



Mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức: Bằng chứng tại Việt Nam

NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG ^{a,*}, BÙI KIM PHƯƠNG ^b

^a Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

^b Trường Đại học Văn Lang

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 13/11/2018 Ngày nhận lại: 15/02/2019 Duyệt đăng: 18/02/2019 Mã phân loại JEL: G41; G32; G35 Từ khóa: Cảm tính nhà đầu tư; Chính sách cổ tức. Keywords: Investor sentiment; Dividend policy.	Bài báo nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức của công ty. Sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2009–2017, nghiên cứu cho thấy nhà quản lý không nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư khi ra quyết định chi trả cổ tức. Như vậy, bằng chứng thực nghiệm này không ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức do Baker và Wurgler (2004) đề xuất. Kết quả nghiên cứu vẫn không thay đổi với các đại diện khác của chính sách cổ tức cũng như với nhiều mô hình hồi quy khác nhau. Abstract This paper examines the relationship between investor sentiment and firms' dividend policy. Using the data of listed firms on Ho Chi Minh City Stock Exchange (HSX) and Hanoi Stock Exchange (HNX) over 2009–2017 period, this paper indicates that managers do not cater to investor sentiment when making dividend payment decisions. This empirical evidence does not support the catering theory of dividends proposed by Baker and Wurgler (2004). The results remain unchanged with alternative proxies of dividend policy as well as different regression models.

* Tác giả liên hệ.

Email: trangtcdn@ueh.edu.vn (Nguyễn Thị Ngọc Trang), buikimphuong@vanlanguni.edu.vn (Bùi Kim Phương).

Trích dẫn bài viết: Nguyễn Thị Ngọc Trang., & Bùi Kim Phương. (2019). Mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức: Bằng chứng tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh châu Á*, 30(1), 05–25.

1. Giới thiệu

Chính sách chi trả cổ tức là một trong những vấn đề quan trọng nhất trong tài chính doanh nghiệp. Theo định đề không liên quan của Miller và Modigliani (1961), trong các thị trường vốn hoàn hảo và hiệu quả, chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị của một công ty. Tiền đề cơ bản cho lập luận này là giá trị công ty được xác định bằng cách lựa chọn các khoản đầu tư tối ưu. Chi trả ròng là chênh lệch giữa lợi nhuận và đầu tư. Với những giả định về “một thế giới hoàn hảo” của Miller và Modigliani, không có chính sách cổ tức nào có tác động đến giá trị của công ty. Như vậy, nhà đầu tư sẽ không trả phần bù cho bất kỳ một chính sách chi trả cụ thể nào. Bằng cách nói lòng một số giả định trong mô hình của Miller và Modigliani (1961), nhiều lý thuyết đã được phát triển nhằm giải thích cho chính sách cổ tức của công ty, chẳng hạn như: Lý thuyết về thuế và hiệu ứng khách hàng (Farrar & Selwyn, 1967); chi phí đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do (Jensen, 1986); thông tin bất đối xứng và lý thuyết phát tín hiệu (Miller & Rock, 1985). Bên cạnh đó, xét từ góc độ tài chính hành vi, Baker và Wurgler (2004) đã xây dựng lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức dựa trên cảm tính nhà đầu tư. Lý thuyết này nhấn mạnh tầm quan trọng của cảm tính nhà đầu tư trong các quyết định về chính sách cổ tức. Theo đó, nhà quản lý nuông chiều nhà đầu tư bằng cách trả cổ tức khi nhà đầu tư thích các công ty có trả cổ tức hơn và ngược lại.

Baker và Wurgler (2004) sử dụng phần bù cổ tức để đo lường cảm tính nhà đầu tư vì theo họ, phần bù cổ tức nắm bắt định giá thị trường tương đối của các công ty có trả cổ tức so với các công ty không trả cổ tức. Tác giả quan sát thấy rằng ở Việt Nam, trong suốt giai đoạn nghiên cứu 2009–2017, phần bù cổ tức luôn có giá trị dương. Điều này có nghĩa là nhà đầu tư luôn ưa thích các công ty có trả cổ tức hơn so với các công ty không trả cổ tức. Bên cạnh đó, các công ty có trả cổ tức luôn chiếm ưu thế hơn so với các công ty không trả cổ tức với tỷ lệ thấp nhất là 58%. Như vậy, liệu rằng động cơ nuông chiều có tồn tại ở Việt Nam không? Hay nói cách khác, nhà quản lý có nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư khi ra quyết định chi trả cổ tức không? Để làm rõ vấn đề này, tác giả sẽ nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức của các công ty ở Việt Nam.

Ngoài ra, lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư phần lớn được kiểm định ở các thị trường phát triển với các nghiên cứu tiêu biểu như: Li và Lie (2006), Renneboog và Trojanowski (2011), von Eije và Megginson (2008), Kuo và cộng sự (2013). Bên cạnh đó, một số nghiên cứu cũng được tiến hành ở các thị trường mới nổi, chẳng hạn như nghiên cứu của Tangjitprom (2013), Wang và cộng sự (2016). Tuy nhiên, các nghiên cứu này nhìn chung vẫn chưa đạt được sự đồng thuận về kết quả. Do đó, việc nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức trong một bối cảnh thể chế khác như Việt Nam sẽ cung cấp thêm bằng chứng về lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức cũng như làm tăng tính tổng quát của kết quả nghiên cứu.

Sử dụng dữ liệu từ các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HSX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2009–2017, tác giả không tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức của Baker và Wurgler (2004) vì phần bù cổ tức mang dấu âm.

Phần còn lại của nghiên cứu được cấu trúc như sau: Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết về mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức; phương pháp nghiên cứu được đề cập đến trong phần 3; phần 4 thảo luận kết quả nghiên cứu; và phần 5 kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết

Cảm tính nhà đầu tư là cách các nhà đầu tư hình thành kỳ vọng về thu nhập trong tương lai (Barberis & cộng sự, 1998). Quyết định của các nhà đầu tư có thể bị ảnh hưởng bởi cảm tính (de Long & cộng sự, 1990) và việc đánh cược với các nhà đầu tư cảm tính rất tốn kém và rủi ro (Shleifer & Vishny, 1997). Cảm tính nhà đầu tư không dễ để có thể đo lường một cách chính xác, trong đó, một số đại diện cho cảm tính nhà đầu tư đã được đề xuất trong các nghiên cứu của Baker và Wurgler (2000), Whaley (2000), Zweig (1973), Frazzini và Lamont (2008), Kumar và Lee (2006), Kamstra và cộng sự (2003). Cụ thể, các đại diện này là: Tỷ lệ phát hành cổ phiếu trên tổng phát hành mới, độ biến động hàm ý của quyền chọn, suất chiết khấu quỹ đóng, các dòng vốn đi vào và đi ra của quỹ tương hỗ, giao dịch của các nhà đầu tư nhỏ lẻ, và tâm trạng nhà đầu tư. Dưới đây sẽ trình bày tổng quát về các đại diện cho cảm tính nhà đầu tư này:

- *Phát hành cổ phiếu trên tổng phát hành mới.* Theo Baker và Wurgler (2000), tỷ lệ phát hành cổ phiếu trong tổng phát hành cổ phiếu và nợ mới là một nhân tố dự báo mạnh cho tỷ suất sinh lợi của thị trường cổ phiếu. Cụ thể, các công ty phát hành cổ phiếu tương đối nhiều hơn so với nợ chỉ trước các kỳ mà thị trường có tỷ suất sinh lợi thấp. Đây là một thước đo rộng hơn về hoạt động tài trợ vốn cổ phần và thước đo này đo lường tất cả các đợt phát hành cổ phiếu chứ không chỉ là các đợt phát hành lần đầu ra công chúng (IPO).

- *Độ biến động hàm ý của quyền chọn.* Giá quyền chọn tăng lên khi giá trị của tài sản cơ sở có độ biến động kỳ vọng lớn hơn và các mô hình định giá quyền chọn (chẳng hạn như công thức Black-Scholes) có thể được đảo ngược để tạo ra độ biến động hàm ý là một hàm số của giá quyền chọn. Chỉ số độ biến động thị trường (VIX) đo lường độ biến động hàm ý của quyền chọn trên chỉ số 100 cổ phiếu của Standard & Poor's, thường được gọi là “Thước đo sự sợ hãi của nhà đầu tư”. Theo Whaley (2000), VIX là một thước đo đáng tin cậy cho sự sợ hãi và VIX càng cao thì mức độ sợ hãi càng lớn.

- *Suất chiết khấu quỹ đóng.* Đó là chênh lệch giữa giá trị tài sản ròng của danh mục chứng khoán thực tế và giá trị thị trường của quỹ. Zweig (1973), Lee và cộng sự (1991), Neal và Wheatley (1998) lập luận rằng nếu quỹ đóng chủ yếu được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nhỏ lẻ thì suất chiết khấu trung bình của các quỹ cổ phiếu đóng có thể là một chỉ số cảm tính với suất chiết khấu tăng lên khi các nhà đầu tư nhỏ lẻ dự đoán giá sẽ giảm.

- *Các dòng vốn đi vào và đi ra của quỹ tương hỗ.* Các nhà đầu tư quỹ tương hỗ thường theo đuổi các khoản đầu tư có tỷ suất sinh lợi cao trong thời kỳ gần nhất. Vì vậy, liệu rằng các quyết định phân bổ của họ có thực sự dẫn đến định giá sai hay không? Sử dụng các dòng vốn đi vào và đi ra của quỹ tương hỗ để đại diện cho cảm tính nhà đầu tư cá nhân đối với các cổ phiếu khác nhau, Frazzini và Lamont (2008) tìm thấy một số bằng chứng cho rằng cổ phiếu có cảm tính cao sẽ có tỷ suất sinh lợi trong tương lai thấp.

- *Giao dịch của các nhà đầu tư nhỏ lẻ.* Greenwood và Nagel (2009) thấy rằng các nhà đầu tư trẻ tuổi có nhiều khả năng mua cổ phiếu vào lúc đỉnh điểm của bong bóng Internet¹ hơn so với các nhà đầu tư lớn tuổi. Hơn nữa, Kumar và Lee (2006) tìm thấy các nhà đầu tư nhỏ lẻ cùng mua và cùng bán

¹ Bong bóng Internet hình thành do sự gia tăng quá nhanh về định giá cổ phiếu ở Mỹ từ các khoản đầu tư vào các công ty hoạt động dựa trên Internet trong giai đoạn thị trường tăng trưởng vào cuối những năm 1990.

cổ phiếu, thống nhất với cảm tính hệ thống. Do đó, Kumar và Lee (2006) đề xuất xây dựng các đại lượng đo lường cảm tính cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ dựa trên quyết định mua hay bán của họ.

- *Tâm trạng nhà đầu tư*. Khi kết nối giá cổ phiếu với những thay đổi ngoại sinh trong cảm xúc của con người, Kamstra và cộng sự (2003) thấy rằng tỷ suất sinh lợi của thị trường trung bình thấp hơn trong suốt mùa thu và mùa đông. Nguyên nhân được cho là do sự rối loạn cảm xúc theo mùa và sự rối loạn trầm cảm có liên quan đến sự sụt giảm số giờ có ánh sáng ban ngày. Kết quả nghiên cứu từ các vĩ độ khác nhau và từ cả hai bán cầu đều thống nhất với cách giải thích này.

Ngoài những đại diện trên, Baker và Wurgler (2004) đã đề xuất một đại diện khác cho cảm tính nhà đầu tư, đó là phần bù cổ tức (Dividend Premium – DP). Baker và Wurgler (2004) lập luận rằng cảm tính nhà đầu tư phần nào đã tạo ra phần bù cổ tức. Cụ thể, khi các nhà đầu tư lạc quan về các cơ hội tăng trưởng, họ thích các cổ phiếu không trả cổ tức hơn và một sự ưa thích như vậy đã đẩy giá của các cổ phiếu không trả cổ tức lên. Ngược lại, khi nhà đầu tư tìm kiếm sự an toàn, họ sẽ ưa thích cổ phiếu có trả cổ tức hơn và sự ưa thích này làm tăng giá của các cổ phiếu có trả cổ tức. Do đó, phần bù cổ tức được định nghĩa là chênh lệch giữa tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách bình quân của các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức. Dựa trên đại diện cho cảm tính nhà đầu tư này, Baker và Wurgler (2004) đã phát triển và kiểm định lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức. Theo đó, các công ty lựa chọn chính sách chi trả nhằm đáp ứng cảm tính của nhà đầu tư. Cụ thể, khi sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư tăng, các công ty đáp ứng bằng cách bắt đầu chia cổ tức. Ngược lại, khi sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư giảm, các công ty đáp ứng bằng cách trì hoãn việc chia cổ tức. Nói cách khác, các công ty sẽ chia cổ tức khi các công ty có trả cổ tức hiện đang giao dịch ở mức giá cao hơn tương đối so với các công ty không chia cổ tức nhằm gia tăng giá trị thị trường của họ. Trong khi đó, các công ty không chia cổ tức khi cổ phiếu của các công ty có chia cổ tức hiện đang giao dịch ở mức giá thấp hơn. Baker và Wurgler (2004) lập luận rằng phần bù cổ tức phản ánh cảm tính nhà đầu tư đối với rủi ro của các công ty tăng trưởng không trả cổ tức so với sự an toàn của các công ty có trả cổ tức.

Tuy nhiên, Li và Lie (2006) lập luận rằng các nhà quản lý thường xuyên phải đối mặt với các quyết định về thay đổi mức cổ tức hơn là các quyết định về bắt đầu chi trả cổ tức và ngừng chi trả cổ tức. Do đó, họ đã mở rộng lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức bằng cách xem xét quyết định tăng hoặc giảm cổ tức của các công ty. Họ thấy cả quyết định thay đổi cổ tức và độ lớn của sự thay đổi đều có liên quan đến phần bù cổ tức. Nghiên cứu của Ferris và cộng sự (2006), Kale và cộng sự (2012), Liu và Chen (2015) cũng tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư.

Trái lại, xét từ khía cạnh rủi ro, Hoberg và Prabhala (2009) tìm thấy rất ít sự ủng hộ đối với quan điểm cho rằng chính sách cổ tức bị ảnh hưởng bởi cảm tính nhà đầu tư. Tương tự, Li và Zhao (2008) cũng thấy rằng các ước lượng hệ số của phần bù cổ tức mang dấu âm khi biến rủi ro công ty được đưa vào mô hình. Điều này mâu thuẫn với lập luận của Baker và Wurgler (2004). Ngoài ra, Renneboog và Trojanowski (2011), Geiler và Renneboog (2015) cũng không tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức.

Sử dụng dữ liệu quốc tế, von Eije và Megginson (2008) thấy rằng ở 15 quốc gia là thành viên của Liên minh châu Âu, cảm tính nhà đầu tư không phải là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty. Tương tự, kết quả nghiên cứu của Alzahrani và Lasfer (2012) ở 24 quốc gia thuộc Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (Organization for Economic Co-operation and Development – OECD) cũng cho thấy biến phần bù cổ tức hoặc không có ý nghĩa thống kê hoặc

có ý nghĩa thống kê nhưng mang dấu âm. Ngoài ra, Ferris và cộng sự (2009), Kuo và cộng sự (2013) tìm thấy các công ty ở các quốc gia theo Thông luật (Common Law), như: Anh, Úc, Canada, Singapore... thì nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư; trong khi đó, tại các công ty ở các quốc gia theo pháp luật dân sự (Civil Law), như: Pháp, Đức... thì không. Bên cạnh đó, ở các thị trường mới nổi, bằng chứng đạt được khá hạn chế và nhìn chung ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức, chẳng hạn như nghiên cứu của Boulton và cộng sự (2012), Tangjitprom (2013), Wang và cộng sự (2016). Như vậy, các nghiên cứu vẫn chưa đạt được sự đồng thuận về tác động của cảm tính nhà đầu tư đến chính sách cổ tức.

Trong thời gian gần đây, chính sách cổ tức cũng là một đề tài thu hút sự chú ý của giới học thuật ở Việt Nam. Nhìn chung, các nghiên cứu này được chia thành hai nhánh:

- Nhánh thứ nhất xem xét các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của công ty. Trong đó, những nghiên cứu tiêu biểu gần đây có thể kể đến như: Võ Xuân Vinh (2013, 2015), Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2014), Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bảy (2015), Trần Thị Tuấn Anh (2016), Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh (2016), Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017).

- Nhánh thứ hai tập trung vào tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu. Chẳng hạn như: Nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2014), Nguyễn Thị Minh Huệ (2015), Võ Xuân Vinh và Đoàn Thị Minh Thái (2015), Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016).

Trong đó, nhánh nghiên cứu thứ nhất chủ yếu phân tích tác động từ các đặc tính cơ bản của công ty đến chính sách cổ tức, cụ thể bao gồm: Quy mô công ty, tăng trưởng và khả năng sinh lợi (Võ Xuân Vinh, 2013; Đinh Bảo Ngọc & Nguyễn Chí Cường, 2014; Trần Thị Hải Lý & Đỗ Thị Bảy, 2015, Nguyễn Khắc Quốc Bảo & Nguyễn Thị Thùy Linh, 2016). Ngoài ra, các nghiên cứu còn xem xét các yếu tố ảnh hưởng khác đến chính sách cổ tức như: Rủi ro (Trần Thị Tuấn Anh, 2016; Nguyễn Thị Ngọc Trang & Bùi Kim Phương, 2017), vòng đời công ty (Nguyễn Thị Ngọc Trang & Bùi Kim Phương, 2017), và mức độ nắm giữ tiền mặt (Võ Xuân Vinh, 2015; Nguyễn Thị Ngọc Trang & Bùi Kim Phương, 2017).

Như vậy, yếu tố cảm tính nhà đầu tư hầu như chưa được xét đến trong các nghiên cứu về chính sách cổ tức của các công ty ở Việt Nam. Theo phân loại thị trường của MSCI², thị trường chứng khoán Việt Nam được xếp vào nhóm thị trường cận biên. So với thị trường phát triển và thị trường mới nổi thì thị trường cận biên có nhiều đặc điểm khác biệt. Cụ thể, ở Việt Nam, sự thiếu vắng các công cụ tài chính phái sinh (chẳng hạn như: Quyền chọn mua, quyền chọn bán hay hợp đồng tương lai) khiến cho hàng hóa trên thị trường chưa phong phú và đa dạng nên nhà đầu tư vẫn chưa có nhiều lựa chọn. Ngoài ra, thanh khoản trên thị trường khá thấp: Từ năm 2010 trở về trước, tỷ lệ số ngày có khối lượng giao dịch bằng 0 rất thấp, chỉ khoảng 3%; Tuy nhiên, kể từ năm 2011 trở đi, tỷ lệ này tăng lên rất nhanh và đến năm 2016, tỷ lệ này đã tăng đến 31%. Thanh khoản thấp như vậy làm cho chi phí giao dịch tăng cao. Điều này có thể khiến cho nhà đầu tư muốn có thu nhập dưới hình thức cổ tức hơn so với lãi vốn. Bên cạnh đó, thị trường tài chính Việt Nam hiện đang bị chi phối bởi nợ. Ngân hàng là nhà cung cấp vốn lớn nhất đối với hầu hết các công ty, do đó, ngân hàng có ảnh hưởng đáng kể đến các quyết định của công ty, trong đó có quyết định chi trả cổ tức. Với một bối cảnh thể chế

² MSCI (Morgan Stanley Capital International) là một công ty nghiên cứu đầu tư, chuyên cung cấp các chỉ số, phân tích rủi ro và hiệu quả của danh mục và các công cụ quản trị cho nhà đầu tư tổ chức và quỹ đầu cơ (Website: www.msci.com)

như vậy, liệu rằng nhà quản lý có nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư khi ra quyết định về chính sách cổ tức hay không? Để trả lời câu hỏi này, tác giả sẽ kiểm định giả thuyết sau:

Giả thuyết H: Nhà quản lý nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư khi ra quyết định về chính sách cổ tức.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Các biến được sử dụng trong mô hình

3.1.1. Biến phụ thuộc

Để nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức của công ty, quyết định chi trả cổ tức (DIV) được hồi quy theo phần bù cổ tức (DP). Trong đó, biến phụ thuộc (DIV) là biến giả, nhận giá trị 1 nếu công ty có trả cổ tức và nhận giá trị 0 nếu công ty không trả cổ tức. Biến phụ thuộc này được xác định như sau:

$$DIV_{it} = \begin{cases} 0, \text{ nếu } DIV_{it}^* \leq 0 \\ 1, \text{ nếu } DIV_{it}^* > 0 \end{cases}$$

Do đó, mô hình thích hợp để sử dụng là mô hình Logit hoặc Probit. Các kết quả hồi quy từ mô hình Logit và Probit hầu như giống nhau. Tuy nhiên, theo Wooldridge (2016), các nhà nghiên cứu có xu hướng thích dùng mô hình Probit hơn do mô hình này có các ưu điểm của hàm phân phối chuẩn. Vì vậy, tác giả cũng sử dụng mô hình Probit để nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và quyết định chi trả cổ tức.

Ngoài ra, để làm tăng tính vững của kết quả nghiên cứu, một đại diện khác cho chính sách cổ tức là tỷ suất cổ tức cũng được xem xét. Do tỷ suất cổ tức là một biến ngẫu nhiên liên tục và không thể có giá trị âm nên biến phụ thuộc này bị kiểm duyệt trái (Left-Censored). Nếu sử dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất OLS để phân tích thì các hệ số được ước lượng sẽ bị chệch và không vững (Wooldridge, 2016). Do đó, mô hình thích hợp trong trường hợp này là mô hình Tobit.

Bên cạnh đó, quyết định tăng, giảm hay giữ nguyên mức cổ tức cũng được các nhà quản lý và nhà đầu tư quan tâm. Do đó, tác giả tiếp tục xem xét mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và quyết định tăng, giảm cổ tức nhằm đảm bảo tính tổng quát và toàn diện của nghiên cứu. Trong trường hợp này, tác giả sử dụng mô hình Probit đa thức (Multinomial Probit) để ước lượng.

3.1.2. Biến độc lập

Tác giả sử dụng biến trễ của phần bù cổ tức theo định nghĩa của Baker và Wurgler (2004) để đại diện cho cảm tính nhà đầu tư và xem xét mối quan hệ giữa yếu tố này với chính sách cổ tức của công ty. Tương tự Baker và Wurgler (2004), phần bù cổ tức (DP) được đo lường bằng chênh lệch về tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản trung bình giữa các công ty có chia cổ tức và các công ty không chia cổ tức như sau:

$$DP_t = \ln \left(\sum_i w_{ti}^d \frac{V_{ti}^d}{A_{ti}^d} \right) - \ln \left(\sum_i w_{ti}^{nd} \frac{V_{ti}^{nd}}{A_{ti}^{nd}} \right)$$

Trong đó,

DP_t : Phần bù cổ tức trong năm t ;

W_{ti}^d : Trọng số của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty có trả cổ tức trong năm t ;

V_{ti}^d : Giá trị thị trường của tổng tài sản của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty có trả cổ tức trong năm t ;

A_{ti}^d : Giá trị sổ sách của tổng tài sản của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty có trả cổ tức trong năm t ;

W_{ti}^{nd} : Trọng số của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty không trả cổ tức trong năm t ;

V_{ti}^{nd} : Giá trị thị trường của tổng tài sản của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty không trả cổ tức trong năm t ;

A_{ti}^{nd} : Giá trị sổ sách của tổng tài sản của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty không trả cổ tức trong năm t .

3.1.3. Các biến kiểm soát

Theo Ferris và cộng sự (2009), Kale và cộng sự (2012), de Cesari và Huang-Meier (2015), Geiler và Renneboog (2015), các yếu tố: Chính sách cổ tức năm trước (DIV_L), khả năng sinh lợi (ROA), quy mô công ty (SIZE), cơ hội đầu tư (DAA và MB), vòng đời công ty (RETA), mức độ nắm giữ tiền (CASHA) và rủi ro (SYS và IDIO) là các yếu tố có tác động đến chính sách cổ tức của công ty. Do đó, các yếu tố này được đưa vào mô hình để kiểm soát.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Để xét xem liệu rằng nhà quản lý có nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư hay không, quyết định chi trả cổ tức được hồi quy theo phần bù cổ tức và các biến kiểm soát khác (bao gồm: Chính sách cổ tức năm trước, khả năng sinh lợi, quy mô công ty, cơ hội đầu tư, vòng đời công ty, mức độ nắm giữ tiền và rủi ro). Như vậy, ngoài phần bù cổ tức là biến trễ, mô hình còn có thêm biến trễ của biến phụ thuộc.

Các công ty sẽ ra quyết định chi trả cổ tức sau khi đã xác định được kết quả kinh doanh của năm tài chính. Tuy nhiên, các công ty có thể tạm ứng cổ tức cho cổ đông vào mỗi quý hay mỗi 6 tháng. Do cổ tức tạm ứng được chi trả trước khi kết thúc năm tài chính nên chính sách cổ tức của công ty còn phụ thuộc vào các yếu tố tài chính của năm liền trước. Do đó, để kiểm soát tác động trễ của các yếu tố này đến chính sách cổ tức, tác giả sử dụng giá trị trễ đối với các biến độc lập còn lại với độ trễ là 1. Các nghiên cứu của Ferris và cộng sự (2009), Jiang và cộng sự (2013), de Cesari và Huang-Meier (2015), Jiang và cộng sự (2017) cũng chọn độ trễ là 1 cho các biến độc lập. Do đó, mô hình thực nghiệm có dạng sau:

$$\begin{aligned} \Pr(DIV_{it}=1) = \text{probit}(\beta_0 + \beta_1 DP_{it-1} + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 DAA_{it-1} + \beta_5 MB_{it-1} \\ + \beta_6 SIZE_{it-1} + \beta_7 RETA_{it-1} + \beta_8 CASHA_{it-1} + \beta_9 SYS_{it-1} + \beta_{10} IDIO_{it-1} + \mu_{it}) \end{aligned}$$

Trong đó,

β_0 : Hệ số chặn của mô hình;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9$ và β_{10} : Các tham số của mô hình; và

μ_{it} : Sai số.

Để tối đa hóa số quan sát, tác giả sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng. Kết quả hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng được trình bày trong phần kiểm định tính vững cho thấy kết quả nghiên cứu hầu như không bị ảnh hưởng do cấu trúc không cân bằng của dữ liệu.

Các biến có trong mô hình được tóm tắt trong Bảng 1 dưới đây.

Bảng 1.

Định nghĩa các biến được sử dụng trong mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Cách tính
		Biến giả
DIV	Chính sách cổ tức	$DIV = 1$ nếu công ty có trả cổ tức; $DIV = 0$ nếu công ty không trả cổ tức.
DP	Phản bù cổ tức	Chênh lệch về $Ln(M/B)$ giữa công ty có trả cổ tức và công ty không trả cổ tức
ROA	Khả năng sinh lợi	$\frac{\text{Lợi nhuận ròng} + \text{Chi phí lãi vay}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$
MB		$\frac{\text{Giá trị thị trường của tổng tài sản}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$
DAA	Cơ hội đầu tư	$\frac{\text{Tổng tài sản năm } t - \text{Tổng tài sản năm } (t - 1)}{\text{Tổng tài sản năm } (t - 1)}$
SIZE	Quy mô công ty	Bách phân vị vốn hóa thị trường của công ty trong năm
RETA	Vòng đời công ty	$\frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Tổng tài sản}}$
CASHA	Mức độ nắm giữ tiền	$\frac{\text{Tiền và các khoản tương đương tiền}}{\text{Tổng tài sản}}$
SYS	Rủi ro hệ thống	Độ lệch chuẩn của giá trị được dự báo từ hồi quy mô hình thị trường
IDIO	Rủi ro đặc thù	Độ lệch chuẩn của phần dư từ hồi quy mô hình thị trường

3.3. Dữ liệu

Để nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức của các công ty, tác giả sử dụng dữ liệu từ các công ty niêm yết trên HSX và HNX. Tương tự Renneboog và Trojanowski (2011), Kale và cộng sự (2012), Kuo và cộng sự (2013), de Cesari và Huang-Meier (2015), mẫu nghiên cứu không bao gồm các công ty thuộc nhóm ngành tài chính và tiện ích. Do phản bù cổ tức cũng như các biến độc lập khác là biến trễ nên thời gian thu thập dữ liệu bắt đầu từ năm 2008, thời gian nghiên cứu bắt đầu từ năm 2009 và kéo dài đến năm 2017 tạo ra 3.316 quan sát. Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ Datastream. Các giá trị khác biệt và không có tính đại diện cho mẫu nghiên cứu bị loại bỏ.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Phân tích đơn biến

Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình được trình bày tại Bảng 2.

Bảng 2.

Thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mô hình

Biến	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị tối thiểu	Giá trị tối đa
DIV	0,709	1,000	0,454	0,000	1,000
DP	0,138	0,152	0,084	0,005	0,236
ROA	0,091	0,077	0,083	−0,134	0,412
DAA	0,076	0,070	0,182	−0,523	0,579
MB	0,951	0,897	0,327	0,389	2,471
SIZE	50,307	50,000	28,811	1,000	100,000
RETA	0,059	0,046	0,090	−0,283	0,344
CASHA	0,089	0,052	0,099	0,001	0,498
SYS	0,320	0,281	0,179	0,016	0,928
IDIO	0,015	0,012	0,016	0,005	0,135
Số quan sát	3.316				

Bảng 2 cho thấy mức độ phân tán tương đối thấp giữa các công ty trong mẫu nghiên cứu. Bên cạnh đó, Bảng 2 còn cho thấy thước đo của cảm tính nhà đầu tư (DP) luôn có giá trị dương. Ngoài ra, tỷ lệ các công ty có trả cổ tức chiếm trung bình khoảng 70,9% số quan sát.

Bảng 3 trình bày số lượng và tỷ lệ các công ty có trả cổ tức hoặc không trả cổ tức và tổng số công ty theo từng năm trong giai đoạn 2009–2017. Theo đó, tỷ lệ các công ty có trả cổ tức trong giai đoạn này chia làm ba xu hướng rõ rệt. Cụ thể, trong hai năm đầu, có khoảng 85% số công ty có trả cổ tức. Tuy nhiên, trong hai năm tiếp theo, tỷ lệ các công ty có trả cổ tức giảm mạnh xuống chỉ còn 66%. Những năm sau đó, tỷ lệ này có xu hướng đi ngang và chỉ dao động quanh mức 65%. Đến năm 2017, chỉ còn khoảng 58% số công ty trả cổ tức.

Để có được một cái nhìn chi tiết hơn về chính sách cổ tức của các công ty niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2009–2017, các công ty có trả cổ tức tiếp tục được phân thành bốn nhóm nhỏ, bao gồm: Tăng cổ tức, bắt đầu chia cổ tức, giảm cổ tức và giữ nguyên mức cổ tức. Trong khi đó, các công ty không trả cổ tức được phân thành hai nhóm là ngừng chia cổ tức và tiếp tục không chia cổ tức.

Bảng 3.

Số lượng và tỷ lệ các công ty có trả cổ tức hoặc không trả cổ tức và tổng số công ty theo từng năm trong giai đoạn 2009–2017

Năm	Số công ty có chi trả cổ tức		Số công ty không chi trả cổ tức		Tổng số công ty
	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	
2009	190	84%	36	16%	226
2010	250	85%	45	15%	295
2011	294	75%	100	25%	394
2012	283	66%	148	34%	431
2013	301	67%	149	33%	450
2014	294	64%	164	36%	458
2015	300	63%	173	37%	473
2016	332	65%	181	35%	513
2017	315	58%	232	42%	547

Bảng 4.

Tỷ lệ các công ty phân theo các nhóm cổ tức trong giai đoạn 2009–2017

Nhóm cổ tức	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Trung bình
Tăng	30,1%	35,9%	22,1%	14,4%	17,3%	21,2%	22,0%	19,1%	19,9%	22,4%
Bắt đầu chia	7,5%	5,8%	4,6%	3,2%	7,8%	6,1%	5,7%	6,6%	5,5%	5,9%
Giảm	23,5%	22,4%	26,4%	28,3%	21,3%	20,1%	16,1%	19,1%	15,5%	21,4%
Giữ nguyên mức cổ tức	23,0%	20,3%	21,6%	19,7%	20,4%	16,8%	19,7%	19,9%	16,6%	19,8%
Ngừng chia	7,5%	6,4%	14,2%	12,5%	6,4%	8,5%	6,8%	7,2%	13,5%	9,2%
Tiếp tục không chia	8,4%	9,2%	11,2%	21,8%	26,7%	27,3%	29,8%	28,1%	28,9%	21,3%
Tổng	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Trong 6 nhóm cổ tức, số công ty bắt đầu chia cổ tức thường chiếm tỷ lệ thấp nhất trên tổng số các công ty qua các năm. Cụ thể, tỷ lệ này biến động không nhiều và chỉ chiếm trung bình khoảng 5,9%. Ngoài ra, các công ty ngừng chia cổ tức cũng chiếm tỷ lệ khá thấp, khoảng 9,2% trong tổng số các công ty. Do số quan sát khá nhỏ nên tác giả không đi sâu phân tích hai nhóm cổ tức này mà chỉ xét đến quyết định tăng, giảm hoặc giữ nguyên mức cổ tức của các công ty trong phần kiểm định tính vững.

Bảng 5 trình bày tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách trung bình của các công ty có chi trả cổ tức với các công ty không chi trả cổ tức và phần bù cổ tức mỗi năm trong giai đoạn 2008–2016. Cụ thể, tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của các công ty có chi trả cổ tức luôn cao hơn so với các công ty không chi trả cổ tức, dẫn đến phần bù cổ tức luôn có giá trị dương. Điều này có nghĩa là

nhà đầu tư luôn có sự ưa thích cổ phiếu của các công ty có chi trả cổ tức hơn so với cổ phiếu của các công ty không chi trả cổ tức.

Bảng 5.

Tỷ số giá trị thị trường/giá trị sổ sách và phân bù cổ tức trong giai đoạn 2008–2016

Năm	Tỷ số giá trị thị trường/giá trị sổ sách		
	Các công ty có chi trả cổ tức	Các công ty không chi trả cổ tức	Phân bù cổ tức
2008	0,817	0,778	0,049
2009	1,053	1,003	0,049
2010	0,986	0,961	0,026
2011	0,852	0,848	0,005
2012	0,883	0,769	0,138
2013	0,967	0,831	0,152
2014	1,002	0,834	0,183
2015	1,119	0,884	0,236
2016	1,159	0,915	0,236

Bảng 6.

Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

	DIV	DP	ROA	DAA	MB	SIZE	RETA	CASHA	SYS
DP	−0,144***								
ROA	0,428***	−0,142***							
DAA	−0,115***	−0,126***	0,272***						
MB	−0,198***	0,104***	0,402***	0,104***					
SIZE	0,072***	0,003	0,043**	0,181***	0,247***				
RETA	0,423***	−0,024	0,662***	0,195***	0,300***	0,061***			
CASHA	0,236***	−0,054***	0,325***	0,045***	0,130***	−0,106***	0,301***		
SYS	−0,269***	0,556***	−0,205***	−0,098***	−0,013	−0,219***	−0,182***	−0,108***	
IDIO	−0,006***	−0,169***	−0,028	0,069***	−0,077***	−0,151***	−0,086***	−0,037**	−0,020

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Bảng 6 trình bày hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình. Cụ thể, hệ số tương quan giữa cảm tính nhà đầu tư (DP) và chính sách cổ tức (DIV) mang dấu âm. Ngoài ra, chính sách cổ tức (DIV) cũng tương quan âm với cơ hội đầu tư (DAA và MB), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO). Ngược lại, tương quan giữa chính sách cổ tức (DIV) với khả năng sinh lợi (ROA), quy mô công ty (SIZE), vòng đời công ty (RETA), và mức độ nắm giữ tiền (CASHA) là dương. Bảng 6 còn cho thấy tương quan cặp giữa tất cả các biến giải thích trong mô hình tương đối thấp, trong đó, cao nhất là giữa

khả năng sinh lợi (ROA) và vòng đời công ty (RETA) với giá trị 0,662. Do đó, có thể kết luận rằng hiện tượng đa cộng tuyến không xảy ra trong mô hình.

4.2. Phân tích hồi quy đa biến

Mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức được thể hiện trong Bảng 7 như sau:

Bảng 7.

Mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức

	Hệ số	Tác động biên trung bình
DP	−3,836*** (1,190)	−0,833***
DIV _L	1,419*** (0,140)	0,308***
ROA	0,040*** (0,008)	0,008***
DAA	−0,006*** (0,002)	−0,001***
MB	−0,119 (0,128)	
SIZE	0,001 (0,001)	
RETA	0,027*** (0,006)	0,005***
CASHA	0,009 (0,006)	
SYS	−0,381 (0,283)	
IDIO	7,712 (17,332)	
Hằng số	−0,205 (0,344)	
Pseudo-R ²	0,462%	
Tác động ngành	Có	
Tác động năm	Có	

	Hệ số	Tác động biên trung bình
Wald chi2	1,900	
Prob > chi2	0,000	
Số quan sát	3.316	

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%;

Giá trị trong ngoặc đơn () là sai số chuẩn được ước lượng bằng phương pháp Bootstrap.

Theo Baker và Wurgler (2004), giá thị trường của các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức bị ảnh hưởng bởi cảm tính nhà đầu tư. Cụ thể, khi nhà đầu tư có sự ưa thích đối với cổ tức, họ sẽ đặt một phần bù lên cổ phiếu của các công ty có trả cổ tức. Nhà quản lý nuông chiều nhà đầu tư bằng cách ra quyết định chi trả cổ tức. Ngược lại, nhà quản lý sẽ bỏ qua cổ tức khi nhà đầu tư định giá cao hơn đối với các công ty không trả cổ tức. Baker và Wurgler gọi định giá tương đối này giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức là phần bù cổ tức. Như vậy, theo lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư do Baker và Wurgler (2004) đề xuất, phần bù cổ tức sẽ tương quan dương với chính sách cổ tức.

Tuy nhiên, kết quả hồi quy ở Bảng 7 cho thấy phần bù cổ tức (DP), đại diện cho cảm tính nhà đầu tư, lại mang dấu âm. Điều này trái với lập luận của Baker và Wurgler (2004) cho rằng nếu nhà quản lý chiều theo sự ưa thích của nhà đầu tư thì phần bù cổ tức phải mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê. Vì vậy, kết quả nghiên cứu chưa tìm được bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức, tương đồng với nghiên cứu của Li và Zhao (2008), von Eije và Megginson (2008), Alzahrani và Lasfer (2012).

Theo Aivazian và cộng sự (2003), ở các quốc gia phụ thuộc nhiều vào hệ thống ngân hàng và không bảo vệ nhà đầu tư mạnh, các công ty vẫn trả cổ tức nếu họ muốn thu hút vốn cổ phần. Đây có thể là một trong những nguyên nhân khiến cho số lượng và tỷ lệ các công ty có trả cổ tức luôn chiếm ưu thế hơn so với các công ty không trả cổ tức vì thị trường tài chính của Việt Nam hiện đang bị chi phối bởi nợ (Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia, 2018), đồng thời, việc bảo vệ nhà đầu tư thiếu sót ở Việt Nam cũng chưa mạnh (World Bank, 2018). Bên cạnh đó, việc chi trả cổ tức sẽ giúp công ty gửi những tín hiệu tích cực nhưng tốn kém cho cổ đông về triển vọng trong tương lai, thiện ý của nhà quản lý và mức độ mâu thuẫn đại diện thấp (Jensen & Meckling, 1976). Hơn nữa, ở các quốc gia Đông Á, tỷ lệ chi trả cổ tức cao còn là một công cụ hiệu quả để xây dựng hoặc nâng cao danh tiếng của công ty về quản trị tốt (Sawicki, 2009). Do đó, nhà quản lý có thể dùng chính sách cổ tức để phát tín hiệu cho nhà đầu tư về triển vọng của công ty, đồng thời làm giảm mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện và thông tin bất đối xứng. Đây có thể là những lý do khiến cho phần lớn các công ty ở Việt Nam vẫn trả cổ tức cho cổ đông mặc dù động cơ nuông chiều không hiện diện.

Bảng 7 còn trình bày tác động biên trung bình của các biến trong mô hình. Theo đó, nếu công ty có trả cổ tức trong năm trước thì xác suất chi trả cổ tức được dự báo sẽ cao hơn 0,308. Tương tự, khi khả năng sinh lợi (ROA) và vòng đời công ty (RETA) tăng 1% thì xác suất chi trả cổ tức được dự báo sẽ cao hơn 0,008 và 0,005 tương ứng. Ngược lại, khi tốc độ tăng trưởng tài sản (DAA) tăng 1% thì xác suất chi trả cổ tức được dự báo sẽ thấp hơn 0,001.

Ngoài ra, Bảng 7 cũng cho thấy giá trị t của biến phụ thuộc (DIV_{it}) mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Như vậy, chính sách cổ tức năm trước có tác động đáng kể đến chính sách

cổ tức năm nay, tương tự nghiên cứu của Ferris và cộng sự (2009), Lee (2010) và Đinh Bảo Ngọc, và Nguyễn Chí Cường (2014). Kết quả này ủng hộ lập luận của Lintner (1956), cho rằng các nhà quản lý muốn chính sách cổ tức được duy trì ổn định theo thời gian. Bên cạnh đó, cả hai biến ROA và RETA cũng mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Như vậy, mối quan hệ giữa khả năng sinh lợi và chính sách chi trả cổ tức là cùng chiều, nghĩa là các công ty có khả năng sinh lợi tốt thì khả năng chi trả cổ tức sẽ cao. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Bulan và cộng sự (2007), de Cesari và Huang-Meier (2015), Võ Xuân Vinh (2015), Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017). Ngoài ra, kết quả còn ủng hộ lý thuyết vòng đời công ty về cổ tức do DeAngelo và cộng sự (2006) đề xuất, cho rằng một khi công ty đã đạt đến giai đoạn trưởng thành thì khả năng chi trả cổ tức sẽ cao, thống nhất với nghiên cứu của Ferris và cộng sự (2009), Kale và cộng sự (2012), Bùi Kim Phương (2018). Bảng 7 còn cho thấy cả hai biến đại diện cho cơ hội đầu tư (DAA và MB) đều mang dấu âm, tuy nhiên, chỉ có biến DAA có ý nghĩa thống kê. Như vậy, ở các công ty có nhiều cơ hội đầu tư, khả năng chi trả cổ tức sẽ thấp, kết quả này thống nhất với Fama và French (2001), Renneboog và Trojanowski (2011), Alzahrani và Lasfer (2012), Kale và cộng sự (2012). Trong khi đó, hệ số của rủi ro (SYS và IDO), quy mô công ty (SIZE), và mức độ nắm giữ tiền (CASHA) lại không có ý nghĩa thống kê.

4.3. Các kiểm định tính vững

Kết quả hồi quy của nghiên cứu được trình bày cụ thể tại Bảng 8, 9, 10 sau:

Bảng 8.

Kết quả hồi quy với tỷ suất cổ tức làm biến phụ thuộc

	Hệ số	Tác động biên trung bình
DP	-16,006*** (4,585)	-0,541***
DY _L	0,489*** (0,075)	0,016***
ROA	0,077* (0,043)	0,002*
DAA	-0,018 (0,014)	
MB	-0,051 (0,561)	
SIZE	-0,013 (0,009)	
RETA	0,192*** (0,035)	0,006***
CASHA	0,030 (0,026)	
SYS	-3,363* (1,800)	-0,113*
IDIO	-12,670 (12,926)	

	Hệ số	Tác động biên trung bình
Hằng số	1,614 (2,006)	
Tác động ngành	Có	
Tác động năm	Có	
Wald chi2	564,92	
Prob > chi2	0,000	
Số quan sát	3.316	

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%;

Giá trị trong ngoặc đơn () là sai số chuẩn được ước lượng bằng phương pháp Bootstrap.

Bảng 8 trình bày kết quả khi hồi quy tỷ suất cổ tức (DY) theo phần bù cổ tức (DP). Ngoài ra, mô hình còn bao gồm các biến kiểm soát tương tự mô hình được trình bày trên Bảng 7. Bảng 8 cho thấy phần bù cổ tức (DP) vẫn mang dấu âm tương tự kết quả ở Bảng 7. Như vậy, kết quả nghiên cứu vẫn không tìm được bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuôi dưỡng chiều nhà đầu tư trong trường hợp biến phụ thuộc là biến liên tục.

Bảng 9.

Kết quả hồi quy quyết định tăng hoặc giảm cổ tức với phần bù cổ tức.

	Tăng cổ tức	Giảm cổ tức
DP	-4,020** (1,684)	1,824 (1,855)
ROA	0,012* (0,007)	0,018*** (0,006)
DAA	-0,004** (0,002)	-0,002 (0,002)
MB	0,037 (0,144)	0,036 (0,140)
SIZE	0,001 (0,002)	0,002** (0,001)
RETA	0,030*** (0,007)	0,027*** (0,007)
CASHA	0,003 (0,004)	0,007* (0,004)
SYS	-0,750 (0,869)	-1,201 (0,981)
IDIO	0,717	15,213

	Tăng cổ tức	Giảm cổ tức
	(22,627)	(25,565)
Hằng số	1,981***	0,260
	(0,394)	(0,404)
Tác động ngành	Có	
Tác động năm	Có	
Wald chi2	2.178,16	
Prob > chi2	0,000	
Số quan sát	3.316	

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%;

Giá trị trong ngoặc đơn () là sai số chuẩn được ước lượng bằng phương pháp Bootstrap.

Theo Li và Lie (2006), các công ty có nhiều khả năng tăng cổ tức khi phân bù cổ tức lớn và có nhiều khả năng giảm cổ tức khi phân bù cổ tức nhỏ. Như vậy, nếu nhà quản lý nuông chiều nhà đầu tư khi ra quyết định thay đổi mức cổ tức thì tương quan giữa quyết định tăng cổ tức với phân bù cổ tức là dương, ngược lại, tương quan giữa quyết định giảm cổ tức với phân bù cổ tức là âm. Kết quả hồi quy quyết định thay đổi cổ tức theo phân bù cổ tức được trình bày trên Bảng 9 cho thấy đối với trường hợp tăng cổ tức, phân bù cổ tức mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê. Còn đối với trường hợp giảm cổ tức, phân bù cổ tức mang dấu dương và không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 9 vẫn không cho thấy nhà quản lý nuông chiều theo nhu cầu của nhà đầu tư khi ra quyết định thay đổi mức cổ tức.

Bảng 10.

Kết quả hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng

	Hệ số	Tác động biên
DP	−3,301**	−0,691**
	(1,387)	
DIV _L	1,236***	0,258***
	(0,154)	
ROA	0,032***	0,006***
	(0,012)	
DAA	−0,001	
	(0,003)	
MB	−0,149	
	(0,252)	
SIZE	0,001	

	Hệ số	Tác động biên
	(0,003)	
RETA	0,021**	0,004**
	(0,010)	
CASHA	0,011*	0,002*
	(0,006)	
SYS	−0,431	
	(0,458)	
IDIO	−4,593**	−0,962**
	(2,284)	
Hằng số	−0,027	
	(0,467)	
Pseudo-R ²	0,917%	
Tác động ngành	Có	
Tác động năm	Có	
Wald chi2	879,88	
Prob > chi2	0,000	
Số quan sát	1.467	

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%;

Giá trị trong ngoặc đơn () là sai số chuẩn được ước lượng bằng phương pháp Bootstrap.

Bảng 10 trình bày kết quả hồi quy khi sử dụng dữ liệu bảng cân bằng, kết quả Bảng 10 cho thấy hệ số của biến phần bù cổ tức (DP) vẫn mang dấu âm. Như vậy, kết quả ước lượng không bị ảnh hưởng đáng kể do việc sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng. Tóm lại, kết quả nghiên cứu được trình bày ở các Bảng 7, 8, 9 và 10 đều cho thấy chính sách cổ tức của các công ty niêm yết ở Việt Nam không thể được giải thích bởi lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư do Baker và Wurgler (2004) đề xuất. Điều này có nghĩa là nhà quản lý không nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư khi ra quyết định chi trả cổ tức.

5. Kết luận

Nghiên cứu này đóng góp vào tài liệu học thuật về chính sách cổ tức ở Việt Nam qua cách tiếp cận vấn đề từ góc độ tài chính hành vi. Cụ thể, nghiên cứu xem xét liệu rằng nhà quản lý có nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư hay không khi ra quyết định chi trả cổ tức. Sử dụng dữ liệu từ các công ty niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2009–2017, kết quả nghiên cứu cho thấy nhà đầu tư luôn ưa thích các công ty có trả cổ tức hơn so với các công ty không trả cổ tức, đồng thời, các công ty có trả cổ tức luôn chiếm tỷ trọng cao hơn so với các công ty không trả cổ tức. Tuy nhiên, biến phần

bù cổ tức - đại diện cho cảm tính nhà đầu tư, lại mang dấu âm. Điều này trái với lập luận của Baker và Wurgler (2004) cho rằng mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức là cùng chiều. Như vậy, bằng chứng đạt được không ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư do Baker và Wurgler (2004) đề xuất. Mặc dù kết quả nghiên cứu cho thấy động cơ nuông chiều không hiện diện hay nói cách khác, nhà quản lý không nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư khi ra quyết định chi trả cổ tức, tuy nhiên, quyết định chi trả cổ tức vẫn là một nguồn thông tin đáng tham khảo đối với nhà đầu tư vì quyết định này góp phần làm giảm mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện và thông tin bất đối xứng giữa những người trong nội bộ công ty và những nhà đầu tư bên ngoài.

Nghiên cứu này sử dụng phần bù cổ tức theo định nghĩa của Baker và Wurgler (2004) để đại diện cho cảm tính nhà đầu tư, tuy nhiên, đây có thể chưa phải là thước đo tốt nhất cho cảm tính nhà đầu tư. Do vậy, các nghiên cứu trong tương lai có thể dùng những thước đo khác cho cảm tính nhà đầu tư để xét xem liệu rằng với những thước đo đó, kết quả nghiên cứu có thay đổi hay không ■

Tài liệu tham khảo

- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend. *The Journal of Financial Research*, 26(3), 371–387.
- Alzahrani, M., & Lasfer, M. (2012). Investor protection, taxation, and dividends. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 745–762.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2000). The equity share in new issues and aggregate stock returns. *The Journal of Finance*, 55(5), 2219–2257.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307–343.
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968–979.
- Bùi Kim Phương. (2018). Tác động của vòng đời công ty đến chính sách cổ tức trường hợp các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 150, 54–61.
- Bulan, L., Subramanian, N., & Tanlu, L. (2007). On the timing of dividend initiations. *Financial Management*, 36(4), 31–65.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254.
- de Cesari, A., & Huang-Meier, W. (2015). Dividend changes and stock price informativeness. *Journal of Corporate Finance*, 35, 1–17.
- de Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *The Journal of Political Economy*, 98(4), 703–738.
- Đinh Bảo Ngọc, & Nguyễn Chí Cường. (2014). Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 290, 42–60.

- Đinh Bảo Ngọc, & Nguyễn Chí Cường. (2016). Tác động của chính sách cổ tức tiền mặt đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 232, 49–59.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43.
- Farrar, D. E., & Selwyn, L. L. (1967). Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, 20(4), 444–454.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33(9), 1730–1738.
- Ferris, S. P., Sen, N., & Yui, H. P. (2006). God save the queen and her dividends: Corporate payouts in the United Kingdom. *The Journal of Business*, 79(3), 1149–1173.
- Frazzini, A., & Lamont, O. A. (2008). Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 299–322.
- Geiler, P., & Renneboog, L. (2015). Taxes, earnings payout, and payout channel choice. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 37, 178–203.
- Greenwood, R., & Nagel, S. (2009). Inexperienced investors and bubbles. *Journal of Financial Economics*, 93(2), 239–258.
- Hoberg, G., & Prabhala, N. R. (2009). Disappearing dividends, catering, and risk. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 79–116.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jiang, F., Ma, Y., & Shi, B. (2017). Stock liquidity and dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 42, 295–314.
- Jiang, Z., Kim, A. K., Lie, E., & Yang, S. (2013). Share repurchases, catering, and dividend substitution. *Journal of Corporate Finance*, 21, 36–50.
- Kale, J. R., Kini, O., & Payne, J. D. (2012). The dividend initiation decision of newly public firms: Some evidence on signaling with dividends. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 365–396.
- Kamstra, M. J., Kramer, L. A., & Levi, M. D. (2003). Winter Blues: A sad stock market cycle. *The American Economic Review*, 93(1), 324–343.
- Kumar, A., & Lee, C. M. C. (2006). Retail investor sentiment and return comovements. *Journal of Finance*, 61(5), 2451–2486.
- Kuo, J., Philip, D., & Zhang, Q. (2013). What drives the disappearing dividends phenomenon?. *Journal of Banking and Finance*, 37(9), 3499–3514.
- Lee, C. M. C., Shleifer, A., & Thaler, R. H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *The Journal of Finance*, 46(1), 75–109.

- Lee, K. F. (2010). Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(4), 351–368.
- Li, K., & Zhao, X. (2008). Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management*, 37(4), 673–694.
- Li, W., & Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 293–308.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Liu, C., & Chen, A. S. (2015). Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis. *International Review of Financial Analysis*, 37, 194–207.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Neal, R., & Wheatly, S. M. (1998). Do Measures of investor sentiment predict returns? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4), 523–547.
- Nguyễn Khắc Quốc Bảo, & Nguyễn Thị Thùy Linh. (2016). Những nhân tố tác động đến vấn đề làm tròn cổ tức của các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 27(4), 63–80.
- Nguyễn Thị Minh Huệ. (2015). Tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 26(5), 44–59.
- Nguyễn Thị Ngọc Trang, & Bùi Kim Phương. (2017). Nghiên cứu các yếu tố quyết định đến chính sách chi trả cổ tức bằng kỹ thuật hồi quy Fama-MacBeth: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 28(9), 04–24.
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2011). Patterns in payout policy and payout channel choice. *Journal of Banking and Finance*, 35(6), 1477–1490.
- Sawicki, J. (2009). Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis. *European Journal of Finance*, 15(2), 211–230.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The Limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52(1), 35–55.
- Tangjitprom, N. (2013). Propensity to pay dividends and catering incentives in Thailand. *Studies in Economics and Finance*, 30(1), 45–55.
- Tô Thị Thanh Trúc. (2017). Tình hình chi trả cổ tức tiền mặt của các công ty niêm yết trên HOSE. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 134, 58–71.
- Trần Thị Hải Lý, & Đỗ Thị Bầy. (2015). Cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết: Bằng chứng tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 23(33), 72–78.
- Trần Thị Tuấn Anh. (2016). Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 27(2), 108–127.
- Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia. (2018). *Báo cáo tóm tắt tổng quan thị trường tài chính Việt Nam năm 2018*. Truy cập từ <http://npsc.gov.vn/wp-content/uploads/2018/12/BC->

Public-t%E1%BA%A1i-H%E1%BB%99i-th%E1%BA%A3o-v%C3%A0-website-
%E1%BB%A6y-ban_191218.pdf

- Võ Xuân Vinh. (2013). Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 197, 36–43.
- Võ Xuân Vinh. (2014). Chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 203, 48–55.
- Võ Xuân Vinh. (2015). Cơ cấu sở hữu và cổ tức trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 211, 34–44.
- Võ Xuân Vinh, & Đoàn Thị Minh Thái. (2015). Phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức-Nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 219, 55–65.
- von Eije, H., & Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89(2), 347–374.
- Wang, M. H., Ke, M. C., Lin, F. Y., & Huang, Y. S. (2016). Dividend policy and the catering theory: Evidence from the Taiwan stock exchange. *Managerial Finance*, 42(10), 999–1016.
- Whaley, R. E. (2000). The investor fear gauge. *The Journal of Portfolio Management*, 26(3), 12–17.
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. Boston: Cengage Learning.
- World Bank. (2018). Doing Business. Protecting minority investors. Retrieved from <http://www.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors>
- Zweig, M. E. (1973). An investor expectations stock price predictive model using closed-end fund premiums. *The Journal of Finance*, 28(1), 67–78.