

TÁC ĐỘNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐẾN GIÁ TRỊ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

TS. Nguyễn Minh Hà
 ĐH Mở TP.HCM
 Ngô Thị Mỹ Loan
 CTCP Công nghiệp Vĩnh Tường

(Tiếp theo kỳ trước)

Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng số liệu của 143 doanh nghiệp đang niêm yết trên TTCK Việt Nam, có chi trả cổ tức đầy đủ trong ba năm 2007-2009. Tất cả số liệu tài chính được lấy từ báo cáo tài chính, bản cáo bạch, thông báo chi trả cổ tức của các doanh nghiệp được công bố trên website của các công ty chứng khoán. Như vậy mỗi doanh nghiệp được theo dõi qua ba năm (3 quan sát) và các biến được theo dõi tương ứng theo từng quan sát, tổng cộng có 429 quan sát.

Kết quả thực nghiệm của nghiên cứu

Bảng 1 tóm tắt kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình DPR có giá trị trung bình là 15.934%, cao nhất là 40% và thấp nhất là 3%. DPM thể hiện cách thức chi trả cổ tức của doanh nghiệp bằng tiền mặt hoặc chi trả bằng hình thức kết hợp giữa tiền mặt và cổ phiếu hoặc chi trả bằng cổ phiếu, có giá trị trung bình gần 0,883. DFL

tương đối cao, trung bình khoảng 0,472, cao nhất là 0,873 và thấp nhất là 0,006. EPS bình quân của các doanh nghiệp trên TTCK Việt Nam là 3,430; doanh nghiệp có lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu lớn nhất là 18,703 và thấp nhất là 0,138. ROE bình quân của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam là 16,82%, trong đó doanh nghiệp có ROE cao nhất là 81,28% và thấp nhất là 0,283%. SIZE có

giá trị bình quân là 5,457, lớn nhất là 7,093 và thấp nhất là 4,249.

Bảng 2 cho thấy, đa số các cặp biến không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu. Tuy nhiên, giữa EPS và ROE, DPS và EPS, DPS và ROE có thể có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra. Để khắc phục hiện tượng đa cộng tuyến này, ta có thể loại trừ

Bảng 1: Bảng mô tả thống kê các nhân tố tác động đến giá trị doanh nghiệp

	Quan sát	Trung bình	Trung vị	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
PBV	429	2,221	1,531	11,854	0,336	1,914
DPR	429	15,934	15	40	3	5,981
DPM	429	0,883	1	1	0	0,321
DFL	429	0,472	0,496	0,873	0,006	0,225
EPS	429	3,430	3,148	18,703	0,138	2,333
ROE	429	16,823	15,552	81,286	0,284	9,511
SIZE	429	5,457	5,453	7,093	4,249	0,554

Nguồn: Kết quả truy suất từ SPSS.

Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

	PBV	DPS	DPM	DFL	EPS	ROE	SIZE
PBV	1						
DPR	0,1287	1					
DPM	-0,046	-0,039	1				
DFL	0,1163	-0,053	0,0308	1			
EPS	0,1297	0,5454	-0,025	0,0786	1		
ROE	0,3683	0,4338	0,0082	0,1771	0,5249	1	
SIZE	0,0285	0,0799	0,0525	0,2171	0,0915	-0,01	1

Nguồn: Kết quả truy suất từ SPSS.

một trong hai biến trong mô hình chạy hồi quy. Kết quả thể hiện trong mô hình 02 là thể hiện loại trừ EPS và ROE trong mô hình để kiểm tra DPS. Mô hình 03 là loại trừ biến ROE để kiểm tra EPS. Trong mô hình 04 chúng ta đưa hết các biến vào để xem xét và kết quả cho thấy EPS và ROE có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra.

ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong mô hình 02 và mức 5% trong mô hình 03; EPS có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong mô hình 04 và mức 5% trong mô hình 03; ROE có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong mô hình 04; SIZE có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong mô hình 04 và mức 10% trong mô hình 02, 03. Tuy nhiên, biến hình thức chi trả

hồi quy của DPR trong cả bốn mô hình đều mang dấu dương (+). Dấu của hệ số hồi quy mang dấu dương (+) thể hiện quan hệ đồng biến với giá trị doanh nghiệp, thỏa kỳ vọng của mô hình nghiên cứu. Nếu các điều kiện khác không thay đổi thì khi doanh nghiệp chi trả cổ tức càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng gia tăng.

Bảng 3: Kết quả hồi quy của mô hình nghiên cứu

	Mô hình 01		Mô hình 02		Mô hình 03		Mô hình 04	
	Hệ số	Std. Error	Hệ số	Std. Error	Hệ số	Std. Error	Hệ số	Std. Error
Hằng số	0,739***	0,270	-0,737	0,665	-0,692	0,662	-1,565**	0,616
Tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR)	0,048***	0,010	0,048***	0,010	0,031**	0,010	0,021*	0,011
Cách thức chi trả cổ tức (DPM)	0,054	0,198	0,0158	0,196	0,017	0,195	-0,075	0,179
Đòn bẩy tài chính (DFL)			0,813***	0,286	0,731**	0,286	0,2295	0,2692
Quy mô (SIZE)			0,2014*	0,117	0,195*	0,116	0,341***	0,108
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS)					0,078**	0,032	-0,148***	0,039
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE)							0,081***	0,009
Biến kiểm soát năm (Biến giả)	Có kiểm soát		Có kiểm soát		Có kiểm soát		Có kiểm soát	
R bình phương (R-squared)	0,5336		0,5485		0,5548		0,6252	
R bình phương điều chỉnh (Adjusted R-squared)	0,5292		0,5421		0,5474		0,618	
Log likelihood	-723,2		-716,2		-713,2		-676,3	
Thống kê F (F-statistic)	121,2966		85,44026		74,94813		87,56659	
Mức ý nghĩa của F	0,000		0,000		0,000		0,000	

Ghi chú: *** ý nghĩa ở mức 1%, ** ý nghĩa ở mức 5%, ý nghĩa ở mức 10%.

Nguồn: Kết quả truy suất từ SPSS.

Bảng 3 cho thấy kết quả hồi quy về tác động của CSCT đến giá trị doanh nghiệp. Theo kết quả nghiên cứu tại Bảng 3, có 5 biến tác động đến giá trị doanh nghiệp có ý nghĩa thống kê: DPR có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở mô hình 01, 02; có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đối với mô hình 03 và mức 10% trong mô hình 04; DPM không có ý nghĩa thống kê; DFL có

cổ tức không có ý nghĩa thống kê, nên không thể giải thích tác động của biến này đến giá trị doanh nghiệp.

Kết quả phân tích hồi quy của từng biến như sau:

DPR trong cả mô hình hồi quy 01, 02 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, trong mô hình 03 có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và đối với mô hình 04 biến tỷ lệ chi trả cổ tức có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Hệ số

Kết quả này phù hợp với mô hình của Myron Gordon (1963) và chỉ ra sự tác động của tỷ lệ chi trả cổ tức đến giá trị của các doanh nghiệp trên TTCK Việt Nam. Kết quả này cũng giống với kết quả nghiên cứu của Walter (1963) và Gordon (1962).

Các doanh nghiệp có xu hướng muốn duy trì mức cổ tức cao để tạo lòng tin cho các nhà đầu tư, từ đó tác động nâng cao giá trị doanh nghiệp. CSCT ở một số doanh nghiệp đang trở thành công cụ để đánh bóng hình ảnh. Các doanh nghiệp luôn cố giữ tốc độ tăng trưởng (theo tài sản hoặc doanh thu) trên mức trung bình để chứng minh một cách thuyết phục rằng việc tái đầu tư của doanh nghiệp sẽ tạo ra một suất sinh lợi cho nhà đầu tư lớn hơn là việc trả cổ tức, có nghĩa là khi doanh nghiệp tăng trưởng chậm nghĩa là các cơ hội đầu tư trong tương lai không triển vọng lắm, giá cổ phiếu sẽ không tăng nhiều và lúc này doanh nghiệp nên chi trả cổ tức cho các cổ đông.

Thực tế, khi đầu tư vào một cổ phiếu, đối với một số nhà đầu tư thì sự tăng trưởng từ giá cổ phiếu (giá trị doanh nghiệp) là yếu tố quan trọng hàng đầu. Tuy nhiên, một số nhà đầu tư hoặc nhà đầu tư tiềm năng cần có thu nhập từ hoạt động hàng ngày lại quan tâm chủ yếu đến cổ tức trên cổ phiếu và quá trình tăng ổn định của cổ tức được trả. Do đó, các doanh nghiệp thường không muốn phải giảm tỷ lệ chi trả cổ tức hay cổ tức không ổn định, vì có thể ảnh hưởng đến quyết định của các nhà đầu tư trong tương lai, đồng thời ảnh hưởng tác động xấu đến giá trị của doanh nghiệp trên thị trường.

Khi một doanh nghiệp gặp khó khăn trong năm và quyết định trả cổ tức vượt quá mức lợi nhuận (thay vì không trả cổ tức) thì chính sách này chỉ áp dụng trong ngắn hạn, trong trường hợp này phải có căn cứ để khẳng định, lợi nhuận nhanh chóng hồi phục và đạt mức cao hơn so với cổ tức, vì CSCT gia tăng vững chắc được xem như là một dấu hiệu mạnh mẽ nhất cho thấy doanh nghiệp đang tiếp tục thành công.

DPM trong bốn mô hình hồi quy có P-value > 0,1 nên không có ý nghĩa thống kê. Như vậy từ kết quả nghiên cứu có thể thấy rằng, cách thức chi trả cổ tức của các doanh nghiệp Việt Nam không tác động đến giá trị doanh nghiệp. Các doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền hoặc hoặc kết hợp

chi trả bằng tiền mặt và cổ phiếu, cũng như chi trả bằng cổ phiếu sẽ không làm thay đổi giá trị doanh nghiệp.

DFL trong mô hình hồi quy 02 có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và trong mô hình 03 có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Hệ số hồi quy DFL trong cả hai mô hình đều dương thể hiện quan hệ đồng biến với giá trị doanh nghiệp, nghĩa là tỷ số nợ của doanh nghiệp càng tăng thì làm tăng giá trị doanh nghiệp.

EPS trong mô hình 03 có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và trong mô hình 04 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số hồi quy của EPS là 0,078. Hệ số hồi quy mang dấu (+) thể hiện quan hệ đồng biến với giá trị doanh nghiệp; nghĩa là lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu của doanh nghiệp tăng, sẽ là yếu tố tác động làm tăng giá trị doanh nghiệp; kết quả này cũng phù hợp với các kết quả nghiên cứu của một số nghiên cứu. Theo Trần Đức Nam (2010), chỉ số EPS biến động có ảnh hưởng lớn tới giá cổ phiếu, các nhà đầu tư rất quan tâm đến chỉ số EPS. Raigopal và đồng tác giả (2007) cũng cho rằng trên thực tế phản ứng của thị trường khi EPS của doanh nghiệp càng cao thì giá cổ phiếu của doanh nghiệp đó càng tăng mạnh, tức là giá trị doanh nghiệp càng gia tăng.

ROE trong mô hình 04 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số hồi quy của biến lợi nhuận

ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) là 0,081. Hệ số hồi quy mang dấu (+), tức là quan hệ đồng biến với giá trị doanh nghiệp, nghĩa là lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp càng tăng thì làm tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả này khó có thể kết luận về mối quan hệ này vì có thể có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra giữa EPS và ROE.

SIZE trong mô hình 04 có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và trong mô hình 02 và 03 có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Hệ số hồi quy của SIZE mang dấu (+) trong cả ba mô hình hồi quy 02, 03 và 04 cho thấy quy mô của doanh nghiệp càng lớn tác động làm tăng giá trị doanh nghiệp càng nhiều.

Kết luận và gợi ý giải pháp

Nghiên cứu này nhằm xem xét và phân tích sự ảnh hưởng của CSCT đến giá trị của các doanh nghiệp đối với các doanh nghiệp đang niêm yết trên TTCK Việt Nam, cụ thể là: nghiên cứu mối quan hệ giữa CSCT và giá trị doanh nghiệp; nghiên cứu mức độ tác động của CSCT đến giá trị doanh nghiệp. Một số phát hiện chính yếu như sau: tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ đồng biến với sự gia tăng giá trị doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng gia tăng và ngược lại. Tuy nhiên, cách

thức chi trả cổ tức không có ý nghĩa thống kê, nghĩa là các doanh nghiệp dù chi trả cổ tức dưới hình thức tiền mặt hoặc bằng hình thức kết hợp tiền mặt và cổ phiếu, hoặc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu cũng không làm thay đổi giá trị doanh nghiệp.

Quyết định tỷ lệ chi trả cổ tức ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp nên một doanh nghiệp có thu nhập ổn định thường sẽ có khả năng chi trả cổ tức ổn định. Doanh nghiệp cần phải dự tính trước nhằm chủ động trong việc hoạch định dòng tiền và lập kế hoạch chi trả cổ tức cho các cổ đông hiện hữu để làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Các nhà đầu tư luôn có khuynh hướng lựa chọn các doanh nghiệp có tình hình hoạt động kinh doanh tốt để đầu tư dài hạn, do đó vận dụng CSCT tốt sẽ làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, đề tài này chưa nghiên cứu việc xác định tỷ lệ chi trả cổ tức hợp lý, đây là nhược điểm của đề tài và sẽ nghiên cứu tiếp trong những đề tài sau ■

Tài liệu tham khảo

1. Nguyễn Minh Hà (2010a), Tác động của quy mô và tuổi đời doanh nghiệp đến tăng trưởng của doanh nghiệp ở Việt Nam, Tạp chí Khoa học Trường ĐH Mở TP.HCM, số 2 (17)-2010.
2. Nguyễn Minh Hà (2010b), Mối quan hệ giữa đòn cân nợ và tăng trưởng của các doanh nghiệp ở Việt Nam, Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, số 56, tháng 11/2010.
3. Trần Đức Nam (2010), Một số thông tin thú vị về EPS, trang <http://vinase.com/forums/entry.php>

4. Anup, C. và Suman, P. C. (2010), "Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh", *BEH - Business and Economic Horizons*, Vol.3, No.3.
5. Brealey, R. A và Myers, S. C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, 7th edition, Mc.Graw Hill
6. Brigham, E.F. và Houston, J. F. (2003), *Fundamentals of Financial Management*, NXB South-Western College Pub.
7. Dunne, P. and Hughes, A. (1994), Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 42, No.2.
8. Evan D. S. (1987), *The Relationship Between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries*, *The Journal of Industrial Economics*, Vol.35, No. 4, *The Empirical Renaissance in Industrial Economics*.
9. Fama.E and French.K (2002), Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *The review of Financial Studies*, Vol 15, No 1.
10. Gordon, M.J. (1963), Optimal investment and financing policy, *Journal of Finance*, Vol. 18 No. 2.
11. Graham, J. R., Harvey, C. R. và Rajgopal, S. (2005), The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, *Journal of Accounting & Economics*, Vol 40, No.1.
12. Graham, Benjamin and Dodd, D.L. (1962), *Security Analysis*, McGraw-Hill Publishing Company, New York.
13. Hall, B. H. (1987), *The Relationship between Firm Size and Firm Growth in the US Manufacturing Sector*, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 35, No. 4.
14. Kelly, J. R. (1974), *Dividend policy and the valuation of the firm*, A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, Rice University, Ph.D., Economics, Finance
15. Lintner, J. (1956), Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes, *American Economics Review*, Vol. 46 No. 2.
16. Majumdar, S. (1997), *The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India*, *Review of Industrial Organization* Vol. 12
17. Miller, M. and Modigliani, F. (1961), Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business*, Vol. 34, No.3.
18. Miller, M. and Modigliani, F. (1963), *Corporation Incoms Taxes and the cost of Capital: A correction*, *The American Economic Review*, Vol 53, No.3.

19. Olsen, B. và Elango, B. (2005), *Do Multinational Operations Influence Firm Value? Evidence from the Triad Regions*, *International Journal of Business and Economics*, Vol. 4, No. 1.
20. Ross, F.C., Westerfield, S.A., và Jordan, B.D. (2003), *Fundamentals of Corporate Finance*, 6th edition, Mc.Graw Hill.
21. Sharma, A.K.(2006), *Financial Leverage and Firm's Value: A study of capital Structure of Selected Manufacturing Sector Firms in India*, *The Business Review*, Vol. 6 No.2.
22. Walter, J.E. (1963), Dividend policy: its influence on the value of the enterprise, *Journal of Finance*, Vol. 18 No. 2.
23. Wing, C. C. K. và Yiu, M. F. K. (1995), *Firm Size and Performance of Manufacturing Enterprises in P.R. China: The Case of Shanghai's Manufacturing Industries*, *Small Business Economics* Vol 9.
24. Arsiraphongphisit, O., and Ariff, M. (2004). Optimal capital structure and firm value Australian evidence: 1991-2003, trang http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/17-arsiraphongphisit_paper.pdf
25. Bhayani, S. J. (2009), *Impact of financial leverage on cost of capital and valuation of firm: a study of Indian Cement Industry*, *Paradigm*, trang <http://www.thefreelibrary.com>.
26. Harjito et al (2009), *The Influence Of Insider Ownership, Dividend Policy And Debt Policy to The Firm Value at Companies Which are Enlisted in Indonesia Stock Exchange*, Faculty of Economics-Universitas Sarjana wiyata Tamansiswa Yogyakarta, trang <http://fekon.unand.ac.id/icbe/images/Paper>.
27. Rayan, K. (2008), *Financial leverage and Firm Value*, Thesis of Master of Business Administration, University of Pretoria, trang <http://upetd.up.ac.za/thesis/available/etd-03162010-143159/unrestricted/dissertation.pdf>.
28. Raigopal, S., Shivakumar, L. và Simpson, A. (2007), *A Catering Theory of Earnings Management*, trang <http://tippie.uiowa.edu/accounting/mcgladrey/pdf/shivakumar.pdf>.

