(8, 566) = 5,83		
Residual	47,2331463	566	0,083450789	R <sup>2</sup> = 0,0762		
Total	51,1276772	574	0,089072608	R <sup>2</sup> hiệu chỉnh = 0,0631		
				Root MSE = 0,28888		
DDS	Hệ số	Sai số chuẩn	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-0,0894045	0,0181044	-4,94	0,000	-0,1249644	-0,0538445
HISTORY	0,0382075	0,0095341	4,01	0,000	0,0194809	0,0569341
LARGE	0,1818115	0,0975648	1,86	0,063	-0,0098218	0,3734447
SLACK	-0,141056	0,2290288	-0,62	0,538	-0,5909062	0,3087942
EV	9,26e-06	7,61e-06	1,22	0,224	-5,69e-06	0,0000242
GROWTH	0,2992619	0,100328	2,98	0,003	0,1022013	0,4963226
INTEREST	1,367295	0,7935831	1,72	0,085	-0,191432	2,926023
TAX	-1,691395	0,7864235	-2,15	0,032	-3,23606	-0,1467306
_CONS	3,157677	0,5071302	6,23	0,000	2,16159	4,153764
rho	0,823677					
Durbin-Watson statistic (original)	0,396941					
Durbin-Watson statistic (transformed)	1,855395					

Từ kết quả hồi quy ở Bảng 6, tác giả thấy rằng quy mô của doanh nghiệp (SIZE) mang hệ số (-0,0894045) thể hiện mối tương quan âm có ý nghĩa ( $p$ -value = 0,000) với mức độ làm tròn cổ tức (DDS) chỉ ra các doanh nghiệp lớn hơn có xu hướng làm tròn cổ tức nhiều hơn. Điều này không phù hợp với kì vọng theo lí thuyết bất cân xứng thông tin. Nguyên nhân có thể là do các doanh nghiệp VN nói chung và 115 doanh nghiệp trong mẫu nói riêng phần lớn đều là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, chưa được biết đến bởi các nhà đầu tư và những người tham gia vào thị trường nên vấn đề bất cân xứng thông tin rất lớn dẫn đến việc có khuynh hướng làm tròn cổ tức nhiều hơn. Kết quả này

tương đồng với phát hiện của Leary và Michaely (2011) và Joeng (2013) cho Mỹ và Hàn Quốc.

Độ tuổi của doanh nghiệp (HISTORY) có hệ số là 0,0382075 thể hiện mối tương quan dương có ý nghĩa ( $p$  - value = 0,000) với mức độ làm tròn cổ tức (DDS). Điều này hàm ý các doanh nghiệp có độ tuổi lớn hơn thì làm tròn cổ tức ít hơn. Bằng chứng thực nghiệm tại VN một lần nữa ủng hộ cho quan điểm bất cân xứng thông tin. Tuy nhiên, khi nghiên cứu ở Mỹ, Leary và Michaely (2011) cho kết quả các doanh nghiệp càng lớn thì càng có xu hướng làm tròn cổ tức. Joeng (2013) khi thực hiện nghiên cứu ở Hàn Quốc kết luận độ tuổi của doanh nghiệp không phải là nhân tố tác động đến việc làm tròn cổ tức tại thị trường này.

Xem xét tỉ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất (LARGE), ta thấy có mối tương quan dương (hệ số là 0,1818115) và có ý nghĩa thống kê ( $p$  - value = 0,063) với mức độ làm tròn cổ tức (DDS). Mối tương quan này thể hiện doanh nghiệp với cơ cấu sở hữu tập trung sẽ ít có xu hướng làm tròn cổ tức hơn các doanh nghiệp có cơ cấu sở hữu phân tán. Bằng chứng thực nghiệm này tại VN ủng hộ quan điểm của lí thuyết đại diện. Theo đó, các doanh nghiệp tổ chức sở hữu tập trung thì không tốn chi phí đại diện, từ đó không khuyến khích làm tròn cổ tức. Bên cạnh đó, hai nghiên cứu tại Mỹ (Leary & Michaely, 2011) và Hàn Quốc (Joeng, 2013) đưa ra bằng chứng ngược lại với nghiên cứu này, không ủng hộ lí thuyết đại diện. Hai bằng chứng thực nghiệm này đều cho rằng các doanh nghiệp có cơ cấu sở hữu tập trung làm tròn cổ tức nhiều hơn.

Phân tích kết quả Bảng 6, tác giả thấy độ chùng tài chính (SLACK) thể hiện mối tương quan âm (hệ số là -0,141056) với mức độ làm tròn cổ tức (DDS). Do đó, một doanh nghiệp có độ chùng tài chính lớn thì sẽ khuyến khích làm tròn cổ tức nhiều hơn. Tuy nhiên, với mức ý nghĩa không cao ( $p$  - value = 0,538) nên kết quả này là không có ý nghĩa và không thuyết phục. Vì vậy, không có điều gì chắc chắn khi nói về mối quan hệ giữa độ chùng tài chính và vấn đề làm tròn cổ tức.

Rủi ro (EV) được kì vọng có mối tương quan âm với mức độ làm tròn cổ tức. Điều này hàm ý lí thuyết bất cân xứng thông tin cho rằng doanh nghiệp rủi ro hơn có xu hướng làm tròn cổ tức nhiều hơn. Phân tích Bảng 6, nghiên cứu thực nghiệm ở VN tìm thấy bằng chứng cho mối tương quan dương (hệ số là 9,26e-06) giữa rủi ro của doanh nghiệp và mức độ làm tròn cổ tức. Điều này trái với lí thuyết bất cân xứng thông tin đã nêu ở trên. Đối với thị trường VN, doanh nghiệp rủi ro hơn lại có xu hướng làm tròn cổ tức ít

hơn. Tuy nhiên, nghiên cứu sự tác động của rủi ro lên mức độ làm tròn cổ tức ở VN có mức ý nghĩa không cao ( $p$ -value = 0,224).

Kết quả hồi quy mô hình Pooled – OLS trong Bảng 6 chỉ ra tốc độ tăng trưởng có mối tương quan dương (hệ số là 0,2992619) có ý nghĩa ( $p$ -value = 0,003) với mức độ làm tròn cổ tức (DDS). Điều này ủng hộ lí thuyết đại diện cho rằng các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp thì có xu hướng làm tròn cổ tức nhiều hơn. Bằng chứng nghiên cứu ở Mỹ (Leary & Michaely, 2011) và Hàn Quốc (Joeng, 2013) ủng hộ lí thuyết đại diện và tương đồng với kết quả nghiên cứu ở VN.

Lãi suất được xem là một nhân tố quan trọng và được dùng để phân tích tác động đến việc làm tròn cổ tức ở thị trường VN trong nghiên cứu này. Các nghiên cứu trước đây ít đề cập đến tác động của lãi suất. Một trong những nghiên cứu tìm ra mối tương quan âm giữa lãi suất và mức độ làm tròn cổ tức là của Jeong (2013) thực hiện cho 279 doanh nghiệp Hàn Quốc giai đoạn 1980–2012. Kết quả cho thấy lãi suất càng cao thì doanh nghiệp càng có khuynh hướng làm tròn cổ tức nhiều hơn vì khi các doanh nghiệp đối mặt với môi trường tài chính đắt đỏ, họ sẽ ngần ngại tăng cổ tức (mặc dù các khoản thu nhập tăng lên) để duy trì đủ nguồn vốn nội bộ để hỗ trợ đầu tư trong tương lai. Tuy nhiên, khi nghiên cứu ở thị trường VN giai đoạn 2009–2013 lại cho bằng chứng trái ngược với kết quả thực nghiệm ở Hàn Quốc. Một mối tương quan dương (hệ số 1,367295) có ý nghĩa ( $p$ -value = 0,085) giữa lãi suất và mức độ làm tròn cổ tức. Nguyên nhân là do trong giai đoạn 2009–2013, lãi suất ngân hàng liên tục giảm, kích thích các doanh nghiệp chi trả cổ tức nhiều hơn để phát tín hiệu tốt đến nhà đầu tư cũng như giảm rủi ro cho các cổ đông và giảm gánh nặng về cổ tức sau này. Việc chi trả cổ tức này không ảnh hưởng đến các cơ hội đầu tư của doanh nghiệp vì lãi suất giảm nên chi phí tài chính của nguồn vốn bên ngoài không còn quá đắt đỏ. Từ việc chi trả cổ tức nhiều hơn, doanh nghiệp có xu hướng ít làm tròn cổ tức hơn.

Thuế cổ tức cũng được xem là một nhân tố tác động đến việc làm tròn cổ tức. Nghiên cứu cho 115 doanh nghiệp phi tài chính tại thị trường VN cho kết quả mối tương quan âm (hệ số -1,691395) có ý nghĩa thống kê ( $p$ -value = 0,032). Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở Hàn Quốc của Joeng (2013), tỉ lệ thuế cổ tức cao sẽ khuyến khích doanh nghiệp làm tròn cổ tức nhiều hơn.

Khi nghiên cứu vấn đề làm tròn cổ tức ở thị trường VN, nghiên cứu tìm thấy những nhân tố có tác động mạnh mẽ đến hành vi làm tròn cổ tức của doanh nghiệp như: Quy



_CONS	3,143325	0,5069409	6,20	0,000	2,147618	4,139033
rho	0,8238811					
Durbin-Watson statistic (original)	0,386390					
Durbin-Watson statistic (transformed)	1,844860					

## 5. Kết luận và các gợi ý

### 5.1. Kết luận

Nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX của VN trong giai đoạn 2009–2013 thực hiện hành vi làm trơn cổ tức mặc dù mức độ làm trơn cổ tức không cao. Khi so sánh với các nghiên cứu khác của Leary và Michaely (2011) và Joeng (2013) mức độ làm trơn cổ tức của các doanh nghiệp VN thường thấp hơn so với doanh nghiệp Mỹ và Hàn Quốc.

Nghiên cứu này chủ yếu sử dụng khung lí thuyết bất cân xứng thông tin và lí thuyết đại diện để giải thích. Kết quả một lần nữa ủng hộ cho cả hai lí thuyết trên. Ban đầu thực hiện hồi quy mức độ làm trơn cổ tức và 8 biến độc lập bao gồm: quy mô (SIZE), độ tuổi (HISTORY), tỉ lệ sở hữu của cổ đông lớn (LARGE), độ chùng tài chính (SLACK), rủi ro (EV), tốc độ tăng trưởng (GROWTH), lãi suất (INTEREST) và thuế cổ tức (TAX) nhưng kết quả chỉ có 6 biến có ý nghĩa thống kê (trừ 2 biến độ chùng tài chính (SLACK), rủi ro (EV)).

Tác giả tìm được một số kết quả tương đồng với nghiên cứu của Joeng (2013). Điều này cho thấy vấn đề làm trơn cổ tức và các nhân tố làm trơn cổ tức được doanh nghiệp áp dụng mang tính quốc tế. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, mức độ làm trơn cổ tức là khác nhau giữa các quốc gia. Bài nghiên cứu cũng đưa ra những nhìn nhận về vấn đề làm trơn cổ tức tại VN- một vấn đề còn mới mẻ đối với những quốc gia đang phát triển và so sánh việc sử dụng chính sách cổ tức làm trơn giữa những nền kinh tế khác nhau như Mỹ, Hàn Quốc - đại diện cho nền kinh tế phát triển mạnh mẽ và VN- đại diện cho nền kinh tế đang trên đà phát triển.



## 5.2. Các gợi ý và đề xuất

Theo lí thuyết bất cân xứng thông tin, doanh nghiệp có mức độ bất cân xứng thông tin cao sẽ có xu hướng làm tron cổ tức nhiều hơn. Điều này hàm ý doanh nghiệp VN có quy mô càng lớn hay niêm yết trên thị trường chứng khoán càng lâu (mức độ bất cân xứng thông tin thấp) thì càng ít có xu hướng làm tron cổ tức.

Theo lí thuyết đại diện, doanh nghiệp có chi phí đại diện cao càng có xu hướng làm tron cổ tức nhiều hơn. Khi nghiên cứu ở thị trường VN, kết quả thực nghiệm chỉ ra các doanh nghiệp có tỉ lệ sở hữu của cổ động lớn nhất (LARGE) càng cao thì ít có khuynh hướng làm tron cổ tức. Theo tác giả, nguyên nhân là do các doanh nghiệp VN hầu hết đều là các doanh nghiệp vừa và nhỏ nên chưa được nhiều nhà đầu tư và những người tham gia thị trường biết đến nên mức độ bất cân xứng thông tin vẫn còn cao. Bên cạnh những nhân tố doanh nghiệp thì tác giả còn đề xuất các biến vĩ mô tác động đến quyết định làm tron cổ tức của doanh nghiệp bao gồm: Lãi suất và thuế cổ tức. Kết quả chỉ ra lãi suất càng cao thì các doanh nghiệp có khuynh hướng ít làm tron cổ tức hơn. Ngược lại, thuế cổ tức càng cao thì doanh nghiệp có khuynh hướng làm tron cổ tức lại càng cao.

Nghiên cứu của tác giả tập trung xem xét ảnh hưởng của một số yếu tố doanh nghiệp và yếu tố vĩ mô. Nghiên cứu về lĩnh vực này có thể được mở rộng thêm khi xem xét các nhân tố khác ảnh hưởng đến vấn đề làm tron cổ tức của doanh nghiệp. Nghiên cứu tương lai có thể tìm hiểu kĩ hơn các yếu tố như tình hình kinh tế thực tế từng thời kì, đến hình thức sở hữu của doanh nghiệp, đặc điểm ngành nghề để xem xét rõ hơn nhân tố ảnh hưởng đến vấn đề làm tron cổ tức. Các nhân tố có thể xem xét khi đưa vào nghiên cứu như: Biến tài sản hữu hình, nhận thức đầu tư (đại diện cho doanh thu của chứng khoán), đòn bẩy, mua lại cổ phiếu, tỉ suất sinh lợi trên vốn cổ phần (ROE), v.v..

Vấn đề nghiên cứu so sánh làm tron cổ tức theo các ngành công nghiệp khác nhau cũng là một hướng nghiên cứu mới đóng góp vào những nghiên cứu trước đây để làm đầy đủ và hoàn thiện hơn mọi khía cạnh của vấn đề làm tron cổ tức. Nhiều nghiên cứu trên thế giới về vấn đề làm tron cổ tức thực hiện so sánh giữa hai hoặc ba quốc gia, nhưng chưa có bài nghiên cứu nào so sánh trên một tập hợp lớn các quốc gia. Vậy nên nghiên cứu tương lai khuyến khích tiến hành ở nhiều thị trường khác nhau: thị trường phát triển, thị trường đang phát triển, thị trường mới nổi để nắm bắt được các yếu tố quyết định vấn đề làm tron cổ tức trên bình diện quốc tế ■

---

## Tài liệu tham khảo

- Allen, F., & Michaely, F. (2003). Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 337-429.
- Bates, T., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64(5), 1985-2022.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2011). Behavioral corporate finance: An updated survey. *Handbook of the Economics of Finance*, 352-407.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(2005), 483-527.
- David, J., & Denis, I., O. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Gutman, I., Kadan, O., & Kandel, E. (2008). *A Theory of Dividend Smoothing*. Working paper.
- Kumar, P. (1988). Shareholder-manager conflict and the information content of dividend. *Review of Financial Studies*, 1(2), 111-136.
- Jeong, J. (2013). Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea. *Emerging Markets Review*, 17, 76-88.
- John, K., & Nachman, D. (2000). *On the optimality of intertemporal smoothing of dividends*. Working Paper, College of Management, Georgia Institute of Technology, Atlanta, GA 30332, July, 1987.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution and taxes: A signalling equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Leary, M., & Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 24(10), 3197-3249.
- Lintner, J. H. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Myers, S., C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Rozycki, J. J. (1997). A tax motivation for smoothing dividends. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 37(2), 563-578.