

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Trương Đông Lộc¹ và Phạm Phát Tiến¹

¹ Khoa Kinh tế & Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Cần Thơ

Thông tin chung:

Ngày nhận: 08/01/2015

Ngày chấp nhận: 08/06/2015

Title:

Determinants of dividend policy of listed companies in Ho Chi Minh Stock Exchange

Từ khóa:

Chính sách cổ tức, công ty niêm yết, HOSE

Keywords:

Dividend policy, listed companies, HOSE

ABSTRACT

Dividend policy is one of important issues in corporate finance and it is also a topic that has been the heart of debate. The main objective of this study is to measure determinants of dividend policy of listed companies in Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) in order to enrich evidences related to this field. Data used in the study is panel data that were mainly collected from financial statements of 236 non-finance companies during the period from 2010 to 2012. The empirical findings obtained from the study reveal that average pay-out ratio of the companies over the observed period is from 9,5% to 17,9%. In addition, results derived from fixed effects model show that earning per share, control ability (corporate governance) and type of dividend payment are determinants of pay-out ratio of listed companies in HOSE.

TÓM TẮT

Chính sách cổ tức là một trong những nội dung rất quan trọng trong tài chính doanh nghiệp và đây cũng là vấn đề mà cho đến nay vẫn còn nhiều tranh cãi. Mục tiêu của nghiên cứu này là đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) nhằm làm phong phú thêm các bằng chứng thực nghiệm liên quan đến vấn đề này. Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này là số liệu dạng bảng được thu thập chủ yếu từ các báo cáo tài chính của 236 công ty phi tài chính trong giai đoạn 2010 - 2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của các công ty trong giai đoạn nghiên cứu dao động từ 9,5% đến 17,9%. Ngoài ra, kết quả phân tích hồi quy bằng mô hình các ảnh hưởng cố định cho thấy thu nhập trên mỗi cổ phần, khả năng kiểm soát (quản trị công ty) và hình thức chi trả cổ tức là các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE.

1 GIỚI THIỆU

Chính sách cổ tức là một trong những chủ đề tranh luận của nhiều nhà nghiên cứu về tài chính doanh nghiệp trong suốt những thập kỷ qua. Brealey và Myers (2002) đã liệt kê chính sách cổ tức là một trong 10 chủ đề tranh cãi trong tài chính

mà cho đến nay vẫn chưa có lời giải đáp thống nhất. Thực vậy, trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, Miller và Modigliani (1961) cho rằng chính sách cổ tức không có ảnh hưởng gì đến giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến quyền lợi của các cổ đông. Tuy

nhiên, trong thực tế thị trường tài chính thường không thỏa mãn các điều kiện của thị trường hoàn hảo. Trên cơ sở này rất nhiều nhà nghiên cứu đã không đồng tình với kết luận trên khi cho rằng chính sách cổ tức có những ảnh hưởng nhất định đến giá trị công ty. Cụ thể là, Gordon (1963) đã xây dựng lý thuyết cho rằng các nhà đầu tư thích được chia cổ tức bằng tiền hơn là những kỳ vọng lãi trên vốn trong tương lai do yếu tố rủi ro. Lý thuyết người đại diện của Jensen và Meckling (1976) dựa trên xung đột về lợi ích giữa các nhà quản lý và cổ đông để đi đến kết luận rằng tỷ lệ sở hữu của những người tham gia quản trị công ty có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức. Miller và Scholes (1978) cho rằng sự khác nhau về thuế suất áp dụng cho thu nhập từ cổ tức và lãi trên vốn dẫn đến sự khác nhau về chính sách cổ tức của các công ty nhằm đáp ứng yêu cầu của các cổ đông.

Để kiểm định tính phù hợp của các lý thuyết về chính sách cổ tức nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được tiến hành trong những thập niên gần đây (D'Souza, 1999; Adaoglu, 2000; Al-Malkawi, 2007; Tsuji, 2010; Al Shabibi và Ramesh, 2011). Tuy nhiên, theo sự hiểu biết tốt nhất của chúng tôi, cho đến thời điểm hiện tại có rất ít nghiên cứu về chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) được công bố. Mục tiêu của nghiên cứu này là đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE nhằm làm phong phú thêm các bằng chứng thực nghiệm liên quan đến vấn đề này. Phần còn lại của bài viết này được cấu trúc như sau: Mục 2 lược khảo các nghiên cứu có liên quan đến tỷ lệ chia cổ tức của các công ty; Mục 3 mô tả số liệu được sử dụng và phương pháp nghiên cứu; Mục 4 tóm tắt các kết quả nghiên cứu; và cuối cùng kết luận của bài viết được trình bày ở Mục 5.

2 LƯỢC KHẢO CÁC NGHIÊN CỨU CÓ LIÊN QUAN ĐẾN TỶ LỆ CHIA CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY

Cho đến nay, có rất nhiều nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty được công bố. Lintner (1956) được xem là nghiên cứu tiên phong trong lĩnh vực này. Nghiên cứu này cho thấy các công ty xác định tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu và chính sách cổ tức được điều chỉnh tùy thuộc vào tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu này sao cho công ty có thể đảm bảo được nhu cầu vốn đầu tư để đạt được mục tiêu tăng trưởng trong dài hạn. Thêm vào đó, Lintner còn nhận thấy các công ty áp dụng chính sách cổ tức ổn định và trong

trường hợp lợi nhuận tăng có tính bền vững thì cổ tức cũng không tăng theo tỷ lệ tương ứng mà tăng dần dần nhằm đảm bảo tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu. Ngoài ra, nghiên cứu này còn cho biết rằng các nhà quản lý công ty tin rằng các nhà đầu tư thích công ty áp dụng chính sách cổ tức ổn định hơn. Vì vậy, các công ty chỉ tăng cổ tức khi mà các nhà quản lý công ty tin rằng lợi nhuận sẽ tăng một cách bền vững trong tương lai.

Ở một khía cạnh khác, D'Souza (1999) nghiên cứu ảnh hưởng của chi phí đại diện, rủi ro thị trường và cơ hội đầu tư đến tỷ lệ chi trả cổ tức của 394 công ty Mỹ trong giai đoạn từ năm 1995 đến năm 1997. Bằng chứng thực nghiệm thu được từ nghiên cứu này cho thấy chi phí đại diện và rủi ro thị trường có mối tương quan tỷ lệ nghịch với tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty. Tuy nhiên, nghiên cứu này không tìm thấy mối tương quan nghịch giữa cơ hội đầu tư và tỷ lệ chi trả cổ tức như đã được ghi nhận bởi các nghiên cứu trước đó.

Cũng liên quan đến các công ty Mỹ, Gill và *ctv* (2010) đo lường ảnh hưởng của một số nhân tố đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty thuộc ngành sản xuất và dịch vụ. Xét trên toàn bộ mẫu nghiên cứu, tỷ lệ chi trả cổ tức phụ thuộc vào lợi nhuận biên, tốc độ tăng trưởng doanh thu, tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu và thuế. Đối với các công ty thuộc ngành dịch vụ, lợi nhuận biên, tốc độ tăng trưởng doanh thu và tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu là những nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ cổ tức của các công ty. Đối với các công ty thuộc ngành sản xuất, tỷ lệ chi trả cổ tức lại phụ thuộc vào các nhân tố: lợi nhuận biên, thuế và tỷ số giá thị trường trên giá sổ sách.

Tsuji (2010) xác định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty ngành điện gia dụng niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Tokyo, Nhật Bản. Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận là nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty. Tuy nhiên, trên cơ sở số liệu thời gian nghiên cứu này đã kết luận rằng việc chi trả cổ tức có xu hướng làm giảm EPS của các công ty trong tương lai. Phát hiện này hoàn toàn trái ngược với lý thuyết tín hiệu.

Al Shabibi và Ramesh (2011) nghiên cứu ảnh hưởng của nhóm nhân tố quản trị công ty (số lượng thành viên hội đồng quản trị; sự độc lập của hội đồng quản trị và hình thức kiểm toán) và các đặc tính của công ty (quy mô công ty, lợi nhuận, tỷ số nợ; tốc độ tăng trưởng, mức độ rủi ro, loại hình doanh nghiệp và tài sản hữu hình) đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty phi tài chính ở Vương quốc Anh trong năm 2007. Kết quả nghiên cứu cho thấy

sự độc lập của hội đồng quản trị là một trong những nhân tố quan trọng quyết định tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty. Ngoài ra, một vài đặc tính của công ty như quy mô, khả năng sinh lời và mức độ rủi ro cũng có ảnh hưởng đến tỷ lệ chia cổ tức của các công ty.

Liên quan đến các thị trường chứng khoán mới nổi, Adaoglu (2000) kiểm định giả thuyết về việc áp dụng chính sách cổ tức bằng tiền ổn định cho 76 công ty niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch chứng khoán Istanbul, Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 1985 – 1997. Không giống như những gì đã phát hiện trong các nghiên cứu được thực hiện trên thị trường chứng khoán ở các nước phát triển, kết quả nghiên cứu này cho thấy các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Istanbul sử dụng chính sách cổ tức bằng tiền không ổn định. Ngoài ra, nghiên cứu này còn chỉ ra rằng lợi nhuận của công ty là nhân tố quyết định giá trị cổ tức nhận được của các cổ đông từ các công ty niêm yết.

Al-Malkawi (2007) sử dụng mô hình Tobit để xác định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chia cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Amman, Jordan trong giai đoạn 1989 - 2000. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của những người bên trong công ty và sở hữu nhà nước có ảnh hưởng rất lớn đến chính sách cổ tức của các công ty. Ngoài ra, quy mô công ty, thời gian hoạt động và lợi nhuận của công ty cũng là những nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ cổ tức của các công ty. Đặc biệt là các bằng chứng thực nghiệm có được từ nghiên cứu này còn khẳng định tính phù hợp của lý thuyết về chi phí đại diện và lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) nhưng lại không phù hợp với lý thuyết tín hiệu (signaling theory).

Chen và Dhiensiri (2009) phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết Sở giao dịch chứng khoán New Zealand. Các phát hiện của nghiên cứu này đã khẳng định tính phù hợp của lý thuyết chi phí đại diện, chi phí giao dịch và lý thuyết cổ tức sử dụng phần còn dư (residual dividend theory)¹. Ngoài ra, các tác giả còn tìm thấy mối tương quan tỷ lệ thuận giữa tỷ lệ cổ tức với mức độ phân tán về sở hữu của công ty; mối tương quan tỷ lệ nghịch giữa tỷ lệ cổ tức với mức độ sở hữu của những người bên trong công ty; những công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu tốt

có xu hướng chia cổ tức ở mức thấp. Nghiên cứu này không tìm thấy những bằng chứng ủng hộ cho lý thuyết ổn định cổ tức và lý thuyết tín hiệu.

Ahmed và Javid (2009) xác định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của 320 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Karachi, Pakistan trong giai đoạn 2001 – 2006. Sử dụng mô hình cổ tức của Lintner (1956), các tác giả đã chỉ ra rằng tỷ lệ cổ tức phụ thuộc vào EPS ở hiện tại và tỷ lệ cổ tức trong quá khứ của các công ty. Tuy nhiên, tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty nhạy cảm với EPS ở hiện tại hơn là tỷ lệ chi trả cổ tức trong quá khứ. Bên cạnh đó, kết quả của nghiên cứu này còn cho thấy các công ty có lợi nhuận cao và EPS ổn định có dòng tiền tự do lớn nên thường chi trả cổ tức ở mức cao. Tỷ lệ chi trả cổ tức có mối tương quan thuận với mức độ tập trung sở hữu và tính thanh khoản của thị trường nhưng lại có mối tương quan nghịch với cơ hội đầu tư, tỷ số nợ và quy mô của các công ty.

Ở Việt Nam, Trương Đông Lộc (2013) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Sử dụng số liệu từ các báo cáo tài chính năm 2010 của 62 công ty niêm yết, kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty phụ thuộc vào các nhân tố sau: (1) Thu nhập trên mỗi cổ phần; (2) Thời gian hoạt động của công ty; (3) Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn; và (4) Tỷ lệ cổ phiếu được sở hữu bởi nhà nước. Nghiên cứu này có hạn chế là chỉ tập trung nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố về tài chính đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty mà chưa đi sâu nghiên cứu các nhân tố về quản trị công ty. Một hạn chế khác của nghiên cứu này là mẫu nghiên cứu tương đối nhỏ.

Như vậy, các nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng chính sách cổ tức của các công ty phụ thuộc vào rất nhiều nhân tố. Các nhân tố này có thể chia thành các nhóm như sau: (1) Đặc điểm và tình hình tài chính của công ty (quy mô, thời gian hoạt động, lợi nhuận, đòn bẩy tài chính, khả năng thanh toán); Quản trị công ty/chi phí đại diện (cơ cấu thành viên hội đồng quản trị, mức độ độc lập của hội đồng quản trị, cơ cấu sở hữu và mức độ tập trung sở hữu của các nhà đầu tư); (3) Môi trường kinh doanh (rủi ro thị trường, cơ hội đầu tư, thuế...). Trên cơ sở các nghiên cứu thực nghiệm này kết hợp với số liệu có thể thu thập được chúng tôi đã xây dựng được mô hình nghiên cứu nhằm đo lường ảnh hưởng của một số nhân tố đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE. Chi tiết về

¹ Theo lý thuyết cổ tức sử dụng phần còn dư, lợi nhuận dùng để chia cổ tức là phần lợi nhuận còn lại sau khi trừ các khoản tái đầu tư vào các dự án có NPV dương.

mô hình nghiên cứu được trình bày ở phần tiếp theo.

3 SỐ LIỆU SỬ DỤNG VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Số liệu sử dụng

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này được thu thập chủ yếu từ các báo cáo tài chính hàng năm đã

được kiểm toán và các thông tin có liên quan của 236 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE. Các số liệu trên được thu thập cho khoảng thời gian từ năm 2010 đến năm 2012. Như vậy, số liệu sử dụng trong nghiên cứu này là số liệu dạng bảng (panel data) với 236 công ty và được nghiên cứu trong 3 năm. Đặc điểm của mẫu nghiên cứu được trình bày tóm tắt ở Bảng 1.

Bảng 1: Thống kê mô tả các chỉ tiêu liên quan đến mẫu nghiên cứu (2010-2012)

Chỉ tiêu	ĐVT	Năm	Số quan sát	Cao nhất	Trung bình	Thấp nhất	Độ lệch chuẩn
EPS	Đồng	2010	236	23.243	3.793	(4.531)	3.303
		2011	236	18.663	2.882	(3.406)	3.359
		2012	232	12.172	2.026	(10.359)	3.246
Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn	%	2010	236	94,8	48,7	0,3	20,7
		2011	236	97,7	51,2	4,2	21,2
		2012	232	109,5	50,8	0,2	22,1
Khả năng thanh toán hiện thời	Lần	2010	236	25,9	2,2	0,2	2,2
		2011	236	8,4	2	0,2	1,4
		2012	231	24,7	2,1	0,1	2,2
Tốc độ tăng doanh thu	%	2010	236	22.865,8	216,3	(91,2)	1.855,0
		2011	236	276,8	17,7	(92,0)	43,5
		2012	233	621,8	2,0	(99,3)	58,9
Quy mô công ty (Tổng tài sản)	Tỷ đồng	2010	236	26.146	1.794	117	47.233
		2011	236	35.512	2.115	127	59.388
		2012	236	55.824	2.321	130	76.397
Tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi Nhà nước	%	2010	236	84,2	22,0	0,0	24,1
		2011	236	84,2	22,3	0,0	24,3
		2012	236	79,6	22,0	0,0	24,1
Thời gian niêm yết	Năm	2010	236	10	2,3	0	2,3
		2011	236	11	3,3	1	2,3
		2012	236	12	4,3	2	2,3

3.2 Phương pháp nghiên cứu

Do dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu dạng bảng nên để đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tín dụng, trước tiên chúng tôi sử dụng cả mô hình hiệu ứng cố định (fixed effects model - FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (random effects model - REM). Sau đó, kiểm định Hausman (Hausman test) sẽ được thực hiện để lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Một cách cụ thể, hai mô hình này có dạng như sau:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^{10} \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc ($Y_{i,t}$) là tỷ lệ (%) chi trả cổ tức trên mệnh giá của công ty i ($i = 1, 236$) ở năm t ($t = 1, 3$).

X_k ($k = 1, 10$) là các biến độc lập (biến giải thích) và được diễn giải chi tiết ở Bảng 2.

Bảng 2: Diễn giải cho các biến độc lập được sử dụng trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Diễn giải	Dấu kỳ vọng
Thu nhập trên mỗi cổ phần (X ₁)	Log của lợi nhuận sau thuế/tổng số cổ phần thường	+
Tốc độ tăng doanh thu (X ₂)	{(Doanh thu năm sau/Doanh thu năm) - 1} * 100 (%)	-
Tỷ số nợ (X ₃)	(Tổng nợ/Tổng nguồn vốn) * 100 (%)	-
Khả năng thanh toán (X ₄)	Tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn	+
Quy mô công ty (X ₅)	Log của tổng tài sản	+
Thời gian niêm yết (X ₆)	Tính từ khi công ty niêm yết đến năm 2012 (năm)	+
Sở hữu nhà nước (X ₇)	(Số cổ phần sở hữu bởi nhà nước/Tổng số cổ phần phát hành) * 100 (%)	-
Khả năng kiểm soát (X ₈)	Biến giả, bằng 1 nếu công ty có chủ tịch hội đồng quản trị kiêm tổng giám đốc hoặc giám đốc, bằng 0 nếu ngược lại	-
Cổ tức bằng tiền (X ₉)	Biến giả, bằng 1 nếu công ty chia trả cổ tức bằng tiền, bằng 0 nếu ngược lại	+
Cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (X ₁₀)	Biến giả, bằng 1 nếu công ty chia trả cổ tức vừa bằng tiền, vừa bằng cổ phiếu, bằng 0 nếu ngược lại	+

4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1 Thực trạng chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE

Tỷ lệ chi trả cổ tức

Đối với các nhà đầu tư dài hạn, tỷ lệ chi trả cổ

tức là nhân tố có ảnh hưởng rất lớn đến quyết định đầu tư của họ. Ở Việt Nam, tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết thường được tính bằng tỷ lệ phần trăm trên mệnh giá của cổ phiếu (10.000 đồng). Tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2010 -2012 được trình bày chi tiết ở Bảng 3.

Bảng 3: Tỷ lệ chi trả cổ tức trên mệnh giá của của các công ty niêm yết (2010-2012)

Năm	Số quan sát	Thấp nhất	Trung bình	Cao nhất	Độ lệch chuẩn
2010	170	0,0	17,9	60,0	7,7
2011	173	0,0	17,7	60,0	8,8
2012	219	0,0	9,5	56,0	10,7

Nguồn: Số liệu tự thu thập, 2013

Kết quả xử lý thống kê cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của các công ty có sự suy giảm qua các năm. Cụ thể là, tỷ lệ cổ tức trung bình của các công ty ở năm 2010 là 17,9% nhưng đến năm 2012 tỷ lệ này chỉ còn 9,5%. Sự suy giảm này chủ yếu xuất phát từ những khó khăn của nền kinh tế trong năm 2012. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 3 còn cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty có sự phân hóa khá lớn. Công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao nhất trong năm 2012 là 56%, trong khi đó công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp nhất là 0% (không thực hiện việc chi trả cổ tức) và

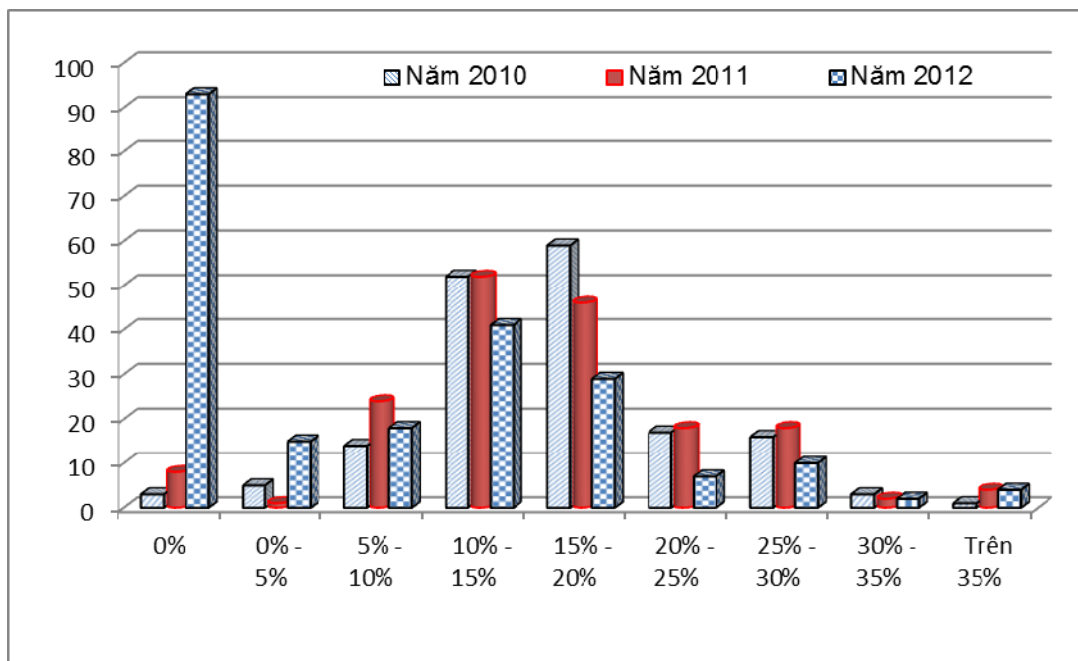
độ lệch chuẩn của chỉ tiêu này là 10,7%.

Ngoài ra, để có cái nhìn toàn diện hơn về chính sách cổ tức của các công ty, chúng tôi đã tiến hành phân nhóm các công ty dựa trên tỷ lệ chi trả cổ tức. Kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 4 và Hình 1 cho thấy trong năm 2010 và 2011 phần lớn các công ty chi trả cổ tức ở mức từ 10% đến 20%. Riêng năm 2012, do nhiều công ty gặp khó khăn trong hoạt động sản xuất kinh doanh nên có đến 42,5% trên tổng số công ty được khảo sát không thực hiện việc chi trả cổ tức.

Bảng 4: Phân nhóm các công ty theo tỷ lệ chi trả cổ tức

Tỷ lệ cổ tức	2010		2011		2012	
	Số quan sát	Tỷ lệ (%)	Số quan sát	Tỷ lệ (%)	Số quan sát	Tỷ lệ (%)
0%	3	1,8	8	4,6	93	42,5
0% - 5%	5	2,9	1	0,6	15	6,8
5% - 10%	14	8,2	24	13,9	18	8,2
10% - 15%	52	30,6	52	30,1	41	18,7
15% - 20%	59	34,7	46	26,6	29	13,2
20% - 25%	17	10,0	18	10,4	7	3,2
25% - 30%	16	9,4	18	10,4	10	4,6
30% - 35%	3	1,8	2	1,2	2	0,9
Trên 35%	1	0,6	4	2,3	4	1,8
Tổng	170	100,0	173	100,0	219	100,0

Nguồn: Số liệu tự thu thập, 2013



Hình 1: Phân phối của các công ty theo tỷ lệ chi trả cổ tức

Hình thức chi trả cổ tức

Theo dữ liệu thu thập được, có 3 hình thức chi trả cổ tức mà các công ty niêm yết trên HOSE áp dụng, đó là: (1) Chi trả cổ tức bằng tiền; (2) Chi trả

cổ tức bằng cổ phiếu; (3) Vừa chi trả cổ tức bằng tiền vừa bằng cổ phiếu. Kết quả thống kê về hình thức chi trả cổ tức của các công ty trong mẫu nghiên cứu được trình bày ở Bảng 5.

Bảng 5: Hình thức chi trả cổ tức của các công ty

Chỉ tiêu	Năm 2010		Năm 2011		Năm 2012	
	Số công ty	%	Số công ty	%	Số công ty	%
Tiền mặt	116	65,2	154	77,0	130	76,0
Cổ phiếu	25	14,0	11	5,5	18	10,5
Vừa tiền mặt, vừa cổ phiếu	37	20,8	35	17,5	23	13,5
Tổng	178	100,0	200	100,0	171	100,0

Nguồn: Số liệu tự thu thập, 2013

4.2 Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE

Để đo lường mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE, trong nghiên cứu này trước tiên chúng tôi sử dụng cả hai mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Sau đó, để xác định xem mô hình nào là phù hợp hơn, chúng tôi

tiếp tục sử dụng kiểm định Hausman (Hausman test). Kết quả của kiểm định Hausman cho thấy mô hình hiệu ứng cố định là phù hợp hơn mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (giá trị $Chi^2(10) = 29,8$). Vì vậy, trong phần trình bày tiếp theo chúng tôi sử dụng kết quả từ mô hình hiệu ứng cố định để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE.

Bảng 6: Kết quả phân tích hồi quy bằng mô hình các ảnh hưởng cố định (FEM)

Tên biến	Hệ số tương quan	Giá trị thống kê t
Hằng số	5,846	0,108
Thu nhập trên mỗi cổ phần (X ₁)	0,977	2,380**
Tốc độ tăng doanh thu (X ₂)	-0,000	-0,739
Tỷ số nợ (X ₃)	0,080	1,044
Khả năng thanh toán (X ₄)	0,278	1,010
Quy mô công ty (X ₅)	-1,057	-0,320
Thời gian niêm yết (X ₆)	2,652	0,261
Sở hữu nhà nước (X ₇)	-0,004	-0,044
Khả năng kiểm soát (X ₈)	3,106	2,247**
Cổ tức bằng tiền (X ₉)	2,371	1,950***
Cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (X ₁₀)	1,906	1,256
Số quan sát	523	
R ² điều chỉnh	0,565	
Giá trị thống kê F	3,922*	

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

Kết quả phân tích được trình bày ở Bảng 6 cho thấy có 3 trong số 10 biến giải thích được đưa vào mô hình có ý nghĩa thống kê ở mức 5% hoặc 10%, đó là: thu nhập trên mỗi cổ phần (X₁), khả năng kiểm soát (X₈) và Cổ tức bằng tiền (X₉). Ảnh hưởng của từng nhân tố (biến giải thích) đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty (biến phụ thuộc) được diễn giải như sau:

Thu nhập trên mỗi cổ phần (X₁). Thống nhất với kết quả của các nghiên cứu trước đây (Tsujii, 2010; Al-Malkawi, 2007; Ahmed và Javid, 2009), nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng về mối tương quan tỷ lệ thuận giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và thu nhập trên mỗi cổ phần của các công ty. Điều này có nghĩa là khi thu nhập trên cổ phiếu càng cao thì công ty chia cổ tức càng nhiều cho các cổ đông. Cụ thể là, kết quả phân tích từ mô hình các ảnh hưởng cố định cho thấy trong trường hợp các yếu tố khác không thay đổi thì khi thu nhập trên mỗi cổ phần tăng thêm 1% thì tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá sẽ tăng 0,98% và ngược lại. Về mặt thống kê, mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và thu nhập trên mỗi cổ phần của các công ty có ý nghĩa ở mức 5%.

Khả năng kiểm soát (X₈). Biến khả năng kiểm soát được sử dụng trong nghiên cứu này là biến giả (bằng 1 nếu công ty có chủ tịch hội đồng quản trị

kiêm tổng giám đốc hoặc giám đốc, bằng 0 nếu ngược lại) nhằm đo lường ảnh hưởng của việc quản trị công ty (corporate governance) đến chính sách cổ tức của công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty có chủ tịch hội đồng quản trị kiêm tổng giám đốc/giám đốc cao hơn các công ty khác 3,11%. Sự khác biệt về tỷ lệ cổ tức của hai nhóm công ty này có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

Cổ tức bằng tiền (X₉). Tương tự như biến khả năng kiểm soát, biến cổ tức bằng tiền (X₉) cũng là biến giả (bằng 1 nếu công ty chi trả cổ tức bằng tiền, bằng 0 nếu ngược lại) nhằm đo lường ảnh hưởng của hình thức chi trả cổ tức đến tỷ lệ cổ tức. Kết quả ước lượng bằng mô hình các ảnh hưởng cố định chỉ ra rằng hình thức chi trả cổ tức của các công ty (trả bằng tiền hay cổ phiếu) có ảnh hưởng đến tỷ lệ cổ tức. Cụ thể là, các công ty thực hiện việc chi trả cổ tức bằng tiền có tỷ lệ cổ tức cao hơn các công ty khác là 2,37%. Về mặt thống kê, mối quan hệ giữa tỷ lệ cổ tức và hình thức chi trả cổ tức có ý nghĩa ở mức 10%.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 6 còn cho thấy các biến thời gian niêm yết (X₆), tỷ số nợ (X₃), khả năng thanh toán (X₄) có tương quan tỷ lệ thuận với tỷ lệ chi trả cổ tức.

Ngược lại, các biến tốc độ tăng doanh thu (X_2), sở hữu nhà nước (X_7) và quy mô công ty (X_5) có tương quan nghịch với tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty. Tuy nhiên, các mối quan hệ này lại không có ý nghĩa về mặt thống kê. Trong mô hình hồi quy, giá trị của R^2 điều chỉnh là 0,565, điều này có nghĩa là các biến độc lập trong mô hình đã giải thích được 56,5% sự thay đổi của tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE. Cuối cùng, giá trị thống kê F của mô hình là 3,92 cho thấy mô hình mà chúng tôi sử dụng có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

5 KẾT LUẬN

Nội dung chính của nghiên cứu này là mô tả thực trạng chi trả cổ tức và xác định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE. Sử dụng số liệu tài chính của 236 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE, kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức (tính trên mệnh giá) trung bình của các công ty trong giai đoạn 2010 – 2012 dao động từ 9,5% (2012) đến 17,9% (2010). Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với tình hình kinh tế Việt Nam khi mà năm 2012 nền kinh tế phải đối mặt với muôn vàn khó khăn. Ngoài ra, kết quả phân tích hồi quy bằng phương pháp các ảnh hưởng cố định cho thấy thu nhập trên mỗi cổ phần, khả năng kiểm soát (quản trị công ty) và hình thức chi trả cổ tức là các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE. Trái ngược với nhiều nghiên cứu đã được công bố, nghiên cứu này không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa tỷ lệ chi trả cổ tức với các nhân tố thời gian niêm yết, tỷ số nợ, khả năng thanh toán, tốc độ tăng doanh thu, sở hữu nhà nước và quy mô công ty.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Adaoglu, Cahit (2000), “Instability in the dividend policy of Istanbul Stock Exchange Corporations: Evidence from an emerging market”, *Emerging Markets Review*, 1(3), pp. 252 – 270.
2. Ahmed, H., A.Y. Javid (2009), “The determinants of dividend policy in Pakistan”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 29, pp. 110 – 125.
3. Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar (2007), “Determinants of corporate dividend policy in Jordan: An application of the Tobit model”, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 2, pp. 44-70.
4. Al Shabibi, Badar Khalid và G. Ramesh (2011), “An empirical study on the determinants of dividend policy in the UK”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 80, pp. 105-120.
5. Chen, J., N. Dhiensiri (2009), “Determinants of dividend policy: The evidence from New Zealand”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 34, pp. 18-28.
6. D’Souza, Juliet (1999), “Agency costs, market risk, investment opportunities and dividend policy: An international perspective”, *Managerial Finance*, 25(6), pp. 35-43.
7. Gill, A., N. Biger and R. Tibrewala (2010), “Determinants of dividend payout ratios: Evidence from United States”, *The Open Business Journal*, pp. 8 – 14.
8. Gordon, Myron J. (1963), “Optimal investment and financing policy”, *Journal of Finance*, 18, pp. 264-272.
9. Jensen, Michael C., and William H. Meckling (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
10. Lintner, John (1956), “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”, *The American Economic Review*, 46(2), pp. 96-113.
11. Miller, Merton and Franco Modigliani (1961), “Dividend policy, growth and the valuation of shares”, *Journal of Business*, 34, pp. 411-433.
12. Miller, Merton H. and Myron S. Scholes (1978), “Dividends and taxes”, *Journal of Financial Economics*, 6, pp. 333-264.
13. 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.
14. Tsuji, Chikashi (2009), “What are the determinants of dividend policy? The case of the Japanese electrical appliances industry”, *Business and Economic Journal*, 9, pp. 1-16.