

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

NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM – trangtcdn@ueh.edu.vn

BÙI KIM PHƯƠNG

Trường Đại học Văn Lang – buikimphuong@vanlanguni.edu.vn

Ngày nhận:

23/08/2017

Ngày nhận lại:

27/09/2017

Ngày duyệt đăng:

29/09/2017

Mã số:

0817-G19-V13

Nghiên cứu này xem xét các yếu tố quyết định đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty phi tài chính niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008–2015 bằng kỹ thuật hồi quy Fama - MacBeth. Cụ thể, nghiên cứu sẽ phân tích tác động của quy mô công ty, khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, rủi ro, vòng đời công ty, tính thanh khoản của cổ phiếu, đòn bẩy tài chính và mức độ nắm giữ tiền lên quyết định chi trả cổ tức của công ty. Kết quả chỉ ra khả năng sinh lợi, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản của cổ phiếu và vòng đời công ty đóng vai trò quan trọng trong chính sách chi trả cổ tức. Ngoài ra, cơ hội tăng trưởng và đòn bẩy tài chính cũng có tác động đến quyết định chi trả cổ tức. Trong khi đó, 2 yếu tố còn lại là quy mô công ty và rủi ro không có ảnh hưởng gì đến quyết định này.

Từ khóa:

Chính sách cổ tức; Kỹ thuật Fama - MacBeth; Khả năng sinh lợi; Mức độ nắm giữ tiền; Tính thanh khoản.

Keywords:

Dividend policy; Fama - MacBeth method; Profitability; Cash holdings; Liquidity.

Abstract

This paper examines the determinants of the dividend payout policy of non-financial firms listed on the Vietnamese stock market for the period between 2008 and 2015 using Fama and MacBeth's (1973) methodology. Specifically, we analyze the effects of firm size, profitability, growth opportunities, risk, firm life-cycle, stock liquidity, financial leverage, and cash holdings on firms' dividend payout policy. The results show that profitability, cash holdings, stock liquidity, and firm life-cycle play an important role in firms' dividend policy. In addition, growth opportunities and financial leverage are determinants of dividend policy, whereas firm size and risk do not exert any effects on dividend decision of a firm.

1. Giới thiệu

Trong tài chính doanh nghiệp, có một giả định làm nền tảng cho nhiều nghiên cứu hàn lâm, đó là quyết định của nhà quản lý nhằm mục tiêu tối đa hóa tài sản của cổ đông. Các quyết định của nhà quản trị tài chính công ty bao gồm: Quyết định đầu tư và quyết định tài trợ. Quyết định đầu tư liên quan đến việc xác định loại tài sản mà công ty muốn nắm giữ. Trong khi đó, quyết định tài trợ liên quan đến việc xác định nguồn vốn cần thiết để cung cấp cho hoạt động sản xuất kinh doanh và hoạt động đầu tư của công ty.

Bên cạnh quyết định đầu tư và quyết định tài trợ, quyết định chính sách chi trả cổ tức cũng là một vấn đề quan trọng của công ty vì nó xác định phần lợi nhuận công ty phân phối cho cổ đông và phần lợi nhuận công ty giữ lại để tái đầu tư. Chính sách cổ tức xác định quy mô và cách thức phân phối lợi nhuận cho cổ đông theo thời gian. Hội đồng quản trị sẽ quyết định chính sách cổ tức của công ty.

Quyết định chính sách chi trả cổ tức tối ưu là một lựa chọn khó khăn vì việc chi trả tác động đến cả giá trị của cổ đông và cơ hội đầu tư của công ty. Quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định chi trả cổ tức có liên quan lẫn nhau nên nhà quản lý không thể ra quyết định chi trả cổ tức mà không xem xét đến quyết định đầu tư và quyết định tài trợ. Trên thực tế, các nhà quản lý công ty cân nhắc rất cẩn thận khi lựa chọn chính sách cổ tức bởi vì họ tin rằng quyết định này sẽ ảnh hưởng đến giá trị công ty và giá trị của cổ đông. Ngoài ra, các nhà đầu tư rất xem trọng chính sách cổ tức vì họ góp vốn vào công ty với kì vọng sẽ được hoàn lại một số tiền nhất định nào đó trong tương lai. Do vậy, các nhà quản lý thường ra quyết định dựa trên quan điểm là chính sách cổ tức có tác động đến giá trị công ty mặc dù lí thuyết của Miller và Modigliani (1961) lại cho rằng chính sách cổ tức không liên quan đến giá trị công ty.

Ở Việt Nam, có khá nhiều nghiên cứu xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty, điển hình như: Võ Xuân Vinh (2013, 2015) và Tô Thị Thanh Trúc (2017), Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bảy (2015), Trần Thị Tuấn Anh (2016), Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh (2016). Hầu hết những nghiên cứu này phân tích tác động của quy mô, khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, đòn bẩy tài chính, mức độ nắm giữ tiền và rủi ro hệ thống lên chính sách cổ tức của công ty, tuy nhiên, rủi ro đặc thù và tính thanh khoản của cổ phiếu hiện chưa được xem xét khi nghiên cứu về chính sách chi trả cổ tức của công ty. Để đánh giá tổng quát và toàn diện, nghiên cứu này sẽ xem xét thêm tác động của rủi ro đặc thù, tính thanh khoản của cổ phiếu và vòng

đời công ty đến quyết định chi trả cổ tức. Bên cạnh đó, ngoài các cách xử lý dữ liệu bằng bảng mô hình hồi quy gộp (Pooled), tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM) đã được sử dụng trong những nghiên cứu trước, trong nghiên cứu này, tác giả sẽ tiếp cận vấn đề này theo một hướng khác, đó là sử dụng kỹ thuật hồi quy được Fama và MacBeth (1973) đề xuất nhằm làm phong phú thêm tài liệu học thuật về chính sách cổ tức ở Việt Nam.

Theo đó, nghiên cứu này được cấu trúc như sau: Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết và lược khảo các công trình nghiên cứu thực nghiệm có liên quan; Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu được mô tả trong phần 3; Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu và thảo luận; và phần 5 kết luận và gợi ý chính sách.

2. Cơ sở lý thuyết và lược khảo các công trình nghiên cứu thực nghiệm có liên quan

2.1. Cơ sở lý thuyết

Miller và Modigliani (1961) trình bày một phân tích về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức, tăng trưởng và định giá cổ phần. Trên cơ sở các giả định về thị trường vốn hoàn hảo (không có thuế, không có chi phí giao dịch và chi phí đại diện, tất cả mọi người đều có thông tin như nhau), Miller và Modigliani (1961) đưa ra nhận định về sự không liên quan của cổ tức. Trong thế giới lý tưởng của họ, chính sách đầu tư là yếu tố quyết định duy nhất đến giá trị công ty. Thông điệp về sự không liên quan của Miller và Modigliani cho rằng chính sách chi trả là một vấn đề kinh tế không quan trọng mà các nhà quản lý có thể bỏ qua.

Bằng cách nói lỏng một số giả định trong mô hình của Miller và Modigliani (1961), một số lý thuyết đã được phát triển nhằm giải thích cho chính sách cổ tức của công ty, bao gồm: Lý thuyết về hiệu ứng khách hàng; chi phí đại diện và lý thuyết dòng tiền tự do, thông tin bất đối xứng và lý thuyết phát tín hiệu.

2.1.1. Lý thuyết về hiệu ứng khách hàng

Nghiên cứu Miller và Modigliani (1961) cũng mở rộng tranh luận rằng trong thị trường vốn không hoàn hảo sẽ tồn tại việc ưa thích có hệ thống đối với các cổ phiếu chi trả cổ tức cao có thể dẫn đến hiệu ứng khách hàng mà trong đó, các nhà đầu tư sẽ lựa chọn những cổ phiếu theo sở thích của họ. Vì thế, chính sách cổ tức của một công ty có xu hướng thu hút các nhóm nhà đầu tư khác nhau tùy thuộc vào các nhà đầu tư này mong muốn nhận được tổng tỉ suất sinh lợi trên vốn đầu tư của họ như thế nào. Như vậy, hiệu

ứng khách hàng sẽ xảy ra khi chính sách cổ tức của công ty hướng vào sở thích của nhóm nhà đầu tư nhằm đạt được mục đích gia tăng giá trị công ty.

Tính thanh khoản và chính sách cổ tức

Do thị trường bất hoàn hảo nên các nhà đầu tư tin rằng một cổ phiếu có tính thanh khoản cao hơn thì tốt hơn và thực ra ưa thích cổ tức một phần tùy vào tính thanh khoản của cổ phiếu (Banerjee & cộng sự, 2007). Cụ thể, những người nắm giữ cổ phiếu kém thanh khoản sẽ ưa thích cổ tức để thỏa mãn cho nhu cầu tiền mặt hơn là bán cổ phiếu và gánh chịu chi phí giao dịch. Tương tự, thanh toán cổ tức cho phép nhà đầu tư giảm chi phí giao dịch một cách hiệu quả khi tái cân bằng danh mục của họ bằng cách giảm nhu cầu giao dịch các tài sản kém thanh khoản. Thật vậy, Brav và cộng sự (2005) đã thực hiện một cuộc khảo sát các giám đốc tài chính, kết quả cho thấy tính thanh khoản là một nhân tố quan trọng tác động đến quyết định chi trả cổ tức. Dong và cộng sự (2005) cùng quan điểm với Brav và cộng sự (2005) khi cho rằng các nhà đầu tư cá nhân ưa thích cổ tức một phần là do chúng có chi phí giao dịch thấp hơn cổ phiếu. Như vậy, cả về lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm đều cho rằng sự bất hoàn hảo của thị trường có tác động lớn đến quyết định chi trả cổ tức của các công ty. Khi các yếu tố khác không đổi, các công ty có cổ phiếu kém thanh khoản sẽ hấp dẫn các nhà đầu tư hơn do nhu cầu tiền mặt và mục tiêu tái cân bằng danh mục. Vì vậy, các cổ phiếu được chi trả cổ tức nhằm thỏa mãn nhu cầu của nhà đầu tư về tính thanh khoản là một biểu hiện của hiệu ứng khách hàng.

Thuế và chính sách cổ tức

Theo Miller và Modigliani (1961), trong một thế giới không có thuế, cổ đông sẽ trung lập giữa cổ tức và lãi vốn. Tuy nhiên, khi thuế suất đánh trên lãi vốn thấp hơn thuế suất đánh trên thu nhập thông thường, cổ đông là nhà đầu tư duy lý sẽ muốn nhận thu nhập dưới hình thức lãi vốn hơn so với cổ tức. Ngược lại, khi thuế suất đánh trên lãi vốn cao hơn thuế suất đánh trên thu nhập thông thường, cổ đông sẽ muốn nhận thu nhập dưới hình thức cổ tức hơn so với lãi vốn. Bởi vì các nhà đầu tư cá nhân thường có thuế suất đánh trên thu nhập thông thường cao hơn so với lãi vốn nên xét về mặt lý thuyết, các công ty sẽ không chi trả cổ tức nếu họ muốn tối đa hóa tài sản cho cổ đông. Thay vào đó, các công ty sẽ mua lại cổ phần để phân phối thu nhập, điều này cho phép các cổ đông không phải đóng thuế thu nhập cao hơn đối với cổ tức. Nếu vậy thì tại sao các công ty vẫn tiếp tục chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong khi các cổ đông của họ có thành quả sau thuế cao hơn thông qua mua lại cổ phần?

Trong nhiều thập kỉ qua, rất nhiều nghiên cứu đã được thực hiện nhằm tìm kiếm các

mảnh ghép còn thiếu của bức tranh mà Black (1976) gọi là câu đố cổ tức¹. Một trong những lí giải cho câu đố cổ tức là lí thuyết sự ưa thích về thuế. Nghiên cứu của Farrar và Selwyn (1967) được xem là nghiên cứu đầu tiên về thuế và chính sách cổ tức. Các nghiên cứu sau đó của Elton và Gruber (1970) và Elton và cộng sự (1984) tìm thấy bằng chứng cho rằng các nhà đầu tư trong khung thuế cao ưa thích các cổ phiếu có tỉ suất cổ tức thấp, trong khi các nhà đầu tư trong khung thuế thấp ưa thích các cổ phiếu có tỉ suất cổ tức cao. Bằng chứng này ủng hộ ý tưởng khách hàng cổ tức của Miller và Modigliani (1961). Nghiên cứu của Pettit (1977) sử dụng một mô hình hồi quy bội để phân tích vị thế danh mục của các tài khoản cá nhân cũng cho thấy các nhà đầu tư cá nhân trẻ hơn ở trong các khung thuế thấp và các nhà đầu tư có sự khác biệt đáng kể giữa thuế suất tính trên thu nhập thông thường và thuế suất tính trên lãi vốn ưa thích nắm giữ những cổ phiếu có tỉ suất cổ tức cao.

2.1.2. Chi phí đại diện và lí thuyết dòng tiền tự do

Lí thuyết dòng tiền tự do giả định rằng các công ty chi trả cổ tức để khắc phục vấn đề đại diện xuất phát từ sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát trong một công ty lớn có quyền sở hữu phân tán. Trong một công ty như vậy, hầu hết các nhà đầu tư không có khả năng hoặc động cơ để giám sát và kiểm soát tất cả các hoạt động của ban quản lí. Trong trường hợp đó, nhà quản lí có động cơ tham gia vào các hoạt động mà có thể không vì lợi ích tốt nhất của các nhà đầu tư.

Một biểu hiện của điều này là khi các nhà quản lí có một lượng lớn dòng tiền nhưng các cơ hội đầu tư lại hạn chế. Đầu tư quá mức thường xảy ra ở các công ty có mức dòng tiền tự do cao nhất. Các nhà quản lí vì lợi ích bản thân sẽ có động cơ đầu tư tiền mặt dư thừa vào các hoạt động có thể làm giảm giá trị công ty. Những hành động này bao gồm những đặc quyền không cần thiết hoặc mua lại và mở rộng công ty mà không có cơ sở. Do đó, các nhà nghiên cứu thường gọi kịch bản này là vấn đề đầu tư quá mức. Một giải pháp khả thi cho vấn đề này là giảm lượng tiền tự do có sẵn đối với các nhà quản lí. Jensen (1986) cho rằng chi trả cổ tức là một cách để thực hiện mục tiêu này. Easterbrook (1984) cũng đưa ra lập luận tương tự. Theo Jensen (1986), các nhà quản lí có động cơ mở rộng công ty vượt quá quy mô tối ưu bởi vì quy mô lớn hơn đòi hỏi phải tăng nguồn lực dưới sự kiểm soát của họ. Hơn nữa, các khoản lương, thưởng hay phúc lợi cũng sẽ cao hơn vì quy mô lớn hơn. Động cơ phục vụ bản thân này sẽ khiến các nhà quản lí đầu

¹ Black (1976) đã kết luận rằng: “Chúng ta càng nhìn vào bức tranh cổ tức thì nó càng giống như một câu đố, với những mảnh ghép không khớp với nhau”.

tư vào nhiều dự án mà không cân nhắc kỹ lưỡng đến việc dự án đó có khả năng làm giảm giá trị công ty hoặc có giá trị hiện tại ròng (Net Present Value – NPV) âm hay không. Để tránh sự giám sát chặt chẽ hơn của thị trường, các nhà quản lý không muốn tìm kiếm nguồn tài trợ bên ngoài để đầu tư vào các dự án có NPV âm mà họ sẽ dựa vào nguồn vốn nội bộ. Sự hiện diện của dòng tiền tự do đáng kể cho phép các nhà quản lý đầu tư quá mức. Các nhà đầu tư nhận thức được vấn đề đại diện này nên họ phản ứng tích cực với những thông báo tăng cổ tức do kì vọng vào khả năng đầu tư quá mức sẽ giảm xuống. Hàm ý quan trọng nhất của lí thuyết dòng tiền tự do là sự phân phối tiền mặt gia tăng, chẳng hạn như bắt đầu chi trả cổ tức hoặc tăng cổ tức sẽ làm tăng giá trị công ty do giảm được các vấn đề đầu tư quá mức tiềm ẩn. Ngược lại, thông báo giảm cổ tức sẽ tạo ra phản ứng thị trường tiêu cực.

2.1.3. Thông tin bất đối xứng và lí thuyết phát tín hiệu

Tiền đề của lí thuyết phát tín hiệu là do thông tin bất đối xứng hiện hữu giữa các nhà quản lý công ty và thị trường. Việc thay đổi chính sách chi trả cổ tức có khả năng phát ra các tín hiệu về công ty và do đó làm giảm sự bất đối xứng thông tin này. Miller và Rock (1985) phát triển một mô hình với giả định rằng nhà quản lý công ty biết nhiều hơn các nhà đầu tư bên ngoài về bản chất của thu nhập hiện tại của công ty. Các nhà quản lý được khuyến khích tăng chi trả cổ tức (hoặc giảm tài trợ từ bên ngoài) với mục đích tăng giá cổ phiếu thường. Miller và Rock (1985) cho rằng các nhà quản lý có thể cố gắng loại bỏ những bất đối xứng tồn tại. Miller và Rock gán các câu hỏi về chi trả cổ tức và tài trợ từ bên ngoài với khái niệm cổ tức ròng. Nghĩa là, một thông báo tài trợ thực tế là một thông báo chi trả cổ tức âm. Khái niệm này xem phát hành cổ phiếu giống như chi trả cổ tức âm. Họ cho thấy cổ tức và tài trợ là hai mặt đối lập của cùng một vấn đề. Giá trị cổ tức ròng dương có thể được xem như cổ tức, trong khi giá trị cổ tức ròng âm có thể được xem như tài trợ. Miller và Rock cho rằng một sự thay đổi bất ngờ trong thu nhập có tác động tương tự lên lợi nhuận công ty như một sự thay đổi bất ngờ trong chi trả cổ tức. Họ kết luận rằng thông báo thu nhập, cổ tức và tài trợ có liên quan chặt chẽ. Ngoài ra, xu hướng chi trả cổ tức hiện tại là cơ sở để thị trường dự phòng thu nhập trong tương lai. Chính sách cổ tức là cơ sở để phát tín hiệu về thu nhập được kì vọng trong tương lai. Ngoài ra, chính sách cổ tức là tùy nghi trong khi thông báo thu nhập thì không. Các nhà đầu tư nhận ra rằng các công ty không muốn cắt giảm cổ tức. Theo đó, nhà đầu tư có thể xem một sự gia tăng cổ tức như một tín hiệu về triển vọng thu nhập trong tương lai của công ty là tích cực.

Rất nhiều nghiên cứu đã được tiến hành trong lĩnh vực này nhưng giới học thuật vẫn chưa có được đáp án hoàn chỉnh cho câu đố cổ tức. Một khối lượng lớn các nghiên cứu cho thấy việc giải quyết vấn đề hóc búa này không đơn giản và cũng không rõ ràng. Cổ tức vẫn là một trong những bài toán gai góc nhất trong tài chính doanh nghiệp (Baker & cộng sự, 2002).

2.2. *Lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm liên quan và xây dựng giả thuyết nghiên cứu*

Cổ tức là một phần của lợi nhuận công ty, do đó, cổ tức được chi trả nhiều hay ít trước tiên phụ thuộc vào công ty đó hoạt động mang lại lợi nhuận cao hay thấp. Theo Amidu và Abor (2006), khả năng sinh lợi của công ty là một nhân tố quyết định của chính sách cổ tức. Fama và French (2002) cũng ủng hộ lập luận này: Các công ty có xu hướng tăng chi trả cổ tức khi khả năng sinh lợi tăng và tránh giữ lại lợi nhuận trong công ty. Mặt khác, theo lý thuyết về chi phí đại diện và dòng tiền tự do của Jensen (1986), các nhà đầu tư không muốn công ty có dòng tiền tự do quá cao vì lo sợ hiện tượng đầu tư quá mức nên yêu cầu chi trả cổ tức cao hơn khi có mức sinh lợi cao. Mọi tương quan này được tìm thấy trong các nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường mới nổi Thổ Nhĩ Kỳ của Adaoglu (2000) và trên thị trường Mỹ của Pruitt và Gitman (1991). Do đó, trong nghiên cứu này, giả thuyết H_1 được tác giả đề xuất như sau:

H_1 : Mối quan hệ giữa quyết định chi trả cổ tức và khả năng sinh lợi của công ty là cùng chiều.

Do quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định chi trả cổ tức thống nhất và phụ thuộc lẫn nhau nên động cơ chi trả cổ tức của công ty và mức cổ tức sẽ phụ thuộc vào tiềm năng tăng trưởng và đầu tư. Nhiều nghiên cứu chỉ ra các cơ hội tăng trưởng sẵn có sẽ làm cạn kiệt nguồn tiền có thể được sử dụng để chi trả cổ tức của công ty như: Faccio và cộng sự (2001), Gaver và Gaver (1993), Smith và Watts (1992). Theo lý thuyết vòng đời công ty, các công ty không tăng trưởng hoặc tăng trưởng chậm sẽ trả cổ tức cao vì họ đã ở trong giai đoạn trưởng thành. Trong khi đó, các công ty tăng trưởng cao có xu hướng giữ lại hầu hết lợi nhuận để giảm sự phụ thuộc vào nguồn tài trợ tốn kém từ bên ngoài (Alli & cộng sự, 1993). Nguyên nhân là do việc đầu tư vào vốn luân chuyển cần thiết để hỗ trợ tăng trưởng cao hơn dòng tiền gia tăng do tăng trưởng doanh thu (Higgins, 1981). Tuy nhiên, mối quan hệ ngược chiều giữa chi trả cổ tức và các cơ hội tăng trưởng chỉ có giá trị ở các nước có pháp luật bảo vệ mạnh đối với các cổ đông (Mitton, 2004). Trên thực tế, nếu các cổ đông cảm thấy không an toàn và nghi ngờ khả năng chia sẻ lợi nhuận trong tương lai của công ty thì họ sẽ thích nhận lợi nhuận ở hiện

tại hơn bằng cách gây áp lực buộc công ty phải trả cổ tức bất kể các cơ hội tăng trưởng có sẵn (La Porta & cộng sự, 2000). Tại Việt Nam, do thị trường còn nhiều bất ổn và hạn chế pháp lý về bảo vệ các cổ đông thiểu số, tác giả kì vọng các nhà đầu tư luôn muốn được chi trả cổ tức cho dù công ty có dự báo về các cơ hội tăng trưởng cao, do đó, tác giả đề xuất giả thuyết H_2 như sau:

H_2 : Mối quan hệ giữa quyết định chi trả cổ tức và cơ hội đầu tư của công ty là ngược chiều.

Theo Jensen và Meckling (1976), các nhà quản lý có quyền kiểm soát nhiều hơn trong các công ty lớn hơn với quyền sở hữu được phân tán nhiều hơn. Ở các công ty này, các cổ đông ít có động lực và khả năng giám sát. Vì thế, mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện và bất đối xứng thông tin tăng lên. Thông qua một tỉ lệ chi trả cổ tức cao, các công ty có thể gửi những tín hiệu tích cực cho cổ đông về triển vọng trong tương lai của công ty, thiện ý của ban quản lý và mức độ mâu thuẫn đại diện thấp (Lloyd & cộng sự, 1985). Thiện ý của ban quản lý được thể hiện không chỉ trong việc chia sẻ lợi nhuận của công ty với cổ đông mà còn trong việc sẵn sàng chịu sự giám sát của thị trường vốn khi nhu cầu về nguồn tài trợ từ bên ngoài gia tăng do mức chi trả cổ tức cao (Bhattacharya, 1979). Cả vấn đề giám sát và vấn đề không thích rủi ro đều được giảm xuống nếu công ty liên tục huy động vốn bổ sung từ thị trường. Trong trường hợp đó, nhà đầu tư có cơ hội để kiểm tra chặt chẽ hoạt động kinh doanh của công ty và ban quản lý có nhiều khả năng hành động vì lợi ích của nhà đầu tư hơn (Easterbrook, 1984). Do vậy, các công ty lớn hơn với cổ đông phân tán hơn sẽ muốn chi trả cổ tức nhiều hơn. Giả thuyết tiếp theo là:

H_3 : Mối quan hệ giữa quyết định chi trả cổ tức và quy mô của công ty là cùng chiều.

Khi nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn lên chính sách cổ tức, Crutchley và Hansen (1989) tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tỉ lệ nợ và chính sách cổ tức. Các công ty có tỉ lệ nợ cao sẽ cắt giảm cổ tức, một cách tự nguyện hoặc dưới áp lực của chủ nợ, nhằm duy trì lượng tiền mặt cần thiết cho việc hoàn thành nghĩa vụ với chủ nợ (Agrawal & Jayaraman, 1994; Faccio & cộng sự, 2001; Gugler & Yurtoglu, 2003). Ngoài ra, sự gia tăng rủi ro do sử dụng nhiều nợ làm tăng chi phí tài trợ từ bên ngoài, vì vậy, các công ty sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào lợi nhuận giữ lại. Hơn nữa, việc chi trả cổ tức thấp sẽ làm tăng vốn chủ sở hữu trên bảng cân đối kế toán và cải thiện các tỉ số đòn bẩy, chẳng hạn như tỉ số nợ trên vốn sở hữu hoặc tỉ số nợ trên tài sản, từ đó, độ tín nhiệm của công ty cũng tăng lên. Việc cải thiện những tỉ số này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho

công ty trong việc gia hạn nợ và giảm thiểu chi phí tài chính. Vì thế, mối quan hệ giữa tỉ lệ nợ và mức độ chi trả cổ tức được kì vọng là ngược chiều. Do đó, tác giả đề xuất giả thuyết tiếp theo như sau:

H₄: Mối quan hệ giữa quyết định chi trả cổ tức và mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của công ty là ngược chiều.

DeAngelo và cộng sự (2006) đề xuất lí thuyết vòng đời về cổ tức, theo đó, trong những năm đầu mới thành lập, công ty trả cổ tức ít hơn khi các cơ hội đầu tư cao hơn so với vốn được tạo ra từ nội bộ. Ngược lại, trong những năm sau đó, công ty trả cổ tức nhiều hơn để giảm thiểu khả năng dòng tiền tự do bị lãng phí do vốn được tạo ra từ nội bộ đã cao hơn các cơ hội đầu tư. DeAngelo và cộng sự (2006) chứng minh lí thuyết này bằng cách sử dụng tỉ số lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản để đại diện cho giai đoạn vòng đời của một công ty. Những nghiên cứu sau đó của Fairchild và cộng sự (2014), Banyi và Kahle (2014), Manos và cộng sự (2012) cũng tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa xu hướng chi trả cổ tức và vòng đời của công ty. Tương tự, nghiên cứu này cũng sử dụng tỉ số lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản để đại diện cho vòng đời và xem xét tác động của nó đến chính sách cổ tức của công ty qua việc kiểm định giả thuyết sau:

H₅: Mối quan hệ giữa quyết định chi trả cổ tức và vòng đời của công ty là cùng chiều.

Khi nghiên cứu về chính sách cổ tức của các công ty ở Mỹ trong giai đoạn 1963–2003, Banerjee và cộng sự (2007) tìm thấy tính thanh khoản của cổ phiếu có thể giải thích một phần cho xu hướng chi trả cổ tức của công ty. Ở những thị trường có tính thanh khoản của cổ phiếu thấp thì nhà đầu tư phải chịu chi phí giao dịch cao. Do đó, nhà đầu tư duy lí thích cổ phiếu có tính thanh khoản cao hơn và định giá thấp cổ phiếu kém thanh khoản. Theo lí thuyết hiệu ứng khách hàng, các công ty có thanh khoản thấp có xu hướng chi trả cổ tức nhiều hơn để gia tăng định giá của mình. Như vậy, tính thanh khoản của cổ phiếu tương quan ngược chiều với quyết định chi trả cổ tức của công ty. Bằng chứng thực nghiệm của Banerjee và cộng sự (2007) thống nhất với kết quả của Bulan và cộng sự (2007) khi cho rằng sự kiện bắt đầu chi trả cổ tức xảy ra thường xuyên hơn ở những công ty kém thanh khoản. Kuo và cộng sự (2013), Kale và cộng sự (2012) cũng tìm thấy mối quan hệ ngược chiều có ý nghĩa thống kê giữa quyết định chi trả cổ tức và tính thanh khoản của công ty. Do vậy, giả thuyết H₆ được đề xuất trong nghiên cứu này là:

H₆: Mối quan hệ giữa quyết định chi trả cổ tức và tính thanh khoản của cổ phiếu là ngược chiều.

Rủi ro cũng là một nhân tố quan trọng, khi các bất ổn trong tương lai càng tăng thì

công ty càng có động cơ duy trì chính sách cổ tức thấp để làm tấm đệm cho những rủi ro đó. Nhiều nghiên cứu cung cấp bằng chứng về mối quan hệ ngược chiều giữa rủi ro và chính sách cổ tức, cụ thể: Các công ty càng trưởng thành thì rủi ro càng thấp và có nhiều động cơ để chi trả cổ tức hơn. Grullon và cộng sự (2002) ủng hộ lập luận này khi xem xét các thông báo tăng và giảm cổ tức của các công ty niêm yết trên NYSE và AMEX trong giai đoạn 1982–1993. Grullon và cộng sự (2002) nhận thấy ở các công ty có sự gia tăng về cổ tức thì rủi ro hệ thống cũng giảm xuống. Ngoài ra, Kulchania (2013) tìm thấy cả rủi ro hệ thống lẫn rủi ro đặc thù đều có tác động tiêu cực lên chính sách chi trả cổ tức của công ty. Do đó, tác động của rủi ro lên chính sách cổ tức sẽ được kiểm định trong nghiên cứu này thông qua giả thuyết sau:

H₇: Mối quan hệ giữa quyết định chi trả cổ tức và rủi ro là ngược chiều.

Li và Lie (2006) tìm thấy mức độ nắm giữ tiền có tác động cùng chiều lên quyết định chi trả cổ tức. Các nghiên cứu khác như: de Cesari và Huang–Meier (2015), Bradford và cộng sự (2013) cũng đưa ra các kết quả tương tự. Vì vậy, trong nghiên cứu này, tác giả đưa thêm nhân tố này vào mô hình để kiểm định tác động của nó lên quyết định chi trả cổ tức của công ty. Giả thuyết tiếp theo được tác giả đề xuất sẽ là:

H₈: Mối quan hệ giữa quyết định chi trả cổ tức và mức độ nắm giữ tiền của công ty là cùng chiều.

Ở Việt Nam, quy mô công ty, khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, đòn bẩy tài chính, mức độ nắm giữ tiền và rủi ro hệ thống đã được xem xét trong các nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu này vẫn chưa đạt được sự đồng thuận. Chẳng hạn, trong nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2013, 2015) và Tô Thị Thanh Trúc (2017), cơ hội đầu tư có tác động ngược chiều đến chính sách cổ tức trong khi Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bảy (2015), Trần Thị Tuấn Anh (2016), Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh (2016) lại cho rằng tác động này là cùng chiều. Bên cạnh đó, những nghiên cứu này chưa xét đến một số yếu tố khác có khả năng tác động đến quyết định chi trả cổ tức của công ty, bao gồm: Rủi ro đặc thù, tính thanh khoản của cổ phiếu và vòng đời công ty. Do đó, tác giả quyết định đưa thêm các yếu tố trên vào mô hình phân tích cho nghiên cứu này.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm 474 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2008–2015. Dữ liệu cần thu thập bao gồm các chỉ tiêu trên bảng cân đối kế toán, cụ thể gồm: Tổng tài sản, tổng vốn chủ sở hữu, nợ dài hạn, tiền và các khoản tương đương tiền, lợi nhuận sau thuế chưa phân phối, chi phí lãi vay, lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp. Ngoài ra, cần phải thu thập thêm các dữ liệu tài chính khác bao gồm: Cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phần, giá đóng cửa hàng ngày của cổ phiếu, VN-Index hàng ngày, số lượng cổ phần đang lưu hành và số lượng cổ phần giao dịch hàng ngày. Dữ liệu được lấy từ Datastream.

Các ngân hàng và các tổ chức tài chính bị loại khỏi phân tích do có cấu trúc tài chính, phương pháp kế toán và quản trị doanh nghiệp đặc biệt. Mẫu bao gồm cả các công ty có trả cổ tức lẫn không trả cổ tức và không bao gồm các công ty bị hủy niêm yết. Ngoài ra, những quan sát dị biệt, không có tính đại diện cho mẫu nghiên cứu bị loại bỏ. Do đó, mẫu nghiên cứu cuối cùng gồm 2.942 quan sát công ty theo năm.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Hầu hết các nghiên cứu đã được thực hiện ở Việt Nam sử dụng dữ liệu bảng với mô hình hồi quy gộp (Pooled), tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM), trong đó, biến phụ thuộc là biến liên tục như: Tỷ lệ cổ tức tiền mặt trên doanh thu, tỷ lệ cổ tức tiền mặt trên lợi nhuận ròng hoặc tỉ suất cổ tức... Bên cạnh đó, nghiên cứu gần đây nhất của Tô Thị Thanh Trúc (2017) sử dụng mô hình logit với biến phụ thuộc nhị phân để xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến xác suất chi trả cổ tức của công ty. Tương tự Tô Thị Thanh Trúc (2017), trong nghiên cứu này, tác giả cũng sử dụng mô hình logit để phân tích quyết định chi trả cổ tức. Theo đó, mô hình logit được sử dụng để nghiên cứu vai trò của quy mô công ty, khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, đòn bẩy tài chính, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản của cổ phiếu, vòng đời công ty và rủi ro trong việc giải thích khả năng chi trả cổ tức của công ty. Cụ thể, hồi quy logit có dạng sau:

$$y_{it} = \text{logit}(\beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{DAA}_{it} + \beta_3 \text{MB}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{LTDA}_{it} + \beta_6 \text{CASH}_{it} + \beta_7 \text{TOR}_{it} + \beta_8 \text{RETA}_{it} + \beta_9 \text{SYS}_{it} + \beta_{10} \text{IDIO}_{it}) + \mu_{it}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc y_{it} là biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu công ty i có trả cổ tức trong năm t và nhận giá trị 0 nếu công ty i không trả cổ tức trong năm t .

Ngoài ra, tác giả sẽ tiếp cận vấn đề này bằng phương pháp Fama và MacBeth (1973), đây cũng là một cách để xử lý dữ liệu bảng ngoài các cách tiếp cận đã nêu ở trên. Dữ liệu bảng được sử dụng khá phổ biến trong các nghiên cứu về định giá tài sản và tỉ suất sinh lợi của danh mục đầu tư. Tuy nhiên, trong các mô hình dữ liệu bảng, phần dư có thể bị tương quan giữa các công ty dẫn đến các ước lượng hệ số và sai số chuẩn có thể bị chệch. Phương pháp Fama và MacBeth (1973) được sử dụng để ước lượng các hệ số và sai số chuẩn khi phần dư bị tương quan giữa các quan sát của các công ty khác nhau trong cùng một năm.

Trong các biến độc lập, khả năng sinh lợi thường được đại diện bằng tỉ số ROA hoặc ROE. Tuy nhiên, kết quả đạt được tương tự khi sử dụng ROE thay vì ROA, do đó, tác giả chỉ đưa ROA vào mô hình. Bên cạnh đó, trong các nghiên cứu trước, tốc độ tăng trưởng doanh thu, tốc độ tăng trưởng tổng tài sản hoặc tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách thường được sử dụng làm đại diện cho cơ hội đầu tư. Theo Fama và French (2001), tốc độ tăng trưởng tổng tài sản đo lường các cơ hội đầu tư trong hiện tại và tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách đo lường các cơ hội đầu tư trong tương lai. Vì vậy, cả hai biến này đều được đưa vào mô hình để xem xét ảnh hưởng của cơ hội đầu tư đến chính sách cổ tức của công ty. Một biến đặc tính công ty cơ bản khác là quy mô. Quy mô công ty thường được đo bằng giá trị sổ sách hoặc giá trị thị trường của tổng tài sản. Ngoài ra, Fama và French (2001) đề xuất một cách đo quy mô công ty khác, đó là bách phân vị vốn hóa thị trường của công ty, cách đo lường này có thể trung hòa bất kì một tác động nào của tăng trưởng trong quy mô một công ty điển hình qua thời gian. Do đó, tác giả cũng sử dụng thước đo này để đại diện cho quy mô công ty. Ngoài ra, tương tự phát hiện của Kuo và cộng sự (2013), tỉ số vòng quay cũng được sử dụng để đại diện cho tính thanh khoản của cổ phiếu trong mô hình phân tích.

Bên cạnh đó, nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2013), Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bầy (2015) và Trần Thị Tuấn Anh (2016) còn xem xét tác động của rủi ro hệ thống đến chính sách cổ tức của công ty được đo bằng hệ số beta của cổ phiếu. Tuy nhiên, các nghiên cứu này chưa xét đến ảnh hưởng của rủi ro đặc thù. Do đó, ngoài những yếu tố trên, tác giả sẽ đưa cả rủi ro hệ thống và rủi ro đặc thù (theo định nghĩa của Hoberg & Prabhala (2009) vào mô hình.

Ngoài ra, dựa theo những nghiên cứu trước, tác giả còn phân tích tác động của đòn

bây tài chính, vòng đời công ty và mức độ nắm giữ tiền lên quyết định chi trả cổ tức. Tóm lại, các biến độc lập trong mô hình được định nghĩa như trong Bảng 1.

Bảng 1

Định nghĩa các biến được sử dụng trong mô hình

Kí hiệu	Biến	Dấu kì vọng	Định nghĩa
ROA_{it}	Khả năng sinh lợi	+	$\frac{\text{Lợi nhuận ròng} + \text{Chi phí lãi vay}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$
MB_{it}	Cơ hội tăng trưởng	–	$\frac{\text{Giá trị thị trường của tổng tài sản}^2}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$
DAA_{it}		–	Tỉ lệ thay đổi tổng tài sản của công ty qua hai năm liên tiếp
$SIZE_{it}$	Quy mô công ty	+	Bách phân vị vốn hóa thị trường của công ty
$LTDA_{it}$	Đòn bẩy tài chính	–	$\frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$
$CASHA_{it}$	Mức độ nắm giữ tiền	+	$\frac{\text{Tiền và các khoản tương đương tiền}}{\text{Tổng tài sản}}$
TOR_{it}	Tính thanh khoản của cổ phiếu	–	$\frac{\text{Khối lượng cổ phần giao dịch bình quân}}{\text{Khối lượng cổ phần đang lưu hành bình quân}}$
$RETA_{it}$	Vòng đời công ty	+	$\frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Tổng tài sản}}$
SYS_{it}	Rủi ro	–	Rủi ro hệ thống – Độ lệch chuẩn của giá trị được dự báo từ hồi quy mô hình thị trường
$IDIO_{it}$		–	Rủi ro đặc thù – Độ lệch chuẩn của phần dư từ hồi quy mô hình thị trường

² Giá trị thị trường của tổng tài sản = Giá trị sổ sách của tổng nợ + Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu. Trong đó, Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu = Giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng trong năm x Số lượng cổ phần đang lưu hành.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 2 trình bày giá trị trung bình, trung vị và độ lệch chuẩn của các biến được sử dụng trong mô hình. Bảng 3 trình bày tương quan giữa các biến độc lập. Kết quả Bảng 3 cho thấy tương quan cặp giữa tất cả các biến độc lập không cao. Hệ số tương quan cao nhất là giữa rủi ro hệ thống (SYS) với rủi ro đặc thù (IDIO) là 0,680, và giữa vòng đời công ty (RETA) với khả năng sinh lợi (ROA) là 0,668. Do đó, hiện tượng đa cộng tuyến có thể không xảy ra trong mô hình.

Bảng 2

Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn
ROA	2.942	8,471	7,482	7,935
DAA	2.942	7,379	6,999	20,395
MB	2.942	1,216	0,964	1,145
SIZE	2.942	50	50	28,834
LTDA	2.942	9,143	2,917	13,439
CASHA	2.942	9,046	5,242	10,550
TOR	2.942	0,325	0,136	0,493
RETA	2.942	5,325	4,320	10,386
SYS	2.942	0,299	0,262	0,160
IDIO	2.942	0,013	0,012	0,005

Bảng 3

Ma trận tương quan giữa các biến độc lập

	ROA	DAA	MB	SIZE	LTDA	CASHA	TOR	RETA	SYS
DAA	0,315								
MB	0,416	0,136							
SIZE	0,156	0,208	0,214						
LTDA	−0,128	0,121	−0,048	0,347					
CASHA	0,273	0,017	0,109	−0,061	−0,218				
TOR	−0,138	0,028	−0,092	−0,037	−0,032	−0,118			
RETA	0,668	0,250	0,299	0,142	−0,129	0,301	−0,169		
SYS	−0,215	−0,131	−0,151	−0,244	−0,062	−0,021	0,004	−0,209	
IDIO	−0,166	−0,031	−0,068	−0,351	−0,012	−0,115	0,144	−0,239	0,680

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy logit. Các hệ số được báo cáo là các giá trị trung bình chuỗi thời gian theo phương pháp Fama và MacBeth (1973) của các hệ số logit chéo hàng năm. Các con số trong dấu ngoặc đơn là giá trị thống kê t tương ứng. Mô hình (1) bao gồm các biến đặc tính công ty cơ bản như quy mô công ty, khả năng sinh lợi và cơ hội tăng trưởng. Mô hình (2), (3), (4), (5) và (6) lần lượt đưa thêm các biến đại diện cho đòn bẩy tài chính, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản của cổ phiếu, vòng đời công ty và rủi ro.

Kết quả nghiên cứu cho thấy phần lớn các biến trong mô hình có ý nghĩa thống kê và mang đúng dấu kỳ vọng. Trong đó, ROA có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong tất cả các mô hình. Kết quả này tương đồng với phát hiện của Tô Thị Thanh Trúc (2017), Benavides và cộng sự (2016), Trần Thị Tuấn Anh (2016), de Cesari và Huang–Meier (2015), Võ Xuân Vinh (2015), Banyl và Kahle (2014). Bên cạnh đó, một đại diện cho cơ hội đầu tư của công ty biến MB, có ý nghĩa thống kê trong cả 5 mô hình (2), (3), (4), (5) và (6). Như vậy, kết quả ủng hộ đề xuất của Fama và French (2001) khi cũng cho rằng các công ty có khả năng sinh lợi tốt hơn với cơ hội đầu tư ít hơn có nhiều khả năng chi trả cổ tức hơn. Tuy nhiên, yếu tố quy mô lại không có tác động đến chính sách cổ tức của công ty.³

³ Khi lấy giá trị thị trường làm đại diện cho quy mô công ty, yếu tố này vẫn không có tác động đến quyết định chi trả cổ tức.

Bảng 4

Phân tích hồi quy logit về quyết định chi trả cổ tức của công ty

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROA	0,021*** (5,041)	0,020*** (4,927)	0,018*** (4,766)	0,017*** (4,704)	0,012*** (3,673)	0,011*** (3,527)
DAA	0,000 (−0,845)	0,000 (−0,648)	0,000 (−0,617)	0,000 (−0,310)	0,000 (−0,680)	0,000 (−0,868)
MB	−0,024 (−1,784)	−0,026* (−1,917)	−0,035** (−2,671)	−0,041*** (−3,534)	−0,046*** (−3,715)	−0,045** (−3,430)
SIZE	0,000 (0,003)	0,000 (0,955)	0,001 (1,241)	0,001 (0,960)	0,000 (0,674)	0,001 (1,002)
LTDA		−0,002*** (−3,707)	−0,002** (−3,052)	−0,002** (−3,254)	−0,002** (−2,909)	−0,002** (−2,924)
CASHA			0,005*** (6,589)	0,006*** (6,005)	0,005*** (5,237)	0,004*** (4,501)
TOR				−0,125*** (−6,117)	−0,118*** (−6,161)	−0,116*** (−6,025)
RETA					0,008*** (6,100)	0,008*** (6,448)
SYS						−1,279 (−0,874)
IDIO						−0,342 (−0,013)
Hằng số	0,567*** (10,740)	0,578*** (11,047)	0,542*** (10,058)	0,604*** (11,125)	0,627*** (11,991)	0,763*** (12,029)

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

Mô hình (2), (3), (4), (5) và (6) xem xét thêm tác động của đòn bẩy tài chính lên khả năng chi trả cổ tức của công ty ngoài các đặc tính công ty cơ bản trên. Kết quả cho thấy

biến đại diện của đòn bẩy tài chính có ý nghĩa thống kê trong cả 5 mô hình. Điều này có nghĩa là các công ty sử dụng nợ càng nhiều thì xác suất chi trả cổ tức càng thấp, thống nhất với nghiên cứu của Trần Thị Tuấn Anh (2016), Võ Xuân Vinh (2013), Bradford và cộng sự (2013), Kuo và cộng sự (2013) và Kulchania (2013).

Bên cạnh đó, mức độ nắm giữ tiền có ảnh hưởng đáng kể đến chính sách cổ tức của công ty. Cụ thể, mối quan hệ giữa yếu tố này với quyết định chi trả cổ tức là cùng chiều và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, nghĩa là các công ty có mức độ nắm giữ tiền càng cao thì xác suất chi trả cổ tức càng cao. Kết quả này cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Tô Thị Thanh Trúc (2017), Võ Xuân Vinh (2015), Banyl và Kahle (2014) và Bradford và cộng sự (2013).

Ngoài ra, kết quả hồi quy còn cho thấy hệ số của tỉ số vòng quay là âm và có ý nghĩa ở mức 1%. Như vậy, tính thanh khoản của cổ phiếu có tương quan ngược chiều với xác suất chi trả cổ tức. Kết quả này ủng hộ đề xuất của Banerjee và cộng sự (2007) khi cũng cho rằng ở những công ty mà cổ phiếu có tính thanh khoản thấp thì xác suất chi trả cổ tức cao và ngược lại.

Mô hình (5) và (6) cho thấy vòng đời công ty có tác động cùng chiều lên chính sách chi trả cổ tức của công ty. Kết quả này thống nhất với nghiên cứu của Banyl và Kahle (2014), Fairchild và cộng sự (2014), Manos và cộng sự (2012). Theo đó, các công ty khi đã chuyển sang giai đoạn trưởng thành có nhiều khả năng chi trả cổ tức hơn so với các công ty ở trong những giai đoạn đầu của vòng đời.

Mô hình (6) xem xét thêm vai trò của các biến rủi ro trong việc giải thích chính sách cổ tức của công ty. Kết quả cho thấy cả rủi ro hệ thống lẫn rủi ro đặc thù đều mang dấu âm, đúng như kì vọng, tuy nhiên, các hệ số này lại không có ý nghĩa thống kê. Do đó, yếu tố rủi ro không có ảnh hưởng gì đến xác suất chi trả cổ tức của công ty.

Tóm lại, thống nhất với các nghiên cứu trước, xác suất chi trả cổ tức của công ty tăng lên cùng với khả năng sinh lợi, mức độ nắm giữ tiền và vòng đời công ty. Ngược lại, xác suất chi trả cổ tức có mối quan hệ ngược chiều với các cơ hội tăng trưởng, đòn bẩy tài chính và tính thanh khoản của cổ phiếu. Trong khi đó, hai yếu tố quy mô công ty và rủi ro không có tác động đến quyết định chi trả cổ tức của công ty.

Ngoài ra, dựa trên kết quả ước lượng mô hình (6), tác động logit biên trung bình được tính toán để xem xét ý nghĩa kinh tế của một số biến giải thích. Kết quả cho thấy khi ROA và RETA tăng 1% thì xác suất chi trả cổ tức của công ty cũng tăng 1%. Tương tự, khi mức độ nắm giữ tiền tăng 1% thì xác suất chi trả cổ tức của công ty tăng 0,5%.

Ngược lại, khi TOR tăng 1% thì xác suất chi trả cổ tức của công ty lại giảm 11%.

Bảng 5

Tác động logit biên trung bình của các biến

	dy/dx	Sai số chuẩn	z	P>z	[Khoảng tin cậy 95%]	
ROA	0,010	0,003	3,330	0,001	0,004	0,016
CASHA	0,005	0,002	2,810	0,005	0,002	0,008
TOR	-0,111	0,043	-2,580	0,010	-0,195	-0,027
RETA	0,010	0,002	4,910	0,000	0,006	0,013

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Nghiên cứu này nhằm xác định các yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty phi tài chính niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008–2015. Kết quả thực nghiệm cho thấy khả năng sinh lợi, mức độ nắm giữ tiền và vòng đời công ty có tác động tích cực lên quyết định chi trả cổ tức. Ngược lại, cơ hội tăng trưởng, đòn bẩy tài chính và tính thanh khoản của cổ phiếu có tác động tiêu cực lên chính sách chi trả cổ tức của công ty. Trong khi đó, quy mô công ty và rủi ro lại không có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty.

Tại Việt Nam, do có sự bất đối xứng thông tin giữa nhà đầu tư và những người trong nội bộ công ty nên chính sách cổ tức là một trong những nguồn thông tin quan trọng ảnh hưởng đến quyết định của các nhà đầu tư. Nghiên cứu này giúp cho nhà đầu tư hiểu rõ hơn về chính sách cổ tức của các công ty. Từ đó, họ có thể dự báo chính xác hơn về chính sách chi trả cổ tức và đưa ra quyết định của mình. Cụ thể, ở một công ty có khả năng sinh lợi, mức độ nắm giữ tiền và tỉ lệ lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản cao, cũng như có ít cơ hội đầu tư, mức độ sử dụng nợ và tính thanh khoản của cổ phiếu thấp, chính sách cổ tức được dự báo sẽ ổn định hơn và là một tín hiệu đáng tin cậy hơn so với những công ty không có các đặc điểm này■

Tài liệu tham khảo

- Adaoglu, C. (2000). Instability in the dividend policy of the Istanbul stock exchange (ISE) corporations: Evidence from an emerging market. *Emerging Markets Review*, 1(3), 252–270.
- Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1994). The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory. *Managerial and Decision Economics*, 15(2), 139–148.
- Alli, K. L., Khan, A. Q., & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. *The Financial Review*, 28(4), 523–547.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2), 136–145.
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting the dividend puzzle: Do all of the pieces now fit? *Review of Financial Economics*, 11(4), 241–261.
- Banerjee, S., Gatchev, V. A., & Spindt, P. A. (2007). Stock market liquidity and firm dividend policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369–397.
- Banyi, M. L., & Kahle, K. M. (2014). Declining propensity to pay? A re-examination of the life cycle theory. *Journal of Corporate Finance*, 27, 345–366.
- Benavides, J., Berggrun, L., & Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17, 197–210.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “The bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8.
- Bradford, W., Chen, C., & Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 27, 445–464.
- Brav, A., Graham, J. R., Campell, Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527.
- Bulan, L. T., Subramanian, N., & Tanlu, L. (2007). On the timing of dividend initiations. *Financial Management*, 36(4), 31–65.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 18(4), 36–46.
- de Cesari, A., & Huang–Meier, W. (2015). Dividend changes and stock price informativeness. *Journal of Corporate Finance*, 35, 1–17.
- 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.
- Dong, M., Robinson, C. & Veld, C. (2005). Why individual investors want dividends. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 121–158.

- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68–74.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., & Rentzler, J. (1984). The Ex-Dividend Day Behavior of Stock prices, A Re-Examination of the Clientele Effect: A Comment. *The Journal of Finance*, 39(2), 551–556
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), 54–78.
- Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y. (2014). Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence. *International Review of Financial Analysis*, 31, 129–151.
- 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.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
- Fama, E. F., & Macbeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81(3), 607–636.
- Farrar, D. E., & Selwyn, L. L. (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return to investors. *National Tax Journal*, 19, 444–454.
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1–3), 125–160.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*, 75(3), 387–424.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731–758.
- Higgins, R. C. (1981). Sustainable growth under inflation. *Financial Management*, 10(4), 36–40.
- 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(4), 305–360.
- 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.
- Kulchania, M. (2013). Catering driven substitution in corporate payouts. *Journal of Corporate Finance*, 21(1), 180–195.

- Kuo, J.-M., Philip, D., & Zhang, Q. (2013). What drives the disappearing dividends phenomenon? *Journal of Banking and Finance*, 37(9), 3499–3514.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- Li, W., & Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 293–308.
- Lloyd, W. P., Jahera, J. S., & Page, D. E. (1985). Agency costs and dividend payout ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24(3), 19–29.
- Manos, R., Murinde, V., & Green, C. J. (2012). Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms. *International Review of Economics and Finance*, 21(1), 42–56.
- 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.
- Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5(4), 409–426.
- Pruitt, S. W., & Gitman, L. J. (1991). The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of Major U.S. firms. *The Financial Review*, 26(3), 409–430.
- Pettit, R. R. (1977). Taxes, transactions costs and the clientele effect of dividends. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 419–436.
- Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292.
- 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.
- Trần Thị Tuấn Anh. (2016). Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hỏi quy phân vị. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 27(2), 108–127.
- 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.
- 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.
- Võ Xuân Vinh. (2013). Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 19(197), 36–43.
- Võ Xuân Vinh. (2015). Cơ cấu sở hữu và cổ tức trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 21(211), 34–44.