

CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH (HOSE)

Nguyễn Thị Hương*, Lê Thị Thanh Hảo, Bùi Thị Lâm

Khoa Kế toán và Quản trị kinh doanh, Học viện Nông nghiệp Việt Nam

Email : huong_nt68@yahoo.com*

Ngày gửi bài: 27.01.2015

Ngày chấp nhận: 28.10.2015

TÓM TẮT

Nghiên cứu được tiến hành nhằm mục đích tìm hiểu chính sách cổ tức và các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Phương pháp thống kê mô tả và hồi quy đa biến được sử dụng trong phân tích 154 công ty có thời gian niêm yết liên tục trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) từ 2009 - 2013. Kết quả cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty có xu hướng giảm trong giai đoạn nghiên cứu. Khả năng sinh lời (ROE) và quy mô của công ty là những chỉ tiêu quan trọng và có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty trên HoSE. Các kết quả này có thể được sử dụng như những chỉ dấu quan trọng giúp nhà đầu tư ra quyết định khi tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán.

Từ khóa: Chính sách cổ tức, HoSE, ROE, tỷ lệ chi trả cổ tức.

Dividend Policy of Listed Firms in Ho Chi Minh Stock Exchange (Hose)

ABSTRACT

This study was conducted to examine general information of dividend policy and the determinants of dividend payout ratio of listed firms in stock market in Viet Nam. To achieve these objectives, 154 firms listed in Ho Chi Minh stock exchange (HoSE) were selected and analyzed using descriptive analysis and multiple regression in period 2009- 2013. Results reveal that the profitability (ROE) and the firm's size had positive significant effects on dividend payout ratio of firms in HoSE. These points can be used as reference to make investment decisions in HoSE.

Keywords: Dividend policy, dividend payout ratio, HoSE, ROE.

1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Trong tài chính doanh nghiệp, có ba quyết định đóng vai trò hết sức quan trọng đối với sự phát triển của doanh nghiệp: quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định phân chia lợi nhuận. Cả ba quyết định này đều phải được thực hiện một cách nhất quán với mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Thuật ngữ cổ tức dùng để chỉ việc phân phối lợi nhuận kiếm được từ hoạt động của công ty và chính sách cổ tức là chính sách ấn định phân phối giữa lợi nhuận giữa lại tái đầu tư và chi trả cổ tức cho cổ đông. Lợi nhuận giữ lại cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng

trong tương lai thông qua tái đầu tư, trong khi cổ tức cung cấp cho họ một khoản thu nhập ở hiện tại. Chính sách cổ tức ấn định mức lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ được phân phối như thế nào, do vậy nó có ảnh hưởng đến số lượng vốn cổ phần trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Fama và French (2001) nghiên cứu một số lượng lớn các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ trong một thời gian dài và phát hiện ra từ năm 1978 số công ty thực hiện chi trả cổ tức ngày càng giảm. Sự thay đổi này được cho là do xuất hiện xu hướng mới - xu hướng mua lại cổ phiếu mà Skinner (2008) đã đề cập đến trong nghiên cứu của mình, tác giả

còn khẳng định trong tương lai các công ty trả cổ tức sẽ không còn tồn tại, thay vào đó là chính sách mua lại cổ phiếu.

Cũng nghiên cứu về chính sách cổ tức trên thị trường chứng khoán Mỹ, Grinstein and Michaely (2005) chỉ ra rằng các nhà đầu tư có tổ chức (institutional investors) có xu hướng ưa thích được mua lại cổ phiếu hơn là trả cổ tức. Tuy nhiên, Denis and Osobov (2008) khi nghiên cứu về chính sách cổ tức trên thị trường chứng khoán thế giới đã cho biết 90% các công ty đều thực hiện chi trả cổ tức. Điều này cho thấy xu hướng mua lại cổ phiếu thay vì chi trả cổ tức chỉ phổ biến trên thị trường chứng khoán Mỹ, còn trên thế giới xu thế này vẫn chưa rõ rệt. Nguyên nhân có thể do sự phát triển không đồng đều giữa các thị trường, các quốc gia. Trong khi đó, các nghiên cứu về chính sách cổ tức của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua chưa nhiều và thiếu tính hệ thống, các nghiên cứu này thường tập trung đề cập về những vấn đề lý luận chung đối với chính sách cổ tức và các gợi ý cho doanh nghiệp (Đào Lê Minh, 2006; Nguyễn Duy Lương và Nguyễn Thị Liên Hoa, 2008). Bài viết này sẽ khái quát tình hình chi trả cổ tức và tìm hiểu các yếu tố tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE, từ đó có thể cung cấp một số khuyến nghị cho các nhà đầu tư khi tham gia trên HoSE.

2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Đối tượng

Đối tượng nghiên cứu là các công ty có cổ phiếu đang niêm yết và giao dịch trên HoSE và đáp ứng được các điều kiện sau:

- Các công ty có đầy đủ thông tin về tỷ lệ, hình thức, thời gian và số lần chi trả cổ tức trong năm;
- Các công ty có đầy đủ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán trong giai đoạn nghiên cứu.

2.2. Số liệu

Số liệu sử dụng trong đề tài là số liệu thứ cấp từ:

- Báo cáo thường niên của công ty cổ phần đang có cổ phiếu niêm yết và giao dịch trên HoSE.

- Công bố của HoSE về mức chi trả cổ tức, thời gian chi trả cổ tức, số lần chi trả cổ tức của các công ty có cổ phiếu niêm yết trên HoSE.

Thời gian nghiên cứu: 2009 - 2013

Số lượng công ty được lựa chọn: 154 công ty niêm yết trên HoSE có các điều kiện phù hợp đã được lựa chọn để tiến hành phân tích.

2.3. Phương pháp phân tích

- Thống kê mô tả được sử dụng để xác định tình hình chung về chính sách chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE.

- Mô hình hồi quy đa biến được áp dụng để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE.

- Liên quan đến các nhân tố ảnh hưởng tới chính sách cổ tức của công ty, Fama và French (2001) đã chỉ ra có ba nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty trên thị trường chứng khoán Mỹ là: khả năng sinh lợi, triển vọng đầu tư và quy mô công ty. Cụ thể, các công ty có lợi nhuận thấp, quy mô công ty nhỏ và các công ty có triển vọng tăng trưởng tốt sẽ có xu hướng không chi trả cổ tức. Arnott and Asness (2003) cũng cho thấy có mối tương quan tỷ lệ thuận giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và tăng trưởng thu nhập thực tế trong tương lai. Một nguyên nhân được đưa ra là động thái này sẽ giúp giảm bớt chi phí đại diện (agency cost) vì giảm bớt lượng tiền mặt nhàn rỗi, khiến nhà quản lý ít có động cơ sử dụng tiền mở rộng quy mô công ty một cách không hiệu quả, dẫn tới triển vọng tăng thu nhập của công ty tốt hơn. Các nghiên cứu của Holder et al. (1998), Frankfurter and Wood (2002) và DeAngelo and DeAngelo (2004) cũng có đồng quan điểm. Kania and Bacon (2005) khi sử dụng mô hình ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS) để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty đã chỉ ra rằng tỷ lệ chi trả cổ tức bị ảnh hưởng đáng kể bởi khả năng sinh lời (lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu), sự phát triển (tăng trưởng doanh số bán hàng).

Như vậy, căn cứ vào lý thuyết về chính sách cổ tức và các nghiên cứu liên quan, khi nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE, các mô hình ước lượng sau đây có thể được sử dụng trong nghiên cứu này:

y_{it} : Tỷ lệ chi trả cổ tức năm t của công ty i ;

X_{it} : Yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức năm t của công ty i (quy mô công ty, hệ số nợ, doanh thu thuần, EPS, ROE...);

t : 2009 □ 2013; i : 1 ÷ 154.

Dữ liệu thu thập được của 154 công ty trong thời gian từ 2009 - 2013 là dữ liệu bảng. Đối với dạng dữ liệu bảng, một trong ba mô hình sau đây có thể sử dụng khi đánh giá tác động của các yếu tố đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty:

(1) Mô hình hồi quy đa biến giản đơn (Pooled OLS) được áp dụng khi các yếu tố không quan sát được trong mô hình không thay đổi giữa các đối tượng và không thay đổi theo thời gian. Mô hình hồi quy đa biến giản đơn được xác định như sau:

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \dots + \beta_n x_{itn} + \mu_{it}$$

(2) Mô hình tác động cố định (Fixed Effect Model): đây là một dạng mở rộng của mô hình hồi quy cổ điển với dạng thức mô hình được cho bởi:

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \dots + \beta_n x_{itn} + v_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, sai số của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển được tách làm hai thành phần: thành phần v_i đại diện cho các yếu tố không quan sát được khác nhau giữa các đối tượng nhưng không thay đổi theo thời gian (trình độ quản lý); thành phần ε_{it} đại diện cho các yếu tố không quan sát được khác nhau giữa các đối tượng và thay đổi theo thời gian (sự biến động của giá chứng khoán trên thị trường, sự thay đổi cấu trúc sở hữu, niềm tin của các nhà đầu tư vào công ty).

(3) Mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model) được sử dụng khi các yếu tố không quan sát được thay đổi giữa các đối tượng và thay đổi theo thời gian:

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \dots + \beta_n x_{itn} + v_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, sai số cổ điển được chia làm 2 thành phần: thành phần v_i đại diện cho các yếu tố không quan sát được thay đổi giữa các đối tượng nhưng không thay đổi theo thời gian; thành phần ε_{it} đại diện cho những yếu tố không quan sát được thay đổi giữa các đối tượng và thời gian.

- Để xác định được mô hình phù hợp sử dụng trong nghiên cứu này, 3 kiểm định được tiến hành:

Kiểm định F (Lựa chọn Pooled OLS hay Fixed Effect Model);

Kiểm định Breusch-Pagan (Lựa chọn Pooled OLS hay Random Effect Model);

Kiểm định Hausman (Lựa chọn Fixed Effect Model hay Random Effect Model).

3. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

3.1. Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE

Các công ty được lựa chọn phân tích trong nghiên cứu này thuộc nhiều nhóm ngành kinh tế khác nhau. Tuy nhiên, dựa vào số lượng các công ty trong từng nhóm ngành, nghiên cứu này tập trung phân tích chính sách cổ tức của nhóm ngành C - Công nghiệp chế biến chế tạo (67 công ty); nhóm ngành G - Bán buôn bán lẻ, sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy và xe có động cơ khác (24 công ty); nhóm ngành L - Hoạt động kinh doanh bất động sản (17 công ty); nhóm các ngành khác (46 công ty).

Khi xem xét về chính sách cổ tức của một công ty, các yếu tố được quan tâm đến là tỷ lệ chi trả và hình thức chi trả cổ tức. Bảng 1 cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty có sự biến động trong từng nhóm ngành.

Bảng 1. Tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty trên HoSE trong giai đoạn 2009 - 2013 (%)

	2009	2010	2011	2012	2013	Bình quân
Nhóm ngành C	14,35	11,96	15,34	14,29	13,64	13,92
Độ lệch chuẩn	1,12	1,35	1,55	1,68	1,56	
Nhóm ngành G	9,99	9,88	14,33	6,52	6,81	9,51
Độ lệch chuẩn	1,49	1,43	3,01	1,61	1,8	
Nhóm ngành L	13,66	13,71	10,33	7,41	5,24	10,07
Độ lệch chuẩn	2,89	2,67	2,41	1,92	1,98	
Nhóm các ngành khác	11,37	11,67	14,81	15,63	12,96	13,29
Độ lệch chuẩn	1,44	1,49	2,07	2,51	1,67	
Bình quân toàn thị trường	12,7	11,74	14,47	12,72	11,45	12,62

Nguồn: HoSE, 2009 - 2013

Nhìn chung, tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE có chiều hướng giảm trong giai đoạn 2012 - 2013, đặc biệt đối với các công ty thuộc nhóm ngành L. Trong giai đoạn này, thị trường bất động sản bắt đầu đóng băng, các công ty trong lĩnh vực bất động sản nhìn chung hoạt động kém hiệu quả, nhiều công ty làm ăn thua lỗ, phá sản. Do đó, các công ty thuộc nhóm ngành L có tỷ lệ chi trả cổ tức giảm và giảm xuống mức thấp nhất vào năm 2013; tỷ lệ chi trả cổ tức của nhóm ngành này có sự biến động mạnh nhất với độ lệch chuẩn từ 1,98 -

2,89. Tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty thuộc nhóm ngành C không có nhiều biến động mạnh vì đây là ngành cơ bản thiết yếu nên kết quả hoạt động của các công ty không bị ảnh hưởng nhiều trong giai đoạn 2009 - 2013. Chỉ số giá tiêu dùng vào năm 2011 ở mức cao, khoảng 18,7% (World Bank, 2015) ảnh hưởng trực tiếp nhất đến kết quả hoạt động của các công ty thuộc nhóm ngành G, do đó tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty thuộc nhóm ngành này có sự biến động mạnh nhất vào năm 2011 (độ lệch chuẩn 3,01).

Bảng 2. Hình thức chi trả cổ tức của các công ty trên HoSE trong giai đoạn 2009 - 2013 (%)

Nhóm ngành	Hình thức chi trả	2009	2010	2011	2012	2013	Bình quân
C	Không chi trả	11,94	14,93	14,93	23,88	19,40	17,01
	Trả bằng tiền mặt	70,15	71,64	67,16	68,66	67,16	68,96
	Trả bằng cổ phiếu	7,46	8,96	1,49	2,99	2,99	4,78
	Trả kết hợp	10,45	4,48	16,42	4,48	10,45	9,25
G	Không chi trả	8,33	8,33	8,33	33,33	37,50	19,17
	Trả bằng tiền mặt	62,50	62,50	83,33	54,17	41,67	60,83
	Trả bằng cổ phiếu	4,17	-	-	-	-	0,83
	Trả kết hợp	25,00	29,17	8,33	12,50	20,83	19,17
L	Không chi trả	17,65	17,65	29,41	23,53	35,29	24,71
	Trả bằng tiền mặt	70,59	64,71	41,18	64,71	52,94	58,82
	Trả bằng cổ phiếu	-	11,76	17,65	5,88	5,88	8,24
	Trả kết hợp	11,76	5,88	11,76	5,88	5,88	8,24
Nhóm các ngành khác	Không chi trả	15,22	13,04	19,57	19,57	23,91	18,26
	Trả bằng tiền mặt	67,39	65,22	71,74	63,04	67,39	66,96
	Trả bằng cổ phiếu	4,35	10,87	4,35	2,17	4,35	5,22
	Trả kết hợp	13,04	10,87	4,35	15,22	4,35	9,57

Nguồn: HoSE, 2009 - 2013; cỡ mẫu: 154

Kỹ thuật phân tích ANOVA một chiều (one way ANOVA) được sử dụng để kiểm tra sự khác biệt về giá trị trung bình giữa tỷ lệ chi trả cổ tức của các nhóm ngành. Theo đó giá trị kiểm định giả định thống kê về phương sai đồng nhất trong tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình giữa các nhóm ngành là Levene Statistic Sig. = 0,016, Welsh Sig. = 0,000, và Brown-Forsythe Sig. = 0,000. Pallant (2007) cho rằng giả định về hiện tượng phương sai đồng nhất sẽ bị vi phạm nếu các kiểm định này có giá trị Sig. nhỏ hơn 0,05. Theo đó, chưa có đủ cơ sở để kết luận có sự khác biệt về tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty thuộc các nhóm ngành khác nhau.

Bảng 2 cho biết các công ty có thể lựa chọn nhiều hình thức chi trả cổ tức trong từng năm. Có thể thấy trong năm 2012 - 2013, các công ty không trả cổ tức tăng nhiều so với năm trước. Đây cũng có thể coi là một dấu hiệu không khả quan phản ánh hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HoSE trong giai đoạn này.

Trong trường hợp các công ty có thực hiện chi trả cổ tức, các công ty có thể lựa chọn chi trả bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu hoặc kết hợp cả hai hình thức nêu trên. Tuy nhiên, khoảng 2/3 số công ty lựa chọn trả cổ tức bằng tiền mặt, điều này tương đối phù hợp. Frankfurter and Wood (2002) cho rằng việc chi trả cổ tức (tiền mặt) được coi là một cách thức truyền đạt thông tin của nhà quản lý tới thị trường là công ty đang hoạt động tốt và có triển vọng phát triển thuận lợi.

3.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến mức chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE

Mô hình hồi quy đa biến được áp dụng để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty niêm yết trên HoSE. Sau khi tiến hành kiểm tra hiện tượng tự tương quan, các yếu tố có khả năng ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của 1 công ty được lựa chọn trong mô hình là: quy mô của công ty (Ln(tài sản)); hệ số nợ của công ty (Hệ số nợ, %); doanh thu thuần của công ty (Ln(doanh thu)); tốc độ tăng doanh thu thuần (Tăng doanh thu, %); tốc độ tăng lợi nhuận (Tăng lợi nhuận, %); khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu (ROE, %).

Các nghiên cứu trước đây đều giả định các yếu tố không quan sát được trong mô hình không thay đổi giữa các đối tượng và không thay đổi theo thời gian. Theo cách tiếp cận này, các yếu tố có thể tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE được trình bày trong bảng 3. Có thể nhận thấy khi doanh thu thuần và khả năng sinh lời tăng thì công ty sẽ có xu hướng tăng tỷ lệ chi trả cổ tức. Ngược lại, khi công ty sử dụng nhiều nợ, tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty sẽ có xu hướng giảm.

Tuy nhiên, khi tiến hành kiểm định F và kiểm định Breusch-Pagan, nghiên cứu đã chỉ ra rằng các yếu tố không quan sát được trong mô hình có thể thay đổi giữa các đối tượng và thay đổi theo thời gian. Do đó, mô hình hồi quy giản đơn Pooled OLS không phù hợp để đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty niêm yết trên HoSE trong giai đoạn nghiên cứu. Như vậy, một trong hai mô hình hồi quy có thể được sử dụng là mô hình *tác động cố định* (Fixed Effect Model); hoặc mô hình *tác động ngẫu nhiên* (Random Effect Model).

Bảng 3. Kết quả mô hình hồi quy giản đơn (Pooled OLS)

	Hệ số	Độ lệch chuẩn	t	P> t	[95% Conf.Interval]	
Quy mô công ty	-0,66	0,41	-1,61	0,11	-1,46	0,14
Hệ số nợ	-11,10	2,02	-5,49	0,00***	-15,06	-7,13
Doanh thu thuần	1,94	0,37	5,31	0,00***	1,23	2,66
Tăng doanh thu	0,00	0,01	-0,61	0,54	-0,02	0,01
Tăng lợi nhuận	-0,01	0,00	-1,30	0,19	-0,02	0,00
ROE	31,80	2,59	12,27	0,00***	26,72	36,89
_cons	-3,78	4,62	-0,82	0,41	-12,84	5,28

Ghi chú: *** $p < 0,01$; $R^2 = 0,27$

Nguồn: Tự tổng hợp, stata 13; cỡ mẫu 154, năm 2009 - 2013

Bảng 4. Kết quả của mô hình tác động cố định

	Hệ số	Độ lệch chuẩn	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Quy mô công ty	6,02	1,84	3,28	0,00***	2,42	9,63
Hệ số nợ	-4,80	5,19	-0,93	0,36	-15,00	5,39
Doanh thu thuần	-0,56	0,74	-0,76	0,45	-2,00	0,89
Tăng doanh thu	0,00	0,01	-0,09	0,93	-0,02	0,01
Tăng lợi nhuận	0,00	0,00	-0,26	0,80	-0,01	0,01
ROE	20,17	2,90	6,96	0,00***	14,48	25,87
_cons	-63,96	21,63	-2,96	0,00	-106,44	-21,48
sigma_u	9,79					
sigma_e	8,39					
rho	0,57					
F(153, 604) = 3,26 Prob > F = 0,0000						

Ghi chú: *** $p < 0,01$

Nguồn: Tự tổng hợp, stata 13; cỡ mẫu 154, năm 2009 - 2013

Bảng 4 trình bày kết quả của mô hình tác động cố định. Theo đó, ROE và quy mô công ty là một chỉ dấu đáng tin cậy trong việc dự đoán tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE.

Kết quả của mô hình tác động ngẫu nhiên được cho bởi bảng 5, có thể thấy các yếu tố tác động tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty là sự tăng lên của doanh thu thuần và khả năng sinh lời của công ty. Trong khi đó, nếu công ty sử dụng thêm nợ thì tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty có xu hướng giảm.

Kiểm định Hausman được tiến hành nhằm xác định mô hình ước lượng phù hợp. Kết quả trong bảng 6 cho thấy với $\text{Prob} > \chi^2 = 0,00 < 0,05$, mô hình ước lượng tác động cố định là phù hợp

trong nghiên cứu này (Oscar, 2007). Như vậy, các yếu tố không quan sát được trong mô hình hồi quy (sự biến động của thị trường, niềm tin của nhà đầu tư vào công ty và niềm tin vào thị trường) khác nhau giữa các công ty và các yếu tố này thay đổi theo thời gian. Thêm nữa, khi khả năng sinh lời (ROE) hoặc/và quy mô (Ln(tài sản)) tăng thì công ty có xu hướng tăng tỷ lệ chi trả cổ tức. Tuy nhiên, sự thay đổi trong cơ cấu vốn (Hệ số nợ), doanh thu thuần, tốc độ tăng doanh thu (tăng doanh thu) và tốc độ tăng lợi nhuận (tăng lợi nhuận) không có ý nghĩa thống kê khi xem xét tác động của các yếu tố này đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE.

Bảng 5. Kết quả của mô hình tác động ngẫu nhiên

	Hệ số	Độ lệch chuẩn	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Quy mô công ty	-0,10	0,55	-0,18	0,86	-1,18	0,98
Hệ số nợ	-9,26	2,56	-3,62	0,00***	-14,27	-4,24
Doanh thu thuần	1,52	0,45	3,38	0,00***	0,64	2,40
Tăng doanh thu	0,00	0,01	-0,47	0,64	-0,02	0,01
Tăng lợi nhuận	0,00	0,00	-0,80	0,42	-0,01	0,01
ROE	24,72	2,60	9,51	0,00***	19,63	29,81
_cons	-5,57	6,28	-0,89	0,38	-17,87	6,73
sigma_u	4,87					
sigma_e	8,39					
rho	0,25					

Ghi chú: *** $p < 0,01$

Nguồn: Tự tổng hợp, stata 13; cỡ mẫu 154, năm 2009 - 2013

Bảng 6. Kết quả kiểm định Hausman

	(b) Mô hình tác động cố định	(B) Mô hình tác động ngẫu nhiên	(b-B) Sự khác biệt	sqrt(diag(V_b-V_B))
Quy mô công ty	6,02	-0,10	6,12	1,75
Hệ số nợ	-4,80	-9,26	4,45	4,52
Doanh thu thuần	-0,56	1,52	-2,07	0,58
Tăng doanh thu	0,00	0,00	0,00	0,00
Tăng lợi nhuận	0,00	0,00	0,00	0,00
ROE	20,17	24,72	-4,54	1,29

$$\chi^2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 88,99; \text{Prob} > \chi^2 = 0.00$$

Nguồn: Tự tổng hợp, stata 13; cỡ mẫu 154, năm 2009 - 2013

3.3. Thảo luận

Khi nghiên cứu về tình hình chi trả cổ tức của các công ty trên thị trường chứng khoán Mỹ (NYSE, Amex và Nasdaq) trong giai đoạn 1926 - 1999, Fama and French (2001) đã chỉ ra rằng các công ty có khả năng sinh lời thấp và quy mô công ty nhỏ sẽ có xu hướng không chi trả cổ tức. Nghiên cứu của Kania and Bacon (2005) đã chỉ ra khả năng sinh lời của các công ty, nếu tỷ lệ này tăng thì công ty có xu hướng tăng tỷ lệ chi trả cổ tức. Anupam (2012) cho thấy khi quy mô của các công ty trên thị trường chứng khoán A-rập tăng thì tỷ lệ chi trả cổ tức có xu hướng gia tăng. Nghiên cứu này cũng cho thấy kết quả tương tự, đó là có mối liên hệ tỷ lệ thuận giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và khả năng sinh lời và quy mô của các công ty niêm yết trên HoSE.

Tuy nhiên, các nghiên cứu liên quan trước đây chưa chỉ ra rằng có sự biến động theo thời gian của các yếu tố như sự biến động giá cổ phiếu trên thị trường, niềm tin của nhà đầu tư vào công ty và thị trường. Nghiên cứu này đã đưa ra bằng chứng cho thấy các yếu tố này có sự khác biệt giữa các công ty và có sự biến động theo thời gian trên HoSE.

4. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

4.1. Kết luận

(1) Chính sách chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE trong giai đoạn 2009 - 2013

Nhìn chung tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HoSE có xu hướng giảm trong giai

đoạn nghiên cứu. Tuy nhiên chưa có cơ sở thống kê để kết luận có sự khác biệt trong tỷ lệ chi trả cổ tức giữa các nhóm ngành kinh tế.

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, chi trả cổ tức bằng tiền mặt là hình thức phổ biến được các công ty niêm yết trên HoSE áp dụng trong giai đoạn 2009 - 2013.

(2) Yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty trên HoSE trong giai đoạn 2009 - 2013

Có thể thấy khả năng sinh lời luôn đóng vai trò quan trọng trong việc dự đoán tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty; ROE tăng là một chỉ dấu đáng tin cậy để dự đoán xu thế tăng tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty trên HoSE. Bên cạnh đó, khi xem xét đến sự biến động của các yếu tố không quan sát được trong mô hình hồi quy, quy mô công ty cũng có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty trên HoSE.

4.2. Khuyến nghị

Khi tham gia đầu tư trên HoSE, các nhà đầu tư có thể xem xét sự thay đổi trong tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty là một trong những tín hiệu phản ánh kết quả hoạt động của công ty. Đặc biệt, đối với các nhà đầu tư quan tâm đến thu nhập từ cổ tức thì sự thay đổi trong khả năng sinh lời và sự thay đổi trong quy mô của công ty có thể coi là một chỉ dẫn tốt để dự đoán xu hướng thay đổi tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty trên HoSE.

LỜI CẢM ƠN

Nghiên cứu này được thực hiện với sự giúp đỡ của ThS. Nguyễn Duy Linh - Bộ môn Tài chính, Khoa Kế toán và Quản trị kinh doanh, Học viện Nông nghiệp Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Anupam Mehta (2012). An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy - Evidence from the UAE Companies. *Global Review of Accounting and Finance*, 3(1): 18 - 31.
- Arnott, R. D., and C. S. Asness (2003). Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. *Financial Analysts Journal*, 59(1): 70 - 87.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2004). The Irrelevance the MM Dividend Irrelevance Theorem. *Journal of Financial Economics*, p. 293 - 315.
- Denis, D., and I. Osobov (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1): 62 - 82.
- Fama, E.F. and K. R French (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60: 3 - 43.
- Frankfurter, G. M., and Wood, B. G. (2002). Dividend Policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, p. 111 - 138.
- Grinstein, Y., and Michaely, R. (2005). Institutional Holdings and Payout Policy. *The Journal of Finance*, 60(3): 1389 - 1426.
- Holder, M. E., Langrehr, F., and Hexter, L. J. (1998). Dividend Policy Determinants: An investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, p. 73 - 82.
- Kania, SL and Bacon, FW (2005). What factors motivate the corporate dividend decision?. *American Society of Business and Behavioral Sciences E-Journal*, 1(1): 97 - 107.
- Nguyễn Duy Lương, Nguyễn Thị Liên Hoa (2008). Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Luận văn thạc sỹ kinh tế, đại học kinh tế thành phố Hồ Chí Minh.
- Đào Lê Minh (2006). Chính sách cổ tức và tác động của nó tới công ty những gợi ý cho Việt Nam. Đề tài nghiên cứu khoa học cấp bộ, Ủy ban chứng khoán quốc gia.
- Pallant, J. (2007). *One way Analysis of Variance SPSS Survival Manual - A Step by Step Guide to Data Analysis using SPSS for Windows third edition*. Open University Press McGraw-Hill, p. 246.
- Oscar Torres-Reyna (2007). *Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata*. Princeton University.
- Skinner Douglas J (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3): 582 - 609.
- Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) (2009 - 2013). Báo cáo thường niên năm 2009 - 2013.
- World Bank (2015). Inflation, consumer prices (annual%). <http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>. Truy cập ngày 25/08/2015.

PHỤ LỤC. KẾT QUẢ MÔ HÌNH HỒI QUY

1. KẾT QUẢ MÔ HÌNH HỒI QUY POOL OLS

```

reg dividend lnassets leverage lnrevenue growth1 growth2 roe
    
```

Source	SS	df	MS			
Model	29799.1213	6	4966.52021	Number of obs =	764	
Residual	77646.8074	757	102.57174	F(6, 757) =	48.42	
				Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2773	
				Adj R-squared =	0.2716	
Total	107445.929	763	140.820352	Root MSE =	10.128	

dividend	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lnassets	-0.6580607	.4088413	-1.61	0.108	-1.460658	.1445367
leverage	-11.09577	2.019587	-5.49	0.000	-15.06043	-7.131113
lnrevenue	1.944144	.3661901	5.31	0.000	1.225275	2.663013
growth1	-0.004871	.0079346	-0.61	0.539	-0.0204474	.0107054
growth2	-0.0062373	.0047907	-1.30	0.193	-0.015642	.0031674
roe	31.80495	2.591183	12.27	0.000	26.71819	36.89171
_cons	-3.77811	4.615634	-0.82	0.413	-12.83907	5.282854

2. KẾT QUẢ MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG CỐ ĐỊNH (FIX EFFECT MODEL)

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	764
Group variable: id	Number of groups =	154
R-sq: within = 0.0845	Obs per group: min =	4
between = 0.0648	avg =	5.0
overall = 0.0601	max =	5
	F(6, 604) =	9.29
corr(u_i, Xb) = -0.4378	Prob > F =	0.0000

dividend	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lnassets	6.022539	1.836569	3.28	0.001	2.415701	9.629376
leverage	-4.803667	5.190151	-0.93	0.355	-14.9966	5.389267
lnrevenue	-0.556598	.7362197	-0.76	0.450	-2.002459	.8892633
growth1	-0.0006758	.0073464	-0.09	0.927	-0.0151035	.0137518
growth2	-0.0011499	.0044194	-0.26	0.795	-0.0098291	.0075293
roe	20.17314	2.898766	6.96	0.000	14.48025	25.86602
_cons	-63.95754	21.6295	-2.96	0.003	-106.4357	-21.47937

sigma_u	9.7906568	
sigma_e	8.393537	
rho	.57638067	(fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0:	F(153, 604) =	3.26	Prob > F =	0.0000
------------------------	---------------	------	------------	--------

3. KẾT QUẢ MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG NGẪU NHIÊN (RANDOM EFFECT MODEL)

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =   764
Group variable: id                     Number of groups =   154

R-sq:  within = 0.0613                 Obs per group:  min =    4
      between = 0.5100                   avg   =    5.0
      overall  = 0.2749                   max   =    5

Wald chi2(6) = 153.15
corr(u_i, X) = 0 (assumed)             Prob > chi2     = 0.0000
    
```

dividend	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lnassets	-0.1006343	.5493141	-0.18	0.855	-1.17727	.9760015
leverage	-9.256315	2.558809	-3.62	0.000	-14.27149	-4.241142
lnrevenue	1.516183	.44847	3.38	0.001	.6371974	2.395168
growth1	-0.0034027	.0073055	-0.47	0.641	-.0177213	.0109159
growth2	-0.0035137	.0043989	-0.80	0.424	-.0121354	.0051079
roe	24.71733	2.598136	9.51	0.000	19.62508	29.80959
_cons	-5.567093	6.275863	-0.89	0.375	-17.86756	6.733372
sigma_u	4.871969					
sigma_e	8.393537					
rho	.25200871	(fraction of variance due to u_i)				

4. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH HAUSMAN

	— Coefficients —			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
lnassets	6.022539	-0.1006343	6.123173	1.752496
leverage	-4.803667	-9.256315	4.452648	4.515547
lnrevenue	-0.556598	1.516183	-2.072781	.5838613
growth1	-0.006758	-0.0034027	.0027269	.0007741
growth2	-0.0011499	-0.0035137	.0023638	.0004251
roe	20.17314	24.71733	-4.544198	1.285511

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = **88.99**
 Prob>chi2 = **0.0000**