TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ MỘT SỐ GỢI Ý

TS. NGUYỄN NGỌC HUY, TRƯƠNG THỊ MỸ TRÂM - *Đại học Kinh tế – Luật*

Nghiên cứu này kiểm định mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp với dữ liệu gồm 920 quan sát của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh từ năm 2011 đến năm 2015. Nghiên cứu sử dụng cả ba mô hình ước lượng dữ diệu bảng tĩnh và động, pool OLS để kiểm định mối quan hệ này. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp. Chính sách cổ tức bằng tiền có tác động lớn đến giá trị doanh nghiệp, cổ tức bằng cổ phiếu tác động không nhiều và không có ý nghĩa thống kê.

• *Từ khóa: Chính sách cổ tức, giá trị doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, lợi nhuận.*

Nghiên cứu về tác động của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp

Chính sách cổ tức là vấn đề quan trọng trong quản lý tài chính với mục tiêu cuối cùng là tối đa hóa giá trị công ty. Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã được tiến hành để xác định mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp (DN) nhưng không đạt được sự thống nhất. Theo Miller và Modigliani (1961), trong điều kiện thị trường hiệu quả thì chính sách cổ tức không hề tác động đến giá trị DN, trong khi Litzenberger & Ramaswamy (1979), Dyl&Weigand (1998)... lại phản đối, chia thành trường phái tả khuynh cấp tiến tán thành việc chi trả cổ tức thấp và ngược lại trường phái hữu khuynh bảo thủ bảo vệ quan điểm chi trả cổ tức cao sẽ làm tăng giá trị DN.

Peixin Wang, Jiaming YU và Jiawen Cui (2013) sử dụng phương pháp phân tích thống kê và hồi quy OLS tác động chính sách cổ tức đến giá trị của 132 công ty bất động sản Trung Quốc với số liệu từ năm 2007 đến năm 2010. Kết quả chỉ ra rằng, chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị của các công ty nghiên cứu. Đồng thời, cho thấy có mối tương quan thuận giữa giá trị DN với cổ tức bằng tiền mặt và tương quan nghịch với cổ tức bằng cổ phiếu. Cổ tức bằng tiền mặt có ảnh hưởng lớn hơn đến giá trị DN so với cổ tức bằng cổ phiếu. Mặt khác, chính sách cổ tức hỗn hợp sẽ có tác động mạnh hơn từng chính sách riêng lẻ. Trong khi đó, Fang Hu và Xiude Chen (2012) phát triển một cái nhìn mới về chính sách cổ tức năng động trên thị trường Trung Quốc bằng dữ liệu bảng từ 2002 đến 2011. Hai nhà nghiên cứu này đã ước lượng mô hình điều chỉnh từng phần và kết luận chính sách cổ tức ổn định có mối tương quan thuận với giá trị DN.

Tại Việt Nam, đã có nhiều nghiên cứu về chính sách cổ tức của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán nhưng những nghiên cứu trước đây chỉ đưa ra các phân tích về chính sách cổ tức và các nhân tố tác động, cũng như một vài nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức đến giá trị thị trường cổ phiếu, hay tiến hành những cuộc khảo sát ý kiến chuyên gia về mối quan hệ này. Tuy nhiên, những nghiên cứu này chủ yếu sử dụng giá cổ phiếu để đo lường giá trị DN, trong khi giá cổ phiếu phụ thuộc rất nhiều yếu tố. Do vậy, tác giả thực hiện nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của chính sách cổ tức đến giá trị của các DN bằng các chỉ tiêu đo lường phù hợp hơn, kiểm định sự tồn tại mối quan hệ phi tuyến bằng mô hình bậc hai. Từ đó, gợi ý cho các DN Việt Nam đưa ra chính sách cổ tức tối ưu.

Trần Thị Hải Lý (2012) khảo sát các nhà quản lý DN Việt Nam về quan điểm của họ đối với chính sách cổ tức và tác động đến giá trị DN. Nghiên cứu được tiến hành trên 76 bảng đạt yêu cầu, sử dụng phương pháp khảo sát bằng một bảng câu hỏi đóng, thiết kế theo thang đo Likert. Kết quả cho thấy, các nhà quản lý đồng ý thiết lập chính sách cổ tức tối ưu để tối đa hóa giá trị DN và tính toán chính sách cổ tức để tiết kiệm thuế cho cổ đông, nhưng không ủng hộ lập luận cổ tức cao giảm rủi ro cho nhà đầu tư. Quan điểm về tín hiệu của chính sách cổ tức là hỗn hợp.

Tên biến	Đo lường	Viết tắt
Tobin Q	(Giá Cổ phiếu cuối kỳ năm t * Cổ phiếu lưu hành cuối kỳ năm t + Nợ năm t)/ (Tổng tài sản năm t)	Tobin Q
Tỷ suất cổ tức bằng tiền	Cổ tức bằng tiền chia trong năm t / Giá cuối kỳ năm t	Div_yield
Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu	Tỷ lệ chi trả Cổ tức bằng cổ phiếu chia trong năm t	Div_S
Quy mô doanh nghiệp	Ln (Tổng tài sản năm t)	Size
Tăng trưởng	(Doanh thu năm t – Doanh thu năm t-1) / Doanh thu năm t-1	Growth
Lợi nhuận	EPS năm t	EPS
Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	Tiền mặt trung bình năm t / Tổng tài sản trung bình năm t	Cash
Đòn bẩy	Tổng nợ năm t / Tổng tài sản	Lev

Vũ Văn Lá (2013) cũng nghiên cứu về chính sách cổ tức và giá trị DN của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2007 đến năm 2012. Nghiên cứu cũng đã nêu được vai trò quan trọng và chính sách cổ tức phù hợp theo từng giai đoạn. Tuy nhiên, bài viết chỉ tổng hợp, quan sát, phân tích dựa trên số liệu đã công bố mà không lập câu hỏi khảo sát, đo lường mức độ tác động của chính sách cổ tức lên giá trị DN.

Võ Xuân Vinh (2014) nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến dao động giá cổ phiếu. Bài viết sử dụng phương pháp phân tích mô hình hồi quy dữ liệu bảng với dữ liệu từ 103 công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh từ năm 2008 đến năm 2012. Kết quả cho thấy, tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động cùng chiều với dao động giá cổ phiếu và lợi tức cổ phiếu có tác động ngược chiều với dao động giá cổ phiếu. Ngoài ra, còn có các yếu tố khác tác động cùng chiều lên dao động giá cổ phiếu như tỷ lệ nợ dài hạn, tăng trưởng tài sản, còn biến quy mô công ty và lợi nhuận có tác động ngược chiều dao động giá cổ phiếu.

Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu về chính sách cổ tức và giá trị DN của 184 DN phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh từ năm 2011 – 2015 được thu thập từ Báo cáo tài chính và Thông báo chi trả cổ tức trên trang web của DN. Dữ liệu nghiên cứu đảm bảo được các tiêu chuẩn: Các công ty được niêm yết trước ngày 1/1/2011 và báo cáo tài chính phải được công bố đầy đủ; Các công ty tài chính - ngân hàng sẽ được loại ra khỏi mẫu vì cấu trúc và chế độ kế toán có sự khác biệt đáng kể; Các công ty không bị hủy niêm yết trong thời gian 2011 - 2015, cổ phiếu được giao dịch liên tục trong khoảng thời gian này; DN có lượng cổ phiếu giao dịch bình quân hàng ngày trong 6 tháng cuối năm 2015 dưới 1000 cổ phiếu sẽ được loại bỏ, vì những DN thanh khoản kém thì đo lường giá trị DN theo giá trị thị trường thường không chính xác.

Dựa trên tổng quan lý thuyết và kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước đây, bài viết sử dụng thêm hàm bậc hai để kiểm định nhằm làm rõ nghi ngờ về sự tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa chính sách cổ tức và giá trị DN. Mô hình được sử dụng để kiểm định mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị DN được sử dụng như sau:

$$Tobin\ Q = \alpha + \beta1Div_yield + \beta2Div_yield2 + \beta3\ Div_S + \beta4\ Size + \beta5Growth + \beta6EPS + \beta7Cash + \beta8Lev + \varepsilon$$

Tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động cùng chiều với dao động giá cổ phiếu và lợi tức cổ phiếu có tác động ngược chiều với dao động giá cổ phiếu. Ngoài ra, còn có các yếu tố khác tác động cùng chiều lên dao động giá cổ phiếu như tỷ lệ nợ dài hạn, tăng trưởng tài sản, còn biến quy mô công ty và lợi nhuận có tác động ngược chiều dao động giá cổ phiếu.

Biến phụ thuộc trong mô hình là giá trị DN. Tác giả sử dụng các biến đại diện cho chính sách cổ tức bao gồm: Tỷ suất chi trả cổ tức bằng tiền, tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng một số biến kiểm soát khác bao gồm: Lợi nhuận, khả năng tăng trưởng, quy mô DN, đòn bẩy tài chính, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt.

Giá trị DN được đo lường bằng chỉ số TobinQ. Bởi vì, nếu dùng trực tiếp giá cổ phiếu để đo lường giá trị DN thì không đủ chính xác, giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi những yếu tố bên ngoài khác và thay đổi thường xuyên.

Để thực hiện kiểm định giả thuyết đặt ra, nghiên cứu này chạy hồi quy tuyến tính bình phương nhỏ nhất tổng quát (Pooled OLS) trước. Mục đích nhằm tránh sự thiếu sót các nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến giá trị DN và dẫn đến việc đưa ra kết quả các hệ số hồi quy bị sai lệch, mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định (Fixed Effects) và mô hình

hồi quy ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effects) cũng được sử dụng.

Kết quả nghiên cứu

Thống kê mô tả

Giá trị TobinQ có giá trị trung bình là 0.842 với độ lệch chuẩn 39%, chênh lệch giữa giá trị nhỏ nhất 0.0036 và giá trị lớn nhất 5.8291 không nhỏ; đồng thời chỉ tiêu Skewness và Kurtosis cho thấy phân phối nhọn và lệch phải. Tương tự tỷ suất cổ tức bằng tiền và tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu giá trị trung bình, lần lượt là 0,1 và 0.02, độ lệch chuẩn 11.57% và 9,64%, phân phối nhọn và lệch phải. Như vậy, có thể thấy các biến trong mô hình không đạt được phân phối chuẩn.

Hệ số tương quan giữa các biến không có cặp nào lớn hơn 0,8. Do đó, khi sử dụng mô hình hồi quy sẽ ít có khả năng gặp hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến.

Kết quả hồi quy

PHƯƠNG PHÁP ƯỚC LƯỢNG	KẾT QUẢ
Pool OLS	Tobin Q = -1.068 – 1.1713 * Div_yield +0.7384* Div_yield2 +0.3883 Div_S + 0.0647***Size –0.0099 Growth + 0.00002* EPS+ 0.5289***Cash + 0.154 Lev+ ε (R2 = 17.55%)
Mô hình FEM	Tobin Q= -6.912 – 1.0702* Div_yield + 1.1955* Div_yield2 + 0.1247 Div_S + 0.2818* Size - 0.0021 Growth + 4.17 e-6 EPS + 0.6311***Cash – 0.154 Lev+ ε (R2 = 18,4%)
Mô hình REM	Tobin Q= -2.4565 – 1.1615* Div_yield + 1.1194* Div_yield2+ 0.1715 Div_S + 0.1177* Size - 0.0028 Growth + 0.0000124* EPS+ 0.6329** Cash + 0.0367 Lev+ ε (R2 = 15,81%)

*Trong đó: *; ** và ***: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%*

Từ kết quả hồi quy trên ta thấy, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị DN và tỷ suất chi trả cổ tức bằng tiền dựa trên phương trình bậc hai theo ba phương pháp ước lượng OLS, FEM, REM. Kiểm định Hausman cũng cho thấy, mô hình FEM là mô hình tĩnh phù hợp nhất. Kết quả hồi quy dựa trên mô hình ước lượng FEM cho thấy hệ số Div_yield âm và có ý nghĩa thống kê tại mức 1% (hệ số ước lượng -1,070), trong khi hệ số Div_yield2 dương và có ý nghĩa thống kê tại 1% (hệ số 1.1955). Kết quả này hàm ý tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị DN và tỷ suất cổ tức bằng tiền. Biến tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu không có ý nghĩa ở mức 10% cả ba mô hình. Biến Size và Cash tương quan dương với giá trị DN tại mức ý nghĩa 10%. Trong khi EPS không ảnh hưởng đến giá trị DN ở mô hình FEM, thì EPS lại có tác động đến giá trị DN trong ước lượng Pool OLS và REM.

Nhìn chung, mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị DN và tỷ suất cổ tức bằng tiền cho thấy, DN đánh đổi giữa chi phí và lợi ích của việc chi trả cổ tức nhằm tối đa hóa giá trị DN. Khi DN chi trả cổ tức thấp hơn mức tối ưu, chi phí chi trả cổ tức sẽ chiếm ưu thế. Do đó, DN sẽ gia tăng mức chi trả này nhằm tối đa hóa. Ngược lại, khi vượt qua mức tối ưu, càng giữ lại lợi nhuận nhiều, giá trị DN càng giảm.

Kết luận và gợi ý

Nhìn chung tỷ suất chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh giai đoạn 2011-2015 có xu hướng giảm. Các công ty có thể chi trả cổ tức dưới dạng tiền mặt hoặc cổ phiếu hoặc kết hợp chi trả cổ tức bằng tiền mặt và cổ phiếu. Tuy nhiên, tỷ suất chi trả cổ tức bằng tiền mặt là hình thức phổ biến và đóng góp khá lớn vào giá trị DN, trong khi tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu đóng góp không lớn và không mang ý nghĩa thống kê.

Không giống các nghiên cứu trước đây, ở nghiên cứu này tác giả sử dụng biến tỷ suất cổ tức bằng tiền để đo lường chính sách cổ tức nên cho ra kết quả chính sách cổ tức có mối quan hệ phi tuyến với giá trị DN. Nghiên cứu chỉ dừng lại ở việc xác định sự tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa chính sách cổ tức và giá trị DN mà chưa xác định được giá trị ngưỡng tối ưu của chính sách cổ tức nhằm tối đa giá trị DN. Từ đó, phần nào gợi ý cho các nghiên cứu tiếp theo xác định mức chi trả cổ tức tối ưu để đạt được giá trị cao nhất cho DN.

Tài liệu tham khảo:

1. *Fang Hu, Xiude Chen (2012), "Dividend smoothing and firm value: evidence from Chinese firms", International conference on information management Innovation management and industrial engineering, pp. 98- 101;*
2. *Jacinta Winarto (2015), "Determinants of manufacturer firm value in Indonesia stock exchange", International Journal of Information Business and management, Vol 7 No.4 2015, pp. 323-349;*
3. *Trương Đông Lộc (2013), "Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội", Tạp chí Khoa học đào tạo và Ngân hàng, 135, trang 37-45;*
4. *Trần Thị Hải Lý (2012), "Chính sách cổ tức và giá trị DN", Tạp chí phát triển và hội nhập, 4, trang 13-20;*
5. *Vũ Văn Lá (2013), "Chính sách cổ tức và giá trị DN", Luận văn thạc sĩ tài chính – ngân hàng Trường Đại học kinh tế – Đại học Quốc Gia Hà Nội;*
6. *Báo cáo tài chính và Thông báo chi trả cổ tức của 184 DN phi tài chính niêm yết trên HSX giai đoạn 2011 – 2015.*