

# NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC - MINH CHỨNG TỪ VIỆT NAM

RESEARCH OF FACTORS AFFECTING DIVIDEND POLICY - EVIDENCE FROM VIETNAM

Trương Thanh Hằng<sup>1\*</sup>,  
Nguyễn Thị Quế<sup>1</sup>, Đặng Thu Hà<sup>1</sup>

DOI: <https://doi.org/10.57001/huih5804.2024.081>

## TÓM TẮT

Nghiên cứu này nhằm mục đích xem xét sự ảnh hưởng của các yếu tố bên trong doanh nghiệp đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp thông qua mẫu gồm 264 doanh nghiệp với 1.584 quan sát trong 6 năm từ năm 2015 đến năm 2020 của doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu đo lường tác động của năm yếu tố đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp, bao gồm khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, tỷ suất thu nhập trên cổ phần, rủi ro doanh nghiệp, tỷ lệ giá thị trường trên thu nhập của cổ phiếu. Kết quả cho thấy, hai nhân tố khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến chính sách chi trả cổ tức, nhân tố tỷ suất thu nhập trên cổ phần và tỷ lệ giá thị trường trên thu nhập của cổ phiếu có tác động thuận chiều đến chính sách chi trả cổ tức. Các biến trong mô hình nghiên cứu đã giải thích được 15,35% sự tác động, ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu là bằng chứng quan trọng cho các nhà quản lý trong hoạt động quản lý, điều hành, huy động vốn cho doanh nghiệp và cho các cổ đông khi đưa ra quyết định đầu tư vốn trong tương lai.

**Từ khóa:** Chính sách chi trả cổ tức; doanh nghiệp niêm yết; Việt Nam.

## ABSTRACT

This study aims to examine the influence of factors within a business on its dividend payment policy through a sample of 264 firms listed on the Vietnam Stock Exchange with 1584 observations over 6 years from 2015 to 2020. The study measures the impact of five factors on a business's dividend payment policy, including profitability, firm size, earnings per share ratio, firm risk, and price-to-earnings ratio. The results show that the two factors profitability and firm size have a negative impact on dividend payment policy, the factor earnings per share and price to earnings ratio have a positive impact on dividend payment policy. The variables in the research model explained 15.35% of the impact on the company's dividend payment policy. Research results are important evidence for managers in managing, operating, and mobilizing capital for firms and for shareholders when making capital investment decisions in the future.

**Keywords:** Dividend payment policy; listed firm; Vietnam.

<sup>1</sup>Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

\*Email: [truongthanhhang@hauivn.edu.vn](mailto:truongthanhhang@hauivn.edu.vn)

Ngày nhận bài: 03/8/2023

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 11/9/2023

Ngày chấp nhận đăng: 25/02/2024

## 1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Cổ tức là phần lợi nhuận còn lại của doanh nghiệp mà các cổ đông được chia sau khi công ty đã trừ thuế thu nhập doanh nghiệp và các khoản lợi nhuận giữ lại. Trong quá trình hoạt động, mọi doanh nghiệp sẽ luôn cố gắng tạo ra mức lợi nhuận tối ưu nhất cho cổ đông từ số lợi nhuận tạo ra hàng năm (gọi là cổ tức) sau khi đã trừ các khoản doanh nghiệp giữ lại để tiếp tục đầu tư và để dự phòng các rủi ro. Cổ tức có thể được chi trả bằng tiền mặt, hoặc cũng có thể chi trả bằng chính cổ phiếu của công ty thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu.

Chính sách cổ tức của một doanh nghiệp sẽ quy định việc doanh nghiệp chi trả cổ tức như thế nào đối với cổ đông của mình, chi trả cổ tức định kỳ (như hàng quý hoặc hàng năm), không chi trả, hoặc chỉ chi trả cổ tức với những điều kiện nhất định.

Khi đầu tư vào cổ phiếu công ty, cổ đông thường thích trả cổ tức bằng tiền mặt, vì khoản lợi nhuận của nhà đầu tư được hiện thực hoá. Điều này thể hiện công ty có tiềm lực về tài chính và có dòng tiền hoạt động vững mạnh. Đồng thời nếu doanh nghiệp có lượng tiền mặt dư thừa và không có cơ hội đầu tư hấp dẫn, việc chi trả cổ tức có thể là một cách hiệu quả để trả lại giá trị cho cổ đông, đồng thời giới hạn lượng tiền mặt có sẵn cho ban lãnh đạo, giúp hạn chế việc đầu tư không hiệu quả, các lãnh đạo doanh nghiệp sẽ cẩn trọng hơn với các quyết định đầu tư.

Sự thay đổi trong chính sách cổ tức (tăng, giảm, hoặc dừng lại việc chi trả) có thể được xem là một tín hiệu về kỳ vọng tương lai của ban lãnh đạo đối với tình hình kinh doanh. Một doanh nghiệp đảm bảo được chính sách chi trả cổ tức hàng năm có thể cho nhà đầu tư thấy được dấu hiệu về tình hình tài chính ổn định và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Một chính sách cổ tức ổn định hoặc tăng cổ tức có thể tăng khả năng của doanh nghiệp trong việc tiếp cận thị trường vốn, do nó thể hiện sự ổn định và uy tín.

Chính sách cổ tức phản ánh phần nào sự cân nhắc giữa việc tái đầu tư lợi nhuận và việc trả lại giá trị cho cổ đông. Mỗi doanh nghiệp sẽ có cách tiếp cận khác nhau về chính sách cổ tức dựa trên ngữ cảnh kinh doanh, kỳ vọng của cổ đông và mục tiêu chiến lược của mình.

Các nhà đầu tư nói chung và các nhà đầu tư tại Việt Nam trong thời gian vừa qua đầu tư vào cổ phiếu là kỳ vọng có được lợi nhuận nhờ vào giá cổ phiếu tăng và/hoặc được chia lợi nhuận.

Nhìn chung, trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm vừa qua, vẫn luôn có những doanh nghiệp tăng trưởng khá bền vững, chi trả cổ tức cao, đều đặn, thậm chí có thể trên 600% như tỷ suất của cổ phiếu CPH (CTCP Phục vụ mai táng Hải Phòng) lên tới 653,33% hay cổ phiếu PTG (CTCP) Máy xuất khẩu Phan Thiết có tỉ suất cổ tức đạt 666,67% (năm 2023). Trong bối cảnh kinh tế hiện tại, nhà đầu tư Việt Nam đang có xu hướng tìm đến chiến lược đầu tư theo cổ tức nhằm bảo toàn danh mục cũng như vẫn thu được khoản lợi tức hấp dẫn hàng năm. Chiến lược này mang tính phòng thủ cao và các doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức lớn thường nhận được sự "săn đón" của dòng tiền. Đặc biệt trong tháng 8 vừa qua, quỹ đầu tư doanh nghiệp hàng đầu DC (DC Blue Chip Fund, DCBC) - quỹ thành viên thuộc Dragon Capital có giá trị tài sản ròng vào thời điểm 03/8/2023 đạt gần 388 tỷ đồng, vừa công bố tờ trình đại hội nhà đầu tư, trong đó có kế hoạch thay đổi mục tiêu đầu tư. Chiến lược đầu tư của quỹ sẽ chuyển sang đầu tư vào chứng khoán vốn có nguồn thu đều đặn từ lãi và cổ tức thay vì các doanh nghiệp hàng đầu niêm yết trên sàn như trước.

Các nhà đầu tư luôn muốn hiểu rõ lý do và cơ sở của các quyết định cổ tức để định giá cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư. Nếu doanh nghiệp có thể giải thích rằng quyết định của họ dựa trên những nhân tố nội tại rõ ràng và hợp lý, điều này có thể củng cố niềm tin và lòng tin từ cổ đông. Đồng thời nhận biết được các yếu tố nội tại cũng giúp doanh nghiệp định hình và điều chỉnh chiến lược tài chính của họ, đặc biệt trong giai đoạn nền kinh tế và hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp có nhiều thay đổi.

Hiểu rõ tầm quan trọng của chính sách cổ tức, bài báo tập trung nghiên cứu các nhân tố nội tại của doanh nghiệp ảnh hưởng, tác động đến chính sách cổ tức nhằm giúp các nhà quản trị đưa ra các chính sách chi trả cổ tức phù hợp, nhà đầu tư có thể dựa vào những nhận định về các yếu tố nội tại để định giá cổ phiếu, đưa ra quyết định đầu tư thông minh và hợp lý.

## 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

Trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp, có nhiều lý thuyết đa dạng được sử dụng để giải thích và dự đoán quyết định về chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Mỗi lý thuyết mang lại một góc nhìn riêng về quyết định này, dựa trên các giả định và nguyên tắc khác nhau. Các lý thuyết nền tảng như lý thuyết đại diện (Agency Theory), lý thuyết thặng dư (Residual Theory) lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory) sẽ cung cấp các góc nhìn đa dạng về việc quản lý vốn, tạo giá trị và tương tác với cổ đông của doanh nghiệp.

*Lý thuyết đại diện (Agency Theory)* cung cấp cái nhìn về việc thiết kế cơ chế thực thi chính sách chi trả cổ tức nhằm đảm bảo nhà quản lý doanh nghiệp không lạm dụng quyền lực của họ và tối ưu hóa lợi ích của cổ đông. Lý thuyết đại

diện được đề cập đầu tiên trong nghiên cứu có tựa đề "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" (Lý thuyết về doanh nghiệp: Hành vi quản trị, chi phí đại diện và cấu trúc sở hữu) do Michael C. Jensen và William H. Meckling xuất bản trên tạp chí "Journal of Financial Economics" vào năm 1976, lý thuyết nêu ra sự không thống nhất trong mục tiêu giữa người quản lý và cổ đông, và làm thế nào chính sách cổ tức có thể làm giảm xung đột quyền lợi.

Lý thuyết đại diện nhấn mạnh mối quan hệ xung đột quyền lợi giữa các cổ đông và người quản lý. Nhà quản lý có thể ưu tiên lựa chọn các chính sách chi trả cổ tức không phù hợp để đáp ứng mục tiêu cá nhân của họ thay vì tối ưu hóa lợi ích của cổ đông, họ có thể sử dụng thông tin và quyết định một cách không minh bạch trong việc quyết định chính sách chi trả cổ tức, điều này có thể dẫn đến sự không rõ ràng về tình hình tài chính của doanh nghiệp và dẫn đến sự không chắc chắn cho các cổ đông. Lý thuyết đại diện cũng nhấn mạnh tầm quan trọng của công tác giám sát nhà quản lý - người đại diện cho doanh nghiệp, việc thiếu cơ chế giám sát, hoặc giám sát không hiệu quả có thể thúc đẩy người đại diện chọn lựa chính sách chi trả cổ tức không tốt, bất lợi cho cổ đông.

*Lý thuyết thặng dư (Residual Theory)* được tác giả James E. Walter đưa ra lần đầu tiên trong bài báo mang tựa đề "Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise" (Chính sách cổ tức: Ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp) được công bố trên tạp chí "Journal of Finance" vào năm 1963. Lý thuyết thặng dư tập trung vào ý tưởng rằng doanh nghiệp chỉ nên trả cổ tức từ phần lợi nhuận còn lại sau khi đã tài trợ đầy đủ cho tất cả các dự án đầu tư có giá trị hiện tại ròng tích lũy (NPV) tối đa. Theo lý thuyết này, doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng lợi nhuận cho việc tái đầu tư vào dự án đầu tư có NPV dương, thay vì trả cổ tức. Điều này dẫn đến việc nhiều doanh nghiệp có chính sách trả cổ tức thấp hoặc không trả cổ tức khi họ thấy có nhiều cơ hội đầu tư hấp dẫn. Doanh nghiệp không trả cổ tức hoặc trả cổ tức thấp có thể được coi là một tín hiệu cho thị trường rằng doanh nghiệp đang tái đầu tư lợi nhuận của mình vào các dự án hứa hẹn, thay vì trả tiền cho cổ đông. Đồng thời theo lý thuyết thặng dư mức cổ tức mà doanh nghiệp trả có thể biến đổi theo thời gian, trong những năm có ít cơ hội đầu tư hấp dẫn, doanh nghiệp có thể trả cổ tức cao hơn và ngược lại. Trong trường hợp tài chính của doanh nghiệp gặp khó khăn hoặc cơ hội đầu tư giảm, lý thuyết này có thể hướng doanh nghiệp đến việc điều chỉnh chính sách trả cổ tức của mình, giảm mức trả cổ tức hoặc tạm thời không trả cổ tức.

Có thể thấy, lý thuyết thặng dư nhấn mạnh việc tái đầu tư là ưu tiên hàng đầu và cổ tức chỉ nên được trả từ lợi nhuận dư thừa sau khi tất cả các cơ hội đầu tư hấp dẫn đã được tài trợ. Điều này ảnh hưởng mạnh mẽ đến quyết định trả cổ tức và chính sách tài chính của doanh nghiệp.

*Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory)* được trình bày trong bài viết năm 1984 với tựa đề "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have

Information that Investors do not have" của tác giả Stewart Myers và Nicholas Majluf. Lý thuyết ưu tiên vốn (Pecking Order Theory) tập trung vào cách doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ và lựa chọn giữa việc trả cổ tức và tái đầu tư. Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng lợi nhuận được giữ lại để tài trợ cho các dự án đầu tư hoặc chi phí hoạt động. Do đó, khi có cơ hội đầu tư hấp dẫn, doanh nghiệp có thể quyết định không trả cổ tức để giữ lại tiền mặt cho tái đầu tư. Mặt khác theo lý thuyết này, vay nợ được xem là một nguồn tài trợ ưu tiên hơn so với phát hành cổ phiếu mới. Do đó, doanh nghiệp có thể tăng nợ để đáp ứng nhu cầu tài trợ vốn thay vì trả cổ tức. Việc quyết định trả cổ tức hoặc không trả cổ tức của doanh nghiệp có thể được nhìn nhận như một tín hiệu cho thị trường về tình hình tài chính và triển vọng của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp trả cổ tức thấp hoặc không trả cổ tức, điều này có thể được coi là một tín hiệu rằng doanh nghiệp đang có cơ hội đầu tư hấp dẫn và cần tài trợ nội bộ. Lý thuyết trật tự phân hạng có thể thúc đẩy doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ vay hợp lý để quản lý rủi ro tài chính. Việc duy trì một cấu trúc vốn ổn định có thể giúp doanh nghiệp tránh tăng thêm nợ vay khi không cần thiết, và trong một số trường hợp, doanh nghiệp có thể sử dụng lợi nhuận giữ lại để trả nợ. Nếu doanh nghiệp thấy giá cổ phiếu bị đánh giá thấp, doanh nghiệp có thể tránh việc phát hành cổ phiếu mới, trong trường hợp này, việc giữ lại lợi nhuận và tài trợ bằng cách sử dụng lợi nhuận giữ lại hoặc vay nợ có thể giúp tăng giá trị cổ phiếu.

Như vậy có thể thấy, lý thuyết trật tự phân hạng có tác động đáng kể đến quyết định chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp bằng cách định hình cách doanh nghiệp sử dụng và ưu tiên các nguồn tài trợ khác nhau, cũng như tác động đến cách họ quản lý tài chính và truyền thông với thị trường.

### 3. CÁC GIẢ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Các giả thuyết nghiên cứu

Qua nghiên cứu các công trình khoa học đã công bố và lý thuyết có liên quan, tác giả đã xây dựng các giả thuyết khoa học cụ thể như sau:

##### **Khả năng sinh lời và chính sách chi trả cổ tức:**

Khả năng sinh lời của một doanh nghiệp là khả năng doanh nghiệp tạo ra lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. Khi kinh doanh có lãi, doanh nghiệp sẽ xem xét để quyết định trả cổ tức cho các cổ đông sau khi đã để lại một phần theo quy định trong điều lệ doanh nghiệp. Quy mô lợi nhuận của doanh nghiệp là yếu tố quyết định chính sách chi trả cổ tức. Vì vậy, có thể thấy, khả năng sinh lời là một yếu tố quan trọng nhất quyết định chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Các nghiên cứu của đã tìm thấy rằng chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp bị ảnh hưởng trực tiếp bởi lợi nhuận, cổ tức được trả từ lợi nhuận hàng năm mà công ty thu được, lợi nhuận của công ty đóng vai trò quan trọng trong việc tăng cổ tức trả cho cổ đông, đây là sự thống nhất từ các kết quả nghiên cứu của các tác giả Al-

Kuwari (2009), Al-Najjar và Hussainey (2009), Badar Al Shabibi, Gramesh (2011), Nguyen Thi Xuan Trang (2012). Al-Malkawi H.A.N. (2007). Còn theo Thanatawee Y., (2011) khả năng sinh lời cao hơn sẽ có thể tạo ra dòng tiền tự do. Tuy nhiên, điều này có thể gây ra vấn đề về đại diện vì các nhà quản lý có thể không đầu tư dòng tiền dư thừa vào các dự án sinh lời. Cổ tức sau đó phải được trả từ lợi nhuận để giảm dòng tiền dư thừa. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu của tác giả Amarjit Gill và cộng sự (2010) khi nghiên cứu về các công ty niêm yết của Mỹ lại cho kết quả trái chiều, các công ty có khả năng sinh lời càng cao có mối quan hệ ngược chiều với chính sách chi trả cổ tức trong giai đoạn nghiên cứu. Lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết thặng dư cũng giải thích cách các công ty ưu tiên các nguồn tài chính của mình, cho rằng các công ty thích sử dụng nguồn vốn nội bộ hơn và dự đoán rằng mối quan hệ giữa lợi nhuận và đòn bẩy là nghịch biến

Tác giả Ebenezer Agyemang Badu (2013) không tìm thấy sự ảnh hưởng, tác động có ý nghĩa giữa khả năng sinh lời và chính sách chi trả cổ tức.

Từ đó, giả thuyết ( $H_1$ ) và ( $H_2$ ) được tác giả đặt ra như sau:

$H_1$ : Khả năng sinh lời có tác động thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

$H_2$  Tỷ suất thu nhập trên cổ phần có tác động thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam

##### **Quy mô doanh nghiệp và chính sách chi trả cổ tức:**

Theo các nghiên cứu đã công bố của Bogna Kazmierska-Jozwiak (2015), Yong Teck Mui, Mazlina Mustapha (2016), Thanatawee Y., (2011) đã cho thấy rằng các công ty lớn hơn có nhiều khả năng trả cổ tức cao hơn, vì các công ty lớn hơn có nhiều kinh nghiệm và thị trường lớn trong kinh doanh, có dòng tiền cao hơn. Các nghiên cứu này đều nhận thấy rằng quy mô công ty có ảnh hưởng tích cực và đáng kể đến việc chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, những công ty lớn thì thường có nhiều khoản nợ hơn do họ có khả năng vay vốn tốt hơn so với các công ty nhỏ, các chủ nợ có niềm tin nhiều hơn vào khả năng thanh toán nợ và khả năng kinh doanh thành công của các doanh nghiệp lớn. Các doanh nghiệp lớn lại có thể tiếp cận thị trường vốn và huy động vốn dễ dàng hơn với chi phí thấp hơn và ít ràng buộc hơn so với các công ty nhỏ, do đó, các công ty lớn hơn sẽ thường trả cổ tức thấp để có thể giữ lại lợi nhuận để trang trải chi phí nợ. Mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô công ty và chi trả cổ tức đã được tác giả Kouki M. và M. Guizani (2009) đưa ra khi nghiên cứu cơ cấu sở hữu và chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Tunisia.

Từ đó, giả thuyết ( $H_3$ ) được tác giả đặt ra như sau:

$H_3$ : Quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam

**Rủi ro doanh nghiệp và chính sách chi trả cổ tức:**

Hệ số rủi ro được đo lường qua thông số beta, cổ phiếu của các doanh nghiệp có hệ số beta càng cao thì có khả năng sinh lời và hưởng cổ tức càng cao và ngược lại. Điều này đã được các tác giả Badar Al Shabibi, Gramesh (2011) và Nguyễn Thị Xuân Trang (2012) tìm thấy trong nghiên cứu của mình khi xem xét ảnh hưởng của hệ số rủi ro của doanh nghiệp đến chính sách chi trả cổ tức.

Từ đó, giả thuyết (H<sub>4</sub>) được tác giả đặt ra như sau:

H<sub>4</sub>: Rủi ro doanh nghiệp có tác động thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam

**Tỷ lệ giá thị trường trên thu nhập của cổ phiếu và chính sách chi trả cổ tức:**

Tỷ số giá cổ phiếu và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu của doanh nghiệp cao cho thấy cổ phiếu của doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng trong tương lai và ngược lại. Tỷ số này ảnh hưởng đến mức độ hấp dẫn của cổ phiếu đối với nhà đầu tư. Nếu doanh nghiệp có tỷ số giá cổ phiếu và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu cao, doanh nghiệp thường giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư vào hoạt động kinh doanh, nhằm duy trì hoặc tăng tốc độ tăng trưởng. Nhà đầu tư sẽ phải chấp nhận mức cổ tức thấp hoặc không có cổ tức, vì họ kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ tăng trong tương lai. Ngược lại, nếu doanh nghiệp có tỷ số giá cổ phiếu và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu thấp, doanh nghiệp có thể phải trả cổ tức cao để thu hút nhà đầu tư, vì họ không tin tưởng vào khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Bên cạnh đó tỷ số giá cổ phiếu và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu còn phản ánh chi phí vốn của doanh nghiệp. Chi phí vốn là lợi suất mong muốn của nhà đầu tư khi đầu tư vào doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp có tỷ số này cao, nghĩa là chi phí vốn của doanh nghiệp thấp, vì nhà đầu tư sẵn sàng trả nhiều tiền cho mỗi đơn vị lợi nhuận. Doanh nghiệp có thể sử dụng nguồn vốn rẻ để mở rộng quy mô hoặc thực hiện các dự án đầu tư có lợi suất cao hơn chi phí vốn. Do đó, doanh nghiệp có thể giảm mức chi trả cổ tức để tái cấu trúc nguồn vốn. Nếu doanh nghiệp có tỷ số giá cổ phiếu và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu thấp, nghĩa là chi phí vốn của doanh nghiệp cao, vì nhà đầu tư chỉ trả ít tiền cho mỗi đơn vị lợi nhuận. Doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc huy động vốn hoặc thực hiện các dự án đầu tư có lợi suất thấp hơn chi phí vốn. Do đó, doanh nghiệp có thể phải tăng mức chi trả cổ tức để duy trì lòng tin của nhà đầu tư. Nghiên cứu của tác giả Bogna Kazmierska-Jozwiak (2015) đã tìm thấy mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ giá thị trường trên thu nhập của cổ phiếu và chính sách chi trả cổ tức

Với đặc điểm thị trường vốn hiện nay của các doanh nghiệp Việt Nam, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết:

H<sub>5</sub>: Tỷ lệ giá thị trường trên thu nhập của cổ phiếu có tác động thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Bảng 1. Các giả thuyết nghiên cứu

| Giả thuyết     | Nội dung của giả thuyết   | Kỳ vọng |
|----------------|---|---------|
| H <sub>1</sub> | Khả năng sinh lời có tác động thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam                               | +       |
| H <sub>2</sub> | Tỷ suất thu nhập trên cổ phần có tác động thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam                   | +       |
| H <sub>3</sub> | Quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam                             | -       |
| H <sub>4</sub> | Rủi ro doanh nghiệp có tác động thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam                             | +       |
| H <sub>5</sub> | Tỷ lệ giá thị trường trên thu nhập của cổ phiếu có tác động thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam | +       |

Nguồn: Tổng hợp nghiên cứu của các tác giả

**3.2. Phương pháp nghiên cứu**

Mẫu nghiên cứu bao gồm có 264 doanh nghiệp với 1.584 quan sát trong 6 năm từ năm 2015 đến năm 2020. Nguồn dữ liệu là thông tin từ các báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam qua trang web: <http://finance.vietstock.vn>. Nhóm tác giả sử dụng phần mềm Excel và xây dựng các bảng biểu, công thức để tính toán cấu phần của từng biến. Tác giả sử dụng phần mềm Stata 16 trong quá trình phân tích dữ liệu, thực hiện thống kê mô tả cho các biến, tiến hành chạy hồi quy theo ba mô hình: Mô hình bình phương bé nhất Pools OLS; Mô hình tác động cố định FEM (fix effect model) và mô hình tác động ngẫu nhiên REM (random effect model), thực hiện kiểm định về việc lựa chọn mô hình phù hợp với bộ dữ liệu nghiên cứu, kiểm định về hiện tượng phương sai không đồng nhất và thực hiện các phương án khắc phục điểm yếu của mô hình.

Các biến trong mô hình được xác định và đo lường như trong bảng 2.

Bảng 2. Đo lường biến phụ thuộc và biến độc lập trong mô hình

| Ký hiệu biến | Tên biến                           | Công thức xác định  |
|--------------|------------------------------------|---|
| S_payout     | Tỷ lệ chi trả cổ tức               | Cổ tức chi trả trong năm/Lợi nhuận thuần sau thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN)                      |
| ROA          | Khả năng sinh lời của doanh nghiệp | Lợi nhuận thuần sau thuế TNDN/ Tổng tài sản   |
| SIZE         | Quy mô doanh nghiệp                | Logarit cơ số e của Tổng tài sản  |
| EPS          | Tỷ suất thu nhập trên cổ phần      | (Lợi nhuận thuần sau thuế TNDN - Cổ tức cổ phiếu ưu đãi)/ Số lượng cổ phiếu bình quân đang lưu hành |

|                  |  |  |
|------------------|--|--|
| <b>Risk_Firm</b> | <i>Rủi ro doanh nghiệp</i>                             | $Covar(R_i, R_m) / Var(R_m)$<br>Trong đó:<br>• $R_i$ : Tỷ suất sinh lời của chứng khoán.<br>• $R_m$ : Tỷ suất sinh lời của thị trường (ở đây là VN-Index).<br>• $Var(R_m)$ : Phương sai của tỷ suất sinh lời của thị trường.<br>• $Covar(R_i, R_m)$ : Hiệp phương sai của tỷ suất sinh lời của chứng khoán và tỷ suất sinh lời của thị trường. |
| <b>PE</b>        | <i>Tỷ lệ giá thị trường trên thu nhập của cổ phiếu</i> | <i>Giá thị trường của cổ phiếu (Price)/Thu nhập trên một cổ phiếu (EPS)</i>  |

Nguồn: Tổng hợp nghiên cứu của các tác giả

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp, nghiên cứu tiến hành kiểm định giả thuyết từ  $H_1$  đến  $H_5$  với sự hỗ trợ của phần mềm phân tích dữ liệu Stata 16. Hồi quy tuyến tính đa biến được áp dụng cho mô hình như sau:

$$S\_payout = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 SIZE + \beta_3 EPS + \beta_4 Beta + \beta_5 PE + e$$

#### 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Theo Tauchen (1986), ước tính độ tin cậy để thực hiện phân tích hồi quy là  $n > 200$ , theo J.F Hair và cộng sự (2006) cần tối thiểu 15 - 20 quan sát cho một biến. Như vậy cỡ mẫu tối thiểu cho nghiên cứu là 100 quan sát. Nhóm tác giả đã tiến hành thu thập dữ liệu để khảo sát là 1.584 quan sát của 264 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu đã thu thập đảm bảo để chạy mô hình hồi quy, dữ liệu đảm bảo độ tin cậy và kết quả phân tích mẫu có ý nghĩa thống kê.

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

| Tên biến  | Số quan sát | Giá trị trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị tối thiểu | Giá trị tối đa |
|-----------|-------------|--------------------|---------------|-------------------|----------------|
| S_payout  | 1.584       | 6,93e-08           | 7,65e-07      | -2,47e-07         | 0,0000245      |
| ROA       | 1.584       | 0,05               | 0,06          | -0,52             | 0,72           |
| SIZE      | 1.584       | 27,79              | 1,48          | 23,59             | 33,67          |
| EPS       | 1.584       | 2070,96            | 2729,68       | -8261             | 29225          |
| Risk_Firm | 1.584       | 0,19               | 0,38          | -0,98             | 1,87           |
| PE        | 1.584       | 30,63              | 173,11        | -933,41           | 5705,51        |

Nguồn: Dữ liệu phân tích bởi các tác giả bằng phần mềm Stata 16

Bảng 4. Kiểm định hệ số tương quan giữa các biến

|           | S_payout | ROA     | SIZE    | EPS     | Risk_Firm | PE     |
|-----------|----------|---------|---------|---------|-----------|--------|
| S_payout  | 1,0000   |         |         |         |           |        |
| ROA       | -0,0303  | 1,0000  |         |         |           |        |
| SIZE      | -0,1224  | 0,0112  | 1,0000  |         |           |        |
| EPS       | 0,0388   | 0,7152  | 0,1286  | 1,0000  |           |        |
| Risk_Firm | 0,0112   | 0,0220  | 0,3222  | 0,0373  | 1,0000    |        |
| PE        | 0,3250   | -0,0818 | -0,0419 | -0,0910 | -0,0078   | 1,0000 |

Nguồn: Dữ liệu phân tích bởi các tác giả bằng phần mềm Stata 16

Kết quả kiểm định hệ số tương quan giữa các biến và kết quả kiểm định đa cộng tuyến. Kết quả cho thấy có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc của mô hình. Kết quả nghiên cứu tại bảng 4 cho thấy có đủ điều kiện để tiến hành bước tiếp theo là phân tích hồi quy giữa các biến.

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy sử dụng bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kết quả cho thấy có sự khác biệt giữa ba phương pháp. Do đó, để kết luận nên sử dụng kết quả nào, tác giả đã tiến hành kiểm định sau:

Sử dụng kiểm định Hausman để đưa ra quyết định nên lựa chọn mô hình OLS FEM hay REM. Kết quả kiểm định Hausman với giá trị  $p = 0,000 < 0,05$ , vì vậy mô hình FEM thích hợp hơn.

Nhóm tác giả thực hiện kiểm định phương sai sai số thay đổi qua các thực thể trong mô hình FEM với giả thuyết  $H_0$ , phương sai của sai số qua các thực thể là không đổi. Kết quả kiểm định cho thấy:  $\chi^2(354) = 2,2e+09 \text{ Prob} > \chi^2 = 0,0000$

Kết luận:  $p\text{-value} < 0,05$ , bác bỏ  $H_0$  chấp nhận  $H_1$ : Mô hình có phương sai sai số thay đổi.

Nhóm tác giả đã tiến hành khắc phục hiện tượng mô hình có phương sai sai số thay đổi. Kết quả hồi quy sau khi khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi của mô hình FEM được trình bày qua bảng 6.

Theo kết quả của mô hình, các giả thuyết  $H_2, H_3, H_5$  được chấp nhận theo đúng kỳ vọng tác giả đã đặt ra, các biến khả năng sinh lời của doanh nghiệp và quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Tỷ suất thu nhập trên cổ phần và tỷ lệ giá thị trường trên thu nhập của cổ phiếu có tác động thuận chiều đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp, biến rủi ro doanh nghiệp không có tác động đáng kể đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Sự biến động của các biến này giải thích 15,35% sự biến đổi của biến phụ thuộc là chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp.

#### 5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy bội trong phần mềm Stata để đánh giá các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam dựa trên mẫu gồm 264 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX trong 6 năm từ năm 2015 đến 2020.

Kết quả cho thấy trong khi khả năng sinh lời của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều đến việc chính sách cổ tức của doanh nghiệp kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của tác giả Amarjit Gill và cộng sự (2010) khi nghiên cứu các công ty niêm yết của Mỹ và nghiên cứu của tác giả Bogna Kazmierska-Jozwiak (2015) với các công ty niêm yết của Ba Lan. Kết quả nghiên cứu một lần nữa làm sáng tỏ và thống nhất với quan điểm nhìn nhận của lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết thặng dư. Theo các lý thuyết này thì mối quan hệ giữa khả năng sinh lời và chính sách chi trả cổ tức là nghịch biến, lý thuyết giải thích cách các doanh nghiệp ưu tiên các nguồn tài chính của mình, cho rằng các doanh

Bảng 5. Kết quả hồi quy

| Mô hình hồi quy | Hằng số                     | ROA                          | SIZE                         | EPS                         | Risk_Firm                   | PE                          | R-Squared      |
|-----------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------|
| OLS             | 2,11e-06<br>(0,000)         | -1,56e-06<br>(0,000)         | -7,68e-08<br>(0,000)         | 5,04e-11<br>(0,000)         | 1,18e-07<br>(0,019)         | 1,44e-09<br>(0,000)         | 13,54 %        |
| <b>FEM</b>      | <b>5,01e-06<br/>(0,000)</b> | <b>-3,32e-06<br/>(0,000)</b> | <b>-1,79e-07<br/>(0,000)</b> | <b>6,39e-11<br/>(0,000)</b> | <b>1,20e-07<br/>(0,032)</b> | <b>1,48e-09<br/>(0,000)</b> | <b>15,35 %</b> |
| REM             | 2,13e-06<br>(0,000)         | -1,59e-06<br>(0,000)         | -7,74e-08<br>(0,000)         | 5,08e-11<br>(0,000)         | 1,19e-07<br>(0,018)         | 1,44e-09<br>(0,000)         | 14,18 %        |

Trong đó: Các giá trị ở hàng đầu tiên trong mỗi ô được lấy từ cột hệ số

Các giá trị trong ngoặc được lấy từ cột p\_value của biến

Nguồn: Dữ liệu phân tích bởi các tác giả bằng phần mềm Stata 16

Bảng 6. Kết quả hồi quy mô hình FEM sau khi khắc phục phương sai sai số thay đổi

| Mô hình hồi quy | Hằng số             | ROA                  | SIZE                 | EPS                 | Risk_Firm           | PE                  | R-Squared |
|-----------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------|
| FEM             | 5,01e-06<br>(0,000) | -3,32e-06<br>(0,041) | -1,79e-07<br>(0,038) | 6,39e-11<br>(0,030) | 1,20e-07<br>(0,143) | 1,48e-09<br>(0,003) | 15,35 %   |

Nguồn: Dữ liệu phân tích bởi các tác giả bằng phần mềm Stata 16

ngành thích sử dụng nguồn vốn nội bộ hơn. Các công ty có khả năng sinh lời cao hơn sẽ có nhiều khả năng giữ lại lợi nhuận và sử dụng lợi nhuận giữ lại làm nguồn vốn để đầu tư, do đó sẽ trả cổ tức ít hơn. Còn theo lý thuyết đại diện thì cho rằng ban lãnh đạo doanh nghiệp có thể muốn duy trì lợi nhuận bên trong doanh nghiệp để tối ưu hóa cấu trúc vốn và tăng giá trị doanh nghiệp. Điều này có thể dẫn đến việc họ quyết định không trả cổ tức hoặc trả mức cổ tức thấp hơn so với thực tế.

Tuy nhiên, nếu kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp là khả quan, tỷ suất lợi nhuận lớn, doanh nghiệp sẽ có dòng tiền lớn, để giảm bớt lượng tiền mặt có sẵn, giúp hạn chế việc đầu tư không hiệu quả hoặc các quyết định tiêu thụ lãng phí của các nhà quản lý, chính sách chi trả cổ tức doanh nghiệp vẫn thực hiện mặc dù mức chi trả có giảm để đảm bảo giá trị cho các nhà đầu tư, các cổ đông vì vậy kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ suất thu nhập trên cổ phần, tỷ số giá cổ phiếu và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu có mối quan hệ thuận chiều với chính sách chi trả cổ tức.

Quy mô doanh nghiệp càng lớn, doanh nghiệp càng dễ tiếp cận các nguồn vốn vay khác ngoài vốn cổ phần huy động. Vì vậy các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam thời gian qua thường trả cổ tức thấp để có thể giữ lại lợi nhuận để trang trải chi phí nợ.

Kết quả của nghiên cứu là một gợi ý cho các doanh nghiệp Việt Nam trong việc ra các quyết định chi trả cổ tức, trong lựa chọn nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh và việc lựa chọn thông minh các doanh nghiệp tốt để đầu tư, hưởng cổ tức của các cổ đông góp vốn.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

Agyemang Badu, E. (2013). Determinants of dividend payout policy of listed financial institutions in Ghana. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(7), 185-190.

Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), 38-63.

Al-Malkawi, H.A.N. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: an Application of the Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44-70.

Al-Najjar, B. and Hussainey, K. (2009). The Association between Dividend Payout and Outside Directorships. *Journal of Applied Accounting Research*, 10(1), 4-19

Al-Shabibi, B. K., & Ramesh, G. (2011). An empirical study on the determinants of dividend policy in the UK. *International Research Journal of Finance and Economics*, 80(12), 105-124.

Gill, A., Bigger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3(1).

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *In Corporate governance*, 77-132.

Kazmierka-Jozwiak, B. (2015). Determinants of dividend policy: evidence from polish listed companies. *Procedia economics and finance*, 23, 473-477.

Kouki, M., & M. Guizani (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42-53.

Mui, Y. T., & Mustapha, M. (2016). Determinants of dividend payout ratio: evidence from Malaysian public listed firms. *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*, 6(1), 48-54.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.

Thanatawee, Y., (2011). Life- Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Finance Research*, 2(2), 52-60

Trang, N. T. X. (2012). Determinants of dividend policy: The case of Vietnam. *International Journal of Business, Economics and Law*, 1(1), 48-57.

Walter, J. E. (1963). Dividend policy: its influence on the value of the enterprise. *The Journal of Finance*, 18(2), 280-291.

#### AUTHORS INFORMATION

**Truong Thanh Hang, Nguyen Thi Que, Dang Thu Ha**

Hanoi University of Industry, Vietnam