

TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH

Lê Trương Niệm*, Đinh Thành Cung, Phạm Anh Tuấn

Trường Đại học Công nghiệp Thực phẩm TP.HCM

*Email: niemlt@hufi.edu.vn

Ngày nhận bài: 15/4/2021; Ngày chấp nhận đăng: 04/6/2021

TÓM TẮT

Chính sách cổ tức là một trong ba chính sách tài chính quan trọng của công ty cổ phần, do đó nghiên cứu sự tác động của chính sách cổ tức đến hiệu quả kinh doanh giúp công ty có cơ sở khoa học để ra quyết định phân phối cổ tức của công ty. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan và quy trình hai bước của Heckman (1979) để nghiên cứu sự tác động của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Trên cơ sở phân tích 151 công ty thời kỳ 2016-2019, nhóm tác giả phát hiện các công ty chi trả cổ tức tiền mặt lớn sẽ làm gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Ngoài ra, gia tăng quy mô công ty sẽ giúp gia tăng hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh, tuy nhiên vay nợ nhiều sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Kết quả nghiên cứu cho thấy lý thuyết đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do cùng với lý thuyết phát tín hiệu giải thích tốt chính sách cổ tức ở thị trường Việt Nam.

Từ khóa: Chính sách cổ tức, hiệu quả hoạt động, quy trình hai bước của Heckman (1979).

1. GIỚI THIỆU

Các nhà nghiên cứu ở Việt Nam ngày càng nghiên cứu nhiều về chính sách cổ tức vì chính sách cổ tức là một trong 3 chính sách quan trọng ảnh hưởng đến giá trị và hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty [1]. Tuy nhiên, các công trình ở Việt Nam chủ yếu tập trung nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức [2-5], hay nghiên cứu sự ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị công ty [6-8]. Trong năm 2020, nhóm tác giả gồm Bùi Nguyên Khá và cộng sự công bố kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động kinh doanh nhưng nhóm tác giả chỉ nghiên cứu về các doanh nghiệp hàng không [9]. Còn các doanh nghiệp hoạt động ở các ngành, lĩnh vực khác thì chính sách cổ tức ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty? Đây là khoảng trống để nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu “Tác động của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh” ở thị trường Việt Nam.

Các bằng chứng thực nghiệm về sự tác động của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các nghiên cứu trên thế giới có cả 3 trường hợp. Thứ nhất, chính sách cổ tức có tác động làm gia tăng hiệu quả hoạt động của công ty [10-16]. Thứ hai, chính sách cổ tức có tác động làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty [17-20]. Thứ ba, giữa chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê [21]. Có những nghiên cứu khi sử dụng nhiều biến để đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh thì cho kết quả có mối quan hệ ngược chiều giữa chính sách cổ tức với ROA và

ROE nhưng không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê với TOBIN'Sq [17, 20]. Vậy, chính sách cổ tức tác động như thế nào đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết ở thị trường Việt Nam? Đây là lý do để nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu này.

Điểm mới của nghiên cứu này là sử dụng phương pháp hồi quy theo quy trình 2 bước của Heckman [22] để khắc phục vấn đề sai lệch do lựa chọn mẫu vì quyết định chia cổ tức hay không chia cổ tức, chia cổ tức với tỷ lệ bao nhiêu là sự lựa chọn của công ty, không ngẫu nhiên, các công ty tự quyết định chính sách cổ tức. Các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty cũng có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty, chẳng hạn như quy mô và đòn bẩy tài chính của công ty ảnh hưởng đến chính sách cổ tức công ty [23, 24] và cũng tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty [18, 20].

2. KHUNG LÝ THUYẾT

Chính sách cổ tức là chính sách ấn định mức lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ được đem ra phân phối như thế nào, bao nhiêu được giữ lại để tái đầu tư và bao nhiêu dùng để chi trả cổ tức cho các cổ đông. Có nhiều chỉ tiêu để đo lường chính sách cổ tức như tỷ lệ thanh toán cổ tức, đây là tỷ lệ phản ánh mức cổ tức mà cổ đông được hưởng chiếm tỷ lệ bao nhiêu trong thu nhập trong kỳ do công ty tạo ra [1, 16]; tỷ suất cổ tức, phản ánh tỷ số cổ tức của cổ phiếu so với giá thị trường; số tiền thanh toán cổ tức; tỷ lệ cổ tức so với mệnh giá [1, 15]. Những chỉ tiêu này càng lớn cho thấy công ty chi trả cổ tức tiền mặt càng cao.

Hiệu quả hoạt động kinh doanh là đại lượng so sánh giữa chi phí bỏ ra và kết quả đạt được. Hiệu quả hoạt động được nâng cao trong trường hợp kết quả tăng, chi phí giảm và cả trong trường hợp chi phí tăng nhưng tốc độ tăng kết quả nhanh hơn tốc độ tăng chi phí đã chi ra để đạt kết quả đó. Có nhiều chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động được thể hiện trong các nghiên cứu trước như tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) [11, 13, 14, 16-18, 21], hệ số TOBIN'Sq [17, 20], lợi nhuận sau thuế [12, 15], tỷ suất sinh lời trên doanh thu [10]. Những chỉ tiêu này càng lớn cho thấy hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty càng cao.

Trong phạm vi bài nghiên cứu này, kế thừa những nghiên cứu trước, nhóm tác giả đo lường chính sách cổ tức bằng tỷ lệ cổ tức so với mệnh giá và đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp bằng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA).

Lý thuyết đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do và lý thuyết phát tín hiệu giải thích sự tác động của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động kinh doanh:

2.1. Lý thuyết đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do

Lý thuyết đại diện (Agency theory) được đề xuất bởi Jensen & Meckling [25], nội dung lý thuyết này cho rằng có sự xung đột lợi ích của nhà quản lý với các cổ đông của công ty cổ phần, điều này làm phát sinh chi phí đại diện của công ty. Khi công ty có dòng tiền tự do lớn sẽ tạo điều kiện để các nhà quản lý đưa ra các quyết định, hành động vì lợi ích cá nhân của mình hơn là vì lợi ích của các cổ đông. Đó là việc nhà quản lý đầu tư quá mức và có thể chấp nhận dự án có hiện giá thu nhập thuần âm, chi tiêu lãng phí vào những trụ sở làm việc xa xỉ, liên doanh liên kết với các đối tác hay thu nhận nhân viên một cách vô lý nhằm củng cố vị trí của mình, tự quyết định gia tăng các khoản thưởng. Trong trường hợp này, việc tăng chi trả cổ tức tiền mặt (tất cả những thứ khác được giữ không đổi) giúp làm giảm các quyết định, hành động tiêu cực của nhà quản lý đối với công ty, vì thế sẽ gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Cổ tức là một trong những công cụ chính được sử dụng để giảm thiểu xung đột chi phí đại diện bằng cách giảm dòng tiền tự do tùy ý có sẵn cho các nhà quản

lý giúp gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh đã được chứng minh bởi Rozeff (1982) và Easterbrook (1984) [26, 27].

Phù hợp với giả thuyết dòng tiền tự do, các nghiên cứu khác gồm Alli *et al.* (1993) và Schooley & Barney (1994) cho rằng chi trả cổ tức giúp gia tăng khả năng giám sát việc sử dụng dòng vốn của công ty bởi nhà quản lý [28, 29]. Do đó tăng tính kỷ luật của các nhà quản lý, khiến họ quyết định, hành động vì lợi ích của cổ đông hơn, giảm chi phí giám sát, vì vậy sẽ gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty.

2.2. Lý thuyết phát tín hiệu

Lý thuyết phát tín hiệu (Dividend Signalling Theory) được đề xuất bởi Lintner (1956), cho rằng các công ty chi trả cổ tức là để phát tín hiệu về triển vọng trong quá khứ và tương lai của công ty, về hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty [30]. Theo đó, việc chi trả cổ tức và chi trả cổ tức ở mức cao cho thấy công ty có hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt. Cơ sở của lý thuyết này dựa trên sự tồn tại tình trạng thông tin bất cân xứng giữa nhà quản lý công ty và các cổ đông. Theo đó, các nhà quản lý công ty có nhiều thông tin hơn về hiệu quả hoạt động kinh doanh, khả năng sinh lời và cơ hội tăng trưởng của công ty so với các cổ đông. Vì vậy, họ sử dụng chính sách cổ tức để phát tín hiệu cho các cổ đông biết về hiệu quả hoạt động kinh doanh, triển vọng phát triển trong tương lai của công ty.

Tóm lại, cả hai lý thuyết nêu trên đều cho rằng chính sách cổ tức làm gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty.

3. PHƯƠNG PHÁP VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng chủ yếu phương pháp nghiên cứu định lượng với các bước thực hiện cụ thể như thống kê mô tả, phân tích tương quan và kiểm định mô hình theo quy trình 2 bước của Heckman (1979) để nghiên cứu sự tác động của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Lý do bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu này là vì quyết định chia cổ tức hay không chia cổ tức, chia cổ tức với tỷ lệ bao nhiêu là sự lựa chọn của công ty, không ngẫu nhiên, các công ty tự quyết định chính sách cổ tức, đây được xem là vấn đề sai lệch trong chọn mẫu, các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty cũng có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty, chẳng hạn như quy mô và đòn bẩy tài chính của công ty ảnh hưởng đến chính sách cổ tức công ty [23, 24] và cũng tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty [18, 20]. Vì vậy, biến tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ tương quan với phần dư (error term) trong mô hình nghiên cứu sự tác động của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty nên phương pháp ước lượng OLS không thật sự phù hợp. Phương pháp hồi quy hai giai đoạn của Heckman (1979) coi sai lệch tự chọn này là một vấn đề biến bị bỏ sót và hiệu chỉnh nó. Cách hiệu chỉnh là hồi quy probit mô hình lựa chọn ở bước 1 nhằm thu được tỷ lệ Mill's nghịch đảo, tỷ lệ Mill's nghịch đảo sẽ được đưa vào bước hai (hồi quy mô hình sự tác động của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty) để hiệu chỉnh sai lệch tự chọn. Cụ thể, nhóm tác giả thực hiện bước 1 của quy trình Heckman 2 bước là: hồi quy probit để thu thập tỷ lệ Mill's nghịch đảo (biến IMR), biến IMR được xác định cho mỗi quan sát trong bộ dữ liệu, IMR được tính bằng cách lấy các giá trị ước lượng được của hàm mật độ chuẩn hóa chia cho các giá trị ước lượng được của hàm phân phối tích lũy chuẩn hóa. Sau đó, đưa biến IMR vào mô hình hồi quy dữ liệu bảng (bước 2 của quy trình Heckman 2 bước). Kết quả hồi quy ở bước 2 sẽ khẳng định có tồn tại vấn đề sai lệch do lựa chọn mẫu hay không, nếu hệ số của IMR khác

không và có ý nghĩa thống kê chứng tỏ mối tương quan của phần dư trong mô hình lựa chọn (bước 1) và mô hình kết quả đầu ra (bước 2) không tuân theo giả định bằng 0, xác định tồn tại vấn đề sai lệch do chọn mẫu, ngược lại không tồn tại vấn đề sai lệch do lựa chọn mẫu [31]. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng với ba dạng mô hình là hồi quy tuyến tính thông thường (pooled OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (FEM), và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), lý do là vì dữ liệu nhóm tác giả thu thập là dữ liệu bảng bao gồm dữ liệu chéo theo công ty (151 công ty) và dữ liệu chuỗi thời gian (4 năm từ 2016-2019). Tiếp theo, nhóm tác giả thực hiện các kiểm định để lựa chọn mô hình phù hợp nhất trong 3 mô hình pooled OLS, FEM và REM. Sau đó, nhóm tác giả sẽ kiểm định các khuyết tật của mô hình phù hợp này, ví dụ nếu mô hình FEM là phù hợp nhất thì nhóm tác giả thực hiện các kiểm định như kiểm định phương sai sai số thay đổi, tự tương quan, và sự phụ thuộc chéo. Căn cứ vào kết quả kiểm định, nếu mô hình không có khuyết tật thì sử dụng kết quả mô hình để báo cáo kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu. Nếu phát hiện mô hình có khuyết tật thì sẽ khắc phục tùy theo loại khuyết tật.

3.2. Mô hình nghiên cứu

3.2.1. Mô hình 1

Bước 1 trong quy trình hồi quy 2 bước của Heckman, nhóm tác giả hồi quy probit mô hình sau để thu thập tỷ lệ Mill's nghịch đảo (IMR). Kế thừa các nghiên cứu [24, 32, 33], tác giả bao gồm các biến thuộc về đặc điểm công ty vào mô hình 1 như khả năng sinh lời (EBITSALE), cơ hội tăng trưởng (AGR), quy mô công ty (SIZE), đòn bẩy tài chính (LEV), khả năng thanh khoản (CR), lượng tiền mặt nắm giữ (CASH/TA). Mô hình 1 được trình bày như sau:

$$Y = \alpha + \beta_1 EBITSALE + \beta_2 AGR + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 CR + \beta_6 CASH/TA + \varepsilon \quad (\text{mô hình 1})$$

Giả thuyết nghiên cứu mô hình 1

Khả năng sinh lời (EBITSALE) được tính bằng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh/doanh thu thuần, những công ty có khả năng sinh lời cao có khả năng sẽ phân phối cổ tức cao [33, 34]. Do đó, nhóm tác giả kỳ vọng mối quan hệ cùng chiều (+) giữa khả năng sinh lời với chính sách cổ tức của công ty.

Cơ hội tăng trưởng (AGR) được tính bằng cách lấy tài sản năm nay trừ tài sản năm trước sau đó chia cho tài sản năm trước. Công ty có cơ hội tăng trưởng càng cao càng có nhu cầu vốn lớn để tài trợ các cơ hội đầu tư hấp dẫn thì khả năng chi trả cổ tức càng thấp và ngược lại [24, 35]. Vì vậy, nhóm tác giả kỳ vọng mối quan hệ ngược chiều (-) giữa cơ hội tăng trưởng và chính sách cổ tức.

Quy mô công ty (SIZE) được tính bằng cách lấy logarit của tổng tài sản. Những công ty có quy mô lớn thì có khả năng phân phối cổ tức cao [33, 34]. Cho nên, nhóm tác giả kỳ vọng quy mô công ty có mối quan hệ cùng chiều (+) với chính sách cổ tức.

Đòn bẩy tài chính (LEV) được tính bằng cách lấy tổng nợ chia cho tổng tài sản. Những công ty nợ nhiều thì bị áp lực về tài chính nên có khả năng không chi trả cổ tức [34, 36]. Vì vậy, nhóm tác giả kỳ vọng mối quan hệ ngược chiều (-) giữa đòn bẩy tài chính và chính sách cổ tức.

Khả năng thanh khoản (CR) được tính bằng cách lấy tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn. Chi trả cổ tức là dòng tiền chi ra. Vì vậy khả năng thanh khoản của doanh nghiệp càng lớn, doanh nghiệp càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức [32]. Do đó, nhóm tác giả kỳ vọng mối quan hệ cùng chiều (+) giữa khả năng thanh khoản với chính sách cổ tức của công ty.

Lượng tiền mặt nắm giữ (CASH/TA) được tính bằng cách lấy tiền mặt và các khoản tương đương tiền cộng đầu tư ngắn hạn sau đó chia tổng tài sản. Những công ty có lượng tiền mặt nắm giữ càng nhiều thì khả năng chi trả cổ tức càng cao [34]. Do đó, nhóm tác giả kỳ vọng mối quan hệ cùng chiều (+) giữa lượng tiền mặt nắm giữ với chính sách cổ tức của công ty.

Các biến sử dụng trong mô hình kế thừa các nghiên cứu trước và được mô tả trong Bảng 1 dưới đây:

Bảng 1. Liệt kê các nghiên cứu làm căn cứ đề xuất mô hình 1

| Ký hiệu | Tên biến, cách tính | Đại diện | Dấu kỳ vọng | Tương tự các nghiên cứu |
|----------|---|------------------------|-------------|--|
| Y | Y nhận giá trị 1 nếu công ty chi trả cổ tức, ngược lại là 0. | Chính sách cổ tức | | Fama & French [24]; Denis & Osobov [35] |
| EBITSALE | Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh/doanh thu thuần | Khả năng sinh lời | + | He <i>et al.</i> [34]; Wang <i>et al.</i> [33] |
| AGR | Tỷ lệ thay đổi tổng tài sản | Cơ hội tăng trưởng | - | Fama & French [24]; Denis & Osobov [35] |
| SIZE | Log(Tổng tài sản) | Quy mô công ty | + | He <i>et al.</i> [34]; Wang <i>et al.</i> [33] |
| LEV | Tổng nợ trên tổng tài sản | Đòn bẩy tài chính | - | He <i>et al.</i> [34]; Thanatawee [36] |
| CR | Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn | Khả năng thanh khoản | + | Kisman [32] |
| CASH/TA | (Tiền mặt và các khoản tương đương tiền cộng đầu tư ngắn hạn) chia tổng tài sản | Lượng tiền mặt nắm giữ | + | He <i>et al.</i> [34] |

3.2.2. Mô hình 2

Bước 2 trong quy trình hồi quy Heckman 2 bước, nhóm tác giả hồi quy mô hình sau nhằm xác định sự ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động công ty. Các biến sử dụng trong mô hình 2, nhóm tác giả kế thừa Wijekoon & Senevirathna [14], Hafeez *et al.* [13], Khan *et al.* [20], M'rabet & Boujjat [15], Ross *et al.* [1] và Onanjiri & Korankye [18]. Riêng biến IMR được nhóm tác giả đề xuất trong mô hình 2 để khắc phục vấn đề sai lệch do chọn mẫu.

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 IMR + e_{i,t} \text{ (mô hình 2)}$$

Giả thuyết nghiên cứu mô hình 2

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ROA là biến đại diện cho hiệu quả hoạt động công ty; DIV là tỷ lệ cổ tức so với mệnh giá đại diện cho chính sách cổ tức tiền mặt công ty. Căn cứ lý thuyết đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do cùng với lý thuyết phát tín hiệu, nhóm tác giả kỳ vọng việc các công ty chi trả cổ tức và mức chi trả cổ tức cao sẽ làm gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Vậy nên nhóm tác giả đặt giả thuyết là:

H1: Mức chi trả cổ tức của các công ty càng cao sẽ càng gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty.

Các biến kiểm soát gồm:

SIZE là quy mô công ty, những công ty có quy mô lớn sẽ được hưởng lợi thế kinh tế nhờ quy mô. Các công ty lớn sẽ có điều kiện sử dụng các nguồn lực với chi phí bình quân thấp, quy mô sản lượng lớn hơn cho phép công ty khai thác được lợi thế của việc chuyên môn hóa, quy mô sản lượng lớn cho phép công ty tiết kiệm được nhiều chi phí giao dịch. Chính những điều này sẽ giúp công ty gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh. Vì vậy, nhóm tác giả kỳ vọng sự tác động cùng chiều giữa quy mô và hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Do đó, nhóm tác giả đặt ra giả thuyết là:

H2: Quy mô công ty càng lớn sẽ càng gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty.

LEV là đòn bẩy tài chính công ty. Nợ vay sẽ giúp công ty nộp thuế thu nhập doanh nghiệp thấp nhưng việc vay nợ nhiều sẽ làm gia tăng rủi ro phá sản công ty, gánh chịu chi phí lãi vay lớn và nhận được sự đánh giá tiêu cực của các bên liên quan. Vì vậy, nhóm tác giả kỳ vọng sự tác động ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Do đó, nhóm tác giả đặt giả thuyết là:

H3: Các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính càng lớn càng làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty.

IMR là tỷ lệ Mill's nghịch đảo ước tính từ mô hình 1, biến IMR sử dụng để khắc phục vấn đề sai lệch do chọn mẫu.

Các nghiên cứu nhóm tác giả căn cứ đề xuất mô hình 2 được liệt kê ở bảng bên dưới:

Bảng 2. Liệt kê các nghiên cứu làm căn cứ đề xuất mô hình 2

| Biến | Đại diện | Cách tính | Kế thừa nghiên cứu | Tác động kỳ vọng |
|------|-------------------------|------------------------------|--|------------------|
| ROA | Hiệu quả hoạt động | Lãi ròng/Tổng tài sản | Wijekoon & Senevirathna [14]; Hafeez <i>et al.</i> [13]; Khan <i>et al.</i> [20] | |
| DIV | Chính sách cổ tức | Tỷ lệ cổ tức so với mệnh giá | M'rabet & Boujjat [15]; Ross <i>et al.</i> [1] | + |
| LEV | Đòn bẩy tài chính | Tổng nợ/Tổng tài sản | Khan <i>et al.</i> [20]; Onanjiri & Korankye [18] | - |
| SIZE | Quy mô | Log(Tổng tài sản) | Khan <i>et al.</i> [20]; Onanjiri & Korankye [18] | + |
| IMR | Tỷ lệ Mill's nghịch đảo | Ước tính từ mô hình 1 | Bài viết đề xuất | +/- |

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nhóm tác giả thu thập dữ liệu cổ tức, báo cáo tài chính từ năm 2016 đến năm 2019 của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán ở Thành phố Hồ Chí Minh. Sau quá trình lọc và làm sạch dữ liệu số công ty còn lại là 151 công ty, yêu cầu của mẫu dữ liệu là loại các công ty tài chính và các công ty phải báo cáo đầy đủ và liên tục qua các năm, không bị hủy niêm yết và chuyển sàn niêm yết.

4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

4.1. Kết quả thống kê mô tả

Bảng 3 cho thấy trung bình tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) là 5,8%, cho thấy hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty khá thấp khi so sánh với Khan *et al.* [20]

thì ROA là 11,24% khi nghiên cứu ở Pakistan, hay Amidu [17] là 10,09% khi nghiên cứu ở Ghana. Trung bình tỷ lệ chi trả cổ tức so với mệnh giá là 12,3%, bình quân mỗi cổ phiếu sẽ nhận được 1230 đồng tiền cổ tức. Bình quân khả năng sinh lời EBITSALE là 10,2%, trung bình tốc độ tăng tài sản của các công ty là 12,4%, logarit tổng tài sản là 12,266, đòn bẩy tài chính là 47,9%, khả năng thanh khoản là 2,387 và lượng tiền mặt nắm giữ là 15,3%.

Bảng 3. Kết quả thống kê mô tả các biến bằng phần mềm thống kê Stata 16

| Biến | Số quan sát | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|----------|-------------|------------|---------------|------------------|------------------|
| ROA | 604 | 0,058 | 0,088 | -0,850 | 0,780 |
| DIV | 604 | 0,123 | 0,178 | 0,000 | 2,100 |
| EBITSALE | 604 | 0,102 | 0,327 | -3,170 | 3,700 |
| AGR | 604 | 0,124 | 0,324 | -0,590 | 3,660 |
| SIZE | 604 | 12,266 | 0,566 | 11,110 | 14,460 |
| LEV | 604 | 0,479 | 0,211 | 0,030 | 0,990 |
| CR | 604 | 2,387 | 2,813 | 0,400 | 31,880 |
| CASH/TA | 604 | 0,153 | 0,164 | 0,000 | 0,940 |

Bảng 4 trình bày số lượng các công ty chi trả cổ tức ($Y = 1$) và không chi trả cổ tức ($Y = 0$) qua các năm. Theo đó, năm 2016 có 99 công ty chi trả cổ tức và 52 công ty không chi trả cổ tức, năm 2017 có 86 công ty chi trả cổ tức và 65 công ty không chi trả cổ tức, năm 2018 có 100 công ty chi trả cổ tức và 51 công ty không chi trả cổ tức và năm 2019 có 96 công ty chi trả cổ tức và 55 công ty không chi trả cổ tức. Nhìn chung, số lượng công ty chi trả cổ tức lớn hơn số lượng công ty không chi trả cổ tức qua các năm.

Bảng 4. Thống kê số lượng các công ty chi trả và không chi trả cổ tức qua các năm

| Năm | Số công ty chi trả cổ tức ($Y = 1$) | Số công ty không chi trả cổ tức ($Y = 0$) | Tổng số công ty |
|-------------------|---------------------------------------|---|-----------------|
| 2016 | 99 | 52 | 151 |
| 2017 | 86 | 65 | 151 |
| 2018 | 100 | 51 | 151 |
| 2019 | 96 | 55 | 151 |
| 4 năm (2016-2019) | 381 | 223 | 604 |

4.2. Kết quả phân tích tương quan

Bảng 5 cho thấy có mối tương quan dương giữa chính sách cổ tức (DIV) với hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty, có mối tương quan dương giữa khả năng sinh lời (EBITSALE), khả năng thanh khoản (CR), lượng tiền mặt nắm giữ (CASH/TA) với chính sách cổ tức của công ty, có mối tương quan âm giữa cơ hội tăng trưởng (AGR), quy mô công ty (SIZE), đòn bẩy tài chính (LEV) với chính sách cổ tức công ty (DIV). Ngoài ra, Bảng 5 còn cung cấp mối tương quan giữa các cặp biến sử dụng trong mô hình 1 và mô hình 2.

Bảng 5. Kết quả phân tích tương quan các biến bằng phần mềm thống kê Stata 16

| | ROA | DIV | EBITSALE | AGR | SIZE | LEV | CR | CASHTA |
|----------|--------|--------|----------|-------|--------|--------|-------|--------|
| ROA | 1,000 | | | | | | | |
| DIV | 0,568 | 1,000 | | | | | | |
| EBITSALE | 0,574 | 0,264 | 1,000 | | | | | |
| AGR | 0,151 | -0,066 | 0,180 | 1,000 | | | | |
| SIZE | -0,054 | -0,035 | 0,094 | 0,162 | 1,000 | | | |
| LEV | -0,379 | -0,218 | -0,197 | 0,064 | 0,309 | 1,000 | | |
| CR | 0,307 | 0,194 | 0,259 | 0,008 | -0,242 | -0,527 | 1,000 | |
| CASH/TA | 0,395 | 0,388 | 0,202 | 0,017 | -0,235 | -0,369 | 0,511 | 1,000 |

4.3. Kết quả và thảo luận kết quả hồi quy mô hình 1

Bảng 6 cho thấy khả năng sinh lời (EBITSALE) tác động đến khả năng chi trả cổ tức của công ty với mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết tài chính công ty cho rằng các công ty hoạt động kinh doanh có lợi nhuận thì khả năng chi trả cổ tức tiền mặt cao, kết quả này cũng phù hợp với Fama & French [24]. Các công ty có cơ hội tăng trưởng (AGR) cao có xu hướng chi trả cổ tức tiền mặt thấp với mức ý nghĩa 5%, kết quả nghiên cứu này là phù hợp vì để tăng trưởng các công ty cần giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư nên sẽ hạn chế chi trả cổ tức bằng tiền mặt [1, 34]. Những công ty có khả năng thanh khoản (CR) cao sẽ có xu hướng chi trả cổ tức tiền mặt thấp với mức ý nghĩa 5%, vì những công ty có khả năng thanh khoản cao cần phải giữ lượng tiền lớn để đáp ứng các nghĩa vụ nợ ngắn hạn nên sẽ hạn chế chi trả cổ tức tiền mặt. Những công ty có lượng tiền mặt nắm giữ (CASH/TA) lớn có khả năng chi trả cổ tức tiền mặt cao với mức ý nghĩa 1%, kết quả nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết tài chính công ty cho rằng các công ty có lượng tiền mặt dồi dào sẽ chi trả cổ tức tiền mặt cao và cũng phù hợp với He *et al.* [34].

Bảng 6. Kết quả hồi quy probit mô hình 1 bằng phần mềm thống kê Stata 16

| Y | Hệ số | Sai số chuẩn | z | P>z | [Khoảng tin cậy 95%] | |
|----------|----------|--------------|--------|-------|----------------------|--------|
| EBITSALE | 1,540*** | 0,372 | 4,140 | 0,000 | 0,811 | 2,269 |
| AGR | -0,391** | 0,174 | -2,240 | 0,025 | -0,733 | -0,049 |
| SIZE | -0,135 | 0,105 | -1,290 | 0,198 | -0,340 | 0,070 |
| LEV | 0,090 | 0,330 | 0,270 | 0,786 | -0,558 | 0,737 |
| CR | -0,062** | 0,031 | -2,000 | 0,046 | -0,122 | -0,001 |
| CASH/TA | 3,419*** | 0,488 | 7,010 | 0,000 | 2,462 | 4,375 |
| _CONS | 1,530 | 1,270 | 1,200 | 0,228 | -0,960 | 4,019 |

***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

4.4. Kết quả và thảo luận kết quả hồi quy mô hình 2

Bảng 7. Kết quả hồi quy mô hình 2 với 3 dạng là pooled OLS, FEM và REM bằng phần mềm thống kê Stata 16

| Mô hình | pooled OLS | | | FEM | | | REM | | |
|---|------------|--------------|--|-----------|--------------|---|-----------|--------------|-------|
| | Hệ số | Sai số chuẩn | P>t | Hệ số | Sai số chuẩn | P>t | Hệ số | Sai số chuẩn | P>z |
| ROA | | | | | | | | | |
| DIV | 0,188*** | 0,015 | 0,000 | 0,166*** | 0,018 | 0,000 | 0,172*** | 0,015 | 0,000 |
| SIZE | 0,012*** | 0,005 | 0,007 | 0,107*** | 0,025 | 0,000 | 0,017*** | 0,006 | 0,007 |
| LEV | -0,087*** | 0,013 | 0,000 | -0,275*** | 0,039 | 0,000 | -0,106*** | 0,017 | 0,000 |
| IMR | -0,093*** | 0,007 | 0,000 | -0,103*** | 0,009 | 0,000 | -0,100*** | 0,007 | 0,000 |
| _CONS | -0,014 | 0,054 | 0,790 | -1,076*** | 0,294 | 0,000 | -0,057 | 0,075 | 0,446 |
| Số quan sát = 604; F(4, 599) = 174,52; Prob > F = 0,0000 | | | Số quan sát = 604; F(4,449) = 86,36; Prob > F = 0,0000 | | | Số quan sát = 604; Wald chi ² (4) = 548,12; Prob > chi ² = 0,0000 | | | |
| ***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10% | | | | | | | | | |

Kết quả hồi quy 3 dạng mô hình pooled OLS, FEM và REM được trình bày trong Bảng 7, đều cho thấy chính sách cổ tức (DIV) và quy mô công ty (SIZE) tác động cùng chiều lên hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA) với mức ý nghĩa 1%, đòn bẩy tài chính (LEV) và tỷ lệ Mill's nghịch đảo (IMR) tác động ngược chiều lên hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA) với mức ý nghĩa 1%. Vấn đề đặt ra là giữa 3 dạng mô hình pooled OLS, FEM và REM thì dạng nào phù hợp nhất để phân tích? Kết quả kiểm định được trình bày trong Bảng 8 sẽ trả lời câu hỏi này.

Bảng 8. Các kiểm định lựa chọn mô hình 2 (pooled OLS, FEM, REM) bằng phần mềm thống kê Stata 16

| Loại kiểm định | Giá trị thống kê | Giá trị P | Giữa | Chọn |
|-------------------|----------------------------------|------------------------------------|-------------------|------|
| Kiểm định F | F(150, 449) = 3,15 | Prob > F = 0,000 | Pooled OLS và FEM | FEM |
| Kiểm định Hausman | chi ² (4) = 32,65 | Prob > chi ² = 0,000 | FEM và REM | FEM |
| Kiểm định LM | Chibar ² (01) = 83,69 | Prob > Chibar ² = 0,000 | Pooled OLS và REM | REM |

Căn cứ kết quả kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp khi ước lượng mô hình 2 (Bảng 8), ta thấy mô hình phù hợp nhất giữa 3 mô hình pooled OLS, FEM và REM là mô hình ảnh hưởng cố định FEM. Tiếp theo, nhóm tác giả thực hiện các kiểm định để kiểm tra có tồn tại các khuyết tật đối với mô hình ảnh hưởng cố định FEM hay không? Kết quả được trình bày trong Bảng 9.

Bảng 9. Kết quả các kiểm định khuyết tật mô hình 2 dạng FEM bằng phần mềm thống kê Stata 16

| Loại kiểm định | Trị thống kê | Giá trị P | Kết luận |
|----------------------------|----------------------------------|----------------------------------|------------------------------------|
| Tự tương quan | F(1, 150) = 1,508 | Prob > F = 0,2213 | Không tồn tại tự tương quan |
| Phương sai sai số thay đổi | chi ² (151) = 1,3e+06 | Prob > chi ² = 0,0000 | Tồn tại phương sai sai số thay đổi |

Bảng 9 cho thấy mô hình 2 dạng FEM không tồn tại tự tương quan, nhưng bị tồn tại khuyết tật phương sai sai số thay đổi, để khắc phục khuyết tật này, nhóm tác giả ước lượng mô hình sai số chuẩn mạnh (Robust Standard errors) theo đề xuất của White [37]. Kết quả ước lượng được trình bày trong Bảng 10.

Giống như kỳ vọng, chính sách cổ tức (DIV) tác động cùng chiều lên hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA) với mức ý nghĩa 5%. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty tăng lên 1% sẽ làm cho hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty tăng bình quân 0,166% (Bảng 10). Kết quả nghiên cứu này chấp nhận giả thuyết H1, phù hợp với lý thuyết đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do cùng với lý thuyết phát tín hiệu, và cũng phù hợp với các nghiên cứu trước như Wijekoon & Senevirathna [14], Hafeez *et al.* [13], Kajola *et al.* [11].

Như kỳ vọng, kết quả nghiên cứu này chấp nhận giả thuyết H2 cho rằng những công ty có quy mô (SIZE) lớn, được hưởng lợi thế kinh tế nhờ quy mô nên làm gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty với độ tin cậy 99% (Bảng 10). Bảng 10 cho thấy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi khi quy mô công ty tăng 1% sẽ tác động làm cho hiệu quả hoạt động kinh doanh tăng 0,107%.

Như kỳ vọng, kết quả nghiên cứu này chấp nhận giả thuyết H3 cho rằng những công ty vay nợ nhiều với đòn bẩy tài chính (LEV) lớn sẽ gánh chịu chi phí lãi vay (chi phí tài chính) lớn nên giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty với mức ý nghĩa 1% (Bảng 10). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi đòn bẩy tài chính tăng 1% sẽ làm cho hiệu quả hoạt động kinh doanh giảm 0,275% (Bảng 10).

Bảng 10. Kết quả hồi quy mô hình sai số chuẩn mạnh bằng phần mềm thống kê Stata 16

| ROA | Hệ số | Sai số chuẩn mạnh | t | P > t | [Khoảng tin cậy 95%] | |
|---|-----------|-------------------|--------|-------|----------------------|--------|
| DIV | 0,166** | 0,071 | 2,320 | 0,022 | 0,025 | 0,307 |
| SIZE | 0,107*** | 0,031 | 3,490 | 0,001 | 0,046 | 0,167 |
| LEV | -0,275*** | 0,053 | -5,190 | 0,000 | -0,380 | -0,171 |
| IMR | -0,103** | 0,041 | -2,520 | 0,013 | -0,184 | -0,022 |
| _CONS | -1,076*** | 0,355 | -3,030 | 0,003 | -1,777 | -0,375 |
| Số quan sát = 604; F(4, 151) = 2,13; Prob > F = 0,0000 | | | | | | |
| ***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10% | | | | | | |

Hệ số của IMR là -0,103 và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (Bảng 10), kết quả này khẳng định tồn tại vấn đề sai lệch do lựa chọn mẫu của chính sách cổ tức. Vì vậy, phương pháp nghiên cứu theo quy trình 2 bước của Heckman (1979) mà bài viết này đề xuất là phù hợp.

5. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Kết quả nghiên cứu của bài viết có thể được tóm tắt là các công ty chi trả cổ tức tiền mặt lớn sẽ làm gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty, gia tăng quy mô công ty sẽ giúp gia tăng hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh nhưng vay nợ nhiều sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Kết quả nghiên cứu cho thấy lý thuyết đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do cùng với lý thuyết phát tín hiệu giải thích tốt chính sách cổ tức ở thị trường Việt Nam.

Đóng góp của bài viết về mặt học thuật là phát hiện giữa chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động kinh doanh tồn tại vấn đề sai lệch do chọn mẫu và đề xuất phương pháp nghiên cứu là quy trình hai bước của Heckman (1979) để khắc phục vấn đề này.

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất một số khuyến nghị dành cho công ty niêm yết như sau:

Thứ nhất, các công ty nên thực thi chính sách chi trả cổ tức tiền mặt và sử dụng chính sách cổ tức như là công cụ để giảm chi phí đại diện, giảm xung đột lợi ích giữa người quản lý và cổ đông trong công ty. Thông qua việc chi trả cổ tức cũng phát tín hiệu đến các bên liên quan của công ty như khách hàng, người lao động, nhà cung cấp về tình hình tài chính của công ty là lành mạnh, triển vọng phát triển của công ty tốt. Khi nhận được sự đánh giá tích cực từ các bên liên quan sẽ tạo điều kiện thuận lợi để công ty gia tăng hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh.

Thứ hai, các công ty nên chú trọng đầu tư vào máy móc thiết bị với công nghệ hiện đại, gia tăng tổng tài sản, gia tăng quy mô để phát huy tốt hơn nữa lợi thế kinh tế nhờ quy mô, giúp công ty tiết kiệm chi phí, gia tăng sức mạnh thị trường nhờ đó có thể gia tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty.

Thứ ba, việc vay nợ nhiều giúp công ty tiết kiệm chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp do gánh chịu chi phí lãi vay lớn. Tuy nhiên, đây cũng là nguy cơ đối với các công ty, đặc biệt với tình hình dịch bệnh Covid-19 đang diễn ra, môi trường kinh doanh còn nhiều khó khăn thì các công ty không nên vay nợ nhiều.

Trong tương lai, các nhà nghiên cứu nên đánh giá về sự tác động của việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.

Lời cảm ơn: Nghiên cứu này do Trường Đại học Công nghiệp Thực phẩm TP. Hồ Chí Minh hỗ trợ và cấp kinh phí theo Hợp đồng số 67/HĐ-DCT ngày 09/09/2020.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F. - Corporate Finance, 10 ed, McGraw-Hill, Irwin, 391-417, New York (2013).
2. Bùi Đan Thanh, Phan Lê Trung Thành - Các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức tiền mặt của các doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng Châu Á **170** (2020) 108-120.
3. Hoàng Thị Thắm, Hồ Thị Ngọc Thủy, Trần Thị Phúc Trinh - Ảnh hưởng của một số nhân tố đến chính sách cổ tức tiền mặt và hàm ý chính sách cho nhà đầu tư chứng khoán vào doanh nghiệp ngành Dược, Tạp chí Kinh tế và Dự báo **15** (2020) 171-175.
4. Nguyễn Thị Hồng Nhân, Hà Thị Mỹ Linh - Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, Tạp chí Công thương **29+30** (2020) 359-364.
5. Đỗ Thị Vân Trang, Vũ Thị Hiên, Hồ Thị Việt Hà, Hồ Thị Trúc Uyên, Ngô Thị Khánh Vân - Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng **171** (2016) 41-51.
6. Phan Trọng Nghĩa, Nguyễn Ngô Bảo Linh - Ảnh hưởng của chính sách cổ tức lên giá trị thị trường của các công ty ngành khoáng sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Tạp chí Khoa học Kinh tế **6** (01) (2018) 37-45.
7. Nguyễn Ngọc Huy, Trương Thị Mỹ Trâm - Tác động của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp và một số gợi ý, Tạp chí Tài chính **8** (2016) 8-12.
8. Nguyễn Minh Hà, Ngô Thị Mỹ Loan - Tác động chính sách cổ tức đến giá trị của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, Tạp chí Công nghệ Ngân hàng **61** (2011) 8-12.
9. Bùi Nguyên Khả, Trần Thị Thanh Phương, Nguyễn Thị Lan Anh - Mối quan hệ giữa chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp Hàng không Việt Nam, Tạp chí Công thương **20** (2020) 269-276.

10. Ajanthan A. - The relationship between dividend payout and firm profitability: A study of listed hotels and restaurant companies in Sri Lanka, *International Journal of Scientific and Research Publications* **3** (6) (2013) 1-6.
11. Kajola S.O., Adewumi A.A., Oworu O.O. - Dividend pay-out policy and firm financial performance: Evidence from Nigerian listed non-financial firms, *International Journal of Economics, Commerce and Management* **3** (4) (2015) 1-12.
12. Ouma O.P. - The relationship between dividend payout and firm performance: A study of listed companies in Kenya, *European Scientific Journal* **8** (9) 2012 199-215.
13. Hafeez M.M., Shahbaz S., Iftikhar I., Butt H.A. - Impact of dividend policy on firm performance, *International Journal of Advanced Study and Research Work* **1** (4) (2018) 1-5.
14. Wijekoon W., Senevirathna L. - Impact of dividend policy on firm performance evidence from listed companies in Colombo stock exchange, *GSJ* **7** (10) (2019) 225-239.
15. M'rabet R., Boujjat W. - The relationship between dividend payments and firm performance: A study of listed companies in Morocco, *European Scientific Journal* **12** (4) (2016) 469-482.
16. Khan K., Lamrani H.C., Khalid S. - The impact of dividend policy on firm performance: A case study of the industrial sector, *Risk Governance* **9** (3) (2019) 24-31.
17. Amidu M. - How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana stock exchange, *Investment Management and Financial Innovations* **4** (2) (2007) 103-112.
18. Onanjiri R., Korankye T. - Dividend payout and performance of quoted manufacturing firms in Ghana, *Research Journal of Finance and Accounting* **5** (15) (2014) 442-454.
19. Hasan M., Ahmad M.I., Rafiq M.Y., Rehman R.U. - Dividend payout ratio and firm's profitability. Evidence from Pakistan, *Theoretical Economics Letters* **5** (03) (2015) 441-445.
20. Khan M.N., Sherwani F.A.K., Afshan F.I., Kabbir G. - Impact of capital structure and dividend payout policy on firm's financial performance: Evidence from manufacturing sector of Pakistan, *American Journal of Business and Society* **2** (1) (2016) 29-35.
21. Velnampy T., Nimalthasan M.P., Kalaiarasi M.K. - Dividend policy and firm performance: Evidence from the manufacturing companies listed on the Colombo stock exchange, *Global Journal of Management and Business Research* **14** (6) (2014) 62-67.
22. Heckman J.J. - Sample selection bias as a specification error, *Econometrica* **47** (1) (1979) 153-161.
23. DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. - Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics* **72** (3) (2004) 425-456.
24. Fama E.F., French K.R. - Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial economics* **60** (1) (2001) 3-43.
25. Jensen M.C., Meckling W.H. - Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* **3** (4) (1976) 305-360.
26. Easterbrook F.H. - Two agency-cost explanations of dividends, *The American Economic Review* **74** (4) (1984) 650-659.
27. Rozeff M.S. - Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, *Journal of Financial Research* **5** (3) (1982) 249-259.

28. Schooley D.K., Barney Jr L.D. - Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs, *Journal of Financial Research* **17** (3) (1994) 363-373.
29. Alli K.L., Khan A.Q., Ramirez G.G. - Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis, *Financial Review* **28** (4) (1993) 523-547.
30. Lintner J. - Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *The American Economic Review* **46** (2) (1956) 97-113.
31. de Andrés P., de la Fuente G., Velasco P. - Does it really matter how a firm diversifies? Assets-in-place diversification versus growth options diversification, *Journal of Corporate Finance* **43** (2017) 316-39.
32. Kisman Z. - Factors influencing dividend: pay or not to pay on the Indonesia stock exchange, *International Journal of Innovations in Business* **2** (7) (2013) 670-715.
33. Wang M.H., Ke M.C., Liu D.Y., Huang Y.S. - Dividend policy and the life cycle hypothesis: Evidence from Taiwan, *The International Journal of Business and Finance Research* **5** (1) (2011) 33-52.
34. He X., Li M., Shi J., Twite G.J. - Determinants of dividend policy in Chinese firms: Cash versus stock dividends, Available at SSRN 1479053 (2009).
35. Denis D.J., Osobov I. - Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, *Journal of Financial Economics* **89** (1) (2008) 62-82.
36. Thanatawee Y. - Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand, *International Journal of Financial Research* **2** (2) (2011) 52-60.
37. White H. - A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity, *Econometrica: Journal of the Econometric Society* **48** (4) (1980) 817-838.

ABSTRACT

EFFECTS OF DIVIDEND POLICY ON BUSINESS PERFORMANCE OF THE COMPANIES LISTED ON HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

Le Truong Niem*, Dinh Thanh Cung, Pham Anh Tuan
Ho Chi Minh City University of Food Industry
*Email: niemlt@hufi.edu.vn

Dividend policy is one of the three important financial policies of joint-stock companies, therefore, studying the impact of dividend policy on business performance can help the companies to have a scientific basis for making decisions on their dividend distribution. The authors use quantitative research methods including descriptive statistics, correlation analysis and Heckman's two-step process to study the impact of dividend policy on the business performance of the companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange. On the basis of analyzing 151 companies in the 2016-2019 period, the authors found that the companies paying large cash dividends would increase the company's business performance. In addition, expanding the company's size would help to increase the efficiency of production and business activities, however, a lot of debt would reduce the efficiency of production and business. Research results show that agency cost theory, free cash flow hypothesis and signaling theory would explain dividend policy well in Vietnam market.

Keywords: Dividend policy, performance, two-step process of Heckman (1979).