

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG**



LUẬN VĂN THẠC SĨ

**TÁC ĐỘNG CỦA QUAN HỆ TÍN DỤNG GIỮA DOANH NGHIỆP
VÀ NGÂN HÀNG TỚI CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC
DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN
SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HCM**

NGÀNH: TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

TRƯƠNG THỊ LÊ HUỆ

Thành phố Hồ Chí Minh - năm 2021

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG**

LUẬN VĂN THẠC SĨ

**TÁC ĐỘNG CỦA QUAN HỆ TÍN DỤNG GIỮA DOANH NGHIỆP
VÀ NGÂN HÀNG TỚI CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC
DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN
SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HCM**

Ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số: 8340201

Họ và tên học viên: Trương Thị Lê Huệ

Người hướng dẫn khoa học: TS. Nguyễn Quỳnh Hương

Thành phố Hồ Chí Minh - năm 2021

LỜI CAM ĐOAN

Người viết cam đoan đây là công trình nghiên cứu của riêng người viết.

Các số liệu, kết quả nêu trong Luận văn Thạc sĩ này là trung thực và chưa từng được công bố trong bất kỳ công trình nghiên cứu của tác giả nào khác.

Người viết ký và viết rõ họ tên

LỜI CẢM ƠN

Trong thời gian nghiên cứu và thực hiện luận văn này, tôi đã nhận được sự giúp đỡ nhiệt tình từ các cơ quan, tổ chức và cá nhân. Nhân đây, tôi xin gửi lời cảm ơn sâu sắc lòng biết ơn chân thành đến các tập thể, cá nhân đã tạo điều kiện và giúp đỡ tôi trong suốt quá trình thực hiện đề tài.

Trước hết tôi xin trân trọng cảm ơn Ban giám hiệu trường Đại học Ngoại thương cùng tập thể các thầy cô giáo, những người đã trang bị kiến thức cho tôi trong suốt quá trình học tập và nghiên cứu tại trường.

Với lòng biết ơn chân thành và sâu sắc nhất, tôi xin trân trọng cảm ơn TS. Nguyễn Quỳnh Hương người đã trực tiếp hướng dẫn tôi trong suốt quá trình nghiên cứu và hoàn thiện đề tài.

Do thời gian nghiên cứu và kiến thức còn hạn chế, luận văn được hoàn thiện không thể tránh khỏi những sơ suất thiếu sót, tôi rất mong nhận được những ý kiến của các thầy cô giáo cùng các bạn.

Xin chân thành cảm ơn!

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
LỜI CẢM ƠN	ii
MỤC LỤC	iii
DANH MỤC KÝ HIỆU, VIẾT TẮT	v
DANH MỤC BẢNG BIỂU	vi
CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU	1
1.1. Tính cấp thiết của đề tài	1
1.2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu	2
1.3. Mục tiêu nghiên cứu	8
1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	8
1.5. Phương pháp nghiên cứu	9
1.6. Tính mới của đề tài	10
1.7. Kết cấu luận văn	10
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN	12
2.1. Tổng quan về chính sách cổ tức của doanh nghiệp	12
2.1.1. Khái niệm về cổ tức	12
2.1.2. Lý thuyết về chính sách cổ tức	12
2.1.3. Chính sách cổ tức trong thị trường hoàn hảo	20
2.1.4. Các chính sách cổ tức trong thực tiễn	21
2.1.4.1. Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động	21
2.1.4.2. Chính sách tiền mặt ổn định	22
2.1.4.3. Các chính sách khác	24
2.1.5. Các phương thức chi trả cổ tức	24
2.1.6. Quy trình chi trả cổ tức	26
2.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến đến lựa chọn chính sách cổ tức của doanh nghiệp	27
2.3. Các giả thuyết và mô hình nghiên cứu	30
2.3.1. Các giả thuyết nghiên cứu	30
2.3.1.1. Biện về mối quan hệ tín dụng với ngân hàng	30

2.3.1.2. Các biến kiểm soát của mô hình nghiên cứu	33
2.3.2. Mô hình nghiên cứu.....	39
CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	44
3.1. Tiến trình nghiên cứu.....	44
3.2. Lựa chọn mẫu dữ liệu	44
3.3. Phương pháp phân tích số liệu.....	46
3.3.1. Thống kê mô tả	46
3.3.2. Phân tích hồi quy	46
3.4. Các kiểm định.....	47
3.4.1. Kiểm định sự phù hợp của mô hình.....	47
3.4.2. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến	47
3.4.3. Kiểm định hiện tượng tương quan chuỗi.....	47
3.4.4. Kiểm định phương sai sai số thay đổi	48
3.5. Phân tích kết quả	48
CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	50
4.1. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu	50
4.2. Phân tích tương quan giữa các biến	52
4.3. Lựa chọn mô hình hồi quy.....	53
4.3.1. Kiểm định mô hình.....	56
4.3.2. Kiểm định phương sai sai số thay đổi.....	57
4.3.3. Kết quả mô hình hồi quy điều chỉnh	58
4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu.....	59
CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ	64
5.1. Kết luận vấn đề nghiên cứu.....	64
5.2. Một số kiến nghị liên quan	65
5.3. Hạn chế đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo	68
KẾT LUẬN.....	70
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	71
PHỤ LỤC.....	77

DANH MỤC KÝ HIỆU, VIẾT TẮT

Từ viết tắt	Tiếng Việt
BCTC	Báo cáo tài chính
DPS	Cổ tức mỗi cổ phần
EPS	Thu nhập mỗi cổ phần
HNX	Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hà Nội
HOSE	Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
TP.HCM	Thành phố Hồ Chí Minh

DANH MỤC BẢNG BIỂU

STT	Tên bảng biểu	Trang
1	Bảng 2.1: Tổng hợp các biến trong mô hình nghiên cứu	41
2	Bảng 4.1: Bảng thống kê các biến cơ bản	50
3	Bảng 4.2: Kiểm tra hiện tượng tương quan giữa các biến độc lập	53
4	Bảng 4.3: Kết quả chạy hồi quy Pooled OLS, FEM, REM	54
5	Bảng 4.4: Kết quả kiểm định Chow với F-test	55
6	Bảng 4.5: Kết quả kiểm định Hausman-Test	56
7	Bảng 4.6: Kết quả kiểm định VIF	56
8	Bảng 4.7: Kết quả kiểm định hiện tượng tương quan chuỗi	57
9	Bảng 4.8: Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi	58
10	Bảng 4.9: Kết quả ước lượng bằng phương pháp FEM với Robust	58

CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

1.1. Tính cấp thiết của đề tài

Cổ tức là nguồn lợi nhuận sau thuế chia cho các cổ đông và cung cấp thông tin về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Một số cổ đông mong muốn nhận được cổ tức, một số khác lại có xu hướng trông chờ tăng giá cổ phiếu và không muốn nhận cổ tức ở hiện tại. Do vậy, chính sách cổ tức không chỉ ảnh hưởng đến lợi ích của cổ đông mà còn ảnh hưởng đến chính sách đầu tư của doanh nghiệp. Chính sách cổ tức của doanh nghiệp phụ thuộc vào nhiều yếu tố, bao gồm cả yếu tố chủ quan và yếu tố khách quan. Vì vậy, việc chi trả cổ tức của doanh nghiệp vì thế có thể điều chỉnh theo thời gian do sự tác động của các yếu tố vĩ mô và các yếu tố thuộc cụ thể như: hạn chế pháp lý, ảnh hưởng của thuế, nhu cầu thanh khoản, ổn định của lợi nhuận, chiến lược phát triển doanh nghiệp... của doanh nghiệp.

Trên thế giới, đã có rất nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm cố gắng xác định các yếu tố tác động đến hành vi chia cổ tức của một công ty. Mặc dù ở Việt Nam, vấn đề ảnh hưởng của chính sách cổ tức tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán đã được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm, tuy nhiên, cho đến nay, vẫn chưa có nghiên cứu nào đi sâu vào yếu tố mối quan hệ tín dụng với ngân hàng với chính sách cổ tức của doanh nghiệp và thậm chí vấn đề còn phức tạp hơn khi nói đến các thị trường mới nổi như Việt Nam. Nghiên cứu này sẽ cố gắng cung cấp phân tích mối quan hệ về hành vi chia cổ tức của doanh nghiệp với mối quan hệ tín dụng với ngân hàng tại một thị trường mới nổi, cụ thể là Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Đặt trong bối cảnh đó, tác giả quyết định lựa chọn nghiên cứu đề tài: "**Tác động của quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM**" nhằm đánh giá tác động của mối quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng đến chính sách chia cổ tức của họ là tích cực hay tiêu cực. Từ đó, bài nghiên cứu

hướng đến cung cấp những giải pháp cho doanh nghiệp trong các quyết định chia cổ tức.

1.2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

Mặc dù chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trong thị trường vốn hoàn hảo là rất quan trọng trong lý thuyết tài chính, thì cũng có rất nhiều tranh cãi về chính sách chi trả cổ tức trong thế giới thực, nơi không có sự tồn tại của thị trường hoàn hảo. Sự hiện diện của thông tin bất cân xứng, vấn đề đại diện, thuế và chi phí giao dịch dường như là những nhân tố ảnh hưởng đáng kể đến hành vi chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Trên thế giới, đã có rất nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm cố gắng xác định các yếu tố tác động đến hành vi chia cổ tức của một công ty. Sau đây là một số nghiên cứu về chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp như sau:

Nghiên cứu về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu có hai trường phái lý thuyết đó là sự độc lập và không độc lập của chính sách cổ tức. Lý thuyết của trường phái về sự độc lập của chính sách cổ tức cho rằng chính sách cổ tức của doanh nghiệp không tác động đến giá cổ phiếu và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Trường phái này có thể kể đến nghiên cứu của Miller và Modigliani (1961), họ đưa ra lý thuyết chính sách cổ tức không quan trọng, nghĩa là chính sách cổ tức không có tác động đến giá cổ phiếu, lý thuyết này dựa trên những giả định không thực tế là không có thuế hay chi phí giao dịch. M&M cho rằng bất kể doanh nghiệp phân phối lợi nhuận như thế nào, giá trị của nó được quyết định bởi khả năng kiếm tiền và chính sách đầu tư của doanh nghiệp. Họ cho rằng một chính sách đầu tư cho trước, chính sách cổ tức được lựa chọn không ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu cũng như tổng số lợi nhuận cho cổ đông. Nói cách khác, các nhà đầu tư tính toán giá trị doanh nghiệp dựa trên giá trị vốn hóa của nguồn thu nhập trong tương lai và nó không bị tác động dù doanh nghiệp có chi trả cổ tức hay không và doanh nghiệp thiết lập chính sách cổ tức như thế nào. Còn trường phái sự không độc lập của chính sách cổ tức có: lý thuyết chú chim trong lòng bàn tay, lý thuyết phát tín hiệu, lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết hiệu ứng nhóm khách hàng. Theo lý

thuyết chú chim trong lòng bàn tay, Gordon (1961) đưa ra lý thuyết là nhà đầu tư ưa thích cổ tức cao. Gordon khẳng định rằng các cổ đông không thích rủi ro, sẽ thích cổ tức hơn là hứa hẹn lãi vốn trong tương lai ít chắc chắn hơn. Theo Gordon, cổ tức làm giảm tính bất trắc của cổ đông, cho phép họ chiết khấu lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp với một tỷ lệ thấp hơn, do đó làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Ngược lại, việc không chi trả cổ tức làm tăng tính bất trắc của cổ đông, làm tăng suất chiết khấu và giảm giá cổ phần. Với lý thuyết phát tín hiệu, các nhà nghiên cứu cho rằng luôn có khoảng cách về thông tin giữa các nhà quản lý và các nhà đầu tư bởi nhà quản lý kiểm soát hoạt động của doanh nghiệp hàng ngày và nắm bắt nhiều thông tin nội bộ mà nhà đầu tư bên ngoài không tiếp cận được. Trong điều kiện bất cân xứng thông tin như vậy thì cổ tức được xem là công cụ truyền tín hiệu. Lintner (1956) và Gordon (1963) cho rằng các nhà đầu tư đều rất e ngại rủi ro, không thích mạo hiểm điều đó lý giải vì sao họ thích cổ tức hiện tại và tăng trưởng ổn định hơn là trông chờ vào việc tăng giá cổ phiếu. Cũng theo hai tác giả, cổ tức cung cấp một tín hiệu về sự phát triển của doanh nghiệp cho nhà đầu tư. Bhattacharyya (1979) cho rằng các nhà quản trị có những thông tin mật về việc hỗ trợ phân phối dòng tiền và họ phát đi tín hiệu vào thị trường thông qua việc lựa chọn mức cổ tức. Trong trạng thái cân bằng của việc phát tín hiệu, nếu người quản lý tin rằng giá trị doanh nghiệp sẽ tăng trong tương lai, họ sẽ nâng mức trả cổ tức lên cao hơn. Lý thuyết chi phí đại diện xuất hiện khi xảy ra mâu thuẫn lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông trong doanh nghiệp, một bên là người sở hữu tài sản và một bên là người sử dụng tài sản. Theo Jensen và Meckling (1976) chi phí đại diện xuất phát từ việc tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, phát sinh khi ban giám đốc doanh nghiệp thực hiện những hoạt động nhằm mục đích mang lại lợi ích cho riêng họ thay vì những hoạt động có lợi cho các cổ đông, chính là những người sở hữu doanh nghiệp. Những lợi ích từ quyết định này có thể là trực tiếp hoặc gián tiếp. Ngoài ra chi phí đại diện còn có thể phát sinh bởi cổ đông. Những cổ đông của doanh nghiệp có quá nhiều tiền mặt thường yêu cầu chi trả cổ tức thay vì tái đầu tư. Do vậy, bên cạnh chi phí đại diện được đề cập bởi Jensen và Meckling (1976) thì Easterbrook (1984) đã đưa ra chi phí đại diện phát sinh từ thái độ e sợ rủi ro của ban giám đốc. Thái độ e ngại với rủi ro

bất nguồn từ việc ban giám đốc lo sợ kết quả kinh doanh của doanh nghiệp kém sẽ ảnh hưởng đến vị trí công việc của họ, nên họ có xu hướng chọn những dự án an toàn cũng đồng nghĩa với tỷ suất sinh lời không cao. Với lý thuyết hiệu ứng nhóm khách hàng thì nhà đầu tư được xem như khách hàng, mỗi khách hàng khác nhau sẽ có những nhu cầu khác nhau và có xu hướng thích mua cổ phiếu của các doanh nghiệp thực hiện những chính sách cổ tức đáp ứng được nhu cầu cụ thể của mình. Điều này xảy ra do nhà đầu tư phải chịu những mức thuế khác nhau trong hai tình huống được chi trả cổ tức và tăng giá cổ phiếu, bên cạnh việc phát sinh chi phí giao dịch khi thực hiện mua bán cổ phiếu. Al-Malkawi (2007) khẳng định rằng những doanh nghiệp, trong thời kỳ tăng trưởng thường có xu hướng trả cổ tức thấp hơn, điều này sẽ thu hút những khách hàng mong muốn kiếm lợi nhuận từ việc tăng giá cổ phiếu trong tương lai. Trong khi đó đối với những doanh nghiệp trong giai đoạn bão hòa sẽ có xu hướng chi trả cổ tức nhiều hơn, thu hút các đối tượng khách hàng có yêu cầu thu nhập ngay lập tức. Cũng trong nghiên cứu năm 2007, Al-Malkawi đã chia các khách hàng thành hai nhóm: nhóm khách hàng bị chi phối bởi thuế và nhóm khách hàng bị chi phối bởi chi phí giao dịch. Ông kết luận rằng những nhà đầu tư giao dịch cổ phiếu trong thị trường có khung thuế suất cao thường thích các doanh nghiệp trả ít hoặc không trả cổ tức. Tuy nhiên, trường hợp ngược lại cũng xảy ra khi các nhà đầu tư thích nhận được cổ tức hơn nếu chi phí giao dịch cổ phiếu ở mức cao. Đặc biệt đối với các nhà đầu tư nhỏ lẻ, họ cần cổ tức để đáp ứng những nhu cầu của bản thân hoặc họ không có khả năng chi trả cho các khoản chi phí giao dịch quá cao. Đi đầu về nghiên cứu trực tiếp mối quan hệ giữa biến động giá cổ phiếu và chính sách cổ tức có nghiên cứu của Black và Scholes (1974), trong nghiên cứu của mình họ đưa ra 25 danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán New York được xem xét trong khoảng thời gian 1936-1966. Bằng cách sử dụng mô hình định giá vốn tài sản để nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và lợi nhuận mà nhà đầu tư nhận được sau khi điều chỉnh rủi ro và thuế. Mô hình sử dụng biến động giá dưới hình thức rủi ro mà nhà đầu tư phải đối mặt nhằm thu được lợi nhuận mong muốn. Kết quả thu được là không có mối liên hệ nào giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Baskin (1989) đã nghiên cứu thực nghiệm 2.344 doanh

nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ từ 1967-1986 bằng việc sử dụng phương pháp hồi quy xây dựng mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách cổ tức biến động giá cổ phiếu. Nghiên cứu đã kết luận chính sách cổ tức tác động trực tiếp đến biến động giá cổ phiếu, vì vậy nhà quản trị có thể sử dụng mối quan hệ này để điều chỉnh rủi ro nhằm thu hút đầu tư. Nghiên cứu thực nghiệm các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức cũng có nhiều nghiên cứu trên thế giới. Pruitt & Gitman (1991) trong nghiên cứu của họ quan sát thấy rủi ro cũng là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Nếu một doanh nghiệp có lợi nhuận ổn định thường có thể dự đoán được lợi nhuận của họ trong tương lai, và thường trả cổ tức ổn định và cao hơn các doanh nghiệp có lợi nhuận biến động. Ở Iran, Etemadi và Chalalki (2005) nghiên cứu quan hệ giữa hiệu quả quản lý và cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Teheran. Kết quả chỉ ra rằng, có mối quan hệ tương quan tỷ lệ thuận giữa hiệu quả quản lý và chính sách cổ tức. Anil and Kapoor (2008) nghiên cứu các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp công nghệ thông tin ở Ấn Độ. Nghiên cứu cho thấy dòng tiền, thuế thu nhập doanh nghiệp, tốc độ tăng doanh thu, P/E (hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách) không ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức đối với các doanh nghiệp ngành công nghệ thông tin. Tuy nhiên, hệ số thanh khoản và rủi ro (beta) lại có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Ahmed và Javid (2009) xác định nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi trong khoảng thời gian từ 2001-2006. Nghiên cứu chỉ ra rằng doanh nghiệp dựa vào EPS hiện tại và DPS trong quá khứ để quyết định chính sách cổ tức. Lợi nhuận, tính thanh khoản và tỷ lệ sở hữu tỷ lệ thuận với tỷ lệ chi trả cổ tức, trong khi đó quy mô công ty, cơ hội đầu tư và tỷ số nợ có mối tương quan tỷ lệ nghịch với tỷ lệ chi trả cổ tức.

Chính sách chi trả cổ tức của công ty không chỉ thay đổi theo thời gian mà còn thay đổi giữa các quốc gia, đặc biệt là giữa các thị trường phát triển và thị trường mới nổi. Glen và các cộng sự (1995) thấy rằng các chính sách cổ tức ở các thị trường mới nổi khác với các chính sách ở những thị trường phát triển, cụ thể, tỷ lệ

chi trả cổ tức ở các nước đang phát triển chỉ bằng khoảng 2/3 so với các nước phát triển. Gần đây, Ramcharran (2001) cũng quan sát thấy tỷ lệ chi trả cổ tức tại các thị trường mới nổi khá thấp. Trong khi đó, Aivazian et al. (2003) đã so sánh chính sách chi trả cổ tức của các công ty hoạt động tại 8 thị trường mới nổi với 99 công ty tại Mỹ. Kết quả cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức của các thị trường mới nổi cũng tương đương với các công ty tại Mỹ. Điều đáng nói là cả Aivazian et al. và Glen et al. đều sử dụng dữ liệu từ International Finance Corporation (IFC), tức là có sự sai lệch kết quả giữa hai nhà nghiên cứu và tôn lên bản chất gây tranh cãi của chính sách cổ tức.

Suman Banerjee, Vladimir A. Gatchev and Paul A. Spindt (2005) trong nghiên cứu: *“Tính thanh khoản của thị trường chứng khoán và chính sách cổ tức của công ty”*. Với giả thuyết mà tác giả đặt ra là chính sách cổ tức có mối liên hệ với tính thanh khoản của chứng khoán. Khi thị trường có tính thanh khoản kém thì nhà đầu tư thích nhận cổ tức tiền mặt hơn. Do đó, các công ty có chứng khoán với tính thanh khoản thấp thì sẽ ưu tiên phân phối cổ tức bằng tiền mặt. Ngược lại, các công ty có chứng khoán với tính thanh khoản cao thì sẽ ít ưu tiên phân phối cổ tức bằng tiền mặt hơn. Và kết quả nghiên cứu của tác giả cho thấy rằng có mối liên hệ chặt chẽ giữa chính sách cổ tức và tính thanh khoản của cổ phiếu.

Tác giả cũng xem xét về chính sách mua lại cổ phần và thấy rằng chính sách mua lại cổ phần đã kích thích được tính thanh khoản của thị trường chứng khoán theo thời gian. Tính thanh khoản của cổ phiếu có mối tương quan với việc thanh toán cổ tức ban đầu (initiate dividend) của công ty, các công ty với cổ phiếu có tính thanh khoản kém thì có nhiều khả năng thanh toán cổ tức ban đầu. Việc cải thiện tính thanh khoản của thị trường chứng khoán qua thời gian làm giảm xu hướng các công ty thanh toán cổ tức ban đầu.

Đứng trên góc độ là nhà đầu tư thì cổ tức tiền mặt và tính thanh khoản của chứng khoán có tính thay thế nhau. Các công ty thanh toán cổ tức ban đầu cắt giảm được độ nhạy cảm về lợi nhuận của họ đối với tính thanh khoản tổng thể. Bởi vì họ hạn chế việc các nhà đầu tư tiếp xúc với rủi ro thanh khoản của hệ thống. Mối liên

hệ này cho thấy thêm rằng chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị công ty do khiếm khuyết của thị trường.

Todd Mitton (2004) trong nghiên cứu: “*Quản trị doanh nghiệp và chính sách cổ tức ở thị trường mới nổi*”, tác giả đã chỉ ra rằng:

Các công ty với việc quản trị doanh nghiệp tốt thì thanh toán cổ tức cao. Trong công ty có quản trị doanh nghiệp tốt thì thanh toán cổ tức và các cơ hội phát triển của nó có quan hệ nghịch chiều nhau. Các công ty với việc quản trị doanh nghiệp tốt hơn thì có nhiều lợi nhuận hơn, nhưng lợi nhuận lớn hơn chỉ giải thích một phần của việc thanh toán cổ tức cao hơn.

Cấp độ công ty là quản lý doanh nghiệp, cấp độ quốc gia là bảo vệ nhà đầu tư có liên quan đến việc thanh toán cổ tức, cả hai cơ chế đó làm giảm vấn đề đại diện. Khi các cổ đông được bảo vệ tốt bởi chính phủ hoặc doanh nghiệp thì vốn được phân bổ hiệu quả hơn.

Các thị trường mới nổi khác với các thị trường phát triển về nhiều mặt, đó là thông tin kém hiệu quả hơn, biến động nhiều hơn và có kích thước nhỏ hơn (theo Kumar và Tsetsekos, 1999). Các thị trường mới nổi cũng có những đặc điểm khác với các thị trường phát triển như: quản trị doanh nghiệp, đánh thuế cổ tức và lãi vốn, cũng như cơ cấu sở hữu. Hơn nữa, các thị trường mới nổi như Việt Nam thường được đặc trưng bởi quyền sở hữu tập trung và hệ thống tài chính là ngân hàng, thay vì dựa trên thị trường. Trong trường hợp này, các ngân hàng có thể đóng một vai trò quan trọng trong việc thu hẹp khoảng cách thông tin giữa quản trị doanh nghiệp và thị trường, giúp chính sách cổ tức thể hiện chức năng ra tín hiệu hoặc giảm chi phí đại diện. Ngoài ra, các công ty ở thị trường mới nổi phải chịu nhiều ràng buộc về tài chính hơn so với các công ty ở các thị trường phát triển, điều này có thể ảnh hưởng đến hành vi chia cổ tức của họ. Những khác biệt về đặc thù thị trường này đặt ra câu hỏi về mức độ mà lý thuyết chính sách cổ tức có thể áp dụng cho các thị trường, đặc biệt là đối với Việt Nam.

Nghiên cứu này sẽ cố gắng cung cấp cái nhìn sâu sắc về hành vi chia cổ tức tại một thị trường mới nổi, cụ thể là Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE).

1.3. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chung:

Mục tiêu nghiên cứu nhằm phân tích tác động của yếu tố quan hệ tín dụng ngân hàng đến chính sách chia cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mục tiêu cụ thể gồm:

Hệ thống hóa lý thuyết về chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp và xác định các nhân tố ảnh hưởng yếu tố quan hệ tín dụng với ngân hàng đến chính sách chia cổ tức của các doanh nghiệp.

Đánh giá mức độ ảnh hưởng của yếu tố quan hệ tín dụng với ngân hàng đến chính sách chia cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

Đề xuất một số giải pháp nhằm cải thiện mối quan hệ với ngân hàng nếu như có tác động tích cực đến hành vi chia cổ tức của doanh nghiệp.

1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu

Bài nghiên cứu tập trung nghiên cứu về **tác động quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp** niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2019. Cụ thể, bài viết sẽ đo lường mức độ ảnh hưởng của quan hệ tín dụng với ngân hàng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp, đồng thời xem xét tác động của một số yếu tố được cho là có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp, chẳng hạn như độ tuổi của công ty, quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời, đòn bẩy tài chính, cơ hội tăng trưởng và đầu tư, và vấn đề chi phí đại diện.

Phạm vi nghiên cứu

+ Nội dung: Nghiên cứu về quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng và tác động đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

+ Về không gian: Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay bao gồm hai Sở Giao dịch là Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) cùng một sàn giao dịch OTC (UPCOM). Tuy nhiên, phạm vi không gian của bài nghiên cứu này được giới hạn lại ở các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE.

+ Về thời gian: số liệu được lấy từ báo cáo tài chính các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ năm 2015 đến năm 2019.

1.5. Phương pháp nghiên cứu

Để nghiên cứu, xác định và phân tích ảnh hưởng tác động của quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng và tác động đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, luận văn sử dụng các phương pháp sau:

Phương pháp phân tích lý thuyết:

+ Trên cơ sở các lý thuyết về chính sách cổ tức, người viết thực hiện tổng hợp những lý thuyết ủng hộ cho vấn đề được nghiên cứu.

+ Trên cơ sở của các nghiên cứu đã được thực hiện trước đây, người viết tiến hành xây dựng và tổng hợp các biến cho mô hình hồi quy.

Phương pháp phân tích thực nghiệm:

+ Thu thập các số liệu, thông tin trong báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn từ năm 2015-2019 bằng công cụ Bloomberg Terminal.

+ Xử lý số liệu và lập cơ sở dữ liệu cho các biến đại diện cho những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp.

- + Sử dụng phần mềm STATA để chạy mô hình hồi quy.
- + Phân tích kết quả hồi quy thông qua việc xem xét mức ý nghĩa thống kê và hệ số tương quan của các biến số.

1.6. Tính mới của đề tài

Tham khảo các nghiên cứu trên thế giới liên quan đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp, người viết tiến hành nghiên cứu thực nghiệm đề tài này tại thị trường Việt Nam với những đóng góp mới vào thành quả nghiên cứu chung như sau:

Đã có nhiều nhà nghiên cứu thực hiện nghiên cứu chính sách cổ tức ở các nước phát triển như Mỹ (Chang and Rhee, 1990), Vương quốc Anh (Al-Najjar và Hussainey, 2009), Argentina (Bebczuk, 2005), Ba Lan (Kowalewski et al., 2008) hay Nhật Bản (Ho, 2003) và nhiều tác giả nghiên cứu về các nước đang phát triển như Tunisia (Naceur et al., 2006) hay Pakistan (Mehar, 2002). Tuy nhiên, người viết nhận thấy chưa có nghiên cứu nào đánh giá tác động của quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp cả. Do đó, trong bài nghiên cứu này, người viết mong muốn được ước lượng được tác động đó để không chỉ cung cấp cho người đọc một cái nhìn tổng quát hơn về hành vi chi trả cổ tức của các doanh nghiệp dựa trên mối quan hệ với ngân hàng, mà còn cung cấp một bằng chứng thực nghiệm cho sự tồn tại của tác động này.

Tham khảo các nghiên cứu tại Việt Nam, người viết cũng chưa nhận thấy có bài nghiên cứu nào về đề tài này được thực hiện vào giai đoạn từ năm 2015-2019. Do đó, nghiên cứu này sẽ mang lại kết quả cập nhật hơn so với các nghiên cứu trước, đồng thời phản ánh được những thay đổi của nền kinh tế trong những năm gần đây.

1.7. Kết cấu luận văn

Ngoài lời mở đầu và kết luận, kết cấu của luận văn gồm 5 chương:

Chương 1: Giới thiệu đề tài nghiên cứu

Trong chương này, người viết sẽ trình bày tính cấp thiết của việc thực hiện đề tài nghiên cứu này, tổng quan tình hình nghiên cứu về tác động của mối quan hệ

giữa doanh nghiệp với ngân hàng đến chính sách chia cổ tức, mục tiêu nghiên cứu, đối tượng nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu và tính mới của đề tài.

Chương 2: Cơ sở lý luận

Người viết sẽ trình bày trong chương này những nội dung chính như khái niệm, các chính sách cổ tức trong thực tiễn, cũng như lý thuyết cơ sở của chính sách chia cổ tức.

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết đã trình bày ở chương 2, người viết sẽ tiến hành đặt ra các giả thuyết nghiên cứu, xây dựng mô hình hồi quy, giải thích ý nghĩa của các biến trong mô hình, mô tả mẫu dữ liệu và trình bày các kỹ thuật định lượng sử dụng trong bài nghiên cứu.

Chương 4: Kết quả nghiên cứu

Với chương 4, người viết sẽ mô tả tóm tắt dữ liệu thống kê, trình bày kết quả hồi quy bằng phần mềm STATA, giải thích ý nghĩa thống kê và hệ số tương quan của các biến, so sánh kết quả nghiên cứu với giả thuyết nghiên cứu và kết quả của những nghiên cứu trước.

Chương 5: Kết luận và kiến nghị

Ở chương này, người viết sẽ tổng hợp và đưa ra kết luận cho vấn đề nghiên cứu. Từ đó, người viết sẽ đề xuất một số kiến nghị cho các doanh nghiệp hoặc ngân hàng và gợi ý những định hướng cho các nghiên cứu tiếp theo.

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN

2.1. Tổng quan về chính sách cổ tức của doanh nghiệp

2.1.1. Khái niệm về cổ tức

Thông thường, sau một quá trình các hoạt động kinh doanh thì các doanh nghiệp cổ phần sẽ thu được một số lợi nhuận nhất định; từ số lợi nhuận này, doanh nghiệp sẽ phải tiến hành việc phân phối lợi nhuận. Sau khi nộp thuế thu nhập doanh nghiệp cho nhà nước, số lợi nhuận còn lại là lợi nhuận sau thuế, về cơ bản sẽ được chia thành hai phần:

- Phần lợi nhuận dành để chia cho các cổ đông hiện hành của doanh nghiệp được gọi là lợi tức cổ phần hay cổ tức.
- Phần lợi nhuận được giữ lại nhằm mục đích tái đầu tư được gọi là lợi nhuận giữ lại tái đầu tư.

Cổ tức là khoản lợi nhuận ròng được trả cho mỗi cổ phần bằng tiền mặt hoặc bằng tài sản khác từ nguồn lợi nhuận còn lại của công ty cổ phần sau khi đã thực hiện nghĩa vụ về tài chính (Theo Khoản 3, Điều 4, Luật DN 2014).

Thực tế có rất nhiều cách mà doanh nghiệp cổ phần phân phối tiền cho các cổ đông, chẳng hạn doanh nghiệp dùng tiền để mua lại cổ phần nhằm mục tiêu nhất định nào đó, nhưng chỉ được gọi là cổ tức nếu như lượng tiền mặt đó được lấy từ lợi nhuận. Do vậy, nguồn gốc của cổ tức là lợi nhuận sau thuế đã thực hiện của doanh nghiệp cổ phần.

2.1.2. Lý thuyết về chính sách cổ tức

Có ba lý thuyết chính tạo ra sự mâu thuẫn trong chính sách cổ tức đã được xác định. Một số nhà nghiên cứu cho rằng tăng mức cổ tức sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Quan điểm khác thì phát biểu rằng trả cổ tức cao sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Còn quan điểm thứ ba khẳng định cổ tức không liên quan đến giá trị doanh nghiệp và tất cả công sức bỏ ra trên quyết định chia cổ tức là lãng phí. Những quan điểm này được thể hiện trong ba lý thuyết về chính sách cổ tức: Lý thuyết cổ tức

cao làm tăng giá trị doanh nghiệp (lý thuyết con chim trong bàn tay), lý thuyết cổ tức cao làm giảm giá trị doanh nghiệp (lý thuyết ưu đãi thuế) và lý thuyết cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Các cuộc tranh luận về cổ tức cũng không giới hạn trong ba cách tiếp cận này. Một số lý thuyết khác cũng được đưa ra, làm tăng độ phức tạp của bức tranh cổ tức. Các lập luận phổ biến này bao gồm việc thông tin được chứa đựng trong cổ tức (lý thuyết tín hiệu), hiệu ứng khách hàng và lý thuyết về chi phí đại diện. Sau đây sẽ trình bày lần lượt các lý thuyết nêu trên.

❖ **Cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp**

Trước khi công bố nghiên cứu của Miller và Modigliani (1961) về chính sách cổ tức, tồn tại quan niệm phổ biến là cổ tức cao làm tăng giá trị doanh nghiệp. Điều này chủ yếu dựa trên lập luận gọi là “con chim trong bàn tay”. Graham và Dodd (1934) lập luận rằng mục đích duy nhất cho sự tồn tại của công ty là để trả cổ tức, và những công ty chi trả cổ tức cao hơn phải bán cổ phần của mình với giá cao. Tuy nhiên, M&M chứng minh rằng với một số giả định về thị trường vốn hoàn hảo thì chính sách cổ tức sẽ không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Giả định rằng trong một thị trường hoàn hảo, chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu hoặc là chi phí vốn của công ty, tài sản của cổ đông không bị ảnh hưởng bởi quyết định chia cổ tức, và do đó, họ sẽ bàng quan giữa cổ tức và phần lãi vốn. Lý do cho sự bàng quan này là tài sản của cổ đông bị ảnh hưởng bởi thu nhập được tạo ra bởi những quyết định đầu tư của công ty, chứ không phải cách công ty phân phối thu nhập đó như thế nào. Vì vậy, trong thế giới của M&M, cổ tức là không liên quan đến giá trị doanh nghiệp. M&M đã lập luận rằng bất kể công ty phân phối thu nhập như thế nào thì giá trị của nó cũng được xác định bởi khả năng tạo ra lợi nhuận và các quyết định đầu tư.

Các lập luận của M&M dựa trên giả định về một thị trường vốn hoàn hảo và các nhà đầu tư là sáng suốt. Các giả định của một thị trường vốn hoàn hảo cần cho lý thuyết về cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp có thể được tóm tắt như sau:

- Không có sự khác biệt giữa thuế đánh trên cổ tức và lãi vốn
- Không có chi phí giao dịch và chi phí phát hành cổ phiếu
- Tất cả các thành phần tham gia thị trường đều tự do và có khả năng như nhau trong việc tiếp cận cùng một thông tin (thông tin cân xứng và không tốn chi phí)
- Không có xung đột lợi ích giữa các nhà quản lý và người sở hữu cổ phiếu (tức là không có chi phí đại diện)
- Tất cả những thành phần tham gia thị trường đều là người nhận giá.

❖ Cổ tức cao làm tăng giá trị doanh nghiệp (lý thuyết con chim trong bàn tay)

Một quan điểm khác với quan điểm cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp là cổ tức cao làm tăng giá trị doanh nghiệp, với quan điểm “có một con chim trong tay thì tốt hơn là hai con trong bụi”. Các nhà đầu tư thích “con chim trong tay”, ngụ ý là cổ tức tiền mặt, chứ không phải là “hai con trong bụi”, ám chỉ việc tăng lãi vốn trong tương lai. Mức cổ tức tăng, trong trường hợp các yếu tố khác không đổi, có thể liên quan đến việc tăng giá trị công ty. Khi cổ tức hiện tại cao, làm giảm sự không chắc chắn về dòng tiền trong tương lai, và vì vậy làm tăng giá trị cổ phiếu. Lý thuyết “con chim trong bàn tay” cho rằng tỷ lệ cổ tức cao sẽ làm tăng giá trị công ty. Các nghiên cứu cung cấp bằng chứng hỗ trợ cho lý thuyết này bao gồm Gordon và Shapiro (1956); Gordon (1959,1963); Lintner (1962) và Walter (1963).

M&M (1961) đã chỉ trích lý thuyết trên và lập luận rằng, rủi ro của công ty được xác định bởi rủi ro của dòng tiền hoạt động chứ không phải bằng cách phân phối thu nhập. Do đó, M&M đã gọi lý thuyết “con chim trong bàn tay” là sai lầm. Kế đó, Bhattacharya (1979) cũng cho rằng lý luận cơ bản của lý thuyết trên là không đúng. Hơn nữa, ông phát biểu rằng rủi ro về dòng tiền của một công ty ảnh hưởng đến việc chi trả cổ tức, nhưng tăng cổ tức sẽ không làm giảm rủi ro công ty. Quan điểm cho rằng các công ty phải đối mặt với rủi ro của dòng tiền trong tương

lai càng nhiều thì có xu hướng trả cổ tức thấp dường như hợp lý về mặt lý thuyết (Friend và Puckett, 1964). Về mặt thực nghiệm, Rozeff (1982) tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa cổ tức và rủi ro công ty.

❖ **Cổ tức thấp làm tăng giá trị doanh nghiệp (lý thuyết về ảnh hưởng của thuế)**

Các giả định của M&M về thị trường vốn hoàn hảo loại trừ bất kỳ tác động nào của thuế. Nó được giả định rằng không có sự khác biệt về thuế đánh trên cổ tức và thuế đánh trên lãi vốn. Tuy nhiên trong thế giới thực, thuế tồn tại và có thể ảnh hưởng đáng kể đến chính sách cổ tức và giá trị công ty. Lý thuyết về ảnh hưởng của thuế cho rằng tỷ lệ chi trả cổ tức thấp làm giảm chi phí vốn và làm tăng giá trị cổ phiếu

Nói cách khác, tỷ lệ chi trả cổ tức thấp góp phần tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Lập luận này dựa trên giả định rằng cổ tức bị đánh thuế ở mức cao hơn so với lãi vốn. Ngoài ra, cổ tức bị đánh thuế ngay lập tức, trong khi thuế đối với lãi vốn được hoãn cho đến khi chứng khoán thực sự được bán ra. Những lợi thế về thuế của lãi vốn so với cổ tức có xu hướng ảnh hưởng đến các nhà đầu tư, làm họ ưa thích các công ty giữ lại thu nhập hơn là các công ty chi trả cổ tức. Do đó tỷ lệ trả cổ tức thấp sẽ làm tăng giá trị cổ phiếu. Lý thuyết này gần như là trái ngược hoàn toàn so với lý thuyết “con chim trong bàn tay”, và có cơ sở khi nhiều quốc gia áp dụng mức thuế suất đánh trên cổ tức cao hơn so với thuế từ lãi vốn.

Brennan (1970) đã phát triển một phiên bản của mô hình CAPM nhằm kiểm tra mối quan hệ giữa thuế, lợi nhuận có điều chỉnh rủi ro và tỷ suất cổ tức. Kết quả cho thấy lợi nhuận trước thuế của cổ phiếu có mối tương quan dương với tỷ suất cổ tức cũng như rủi ro hệ thống của nó. Lợi nhuận trước thuế có điều chỉnh rủi ro cao hơn liên quan đến các cổ phiếu có tỷ suất cổ tức cao để bù đắp cho các nhà đầu tư những bất lợi về thuế. Điều này cho thấy rằng trong trường hợp các yếu tố khác không đổi, một cổ phiếu có tỷ suất cổ tức cao hơn sẽ được bán với giá thấp hơn do

những bất lợi của thuế thu nhập. Phần sau sẽ trình bày các tranh luận liên quan đến lập luận trên.

❖ Lý thuyết hiệu ứng khách hàng của chính sách cổ tức

Trong nghiên cứu của M&M (1961) lưu ý rằng lý thuyết hiệu ứng của khách hàng lên cổ tức có thể đóng một vai trò quan trọng trong chính sách cổ tức ở điều kiện nhất định. Họ chỉ ra rằng sự lựa chọn danh mục đầu tư của nhà đầu tư cá nhân có thể bị ảnh hưởng bởi những yếu tố nhất định trong thị trường không hoàn hảo. M&M cho rằng những khiếm khuyết này có thể theo những xu hướng riêng khi lựa chọn cổ phiếu để giảm thiểu những chi phí phát sinh trong thị trường không hoàn hảo. M&M định nghĩa xu hướng của nhà đầu tư bị thu hút vào một loại cổ phiếu có trả cổ tức là “hiệu ứng khách hàng của chính sách cổ tức”. Tuy nhiên, họ nhấn mạnh rằng dù hiệu ứng khách hàng có thể thay đổi chính sách cổ tức của một công ty nhằm thu hút lượng khách hàng nhất định, nhưng trong một thị trường hoàn hảo, khách hàng “ai cũng tốt như ai”, do đó giá trị công ty không ảnh hưởng, có nghĩa là, chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Trong thực tế, các nhà đầu tư thường phải đối mặt với mức thuế suất khác nhau đối với thu nhập từ cổ tức và lãi vốn, cũng như phải chịu chi phí giao dịch. Đối với những lý do này và dựa vào các hoàn cảnh khác nhau của từng nhà đầu tư, thuế và chi phí giao dịch có thể tạo ra các nhóm nhà đầu tư riêng biệt. Những khách hàng sẽ bị thu hút vào các công ty theo đuổi chính sách cổ tức phù hợp nhất với tình huống của mình. Tương tự, các công ty có thể thu hút khách hàng dựa vào chính sách cổ tức của họ. Ví dụ, các công ty hoạt động trong các ngành công nghiệp có mức tăng trưởng cao thường trả cổ tức thấp (hoặc không trả cổ tức) thu hút các khách hàng ưa thích thu nhập từ lãi vốn. Trái lại, các công ty dùng một phần lớn thu nhập của họ để trả cổ tức lại thu hút những khách hàng thích thu nhập từ cổ tức hơn.

-Hiệu ứng khách hàng khi có thuế

Cách tính thuế khác nhau trên cổ tức và lãi vốn có thể ảnh hưởng đến sở thích của các nhà đầu tư theo những cách khác nhau. Đây là bản chất của lý thuyết hiệu

ứng khách hàng do thuế gây ra. Ví dụ, khi các yếu tố khác không đổi, các nhà đầu tư có thu nhập thường xuyên và ổn định nằm trong khung thuế thấp sẽ có xu hướng bị thu hút bởi các công ty chi trả cổ tức cao và ổn định. Ngoài ra, một số nhà đầu tư của công ty hoặc tổ chức cũng có xu hướng bị thu hút bởi các cổ phiếu có cổ tức cao. Trái lại, các nhà đầu tư nằm trong khung thuế tương đối cao có xu hướng đầu tư vào những công ty giữ lại phần lớn thu nhập của họ để tăng trưởng trong tương lai (Han và Lee Suk, 1999; Dhaliwal, Erickson và Trezavnt, 1999; Short, Zhang và Keasey, 2002).

-Hiệu ứng khách hàng khi có chi phí giao dịch

Một tranh luận khác về lý thuyết hiệu ứng khách hàng dựa trên lập luận rằng các chính sách cổ tức có thể tạo ra các ảnh hưởng khác nhau đến khách hàng thông qua chi phí giao dịch. Ví dụ, các nhà đầu tư nhỏ (như người về hưu, người đầu tư chứng khoán theo định hướng thu nhập...) có thể bị thu hút bởi các cổ phiếu chia cổ tức cao và ổn định, bởi vì chi phí giao dịch liên quan đến việc bán cổ phiếu có thể là đáng kể đối với những nhà đầu tư như vậy. Trái lại, một số nhà đầu tư (người giàu có), không lệ thuộc vào danh mục đầu tư cổ phiếu để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng, thích được trả cổ tức thấp để tránh các chi phí giao dịch liên quan đến việc tái đầu tư số tiền từ cổ tức mà họ không thực sự cần cho tiêu dùng hiện tại (Bishop và cộng sự, 2000).

Một ý nghĩa quan trọng khác của lý thuyết về hiệu ứng khách hàng là bằng cách thay đổi chính sách cổ tức, cơ cấu sở hữu của một công ty cũng có thể bị thay đổi. Nó cũng cho thấy các công ty cần nỗ lực để áp dụng một chính sách cổ tức ổn định để tránh việc các cổ đông sửa đổi danh mục đầu tư của mình, dẫn đến phát sinh chi phí giao dịch (Scholz, 1992).

❖ Lý thuyết tín hiệu của chính sách cổ tức

Một lý thuyết khác giải thích tại sao lý thuyết của M&M không đầy đủ là sự tồn tại của thông tin bất cân xứng giữa người bên trong (nhà quản lý) và người bên ngoài (các cổ đông) công ty. Các nhà quản lý, lãnh đạo công ty thường sở hữu

những thông tin về tình hình hiện tại và triển vọng tương lai của công ty mà không cung cấp ra bên ngoài. Khoảng cách thông tin giữa bên trong và bên ngoài có thể gây ra sự mơ hồ về các giá trị thực chất bên trong công ty. Do đó giá cổ phiếu không phải lúc nào cũng là một biện pháp đo lường chính xác giá trị của công ty. Nhiều học giả đề xuất rằng cổ tức có thể tiềm ẩn thông tin về triển vọng của một công ty. Ngay cả M&M (1961) cũng cho rằng khi thị trường không hoàn hảo thì giá cổ phiếu có thể phản ứng với những thay đổi trong cổ tức. Nói cách khác, thông báo chia cổ tức có thể là để truyền đạt thông tin về tiềm năng thu nhập tương lai của công ty. Đề xuất này được gọi là lý thuyết tín hiệu. Tuy nhiên, M&M đã bác bỏ khả năng xảy ra điều này bằng cách đưa ra các bằng chứng không hỗ trợ cho lý thuyết trên.

Theo lý thuyết tín hiệu, nhà đầu tư có thể suy ra thông tin về thu nhập tương lai của một công ty thông qua các tín hiệu đến từ thông báo chia cổ tức, bao gồm cả về sự ổn định hoặc thay đổi của cổ tức. Tuy nhiên, để lý thuyết này tồn tại, các nhà quản lý trước hết phải sở hữu thông tin riêng về triển vọng của công ty, và có động cơ để truyền đạt thông tin này ra thị trường. Thứ hai, tín hiệu phải là đúng, có nghĩa là một công ty với thu nhập kém trong tương lai không thể giả định và gửi tín hiệu sai cho thị trường bằng cách tăng các khoản chi trả cổ tức. Thêm vào đó là thị trường phải có khả năng dựa vào tín hiệu để phân biệt giữa các công ty. Nếu những điều kiện này được đáp ứng, thị trường phải phản ứng tốt với thông báo tăng cổ tức và ngược lại (Ang, 1987; Koch và Shenoy, 1999).

Một sự gia tăng trong chi trả cổ tức có thể được hiểu là công ty có lợi nhuận tốt trong tương lai, và do đó giá cổ phiếu của nó sẽ phản ứng một cách tích cực. Tương tự thế, cắt giảm cổ tức có thể được coi là một tín hiệu xấu về sự sụt giảm thu nhập trong tương lai, và giá cổ phiếu sau đó có thể giảm. Vì vậy, sẽ không ngạc nhiên khi thấy rằng các nhà quản lý không muốn công bố giảm cổ tức. Lintner (1956) lập luận rằng các công ty có xu hướng tăng cổ tức khi nhà quản lý tin rằng thu nhập sẽ tăng vĩnh viễn. Điều này nói lên việc tăng cổ tức bao hàm sự bền vững về thu nhập trong dài hạn. Lipson, Maaquieira và Megginson (1998) quan sát và

thấy rằng nhà quản lý không chia cổ tức cho đến khi họ tin rằng cổ tức này có thể được duy trì bởi thu nhập trong tương lai. Mặc dù thông tin chứa đựng trong cổ tức đã được ghi nhận trước đó, nhưng nó vẫn không được mô hình hóa cho đến cuối những năm 1970 và đầu những năm 1980. Mô hình phát tín hiệu được trích dẫn nhiều nhất có thể được tìm thấy trong nghiên cứu của Bhattacharya (1979), John Williams (1985), Miller và Rock (1985).

❖ Lý thuyết chi phí đại diện và dòng tiền tự do của chính sách cổ tức

Một trong các giả định về thị trường vốn hoàn hảo của M&M là không có sự xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và các cổ đông. Tuy nhiên trong thực tế, quyền sở hữu và quyền quản lý thường tách biệt nhau. Lý do là lợi ích của nhà quản lý không nhất thiết phải giống như lợi ích của cổ đông, và họ có thể tiến hành các hoạt động gây tổn kém cho cổ đông nhưng có lợi cho mình như phân bổ tiền quá nhiều vào lương bổng và khen thưởng. Do đó, cổ đông phải chịu chi phí đại diện liên quan đến việc quản lý, giám sát hành vi của người quản lý. Và chi phí đại diện này là một chi phí tiềm ẩn dẫn đến xung đột lợi ích giữa cổ đông và các nhà quản lý công ty. Việc thanh toán cổ tức có thể được dùng để gắn kết lợi ích và giảm thiểu các vấn đề đại diện giữa các nhà quản lý và cổ đông của công ty, bằng cách giảm các khoản tiền tự do đối với nhà quản lý (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Alli, 1993).

Easterbrook (1984) lập luận rằng cổ tức có thể được dùng để hạn chế dòng tiền tự do trong tay các nhà quản lý. Ngoài ra, Easterbrook còn giả thiết rằng việc chi trả cổ tức buộc nhà quản lý phải huy động vốn. Trong trường hợp này, các chuyên gia đầu tư như chủ ngân hàng, các nhà phân tích tài chính cũng sẽ theo dõi hành vi của nhà quản lý. Vì vậy, cổ đông có thể giám sát nhà quản lý với chi phí thấp hơn. Điều này cho thấy các khoản chi trả cổ tức làm tăng sự giám sát của bên ngoài và làm giảm cơ hội các nhà quản lý hành động vì lợi ích cá nhân. Tuy nhiên, Easterbrook cũng cho rằng việc tăng cổ tức có thể làm các nhà quản lý có những hành động không mong đợi như tăng đòn bẩy tài chính, mà đôi khi có thể làm tăng rủi ro công ty.

Dựa theo những lập luận của Easterbrook, Jensen (1986) đã đưa ra một giải thích khác cho việc trả cổ tức dựa trên lý thuyết chi phí đại diện. Jensen cho rằng công ty với dòng tiền dư thừa có thể dẫn đến việc bị các nhà quản lý sử dụng vì mục đích riêng và không có lợi cho cổ đông. Họ có động cơ trong việc gia tăng quá mức quy mô công ty để tăng các nguồn tài nguyên có thể kiểm soát (Gave, 1993). Vì vậy, nếu một công ty có tiền mặt thặng dư đáng kể, vấn đề đầu tư quá mức sẽ rõ rệt hơn, các nhà quản lý có thể thực hiện những dự án không tốt. Tăng chi trả cổ tức làm giảm thiểu dòng tiền tự do, do đó ngăn chặn việc đầu tư vào các dự án kém. Do đó, trả cổ tức cao sẽ làm giảm chi phí đại diện giữa nhà quản lý và cổ đông. Hơn nữa, Jensen cũng chỉ ra rằng nợ có thể đóng vai trò tương tự như cổ tức trong việc làm giảm chi phí đại diện.

M&M cho rằng chính sách cổ tức thì độc lập với chính sách đầu tư. Trái lại, lý thuyết dòng tiền tự do nhấn mạnh rằng chính sách cổ tức và quyết định đầu tư liên quan đến nhau qua việc lập luận rằng trả cổ tức cao sẽ làm giảm các vấn đề đầu tư quá mức, khi khác yếu tố khác không đổi, sẽ có tác động tích cực lên giá trị thị trường của công ty (Lang và Litzenberger, 1989). Tuy nhiên, chấp nhận quan điểm cho rằng cổ tức cao sẽ làm giảm ngân quỹ, và nhà quản lý buộc phải vay mượn, cổ đông phải sẵn sàng chịu rủi ro khi công ty vay nợ, cũng như chấp nhận trả mức thuế cao hơn cho phần cổ tức nhận được. Nói cách khác, cổ đông phải cân bằng giữa lợi ích và chi phí khi đòi hỏi cổ tức cao.

2.1.3. Chính sách cổ tức trong thị trường hoàn hảo

Chính sách cổ tức là chính sách ấn định phân phối giữa lợi nhuận giữ lại tái đầu tư và chi trả cổ tức cho cổ đông. Lợi nhuận giữ lại cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng tương lai thông qua tái đầu tư, trong khi cổ tức cung cấp cho họ một phân phối hiện tại. Nó ấn định mức lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ được đem ra phân phối như thế nào, bao nhiêu phần trăm được giữ lại để tái đầu tư và bao nhiêu dùng để chi trả cổ tức cho các cổ đông

2.1.4. Các chính sách cổ tức trong thực tiễn

2.1.4.1. Chính sách lợi nhuận giữ lại thụ động

Chính sách này xác nhận rằng doanh nghiệp nên giữ lại lợi nhuận khi có các cơ hội đầu tư hứa hẹn các tỷ suất sinh lợi cao hơn tỷ suất sinh lợi mong đợi mà cổ đông đòi hỏi thì nên giữ lại lợi nhuận hay nói cách khác thì doanh nghiệp không nên chi trả cổ tức. Bởi lẽ, việc chi trả cổ tức sẽ dẫn đến hoặc là doanh nghiệp phải hi sinh các cơ hội đầu tư hoặc phải chấp nhận huy động các nguồn tài trợ khác vốn không có sẵn và có thể phải tốn kém hơn nhiều so với lợi nhuận giữ lại.

Mức chi trả cổ tức sẽ thay đổi từ năm này sang năm khác tùy thuộc vào cơ hội đầu tư có sẵn. Tuy nhiên, cổ tức có thể được duy trì hàng năm theo hai cách:

-Thứ nhất là doanh nghiệp có thể giữ lại lợi nhuận với tỉ lệ khá cao trong những năm có nhu cầu vốn cao, và nếu công ty cứ tiếp tục tăng trưởng thì các giám đốc tài chính có thể tiếp tục thực thi chính sách này mà không cần cắt giảm cổ tức.

-Thứ hai là doanh nghiệp có thể vay vốn để thực hiện cơ hội đầu tư của mình mà không cần cắt giảm cổ tức. Nếu doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư tốt trong suốt một năm nào đó thì chính sách vay nợ sẽ thích hợp hơn so với cắt giảm cổ tức. Sau đó, trong những năm tiếp theo, doanh nghiệp cần giữ lại lợi nhuận để đẩy tỷ số nợ trên vốn cổ phần về lại mức thích hợp.

Việt Nam hiện nay, một nghịch lí đang xảy ra ở chính sách này. Đó là phải thỏa mãn nhu cầu cổ tức cao trong khi lại thiếu vốn đầu tư phát triển. Nguồn vốn của một doanh nghiệp bao gồm vốn chủ sở hữu và nguồn vốn vay. Hầu hết các doanh nghiệp hiện nâng vốn thông qua việc nâng vốn vay, thường bằng cách vay ngân hàng, chính điều này đã gây một áp lực trả nợ lớn cho doanh nghiệp.

Đối với các doanh nghiệp cổ phần đã niêm yết và chưa niêm yết, việc nâng vốn chủ sở hữu có thể được tiến hành bằng nhiều cách, trong đó có cách phát hành cổ phiếu mới. Tuy nhiên, cách này sẽ phát sinh chi phí, thông thường từ 5-10% tổng giá trị đợt phát hành. Trong khi đó, việc tăng vốn chủ sở hữu bằng cách giữ lại một phần hay toàn bộ lợi nhuận hầu như không tốn chi phí. Vương mặc duy nhất có lẽ là

làm sao đạt được sự đồng thuận của cổ đông. Cổ đông của một doanh nghiệp thường bao gồm nhà đầu tư ngắn hạn và nhà đầu tư chiến lược. Nhà đầu tư chiến lược luôn có xu hướng nắm giữ lâu dài cổ phiếu và sẵn sàng hi sinh lợi nhuận ban đầu (cổ tức) để dành vốn đầu tư phát triển doanh nghiệp và hưởng những giá trị nâng cao trong tương lai. Trong khi đó, nhà đầu tư ngắn hạn không có ý định gắn bó lâu dài với doanh nghiệp nên muốn được chia cổ tức cao và có xu hướng bán cổ phiếu ra khi được giá. Không thể đánh giá thấp nhà đầu tư nào, dù là ngắn hạn hay dài hạn vì chính nhà đầu tư ngắn hạn tạo ra tính thanh khoản cho cổ phiếu và làm cho thị trường chứng khoán sôi động. Tuy nhiên, xét từ góc độ doanh nghiệp, nhà đầu tư dài hạn đóng vai trò quan trọng trong chính sách cổ tức. Việc phân chia lợi nhuận như thế nào được quyết định tại Đại hội cổ đông, nơi nhà đầu tư chiến lược có tiếng nói quan trọng. Vấn đề quan trọng là phân chia lợi nhuận phải phù hợp với tình hình kinh doanh và phát triển. Nếu doanh nghiệp cần vốn đầu tư, đặc biệt trong trường hợp các doanh nghiệp mới, đang phát triển, thì tăng phần lợi nhuận giữ lại, chia cổ tức ít. Khi doanh nghiệp đã phát triển ổn định thì nâng mức cổ tức lên cao, thậm chí rất cao.

2.1.4.2. Chính sách tiền mặt ổn định

Hầu hết các doanh nghiệp và cổ đông đều thích chính sách cổ tức tiền mặt tương đối ổn định. Mục tiêu của chính sách này là nhằm duy trì cổ tức ở một mức độ nhất định và chỉ tăng cổ tức lên mức cao hơn khi công ty có thể đạt được sự gia tăng lợi nhuận một cách vững chắc, đủ khả năng cho phép tăng cổ tức và một khi đã tăng cổ tức thì công ty cố gắng duy trì cổ tức ở mức đã định cho đến khi công ty thấy rõ không thể hi vọng ngăn chặn được sự giảm sút lợi nhuận kéo dài trong tương lai. Chính sách cổ tức ổn định phù hợp với những công ty đã đi vào giai đoạn ổn định.

Chính sách này mang lại cho công ty những ưu điểm sau:

- Với mức cổ tức nhận được ổn định thì giá cổ phiếu của công ty trên thị trường sẽ tăng lên và ngày càng nhận được sự tín nhiệm của nhà đầu tư.

- Nếu có sự thay đổi trong mức chi trả cổ tức thì nhà đầu tư được xem có nhiều rủi ro hơn, và chính điều này thì các công ty có cùng mức chi trả cổ tức nhưng công ty nào có chính sách ổn định hơn thì nhà đầu tư sẽ quan tâm và trả giá cao hơn.

- Với việc ổn định cổ tức giúp công ty định hướng được những cơ hội về đầu tư, việc phân phối lợi nhuận, việc sản xuất kinh doanh... từ đó tạo được sự phát triển bền vững cho công ty.

- Thực hiện ổn định cổ tức có thể giúp công ty ổn định về số cổ đông, từ đó tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý công ty. Ở nhiều nước trên thế giới, thu nhập của các cổ đông phụ thuộc vào số cổ tức họ nhận được, nên nếu chính sách cổ tức của công ty bất ổn có thể các cổ đông sẽ nhắm đến những cổ phiếu có tính ổn định hơn.

Tuy nhiên, bên cạnh những lợi ích nêu trên chính sách này cũng có một vài những nhược điểm sau:

- Tạo một áp lực rất lớn cho ban giám đốc công ty và có thể gây khó khăn cho họ trong việc điều hành công ty.

- Nếu thực thi chính sách này thì ngay cả khi lợi nhuận của doanh nghiệp đang giảm sút, doanh nghiệp vẫn phải vay nợ hoặc phát hành thêm cổ phiếu mới để chi trả cổ tức. Và trong một vài năm tiếp theo, tình hình của doanh nghiệp vẫn không ổn định, thu nhập ngày càng giảm sút thì chính sách này không thể thực hiện tiếp được.

- Việc duy trì một chính sách cổ tức ổn định có thể sẽ đẩy công ty đến tình thế phải từ bỏ các dự án đầu tư vì không tận dụng được tối đa lợi nhuận của công ty mà phải thực hiện cho việc chi trả cổ tức.

Việc chi trả cổ tức này trong trường hợp doanh nghiệp đang gặp khó khăn trong kinh doanh cũng có thể gây nên sự phản đối lớn từ các chủ nợ.

2.1.4.3. Các chính sách khác

Ngoài hai chính sách chi trả cổ tức thông dụng, được nhiều công ty trong thực tế sử dụng còn có một số chính sách chi trả cổ tức khác như:

- Chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi: doanh nghiệp chấp nhận một chính sách cổ tức có tỷ lệ chi trả không đổi sẽ có thể gặp rủi ro nếu có sự biến động trong lợi nhuận giữa các năm. Vì khi đó cổ tức sẽ dao động theo mức biến động của lợi nhuận và gây ảnh hưởng tâm lý xấu đến cổ đông và nhà đầu tư làm ảnh hưởng trực tiếp đến giá của chứng khoán.

- Chính sách trả cổ tức nhỏ từng đợt cộng với cổ tức thưởng thêm cuối năm; chính sách này thích hợp cho doanh nghiệp có lợi nhuận biến động và nhu cầu tiền mặt biến động. Khi có lợi nhuận thấp doanh nghiệp chi trả theo mức cổ tức đều đặn và thấp. Khi có lợi nhuận cao và không có nhu cầu sử dụng tiền mặt cuối năm, doanh nghiệp sẽ trả thêm phần cổ tức thưởng. Chính sách này tạo khả năng linh hoạt để giữ lại lợi nhuận mà vẫn thoả mãn nhu cầu của nhà đầu tư.

Ở Việt Nam, hình thức này được rất nhiều công ty áp dụng, họ thường chia cổ tức làm thành 2 đợt:

- Đợt 1 (thường là vào tháng 3,4): đây là thời điểm sau khi kết thúc năm tài chính, các công ty có kết quả của kiểm toán và công bố kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của cả năm vừa rồi và thông báo phân chia lợi nhuận, cổ tức (sau khi đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua).

- Đợt 2 (thường là vào tháng 7,8): các công ty sau khi có kết quả nửa năm (2 quý đầu năm) thường tạm ứng cổ tức cho các cổ đông dựa vào chỉ tiêu kế hoạch và kết quả thực tế đạt được trong nửa năm.

2.1.5. Các phương thức chi trả cổ tức

Có ba hình thức trả cổ tức mà doanh nghiệp có thể lựa chọn để thực hiện việc chi trả cổ tức là hình thức cổ tức tiền mặt, cổ tức cổ phiếu và cổ tức bằng tài sản.

- Hình thức cổ tức bằng tiền

Hầu hết cổ tức được trả dưới dạng tiền mặt. Cổ tức tiền mặt được trả tính trên cơ sở mỗi cổ phiếu, được tính bằng phần trăm mệnh giá. Mệnh giá là giá trị được ấn định trong giấy chứng nhận cổ phiếu theo điều lệ hoạt động của công ty.

Ví dụ: mệnh giá của là 10.000 đồng. Tỷ lệ chi trả là 12%. Nghĩa là mỗi cổ phiếu nhận được cổ tức là $10.000 \times 12\% = 1.200$ đồng. Cổ đông sở hữu 100 cổ phiếu sẽ nhận được tiền cổ tức là $100 \times 1.200 = 120.000$ đồng.

Trả cổ tức bằng tiền mặt làm giảm tiền mặt dẫn đến giảm tài sản và giảm vốn lợi nhuận, nghĩa là làm giảm vốn cổ phần cổ đông.

- Cổ tức trả bằng cổ phiếu

Trả cổ tức bằng cổ phiếu là doanh nghiệp đưa ra thêm những cổ phiếu của doanh nghiệp theo tỷ lệ đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua. Doanh nghiệp không nhận được khoản tiền thanh toán nào từ phía cổ đông.

Hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu được áp dụng khi doanh nghiệp dự định giữ lợi nhuận cho các mục đích đầu tư và muốn làm an lòng cổ đông.

Ví dụ: Doanh nghiệp tuyên bố trả cổ tức bằng cổ phiếu là 9% một năm. Nghĩa là, cổ đông hiện hành sở hữu 100 cổ phiếu sẽ có thêm được 9 cổ phiếu nữa.

Việc trả cổ tức bằng cổ phiếu cũng giống như việc tách cổ phiếu. Cả hai trường hợp đều làm số lượng cổ phần tăng lên và giá trị cổ phần giảm xuống.

Trả cổ tức bằng cổ phiếu làm tài khoản chủ sở hữu tăng lên và phần lợi nhuận giảm xuống. Trong khi đó tách cổ phiếu làm giảm mệnh giá mỗi cổ phần.

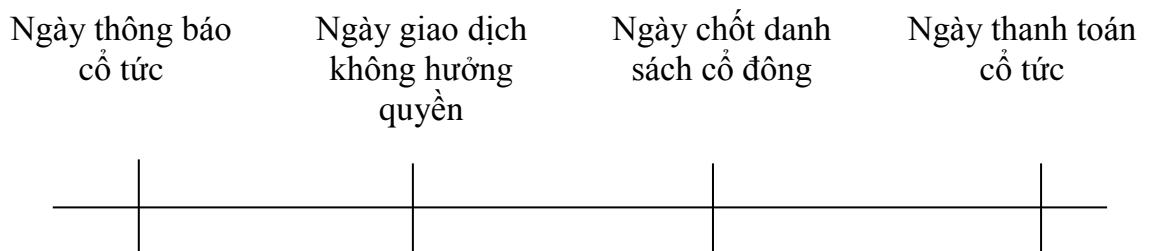
- Cổ tức trả bằng tài sản

Doanh nghiệp trả cổ tức cho cổ đông bằng thành phẩm, hàng bán, bất động sản hay cổ phiếu của công ty khác do doanh nghiệp sở hữu. Hình thức này rất hiếm xảy ra trong thực tiễn.

2.1.6. Quy trình chi trả cổ tức

Thời gian chi trả cổ tức của các doanh nghiệp ở các nước khác nhau là khác nhau, như nước Mỹ thường chi trả cổ tức theo mỗi quý, trong khi đó các doanh nghiệp ở các nước khác có thể trả cổ tức theo chu kỳ nửa năm hoặc kết thúc năm tài chính. Ở Việt Nam, phần lớn các doanh nghiệp lựa chọn trả cổ tức nửa năm một lần. Việc lựa chọn trả cổ tức với tần suất cao sẽ làm cho cổ phiếu của doanh nghiệp được đánh giá cao, tuy nhiên sẽ làm cho công tác quản trị dòng tiền của công ty sẽ gặp khó khăn hơn do phải thu xếp tài chính để thực hiện việc chia trả cổ tức. Do vậy, doanh nghiệp cần cân nhắc đến đặc điểm ngành nghề kinh doanh, tốc độ luân chuyển vốn, nhu cầu trả nợ...khi lựa chọn số lần trả cổ tức trong một năm.

Hội đồng quản trị của doanh nghiệp sẽ quyết định việc chi trả cổ tức. Doanh nghiệp sẽ công bố thông tin trên các phương tiện thông tin đại chúng về việc chi trả cổ tức. Sau khi thông báo việc chi trả cổ tức, khoảng 2 tuần là thời gian doanh nghiệp sẽ đến trung tâm lưu ký chứng khoán để chốt danh sách cổ đông được hưởng cổ tức. Tùy thuộc vào hệ thống thanh toán bù trừ giữa tài khoản cổ phần và tài khoản của người mua và người bán ở từng quốc gia mà cần thiết phải có một khoảng thời gian thanh toán bù trừ nhất định, chẳng hạn trong hệ thống thanh toán T+2, giao dịch ngày hôm nay thì sau hai ngày sẽ được thanh toán bù trừ xong. Điều này làm xuất hiện ngày giao dịch không hưởng quyền, nghĩa là vào ngày giao dịch không hưởng quyền, người mua sẽ không được hưởng cổ tức trong khi người bán lại được hưởng cổ tức vì vào ngày chốt danh sách cổ đông thì người bán cổ phiếu lại có tên trong danh sách cổ đông. Khoảng hai tuần sau sẽ là ngày thanh toán cổ tức cho cổ đông.



Quy trình chi trả cổ tức

- Ngày thông báo cổ tức: là ngày Hội đồng quản trị thông báo mức cổ tức hay tỷ lệ cổ tức sẽ được trả, hình thức cổ tức, ngày chốt danh sách cổ đông và ngày thanh toán cổ tức. Ngày này rất quan trọng vì theo đó các thông tin về tăng, giảm hoặc duy trì cổ tức sẽ được công bố, qua đó thị trường thấy được thông tin về tình hình tài chính của doanh nghiệp.

- Ngày giao dịch không hưởng quyền: Nếu người mua cổ phiếu vào ngày giao dịch không hưởng quyền thì sẽ không được nhận cổ tức, trong khi người bán lại được nhận cổ tức vì người bán lại có tên trong danh sách cổ đông được hưởng cổ tức. Tùy thuộc vào hệ thống thanh toán bù trừ chứng khoán của từng nước áp dụng, thông thường là sau 2 ngày giao dịch, cổ đông mới có tên trong danh sách cổ đông được hưởng cổ tức. Về mặt lý thuyết, giá trị thị trường của mỗi cổ phần sẽ giảm đi một lượng đúng bằng mức cổ tức mà người mua không được hưởng vào ngày giao dịch không hưởng quyền.

- Ngày chốt danh sách cổ đông: Là ngày trung tâm lưu ký chứng khoán sẽ chốt danh sách cổ đông hiện hành để được hưởng cổ tức và gửi danh sách cổ đông cho doanh nghiệp.

- Ngày thanh toán cổ tức: Thông thường sau 2 tuần kể từ ngày chốt danh sách cổ đông, doanh nghiệp sẽ chuyển trả cổ tức cho cổ đông có thể dưới dạng tiền mặt trực tiếp hoặc chuyển tiền vào tài khoản của cổ đông ở các công ty chứng khoán.

Với quy trình thanh toán cổ tức bằng cổ phiếu, về cơ bản cũng giống quy trình thanh toán bằng tiền. Thời gian kể từ ngày chốt danh sách cổ đông đến ngày thanh toán cổ tức có thể kéo dài hơn, hoặc khi bán cổ phiếu, cổ đông có thể bán luôn quyền được nhận cổ tức cho người mua vào ngày giao dịch không hưởng quyền.

2.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến đến lựa chọn chính sách cổ tức của doanh nghiệp

Về mặt lý thuyết, khi các nhà quản trị cân nhắc lựa chọn một chính sách cổ tức cho công ty mình thì họ phải xem xét các yếu tố cơ bản sau:

Các hạn chế pháp lý ngăn cản các cổ tức làm suy yếu vốn

Khi ấn định chính sách cổ tức của mình thì các doanh nghiệp đều phải cân nhắc các hạn chế sau như các nguyên tắc về mặt pháp lý như:

- Hạn chế suy yếu vốn: tức là doanh nghiệp không thể dùng vốn (gồm mệnh giá cổ phần thường và thặng dư vốn) để chi trả cổ tức. □
- Hạn chế lợi nhuận ròng: tức là cổ tức phải được chi trả từ lợi nhuận ròng hiện nay và thời gian qua, nhằm ngăn cản các chủ sở hữu thường rút đầu tư ban đầu và làm suy yếu vị thế an toàn của các chủ nợ của doanh nghiệp. □
- Hạn chế mất khả năng thanh toán: tức là không thể chi trả cổ tức khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán (nợ nhiều hơn tài sản), nhằm đảm bảo quyền ưu tiên của chủ nợ đối với tài sản của doanh nghiệp

Các khoản giới hạn trong hợp đồng trái phiếu công ty và các thỏa thuận tài trợ khác:

Các điều khoản hạn chế này có thể giới hạn tổng mức cổ tức của một doanh nghiệp có thể chi trả. Hoặc các yêu cầu về quỹ dự trữ để thanh toán nợ đôi khi cũng hạn chế việc chi trả cổ tức. Hoặc nếu vốn luân chuyển (tài sản lưu động trừ nợ ngắn hạn) hay tỷ lệ nợ hiện hành không cao hơn một mức định sẵn nào đó, thì doanh nghiệp không được chi trả cổ tức.

Các ảnh hưởng của thuế

Khi quyết định chi trả cổ tức, doanh nghiệp sẽ cân nhắc đến sự chênh lệch giữa thuế suất đánh trên thu nhập lãi vốn và thu nhập cổ tức. Ngoài ra, thu nhập cổ tức bị đánh thuế ngay (trong năm hiện hành), còn thu nhập lãi vốn có thể hoãn đến các năm sau.

Nhu cầu thanh khoản

Chi trả cổ tức là dòng tiền đi ra; vì vậy, khả năng thanh khoản của doanh nghiệp phụ thuộc vào các tài sản có tính thanh khoản cao, nhất là tiền mặt.

Khả năng vay và tiếp cận các thị trường vốn

Doanh nghiệp lớn, có uy tín, dễ dàng tiếp cận với thị trường tín dụng và các nguồn vốn bên ngoài thì càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức bởi khả năng thanh khoản linh hoạt và tận dụng các cơ hội đầu tư. Ngược lại, đối với các doanh nghiệp nhỏ, chỉ có vốn cổ phần, khó tiếp cận vốn bên ngoài thì khi có cơ hội đầu tư mới thuận lợi, thường việc chi trả cổ tức không nhất quán với mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Tính ổn định của lợi nhuận

Một doanh nghiệp có lịch sử lợi nhuận ổn định thường sẵn lòng chi trả cổ tức cao hơn doanh nghiệp có thu nhập không ổn định.

Các cơ hội tăng trưởng vốn:

Thông thường, các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh thường có nhu cầu để tài trợ các cơ hội đầu tư hấp dẫn mới. Vì vậy, họ thường giữ lại phần lớn lợi nhuận và tránh bán cổ phần mới ra công chúng vừa tốn kém vừa bất tiện.

Lạm phát:

Trong môi trường lạm phát, vốn phát sinh từ khấu hao không đủ thay thế tài sản đã cũ kỹ, lạc hậu; hơn nữa, nhu cầu vốn luân chuyển, số dư tiền mặt giao dịch của doanh nghiệp cũng tăng lên. Do đó, doanh nghiệp cần phải giữ lại lợi nhuận nhiều hơn.

Ưu tiên của cổ đông (hiệu ứng khách hàng):

Một doanh nghiệp được kiểm soát chặt chẽ với tương đối ít cổ đông thì ban điều hành có thể ấn định mức cổ tức theo ưu tiên của các cổ đông (tức là mục tiêu, sở thích của cổ đông). Còn các doanh nghiệp có số lượng cổ đông lớn, rộng rãi thì không thể tính đến các ưu tiên của cổ đông khi quyết định chi trả cổ tức mà chỉ có thể xem xét các yếu tố cơ hội đầu tư, nhu cầu dòng tiền, tiếp cận thị trường tài chính và các yếu tố liên quan khác. “Hiệu ứng khách hàng” cho thấy các nhà đầu tư sẽ lựa chọn các công ty có chính sách cổ tức phù hợp với mục tiêu của mình.

Bảo vệ chống loãng giá:

Việc quyết định giữ lại lợi nhuận, chi trả cổ tức có thể còn phụ thuộc vào các quyết định tài trợ, cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp. Rủi ro loãng giá, tức quyền lợi của chủ sở hữu theo phần trăm bị loãng, xuất hiện khi doanh nghiệp phát hành cổ phần mới vì có thể có cổ đông không mua hoặc không thể mua theo tỷ lệ tương ứng. Vì vậy, có vài doanh nghiệp lựa chọn chi trả cổ tức thấp để tránh rủi ro loãng giá (vì tránh được phát hành cổ phần mới do cần vốn). Ngoài ra, trong thực tế còn rất nhiều yếu tố khác ảnh hưởng đến sự lựa chọn chính sách cổ tức như: cấu trúc cổ đông, hình thức sở hữu, quy mô doanh nghiệp, khả năng tạo lợi nhuận, đặc điểm phát triển của doanh nghiệp, lãi suất ngân hàng... Chúng ta sẽ xem xét các yếu tố này trong phần thực trạng chi trả cổ tức ở các công ty niêm yết Việt Nam ở chương 2. Một số yếu tố này ủng hộ cổ tức cao, trong khi các yếu tố khác hàm ý một chính sách chi trả thấp hơn. Hội đồng quản lý của doanh nghiệp nên cân nhắc các yếu tố này tùy trường hợp để đạt đến một chính sách cổ tức tốt nhất có thể được.

2.3. Các giả thuyết và mô hình nghiên cứu

2.3.1. Các giả thuyết nghiên cứu

Nghiên cứu này sẽ phát triển 2 giả thuyết nghiên cứu, ước tính yếu tố ảnh hưởng là **mối quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng** đến hành vi chi trả cổ tức cho cổ đông. Các biến kiểm soát còn lại sẽ được đề xuất bởi các nghiên cứu trước đây có ảnh hưởng quan trọng đến chính sách cổ tức.

2.3.1.1. Biến về mối quan hệ tín dụng với ngân hàng

Đối với các công ty niêm yết tại Mỹ, Houston và James (1995) nhận thấy rằng các công ty dựa vào một ngân hàng duy nhất bị hạn chế dòng tiền nhiều hơn đáng kể trong giai đoạn từ 1980 đến 1993. Độ nhạy cảm của đầu tư đối với tính thanh khoản tăng lên một cách độc lập trong tỷ lệ nợ ngân hàng trên tổng nợ nổi bật, một dấu hiệu cho thấy họ phải đối mặt với chi phí tài trợ bên ngoài cao hơn. Họ cũng nắm giữ các cổ phiếu có tài sản thanh khoản lớn hơn và có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp hơn.

Các tài liệu về vai trò quản trị công ty của chính sách cổ tức đã tập trung vào xung đột giữa nhà quản lý và cổ đông, tuy nhiên, Linda Allen, Aron Gottesman, Anthony Saunders và Yi Tang (2009) đã nghiên cứu về vấn đề này nhưng chú trọng vào xung đột giữa người cho vay (ngân hàng) và nhà quản trị/ cổ đông. Bài nghiên cứu cho rằng mối quan hệ tín dụng với ngân hàng có thể làm giảm chính sách chia cổ tức cho cổ đông, vì điều này làm giảm nguồn tiền mặt sẵn có của công ty để phục vụ các nghĩa vụ trả nợ của doanh nghiệp. Do đó, các khoản vay ngân hàng thường bao gồm các thoả thuận hạn chế việc chi trả cổ tức, vì hai lý do:

- (1) Sự giám sát của ngân hàng đóng vai trò như một cơ chế quản trị hiệu quả, do đó, làm giảm khả năng chi trả cổ tức tón kém trước khi hoàn thành các cam kết (động lực quản trị công ty)
- (2) Các ngân hàng hạn chế doanh nghiệp chi trả cổ tức cho các cổ đông để bảo vệ tính toàn vẹn của cam kết của họ với tài sản của doanh nghiệp (động lực bảo vệ dòng tiền)

Mặc dù các cuộc khảo sát của Barnea, Haugen và Senbet (1981) đã nói về việc giải quyết xung đột của vấn đề đại diện giữa trái chủ và cổ đông, nhưng xung đột giữa ngân hàng và cổ đông là một câu chuyện khác. Thứ nhất, các ngân hàng có khả năng tiếp cận thông tin nội bộ liên quan đến hoạt động của công ty, trong khi các trái chủ thường không có. Thứ hai, các ngân hàng phát triển các mối quan hệ với người đi vay tạo ra chi phí chuyển đổi người vay, trong khi trái chủ thường là người mua giao dịch. Thứ ba, ngay cả khi một khoản vay ngân hàng được hợp vốn, thì số lượng các ngân hàng trong một tổ chức hợp vốn có xu hướng nhỏ hơn nhiều so với số lượng trái chủ trong một đợt chào bán trái phiếu ra công chúng. Do đó, do khả năng giám sát của họ và tỷ lệ nợ lớn trong các công ty đi vay, các ngân hàng có thể kiểm soát đáng kể chính sách cổ tức.

Cường độ cho vay của ngân hàng (tức là sự phụ thuộc của công ty vào nguồn vốn vay ngân hàng) có thể tác động đến cổ tức thông qua cả quản trị công ty và động cơ bảo vệ dòng tiền. Mối quan hệ với ngân hàng càng chuyên sâu thì lượng thông tin cá nhân được tạo ra trong quá trình quan hệ cho vay càng lớn và hoạt động

giám sát của ngân hàng càng mở rộng, do đó làm giảm nhu cầu quản trị công ty thông qua cam kết trả cổ tức trước. Hơn nữa, cường độ cho vay của ngân hàng càng cao, thì ngân hàng càng có nhiều quyền lực để áp đặt các ưu đãi bảo vệ dòng tiền của mình đối với công ty, do đó giảm chi trả cổ tức.

Người ta thường cho rằng huy động vốn từ ngân hàng sẽ hiệu quả hơn là phát hành trái phiếu vì nó sẽ giúp giảm vấn đề đi cùng với mâu thuẫn đại diện và thông tin bất cân xứng (Diamond, 1984; Boyd và Prescott, 1986; Berlin và Loeys, 1988). Điều này chủ yếu là do lợi thế so sánh của ngân hàng trong việc giám sát hoạt động của công ty và trong việc thu thập cũng như nắm giữ thông tin. Fama (1985) cho rằng ngân hàng có một lợi thế so sánh với vai trò là người cho vay tối thiểu hóa chi phí thông tin và có thể tiếp cận đến thông tin không được công khai. Do vậy, ngân hàng có thể sàng lọc thông tin riêng tư, cho phép họ đánh giá và giám sát người đi vay hiệu quả hơn những người cho vay khác. Vì thế, sự sẵn lòng cho vay của một ngân hàng có thể ra tín hiệu tích cực về công ty. Hơn nữa, bằng cách ra tín hiệu về khả năng tín dụng của doanh nghiệp đi vay, nếu mối quan hệ với ngân hàng là khả quan thì nó sẽ nâng cao khả năng tìm kiếm nguồn vốn từ bên ngoài công ty.

Theo Jensen et al (1992) nghiên cứu tại các doanh nghiệp Mỹ, tỷ lệ nợ có mối quan hệ nghịch chiều với tỷ lệ chi trả cổ tức, vậy với tỷ lệ nợ cao hơn thì rủi ro tài chính càng cao và khả năng phân phối cổ tức càng thấp. Shulian và Yanhong (2005) điều tra chính sách cổ tức tại các doanh nghiệp Trung Quốc thì thấy rằng chính sách cổ tức tỷ lệ nghịch với tỷ lệ nợ.

Những kết quả nghiên cứu này cho thấy công ty với nhiều nợ hơn trong cấu trúc vốn của họ sẽ được kỳ vọng là dễ huy động vốn từ bên ngoài hơn. Tức là, công ty sẽ nắm giữ ít tiền mặt hơn hay việc chi trả cổ tức cũng sẽ bị cắt giảm. Do đó, người viết đưa ra giả thuyết rằng các doanh nghiệp càng có mối quan hệ tín dụng với ngân hàng thì sẽ có mức chi trả cổ tức thấp hơn.

Tuy nhiên, các bài nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trước đây chỉ đánh giá tác động của tỷ lệ nợ đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Mục tiêu của bài nghiên cứu này là đi sâu vào mối quan hệ với ngân hàng của doanh nghiệp chứ không chỉ dừng lại ở tỷ lệ nợ. Đây là điểm mới của bài nghiên cứu và để đo lường mối quan hệ với ngân hàng, tác giả tham khảo bài nghiên cứu của Vu Thanh và Nguyen Minh Ha (2013) qua 4 biến:

- Số lượng ngân hàng mà doanh nghiệp có quan hệ tín dụng (BANKN)
- Nợ ngắn hạn (SLR)
- Nợ dài hạn (LLR)
- Mối quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp (CR)

Tuy nhiên, vì người viết có xét đến tác động của đòn bẩy tài chính lên chính sách cổ tức, nên trong bài nghiên cứu này, tác giả chỉ chọn 2 thước đo mối quan hệ với ngân hàng theo bài nghiên cứu của Vu Thanh và Nguyen Minh Ha (2013) là: Số lượng ngân hàng mà doanh nghiệp có quan hệ tín dụng (BANKN) và Mối quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp (CR).

Dựa trên những thảo luận ở trên, có thể đưa ra hai giả thuyết sau:

Giả thuyết 1: Số lượng ngân hàng mà doanh nghiệp có quan hệ tín dụng càng cao thì khả năng chi trả cổ tức càng thấp.

Giả thuyết 2: Quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp có tương quan nghịch chiều với khả năng chi trả cổ tức.

2.3.1.2. Các biến kiểm soát của mô hình nghiên cứu

Biến về độ tuổi của công ty

Nói chung, các công ty trưởng thành có thể đang trong giai đoạn tăng trưởng thấp với ít cơ hội đầu tư hơn (xem Barclay et al., 1995, Grullon et al., 2002, và Deshmukh, 2003). Các công ty này tương đối lớn tuổi và không có các ưu tiên trong việc dự trữ tiền mặt do tăng trưởng thấp và chi tiêu vốn ít, cho phép họ tuân theo chính sách cổ tức tự do. Ngược lại, các công ty mới hoặc trẻ cần xây dựng dự trữ để

đối mặt với yêu cầu tài chính và tăng trưởng nhanh chóng. Do đó, họ giữ lại phần lớn lợi nhuận của mình và trả cổ tức thấp hoặc không chia cổ tức. Do đó, tuổi của công ty (AGE) được sử dụng như là một biến đại diện cho các cơ hội tăng trưởng của công ty. Mặc dù biến này không được sử dụng phổ biến trong tài liệu tài chính, nhưng một số nghiên cứu đã đề cập sự tăng trưởng của công ty liên quan đến tuổi tác (xem Evans, 1987, Farinas và Moreno, 2000, và Huergo và Jaumandreu, 2004, trong số những nghiên cứu khác). Khi một công ty hoạt động càng lâu, cơ hội đầu tư của nó suy giảm dẫn đến tốc độ tăng trưởng thấp hơn, do đó làm giảm các yêu cầu về nguồn vốn của công ty để chi tiêu. Do đó, việc chi trả cổ tức sẽ tương quan nghịch chiều với độ tuổi của công ty. Tuy nhiên, tác động của tuổi tác không phải là tác động tuyến tính. Do đó, ảnh hưởng của tuổi được phép là phi tuyến tính bằng cách tính cả bình phương tuổi (AGESQ). Nếu hệ số trên AGESQ âm, thì giả định về mối quan hệ bậc hai giữa tuổi và cổ tức là đúng (xem Al-Malkawi, 2005).

Biến về quy mô

Một công ty lớn thường sẽ tiếp cận với thị trường vốn tốt hơn và việc huy động vốn cũng dễ dàng hơn với chi phí thấp hơn, ít ràng buộc hơn so với một công ty nhỏ. Điều này cho thấy rằng sự phụ thuộc vào nguồn vốn nội bộ sẽ giảm khi quy mô công ty tăng. Do đó, các công ty lớn có nhiều khả năng sẽ chi trả cổ tức cao hơn cho các cổ đông. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã ghi nhận rằng quy mô là một yếu tố quyết định quan trọng đối với hành vi chi trả cổ tức của công ty và nó tác động cùng chiều đến chính sách cổ tức (Lloyd et al., 1985, Barclay et al., 1995, Reeding, 1997, Holder et al. 1998, Fama and French, 2001, một số những người khác). Do vậy, biến quy mô sẽ được đưa vào mô hình như một biến kiểm soát.

Có nhiều thước đo khác nhau về quy mô công ty (ví dụ: doanh thu, tài sản hay vốn hóa thị trường). Trong nghiên cứu này, tác giả sẽ sử dụng vốn hóa thị trường của các cổ phiếu phổ thông (SIZE) làm thước đo cho quy mô, giống như nghiên cứu trước đó (Deshmukh, 2003).

Biến đo lường khả năng sinh lời

Quyết định chi trả cổ tức bắt đầu bằng lợi nhuận. Do đó, có thể nói lợi nhuận là một trong những yếu tố quan trọng nhất có thể ảnh hưởng đến hành vi chi trả cổ tức của công ty. Lý thuyết cho thấy rằng cổ tức thường được trả từ lợi nhuận hàng năm, do đó các công ty thua lỗ không có khả năng chi trả cổ tức. Trong nghiên cứu của mình, Lintner (1956) đã phát hiện ra rằng, lợi nhuận ròng của công ty là một yếu tố quyết định quan trọng của thay đổi chính sách cổ tức. Hơn nữa, một số nghiên cứu đã ghi nhận mối quan hệ cùng chiều giữa lợi nhuận và việc chi trả cổ tức (Jensen et al, 1992, Han et al., 1999, và Fama và French, 2002). Bằng chứng từ các thị trường mới nổi cũng ủng hộ đề xuất rằng lợi nhuận là một trong những yếu tố quan trọng nhất quyết định nên chính sách cổ tức (Adaoglu, 2000, Pandey, 2001 và Aivazian et al., 2003),

Lý thuyết về trật tự phân hạng cho thấy rằng các công ty tìm kiếm đầu tư đầu tiên với tài chính nội bộ. Nếu cần tài trợ từ bên ngoài, các công ty sẽ muốn phát hành nợ trước khi phát hành cổ phiếu để giảm chi phí thông tin bất cân xứng và các chi phí giao dịch khác (Adaoglu, 2000, Pandey, 2001 và Aivazian et al., 2003). Lý thuyết về trật tự phân hạng này cũng có thể ảnh hưởng đến quyết định chi trả cổ tức của công ty. Đó là, khi tính đến chi phí phát hành nợ và tài trợ vốn, các công ty có lợi nhuận thấp hơn sẽ không thấy việc chi trả cổ tức là tối ưu. Mặt khác, các công ty có lợi nhuận cao có khả năng chi trả cổ tức cao hơn và tạo ra nguồn vốn nội bộ (lợi nhuận giữ lại) để đầu tư tài chính. Do đó, lý thuyết về trật tự phân hạng có thể đưa ra lời giải thích cho mối quan hệ giữa lợi nhuận và cổ tức. Fama và French (2002) đã sử dụng khả năng sinh lời dự kiến của tài sản để kiểm định giả thuyết trật tự phân hạng và kết quả của họ cho thấy đó là mối quan hệ cùng chiều.

Do đó, lợi nhuận dự kiến sẽ là yếu tố quyết định đến chính sách cổ tức của các công ty tại Việt Nam. Nhằm tìm ra mối liên hệ giữa lợi nhuận và mức chi trả cổ tức. Luận văn này dùng chỉ tiêu thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) để đo lường lợi nhuận công ty.

Biến đo lường đòn bẩy tài chính

Cấu trúc tài chính của một công ty bao gồm cả nợ (liabilities) và vốn chủ sở hữu. Tài chính dài hạn thường đề cập đến cấu trúc vốn của công ty và mức độ mà một công ty phụ thuộc vào nợ được gọi là đòn bẩy tài chính. Ngoài các lợi thế về thuế (lá chắn thuế trên lợi nhuận), thì việc sử dụng nợ còn có thể thúc đẩy lợi tức cho cổ đông. Tuy nhiên, đòn bẩy kéo theo rủi ro; nghĩa là, khi một công ty được tài trợ vốn bằng nợ, họ phải cam kết chịu các khoản phí tài chính cố định lãi lẫn gốc, và việc không đáp ứng các nghĩa vụ này có thể khiến công ty bị thanh lý.

Do đó, rủi ro liên quan đến đòn bẩy tài chính cao có thể dẫn đến việc chi trả ít cổ tức vì các công ty cần duy trì dòng tiền nội bộ của mình để hoàn thành nghĩa vụ trả nợ thay vì phân phối tiền mặt cho cổ đông. Hơn nữa, Rozeff (1982) chỉ ra rằng, các công ty có đòn bẩy tài chính cao thường có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp để giảm chi phí giao dịch liên quan đến việc huy động vốn từ bên ngoài. Ngoài ra, một số giao ước nợ còn có những hạn chế trong chính sách chi trả cổ tức. Do đó, nếu các yếu tố khác là không đổi, thì mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và chính sách chi trả cổ tức có vẻ là nghịch chiều. Một nhóm các nghiên cứu cùng đã báo cáo mối quan hệ nghịch chiều giữa nợ và cổ tức (Jensen và cộng sự (1992), Agrawal và Jayaraman (1994), và Gugler và Yurtoglu (2003)).

Hơn nữa, như lập luận của Jensen (1986), nợ có thể đóng vai trò là công cụ thay thế cho cổ tức trong việc cắt giảm chi phí đại diện của dòng tiền tự do. Đó là, khi một công ty vay nợ, nó sẽ đưa ra một cam kết cố định với các chủ nợ, điều này làm giảm các khoản tiền dôi dư tùy ý có sẵn cho các nhà quản lý và khiến họ phải chịu sự giám sát của các nhà cung cấp nợ. Điều này cho thấy rằng, các công ty có đòn bẩy cao dự kiến sẽ có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp.

Để xem xét sự ảnh hưởng của nợ đến quyết định chi trả cổ tức, nghiên cứu đã sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính được tính bằng tổng nợ ngắn hạn và dài hạn chia cho tổng vốn chủ sở hữu (FLEVER). Dựa trên những gì đã thảo luận, mối quan hệ dự kiến giữa cổ tức và đòn bẩy tài chính là nghịch chiều.

Nhìn chung, cấu trúc vốn của các công ty tại Việt Nam có đặc trưng là tỷ lệ nợ dài hạn thấp đáng kể và do thị trường trái phiếu kém phát triển, nên nguồn tài trợ nợ chính là các ngân hàng. Điều này ngụ ý rằng các công ty ở Việt Nam đang phải chịu nhiều sự ràng buộc về tài chính hơn. Fazzari et al. (1988) cho thấy các công ty phải đối mặt với những hạn chế tài chính lớn hơn thường giữ lại phần lớn lợi nhuận của họ. Vì lý do này, trong trường hợp của Việt Nam, nợ có thể đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định chính sách cổ tức của công ty.

Biến đo lường cơ hội tăng trưởng và đầu tư

Theo Miller và Modigliani (1961), trong thị trường vốn hoàn hảo, các quyết định đầu tư và cổ tức của công ty là độc lập. Tuy nhiên, với sự không hoàn hảo của thị trường như thuế, chi phí tuyển nổi và chi phí đại diện, cả quyết định cổ tức và đầu tư có thể liên quan chặt chẽ hoặc phụ thuộc lẫn nhau. Mỗi quan hệ giữa chính sách đầu tư và cổ tức có thể được nhìn nhận từ hai quan điểm. Thứ nhất, bằng cách trả cổ tức, một công ty đang từ bỏ một nguồn tài chính tương đối rẻ, tức là lợi nhuận giữ lại, so với việc phát hành nợ và vốn chủ sở hữu mới. Thứ hai, việc chi trả cổ tức làm giảm số tiền có sẵn của công ty cho các hoạt động đầu tư. Nói cách khác, quyết định về cổ tức và đầu tư đang cạnh tranh để giành lấy nguồn vốn nội bộ có giới hạn và chi phí thấp (xem Elston, (1996)).

Điều này cho thấy rằng trong các thị trường vốn không hoàn hảo, có thể có mối liên hệ giữa cổ tức và đầu tư. Có vẻ như, các công ty có cơ hội đầu tư và tăng trưởng cao sẽ cần nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho các khoản đầu tư đó, do vậy, sẽ có xu hướng trả ít hoặc không chia cổ tức cho cổ đông. Ngược lại, công ty nào có tốc độ tăng trưởng chậm và ít có cơ hội đầu tư sẽ có khả năng chi trả cổ tức cao hơn. Dự đoán này sẽ phù hợp với giả thuyết về dòng tiền tự do. Đó là, các công ty có cơ hội đầu tư thấp có thể gặp vấn đề về đầu tư quá mức, do đó bằng cách chi trả cổ tức, các công ty có thể hạn chế chính sách đầu tư quá mức (xem Jensen (1986), và Lang và Litzenberger, (1989)). Hơn nữa, mối quan hệ nghịch chiều giữa cơ hội tăng trưởng của công ty và việc chi trả cổ tức là phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984). Myers và

Majluf cho rằng các công ty có cơ hội tăng trưởng cao sẽ có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp.

Các nhà nghiên cứu như Rozeff (1982), Jensen et al. (1992), Alli và cộng sự, (1993), Deshmukh (2003), và nhiều người khác, đã tìm thấy một mối quan hệ nghịch chiều mạnh mẽ giữa cổ tức và cơ hội đầu tư của công ty. Barclay et al. (1995) ghi nhận rằng, cơ hội đầu tư là một yếu tố quyết định quan trọng của chính sách cổ tức của công ty. Gần đây, Fama và French (2001) đã khẳng định rằng cơ hội đầu tư ảnh hưởng đến quyết định cổ tức. Họ thấy rằng các công ty có cơ hội đầu tư và tăng trưởng tốt hơn sẽ có mức chi trả cổ tức thấp hơn.

Ngoài ra, theo lý thuyết “trưởng thành” của Grullon et al. (2002), khi các công ty trưởng thành, cơ hội tăng trưởng và đầu tư của họ cũng bị thu hẹp, dẫn đến sự sụt giảm trong chi tiêu vốn của họ. Do đó, sẽ có nhiều dòng tiền tự do sẵn có cho việc chi trả cổ tức. Grullon et al. chỉ ra rằng việc tăng chi trả cổ tức là một dấu hiệu cho thấy sự thay đổi trong vòng đời của công ty, đặc biệt là khi chuyển từ giai đoạn tăng trưởng cao hơn sang giai đoạn tăng trưởng thấp hơn (tr.389). Sử dụng một số lượng mẫu lớn các thông báo về việc thay đổi chính sách cổ tức của các công ty Hoa Kỳ trong giai đoạn 1967-1993, Grullon et al. nhận thấy rằng, các công ty tăng chi trả cổ tức do trải qua sự suy giảm trong rủi ro hệ thống và khả năng sinh lời của họ.

Sự sụt giảm trong rủi ro của một công ty được coi là tin tốt, trong khi lợi nhuận giảm là tin xấu. Trong nghiên cứu của họ, Grullon et al. cho thấy thị trường chứng khoán phản ứng tích cực với thông báo về việc tăng cổ tức, ngụ ý rằng tin tốt về giảm rủi ro chi phối các tin tức xấu về giảm lợi nhuận. Ngoài những tin tức tốt liên quan đến việc giảm rủi ro hệ thống, thị trường có thể nhận thấy sự gia tăng cổ tức là giúp giảm vấn đề đầu tư quá mức. Grullon et al. kết luận về sự gia tăng của cổ tức có thể không chỉ truyền đạt thông tin về những thay đổi trong các nguyên tắc cơ bản của công ty mà còn về cam kết của ban quản lý về việc không đầu tư quá mức (tr.423). Tóm lại, những phát hiện của

Grullon và cộng sự phù hợp với giả thuyết dòng tiền tự do nhưng không phù hợp với giả thuyết ra tín hiệu (signaling).

Để kiểm tra xem các cơ hội đầu tư có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức hay không, chúng ta có thể chọn biến tỷ số P/E – hệ số giá trên lợi nhuận một cổ phiếu (PER). Một số nhà nghiên cứu cũng đã sử dụng PER làm biến đại diện cho các cơ hội tăng trưởng (Ang và Peterson, 1984, Constand et al., 1991 và Glen et al., 1995). PER là một chỉ báo tốt về triển vọng tăng trưởng trong tương lai vì nó kết hợp đánh giá thị trường về dòng tiền trong tương lai của một công ty. Các nhà đầu tư sẵn sàng đầu tư vào các công ty tăng trưởng nhanh, tức là các công ty thường giữ lại lợi nhuận của mình để tài trợ cho sự tăng trưởng trong tương lai. Tức là các công ty có tỷ lệ P/E cao hơn sẽ có mức tăng trưởng cao hơn các công ty có tỷ lệ P/E thấp. Do đó, mối quan hệ giữa PER và việc chi trả cổ tức là nghịch chiều.

2.3.2. Mô hình nghiên cứu

Bài nghiên cứu này mong muốn chứng minh được sự tồn tại của ảnh hưởng quan hệ tín dụng với ngân hàng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Như vậy, mấu chốt quan trọng nhất ở đây chính là việc tìm ra cách đo lường mối quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng.

Dựa trên mô hình nghiên cứu của tác giả Al Shabibi and G Ramesh (2011) đồng thời có tham khảo thêm về cách xác định các biến trong bài nghiên cứu của các tác giả Gill et al. (2010), Zanjirdar and Seifi (2012), Ahmed and Y Javid (2009), tác giả luận văn thiết lập mô hình hồi quy đa biến dùng để nghiên cứu như sau:

$$DPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 * AGE_{it} + \beta_2 * SIZE_{it} + \beta_3 * EPS_{it} + \beta_4 * FLEVER_{it} + \beta_5 * PER_{it} + \beta_6 * BANKN_{it} + \beta_7 * CR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó: DPS_{it} là cổ tức tiền mặt mỗi cổ phần của doanh nghiệp i tại năm t

AGE_{it} là độ tuổi của doanh nghiệp i tại năm t

$SIZE_{it}$ là quy mô của doanh nghiệp i tại năm t

EPS_{it} là lợi nhuận của doanh nghiệp i tại năm t

$FLEVER_{it}$ là đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp i tại năm t

PER_{it} là hệ số giá trên lợi nhuận một cổ phiếu của doanh nghiệp i tại năm t

$BANKN_{it}$ là số lượng ngân hàng mà doanh nghiệp i có quan hệ tín dụng tại năm t

CR_{it} là quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp i tại năm t

ε_{it} là thành phần sai số của mô hình (hạng nhiễu)

Thực hiện hồi quy phương trình (1), người viết sẽ đo lường tác động của quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp, và các hệ số $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ phục vụ cho việc ước lượng cổ tức tiền mặt mỗi cổ phần của doanh nghiệp.

Bảng 2.1: Tổng hợp các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Mô tả	Từ bài nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
Độ tuổi công ty	AGE	Số năm hoạt động của công ty	Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar (2005)	-
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit (Total Assets)	Deshmukh, Sanjay, (2003)	+
Khả năng sinh lời	EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phiếu	Fama, Eugene F., và Kenneth R. French, (2002)	-
Đòn bẩy tài chính	FLEVER	Tổng nợ ngắn hạn và dài hạn/ tổng vốn chủ sở hữu	Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, và Thomas S. Zorn, (1992)	-
Cơ hội tăng trưởng và đầu tư	PER	Giá cổ phiếu/ lợi nhuận một cổ phiếu	Ang, James S., và Pamela P. Peterson (1984)	-
Số lượng ngân hàng mà công ty có quan hệ tín dụng	BANKN	Số lượng ngân hàng mà công ty có quan hệ tín dụng trong BCTC của doanh nghiệp	Vu Thanh và Nguyen Minh Ha (2013)	-

Tên biến	Ký hiệu	Mô tả	Tư bài nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
Quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp	CR	<p>=1 Nếu tổng nợ ngân hàng trên tổng nợ phải trả của công ty hơn tỷ lệ trung bình của tổng dư nợ ngân hàng trên tổng nợ phải trả của tất cả các công ty</p> <p>=0 Nếu tổng nợ ngân hàng trên tổng nợ phải trả của công ty nhỏ tỷ lệ trung bình của tổng dư nợ ngân hàng trên tổng nợ phải trả của tất cả các công ty</p>		-

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Chương này khái quát hóa hệ thống lý luận về chính sách cổ tức của doanh nghiệp như: khái niệm về cổ tức, chính sách cổ tức trong thực tiễn, các phương thức chi trả cổ tức, quy trình chi trả cổ tức. Tiếp đến là về các yếu tố ảnh hưởng đến lựa chọn chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Dựa trên cơ sở lý luận, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu về quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng và tác động đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Tiến trình nghiên cứu

Để xem xét tác động của quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách chia cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, tác giả xin đề xuất mô hình nghiên cứu sau:

$$\text{DPS} = \beta_0 + \beta_1 * \text{AGE} + \beta_2 * \text{SIZE} + \beta_3 * \text{EPS} + \beta_4 * \text{FLEVER} + \beta_5 * \text{PER} + \beta_6 * \text{BANKN} + \beta_7 * \text{CR} + \varepsilon \quad (2)$$

Trong đó, tác giả sẽ tập trung vào 2 giả thuyết chính:

- *Số lượng ngân hàng mà công ty có quan hệ tín dụng có tỷ lệ nghịch với khả năng chi trả cổ tức hơn (biến BANKN)*
- *Quan hệ tín dụng tổng thể công ty có quan hệ tín dụng có tỷ lệ thuận với khả năng chi trả cổ tức hơn (biến CR)*

Ngoài ra, các biến còn lại đóng vai trò bổ sung để giúp mô hình đầy đủ, không bị chệch gồm:

- *Độ tuổi công ty có tỷ lệ nghịch với khả năng chi trả cổ tức hơn (biến AGE)*
- *Quy mô công ty có tỷ lệ thuận với khả năng chi trả cổ tức hơn (biến SIZE)*
- *Khả năng sinh lời công ty có tỷ lệ thuận với khả năng chi trả cổ tức hơn (biến EPS)*
- *Tỷ lệ đòn bẩy tài chính công ty có tỷ lệ nghịch với khả năng chi trả cổ tức hơn (biến FLEVER)*
- *Tỷ lệ tỷ lệ P/E công ty có tỷ lệ nghịch với khả năng chi trả cổ tức hơn (biến PER)*

3.2. Lựa chọn mẫu dữ liệu

Bài nghiên cứu sử dụng số liệu thu thập từ công cụ Bloomberg Terminal (trích xuất lúc 15:30 ngày 31/12/2020) và báo cáo tài chính của các doanh

nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong vòng 5 năm từ năm 2015 đến năm 2019. Các báo cáo tài chính sử dụng bao gồm bảng cân đối kế toán, bảng kết quả hoạt động kinh doanh và báo cáo lưu chuyển tiền tệ.

Lý do tác giả lựa chọn khoảng thời gian 5 năm từ 2015-2019 là bởi đây là giai đoạn chứng kiến sự phát triển cả về lượng và chất của thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và của Sở giao dịch chứng khoán tại Thành phố Hồ Chí Minh nói riêng. Cụ thể, không chỉ thanh khoản gia tăng ấn tượng mà số doanh nghiệp huy động vốn thành công trong giai đoạn này cũng cực kỳ lớn.

Để đạt được mẫu nghiên cứu cuối cùng, bài nghiên cứu thực hiện việc loại trừ các doanh nghiệp có những yếu tố sau:

- Hoạt động trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán. Điều này là bởi vì khoản mục trong báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trên có sự khác biệt rất lớn so với các doanh nghiệp phi tài chính, gây khó khăn cho việc phân tích.

- Không còn được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM tại thời điểm cuối năm 2019. Điều này là bởi vì đa số các doanh nghiệp bị huỷ niêm yết trên sàn giao dịch thường có một bức tranh kinh tế không khả qua từ vài năm trước khi chính thức bị huỷ, do đó, việc đưa các doanh nghiệp này vào trong giai đoạn nghiên cứu có thể khiến dữ liệu bị sai lệch.

Cuối cùng, dữ liệu của bài nghiên cứu gồm 269 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM với 1.345 quan sát được trình bày theo cấu trúc của dữ liệu bảng không cân – là sự kết hợp giữa dữ liệu chéo và dữ liệu chuỗi thời gian. So với dữ liệu chéo và dữ liệu chuỗi thời gian, dữ liệu bảng thể hiện được nhiều thông tin hơn, làm giảm hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình và cho kết quả ước lượng các tham số đáng tin cậy hơn.

3.3. Phương pháp phân tích số liệu

3.3.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả được sử dụng để mô tả những đặc tính cơ bản của dữ liệu thu thập được từ nghiên cứu thực nghiệm qua các cách thức khác nhau. Thống kê mô tả và thống kê suy luận cùng cung cấp những tóm tắt đơn giản về mẫu và các thước đo. Cùng với phân tích đồ họa đơn giản, chúng tạo ra nền tảng của mọi phân tích định lượng về số liệu. Để hiểu được các hiện tượng và ra quyết định đúng đắn, cần nắm được các phương pháp cơ bản của mô tả dữ liệu. Có rất nhiều kỹ thuật hay được sử dụng. Có thể phân loại các kỹ thuật này như sau:

- Biểu diễn dữ liệu bằng đồ họa trong đó các đồ thị mô tả dữ liệu hoặc giúp so sánh dữ liệu;
- Biểu diễn dữ liệu thành các bảng số liệu tóm tắt về dữ liệu;
- Thống kê tóm tắt (dưới dạng các giá trị thống kê đơn nhất) mô tả dữ liệu.

3.3.2. Phân tích hồi quy

Để phân tích và nghiên cứu dữ liệu thông qua phần mềm STATA nhằm lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp, tác giả sử dụng các phương pháp sau:

- Mô hình hồi quy gộp (pooled), mô hình này sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS). Phương pháp này đơn giản nhưng khả năng xảy ra hiện tượng tự tương quan cao do phương pháp sử dụng giả định không có đơn vị chéo hoặc thời kỳ đặc biệt nào ảnh hưởng đến các hệ số trong mô hình.
- Mô hình hiệu ứng cố định FEM (Fixed Effects Model) với giả định mỗi đơn vị đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến biến giải thích, qua đó kiểm soát và tách các ảnh hưởng riêng biệt (không thay đổi theo thời gian) ra khỏi các biến giải thích để có thể ước lượng ảnh hưởng của biến độc lập lên biến phụ thuộc.
- Mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên REM (Random Effects Model), thể hiện sự biến động của các đơn vị có tương quan đến biến độc lập trong mô hình hiệu ứng

cố định, trong khi đó mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên, sự biến động giữa các đơn vị được giả định là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến độc lập. Điểm khác biệt giữa mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên và mô hình ảnh hưởng cố định được thể hiện ở sự biến động giữa các đơn vị.

3.4. Các kiểm định

3.4.1. Kiểm định sự phù hợp của mô hình

+ Sử dụng kiểm định Chow với F-test để lựa chọn phương pháp ước lượng giữa Pooled OLS và FEM. Với giả thuyết H_0 : hệ số ước lượng của hai mô hình không có sự khác biệt cơ bản. Nếu kết quả cho giá trị Prob < 0,05, ta bác bỏ giả thuyết H_0 , do đó mô hình FEM giải thích tốt hơn mô hình Pooled OLS.

+ Sử dụng kiểm định Hausman Test để xem xét sự phù hợp của mô hình FEM và REM. Với giả thuyết H_0 : hệ số ước lượng của hai mô hình không có sự khác biệt cơ bản. Nếu kết quả cho giá trị Prob < 0,05, ta bác bỏ giả thuyết H_0 , do đó mô hình FEM giải thích tốt hơn mô hình REM.

3.4.2. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Đa cộng tuyến là hiện tượng các biến độc lập trong mô hình phụ thuộc tuyến tính lẫn nhau (Nguyễn Văn Tùng, 2014). Để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình, có thể thực hiện các phương pháp sau:

+ Hệ số tương quan giữa hai biến độc lập > 0,8 và thống kê t thấp thì mô hình có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến cao.

Sử dụng phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factor), nếu $VIF \geq 10$ thì mô hình có hiện tượng đa cộng tuyến cao. Với:

$$VIF = \frac{1}{1 - R^2}$$

3.4.3. Kiểm định hiện tượng tương quan chuỗi

Để phát hiện hiện tượng tương quan chuỗi, tác giả sử dụng kiểm định Wooldridge. Với giả thuyết H_0 : Không có hiện tượng tương quan chuỗi, nếu kết

quả cho giá trị $\text{Prob} > 0,05$ thì không thể bác bỏ giả thuyết H_0 , nghĩa là mô hình không có hiện tượng tương quan chuỗi. Vậy, muốn khắc phục hiện tượng tự tương quan bậc nhất, sử dụng phương pháp Ước lượng hồi quy bằng phương pháp GMM (Generalized Method of Moments), phương pháp này vừa có thể khắc phục hiện tượng tự tương quan bậc nhất mà còn khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi.

3.4.4. Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Kiểm định phương sai sai số thay đổi được thực hiện bằng kiểm định Wald. Với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$, xét giả thuyết H_0 : mô hình có phương sai sai số không đổi. Nếu kết quả $p\text{-value} < 0,05$ (mức ý nghĩa 5%) thì bác bỏ giả thuyết H_0 , nghĩa là mô hình có xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

3.5. Phân tích kết quả

- Hệ số R^2 : hệ số này càng tiến về 1 thì độ khớp của mô hình và bộ dữ liệu càng tốt.
- Giá trị $\text{Prob} (F\text{-statistic}) < 0,05$: mô hình hồi quy phù hợp.
- Giá trị Prob của các biến độc lập $< 0,05$ và $t\text{-Statistic} > 1,76$: chấp nhận sự tồn tại của các biến này trong mô hình và các biến này có ý nghĩa về mặt thống kê.
- Giá trị β_i âm hoặc dương giải thích các biến độc lập có tác động ngược chiều hay cùng chiều đến biến phụ thuộc.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Chương này, tác giả khái quát hóa phương pháp nghiên cứu cho luận văn về: Tiến trình nghiên cứu, lựa chọn mẫu dữ liệu và phương pháp phân tích số liệu. Tiếp đến là các kiểm định về mô hình như: kiểm định sự phù hợp của mô hình, kiểm định đa cộng tuyến, kiểm định hiện tượng tương quan chuỗi, kiểm định phương sai thay đổi, và cuối cùng là phân tích kết quả.

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Để phục vụ cho việc hồi quy các mô hình đã xây dựng, người viết tiến hành thu thập số liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE tính đến cuối năm 2019 thông qua công cụ Bloomberg Terminal.

Thực hiện loại bỏ các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính cùng các doanh nghiệp không đạt tiêu chuẩn chọn mẫu, người viết thu được dữ liệu cuối cùng gồm 269 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2019.

Trước khi phân tích hồi quy với mục đích tìm ra quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng và tác động đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp, tác giả tiến hành phân tích sơ bộ về mặt thống kê mô tả biến. Thông qua bảng 4.1, có thể nhận thấy một cách sơ lược về các biến trong mô hình.

Bảng 4.1: Bảng thống kê các biến cơ bản

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Cực tiểu	Cực đại	Đơn vị
DPS	1.345	1.137,168	2.284,244	0	66.000	VNĐ
AGE	1.345	14,872	5,041	2	32	Số năm
SIZE	1.345	14,299	1,363	6,806	19,816	Log (VNĐ)
EPS	1.345	2.260,490	2.478,869	-6.658,683	9.905,399	VNĐ
FLEVER	1.345	0,673	0,921	0	18,901	Tỷ số
PER	1.345	23,597	90,354	-249,861	306,370	Tỷ số
CR	1.345	0,646	0,478	0	1	Biến giả
BANKN	1.345	5,028	2,455	0	13	Số lượng ngân hàng

Nguồn: Kết quả được truy xuất từ phần mềm STATA với số liệu từ Báo cáo tài

chính từ năm 2015-2019 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (Phụ lục 1)

Nhìn chung, thống kê mô tả các biến được trình bày ở bảng 4.1 đã hệ thống một cách tổng quát về đặc tính các biến sử dụng trong mô hình gồm số quan sát, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất và nhỏ nhất.

Về số quan sát, nghiên cứu sử dụng dữ liệu trên trong báo cáo tài chính của 269 doanh nghiệp trong 5 năm từ năm 2015 – 2019 nên có tổng cộng 1.345 quan sát.

Cổ tức tiền mặt mỗi cổ phần (DPS), Cổ tức tiền mặt mỗi cổ phần thuộc khoảng (0; 66.000). Điều đó cho thấy cổ tức tiền mặt mỗi cổ phần của các doanh nghiệp qua các năm và giữa các doanh nghiệp với nhau là không đều. Thật vậy, có doanh nghiệp đôn cổ tức lên đến là 66.000 đồng, trong khi có doanh nghiệp là 0 đồng. Mức trung bình vẫn đạt ở mức 1137.168

Về độ tuổi doanh nghiệp (AGE), thuộc khoảng (2; 32) Điều đó cho thấy độ tuổi doanh nghiệp là không đều. Có doanh nghiệp thành lập được 32 năm, có doanh nghiệp thành lập được 02 năm. Số năm trung bình các doanh nghiệp là 14,872 năm.

Về quy mô doanh nghiệp, quy mô tài sản (SIZE) của các doanh nghiệp trung bình theo logarit là 14,299. Tuy nhiên mức độ khác nhau của tổng tài sản là một điểm đáng lưu ý. Thật vậy, có doanh nghiệp có tài sản lớn lên đến 19,816 theo logarit, trong khi có doanh nghiệp nhỏ nhất là 6.806. Cho thấy có những doanh nghiệp quy mô khá nhỏ.

Về lợi nhuận, Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) thuộc khoảng (-6.658,683; 9.905,399). Điều đó cho Thu nhập trên mỗi cổ phiếu của các doanh nghiệp qua các năm cũng không đều, có doanh nghiệp còn lỗ khá lớn. Thu nhập trên mỗi cổ phiếu trung bình đạt 2.478,869 đồng/cổ phiếu, tương đối cao cho thấy các doanh nghiệp trên sàn làm ăn tương đối tốt giai đoạn vừa qua.

Về đòn bẩy tài chính, đòn bẩy tài chính (FLEVER) thuộc khoảng (0; 18,901). Điều đó cho thấy đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp hàng qua các năm cũng

không đều, chênh lệch là khá lớn, có doanh nghiệp không dùng đòn bẩy tài chính, có doanh nghiệp dùng đòn bẩy khá cao. Tỷ lệ tăng trưởng trung bình đạt 0,673, độ lệch chuẩn là 0,921.

Về Cơ hội tăng trưởng và đầu tư (PER) của các doanh nghiệp thuộc khoảng - 249,861; 306,370). Điều đó cho thấy tỷ lệ P/E các doanh nghiệp qua các năm cũng không đều. P/E của các doanh nghiệp trung bình đạt 23,597.

Về Số lượng ngân hàng mà doanh nghiệp có quan hệ tín dụng (BANKN), Số lượng ngân hàng mà doanh nghiệp có quan hệ tín dụng thuộc khoảng (0; 13). Điều đó cho thấy Số lượng ngân hàng mà doanh nghiệp có quan hệ tín dụng không đều, chênh lệch là khá lớn, có doanh nghiệp không vay ngân hàng, có doanh nghiệp có quan hệ với rất nhiều ngân hàng lên đến 13 ngân hàng. Tỷ lệ trung bình đạt 5,028 ngân hàng, độ lệch chuẩn là 2,455.

Về Quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp (CR), Quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp thuộc khoảng (0; 1). Tỷ lệ trung bình đạt 0,646, độ lệch chuẩn là 0,4784.

4.2. Phân tích tương quan giữa các biến

Phân tích tương quan giữa các biến được dùng để xem xét mối quan hệ giữa các biến độc lập. Kết quả thu được có thể cho là bước đánh giá ban đầu cho mô hình. Khi các biến độc lập có mối tương quan cao (lớn hơn 0,8) thì đây là một dấu hiệu để nhận biết hiện tượng đa cộng tuyến có thể xảy ra. Vì vậy, nếu trường hợp này xuất hiện, tác giả sẽ phải thực hiện thêm kiểm định đa cộng tuyến.

Bảng 4.2: Kiểm tra hiện tượng quan giữa các biến độc lập

	AGE	SIZE	EPS	FLEVER	PER	CR	BANKN
AGE	1						
SIZE	0,008	1					
EPS	0,049	0,007	1				
FLEVER	0,053	0,178	-0,028	1			
PER	-0,015	-0,007	-0,014	-0,027	1		
CR	0,028	0,024	0,020	0,039	-0,055	1	
BANKN	-0,041	-0,013	-0,043	0,029	0,032	0,015	1

Nguồn: Kết quả được truy xuất từ phần mềm STATA với số liệu từ Báo cáo tài chính từ năm 2015-2019 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (Phụ lục 2)

Qua kiểm tra sự tương quan giữa các biến độc lập cho thấy không có các cặp biến nào có sự tương quan lớn hơn 0,8 cho thấy toàn bộ các biến đều phù hợp mô hình để đưa vào tiếp tục phân tích bảng 4.3.

4.3. Lựa chọn mô hình hồi quy

Để xem xét tác động quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp, thông qua các biến phụ thuộc và biến độc lập, tác giả đã sử dụng ba dạng mô hình nghiên cứu thực nghiệm: Mô hình hồi tuyến tính thông thường (Pooled OLS), mô hình hồi quy tác động cố định (Fixed effects model_FEM), mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random effects model_REM).

Do dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu dạng bảng, nên để xét tác động tác động quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp, tác giả sử dụng lần lượt các phương pháp ước lượng hồi quy gộp Pooled OLS, phương pháp ước lượng tác động cố định (FEM) và phương pháp ước lượng tác động ngẫu nhiên (REM). Sau đó, tác giả thực hiện lần lượt các kiểm định Chow với F-test để lựa chọn phương pháp ước lượng giữa Pooled OLS và FEM, kiểm định Hausman để xác định phương pháp ước lượng

REM và FEM và kiểm định Breusch – Pagan để lựa chọn phương pháp ước lượng Pooled OLS hay REM. Từ đó, xác định được phương pháp ước lượng phù hợp nhất cho bài nghiên cứu này

Sau đây là kết quả chạy 3 mô hình (Phụ lục 3):

Bảng 4.3: Kết quả chạy hồi quy Pooled OLS, FEM, REM

BIẾN	(1) POLS DPS	(2)REM DPS	(3) FEM DPS
AGE	3,620	10,422	7,361
<i>P-value</i>	<i>0,769</i>	<i>0,364</i>	<i>0,506</i>
SIZE	-31,989	395,862*	-10,139
<i>P-value</i>	<i>0,489</i>	<i>0,056</i>	<i>0,879</i>
EPS	0,048*	0,042*	0,043*
<i>P-value</i>	<i>0,053</i>	<i>0,065</i>	<i>0,052</i>
FLEVER	-252,227***	-4,991	-149,672*
<i>P-value</i>	<i>0,000</i>	<i>0,961</i>	<i>0,059</i>
PER	-0,955	-1,227*	-1,179*
<i>P-value</i>	<i>0,165</i>	<i>0,055</i>	<i>0,055</i>
CR	111,845	-86,950	-25,524
<i>P-value</i>	<i>0,389</i>	<i>0,467</i>	<i>0,825</i>
BANKN	-24,757	-29,180	-29,685
<i>P-value</i>	<i>0,328</i>	<i>0,208</i>	<i>0,186</i>
_cons	1.675,569**	-4.537,942	1.369,783
<i>P-value</i>	<i>0,017</i>	<i>0,128</i>	<i>0,162</i>

Nguồn: Kết quả được truy xuất từ phần mềm STATA với số liệu từ Báo cáo tài chính từ năm 2015-2019 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (Phụ lục 3)

Ký hiệu *, **, *** chỉ ra các hệ số hồi quy lần lượt có ý nghĩa thống kê tại các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

❖ **Pooled OLS và FEM (kiểm định Chow với F-test)**

Với mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$, xét cặp giả thuyết sau:

H_0 : không có sự khác nhau của các tác động cố định (P-value > 0,05), chọn phương pháp Pooled OLS.

H_1 : có sự khác nhau của các tác động cố định, phương pháp FEM giải thích tốt hơn Pooled OLS.

Kết quả kiểm định Chow với F-test được thể hiện ở kết quả hồi quy bằng phương pháp FEM (kết quả chi tiết được trình bày ở phụ lục 4). Kết quả kiểm định sau khi hồi quy bằng phương pháp ước lượng FEM được thể ở bảng 4.5 có P-value < 0,05 nên tác giả bác bỏ giả thuyết H_0 . Vì vậy, phương pháp ước lượng FEM giải thích tốt hơn Pooled OLS. (1)

Bảng 4.4: Kết quả kiểm định Chow với F-test

Prob > F (F-test)	0,000
-------------------	-------

Nguồn: Kết quả được truy xuất từ phần mềm STATA với số liệu từ Báo cáo tài chính từ năm 2015-2019 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (Phụ lục 4)

❖ **FEM và REM (kiểm định Hausman -Test)**

Với mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$, xét cặp giả thuyết sau:

H_0 : Không có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (chọn REM)

H_1 : Có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (chọn FEM).

Bảng 4.5: Kết quả kiểm định Hausman -Test

Prob > chibar2	0,000
----------------	-------

Nguồn: Kết quả được truy xuất từ phần mềm STATA với số liệu từ Báo cáo tài chính từ năm 2015-2019 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (Phụ lục 5)

Giá trị Prob sau khi thực hiện kiểm định Hausman -Test nhỏ hơn 0,05 nên tác giả bác bỏ giả thuyết H_0 , nghĩa là phương pháp ước lượng FEM giải thích tốt hơn phương pháp REM. (2)

Kết hợp (1) và (2): Tác giả lựa chọn phương pháp FEM để ước lượng cho mô hình nghiên cứu.

4.3.1. Kiểm định mô hình

Theo lý thuyết có rất nhiều phương pháp nhằm xác định và đánh giá mức độ đa cộng tuyến như: hệ số tương quan giữa các biến độc lập cao, hồi quy phụ, căn cứ vào hệ số phóng đại phương sai VIF. Trong nghiên cứu này tác giả lựa chọn hệ số phương pháp phóng đại phương sai VIF để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến cho mô hình nghiên cứu.

Bảng 4.6: Kết quả kiểm định VIF

Biến độc lập	(VIF)
DPS	1,020
AGE	1,010
SIZE	1,030
EPS	1,010
FLEVER	1,050
PER	1,010
CR	1,010
BANKN	1,010
Mean VIF	1,020

Nguồn: Kết quả được truy xuất từ phần mềm STATA với số liệu từ Báo cáo tài chính từ năm 2015-2019 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (Phụ lục 6)

Kết quả kiểm định hệ số phóng đại phương sai VIF được trình bày ở bảng 4.6 cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF của các biến độc lập của cả mô hình nghiên cứu đều nhỏ hơn 10. Như vậy, có cơ sở để kết luận rằng hiện tượng đa cộng tuyến không ảnh hưởng nghiêm trọng đến kết quả ước lượng của mô hình nghiên cứu.

Để kiểm tra mô hình có xảy ra hiện tượng tương quan chuỗi hay không, tác giả sử dụng kiểm định Wooldridge test, với mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$ và xét cặp giả thuyết sau:

H_0 : Không có hiện tượng tương quan chuỗi (P-value > 0,05)

H_1 : Có hiện tượng tương quan chuỗi

Bảng 4.7: Kết quả kiểm định hiện tượng tương quan chuỗi

P-value	0,000
---------	-------

Nguồn: Kết quả được truy xuất từ phần mềm STATA với số liệu từ Báo cáo tài chính từ năm 2015-2019 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (Phụ lục 7)

Kết quả kiểm định Woolrigde có P-value < 0,05 (mức ý nghĩa 5%) của mô hình nghiên cứu nên chấp nhận giả thuyết H_0 . Vì vậy, có cơ sở để kết luận rằng mô hình nghiên cứu có bị hiện tượng tự tương quan chuỗi.

4.3.2. Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Để kiểm định các mô hình có xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi hay không, tác giả sử dụng kết hợp hai phương pháp kiểm định Wald, với mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$, xét cặp giả thuyết sau:

H_0 : có phương sai không đổi (P-value > 0,05)

H_1 : có phương sai sai số thay đổi

Kết quả kiểm định Wald đều có P-value = 0,000 < 0,05 (mức ý nghĩa 5%) mô hình nghiên cứu, nên giả thuyết H_0 bị bác bỏ và chấp nhận giả thuyết H_1 . Vì vậy, cả mô hình nghiên cứu có khả năng xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Bảng 4.8: Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi

P-value	0,000
---------	-------

Nguồn: Kết quả được truy xuất từ phần mềm STATA với số liệu từ Báo cáo tài chính từ năm 2015-2019 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (Phụ lục 8)

4.3.3. Kết quả mô hình hồi quy điều chỉnh

Để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi tác giả sử dụng phương pháp ước lượng điều chỉnh sai số chuẩn (Robust standard errors) và thu được kết quả sau:

Bảng 4.9: Kết quả ước lượng bằng phương pháp FEM với Robust

Biến	Hệ số góc	P-value
AGE	10,422**	0,024
SIZE	395,862**	0,030
EPS	0,042	0,314
FLEVER	-4,991	0,932
PER	-1,227*	0,053
CR	-86,950**	0,039
BANKN	-29,180**	0,018
_cons	395,862**	0,091

Nguồn: Kết quả được truy xuất từ phần mềm STATA với số liệu từ Báo cáo tài chính từ năm 2015-2019 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (Phụ lục 9)

*Ký hiệu *, **, *** chỉ ra các hệ số hồi quy lần lượt có ý nghĩa thống kê tại các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.*

Kết quả phân tích hồi quy cho thấy:

- Các biến AGE, SIZE, BANKN và CR có ý nghĩa ở mức thống kê 5%;
- Biến PER có ý nghĩa ở mức thống kê 10%;
- Các biến EPS và FLEVER không có ý nghĩa thống kê.

Mô hình hồi quy được viết lại như sau:

$$\text{DPS} = - 395,862 + 10,422*AGE + 395,862*SIZE - 1,227* PER - 86,950* CR - 29,18* BANKN$$

4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Với mục tiêu tìm ra tác động của mối quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, thông qua việc phân tích dữ liệu được tổng hợp từ năm 2015 đến năm 2019, với mẫu nghiên cứu là 269 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE. Sau khi kiểm tra hiện tượng tương quan giữa các biến độc lập với nhau, kết quả không có hiện tượng tương quan giữa các biến độc lập, tác giả tiếp tục phân tích lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp thông qua bằng cách tác giả sử dụng lần lượt các phương pháp ước lượng hồi quy gộp Pooled OLS, phương pháp ước lượng tác động cố định (FEM) và phương pháp ước lượng tác động ngẫu nhiên (REM), kết quả cho thấy phương pháp ước lượng tác động cố định (FEM) là phù hợp với mô hình nghiên cứu các nhân tố có ảnh hưởng trực tiếp đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM. Sau khi tác giả thực hiện kiểm định mô hình thông qua các kiểm định như: Kiểm định đa cộng tuyến, Kiểm định tương quan chuỗi, Kiểm định phương sai sai số thay đổi, tác giả đã sử dụng phương pháp ước lượng điều chỉnh sai số chuẩn (Robust standard errors) cho mô hình hồi quy nghiên cứu. Sau khi chạy kết quả mô hình hồi quy cho ra kết quả: AGE, SIZE, BANKN và CR có giá trị P-value nhỏ hơn 5% nên các biến AGE,

SIZE, BANKN và CR có ý nghĩa ở mức thống kê 5%, với độ tin cậy 95%; Biến PER có ý nghĩa ở mức thống kê 10%.

Mô hình hồi quy được viết lại như sau:

$$\text{DPS} = - 395,862 + 10,422 * \text{AGE} + 395,862 * \text{SIZE} - 1,227 * \text{PER} - 86,950 * \text{CR} - 29,18 * \text{BANKN}$$

Dựa trên hệ số góc của mô hình hồi quy, ta có sự tác động quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng và tác động đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

***Biến CR:** Quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp có hệ số góc là -86,95 là âm, đạt kỳ vọng giả thuyết nghiên cứu đã đưa ra. Chứng tỏ rằng cổ tức của doanh nghiệp có quan hệ nghịch biến với Quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp. Điều này cho thấy doanh nghiệp càng có quan hệ tín dụng với ngân hàng thì đang mở rộng quy mô hoạt động vì vậy sẽ có chính sách giữ lại lợi nhuận để phát triển thay vì trả cổ tức cho cổ đông. Kết quả đạt được phù hợp với nghiên cứu của Diamond (1984); Boyd và Prescott (1986); Berlin và Loeys (1988). Sự ảnh hưởng của quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp được ước lượng cụ thể như sau: Nếu quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp tăng lên 1% đơn vị thì làm giảm chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp 86,95 đơn vị.

***Biến BANKN:** Số lượng ngân hàng mà công ty có quan hệ tín dụng có hệ số góc là -29,18 là âm có nghĩa là cổ tức của doanh nghiệp có quan hệ nghịch biến với Số lượng ngân hàng mà công ty có quan hệ tín dụng. Dấu của hệ số hồi quy đạt kỳ vọng dấu theo giả thuyết đã đưa ra. Điều này cũng cho thấy doanh nghiệp càng có quan hệ tín dụng với ngân hàng thì đang mở rộng quy mô hoạt động vì vậy sẽ có chính sách giữ lại lợi nhuận để phát triển thay vì trả cổ tức cho cổ đông. Kết quả đạt được phù hợp với nghiên cứu của Diamond (1984); Boyd và Prescott (1986); Berlin và Loeys (1988). Sự ảnh hưởng của Số lượng ngân hàng mà công ty có quan hệ tín dụng đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp được ước lượng cụ thể như sau:

Nếu Số lượng ngân hàng mà công ty có quan hệ tín dụng tăng lên 1 đơn vị thì làm giảm chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp 29,18 đơn vị.

Ngoài ra, các biến kiểm soát có ý nghĩa như sau:

***Biến AGE:** Số năm hoạt động của công ty có hệ số góc là 10,422, có quan hệ đồng biến với chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp. Dấu của hệ số hồi quy chưa đạt kỳ vọng dấu theo giả thuyết đã đưa ra. Như vậy, doanh nghiệp càng có nhiều năm kinh nghiệm thì sẽ có chính sách trả cổ tức cho các cổ đông thay vì giữ lại lợi nhuận để phát triển. Là do các công ty này tương đối lớn tuổi và không có các ưu tiên trong việc dự trữ tiền mặt do tăng trưởng thấp và chi tiêu vốn ít, cho phép họ tuân theo chính sách cổ tức tự do. Kết quả đạt được phù hợp với nghiên cứu trước đây (Evans (1987), Farinas và Moreno (2000), và Huergo và Jaumandreu (2004)). Sự ảnh hưởng của Số năm hoạt động của công ty đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp được ước lượng cụ thể như sau: Nếu số năm hoạt động của công ty tăng lên 1 năm thì làm tăng chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp lên 10,422 đơn vị.

***Biến SIZE:** Quy mô doanh nghiệp có hệ số góc là 395,862, hệ số mang dấu dương, tức Quy mô doanh nghiệp có quan hệ đồng biến với chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp. Dấu của hệ số hồi quy đạt kỳ vọng dấu theo giả thuyết đã đưa ra. Như vậy, khi doanh nghiệp Quy mô doanh nghiệp (ở đây là tổng tài sản) thì sẽ có chính sách trả cổ tức cho các cổ đông thay vì giữ lại lợi nhuận để đầu tư phát triển. Kết quả đạt được phù hợp với nghiên cứu trước đây (Lloyd et al. (1985); Barclay et al. (1995); Reeding, (1997); Holder et al. (1998); Fama and French, (2001)). Sự ảnh hưởng của Quy mô doanh nghiệp đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp được ước lượng cụ thể như sau: Nếu quy mô doanh nghiệp tăng lên 1 % thì làm tăng chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp lên 395,862 đơn vị.

***Biến PER:** Giá cổ phiếu/ lợi nhuận một cổ phiếu có hệ số góc là -1,227, hệ số mang dấu âm, tức Giá cổ phiếu/ lợi nhuận một cổ phiếu có quan hệ nghịch biến với chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp. Dấu của hệ số hồi quy đúng với kỳ vọng dấu theo giả thuyết đã đưa ra. Chứng tỏ rằng, khi doanh nghiệp có Giá cổ

phiếu/ lợi nhuận một cổ phiếu càng lớn, tức là doanh nghiệp đang có triển vọng tăng trưởng trong tương lai (hay Cơ hội tăng trưởng và đầu tư của doanh nghiệp càng tăng) thì doanh nghiệp sẽ giữ lại lợi nhuận để đầu tư phát triển thay vì tăng cường chính sách trả cổ tức cho các cổ đông. Kết quả đạt được phù hợp với nghiên cứu của Rozeff (1982), Myers và Majluf (1984), Jensen et al. (1992), Alli và cộng sự, (1993), Fama và French (2001), Deshmukh (2003). Sự ảnh hưởng của Giá cổ phiếu/ lợi nhuận một cổ phiếu đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp được ước lượng cụ thể như sau: Nếu Giá cổ phiếu/ lợi nhuận một cổ phiếu của doanh nghiệp tăng lên 1% thì làm giảm chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp 1,227 đơn vị.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Chương này, luận văn tiến hành phân tích kết quả nghiên cứu. Đầu tiên, tác giả thống kê mẫu nghiên cứu về các đại lượng như lớn nhất, nhỏ nhất, trung bình... Tiếp đến, tác giả phân tích tương quan giữa các biến được dùng để xem xét mối quan hệ giữa các biến độc lập. Qua kiểm tra sự tương quan giữa các biến độc lập cho thấy không có các cặp biến nào có sự tương quan lớn hơn 0.8 cho thấy toàn bộ các biến đều phù hợp mô hình để đưa vào tiếp tục phân tích. Sau khi phân tích để lựa chọn mô hình hồi quy, kết quả cho thấy phương pháp FEM được dùng để ước lượng cho mô hình nghiên cứu. Sau đó, tác giả kiểm định mô hình thì có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do vậy, tác giả đã sử dụng phương pháp ước lượng điều chỉnh sai số chuẩn (Robust standard errors) và thu được kết hồi quy. Dựa trên kết quả hồi quy, tác giả đưa ra cơ sở cho các kiến nghị tiếp theo.

CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

5.1. Kết luận vấn đề nghiên cứu

Nhằm xem xét tác động của mối quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, tác giả đã thu thập dữ liệu của 269 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE trong vòng 5 năm từ 2015 đến 2019. Với mô hình hồi quy đa biến được thiết lập gồm biến phụ thuộc là cổ tức bằng tiền mặt mỗi cổ phần và 7 biến độc lập bao gồm 5 biến sau: Về độ tuổi doanh nghiệp, Về quy mô doanh nghiệp, Khả năng sinh lời của doanh nghiệp, Tỷ lệ đòn bẩy tài chính công ty, Tỷ lệ P/E; và 2 biến đo lường quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng là: Số lượng ngân hàng mà doanh nghiệp có quan hệ tín dụng và Quan hệ tín dụng tổng thể doanh nghiệp. Kết quả phân tích tương quan cho thấy các biến độc lập cho thấy không có các cặp biến nào có sự tương quan lớn hơn 0,8 cho thấy toàn bộ các biến đều phù hợp mô hình. Tiếp đến nghiên cứu phân tích lựa chọn mô hình hồi quy trong 3 mô hình: Mô hình hồi quy tuyến tính thông thường (Pool OLS), mô hình hồi quy tác động cố định (Fixed effects model_FEM), mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random effects model_REM). Kết quả là mô hình FEM dùng để ước lượng cho mô hình nghiên cứu. Sau khi kiểm định đa cộng tuyến và kiểm định phương sai sai số thay đổi cho thấy mô hình nghiên cứu khả năng xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng điều chỉnh sai số chuẩn (Robust standard errors) và thu được: Các biến AGE, SIZE, BANKN và CR có ý nghĩa ở mức thống kê 5%; biến PER có ý nghĩa ở mức thống kê 10%; các biến EPS và FLEVER không có ý nghĩa thống kê.

Về quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng và tác động đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp, mô hình hồi quy cho thấy:

Kết quả của đề tài này cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, góp phần làm sáng tỏ tác động của mối quan hệ tín dụng giữa

doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp đã được nghiên cứu bởi các nhà kinh tế tài chính trong và ngoài nước.

5.2. Một số kiến nghị liên quan

Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng trong lĩnh vực đầu tư tài chính cũng như trong công tác quản trị doanh nghiệp nhất là trong điều kiện hiện nay, những nghiên cứu thực nghiệm về chính sách cổ tức của các doanh nghiệp liên quan đến quan hệ tín dụng với ngân hàng ở Việt Nam còn rất ít ỏi. Nghiên cứu đã chỉ ra được một số đặc điểm của chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM cũng như xác định được những nhân tố ảnh hưởng trong đó có các nhân tố là quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách cổ tức của các doanh nghiệp. Về mặt lý thuyết, cổ tức là yếu tố rất quan trọng trong việc định giá chứng khoán nên việc xác định được các nhân tố ảnh hưởng trong đó có các nhân tố là quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng đến chính sách cổ tức là rất cần thiết đối với nhà đầu tư. Điều này sẽ giúp các nhà đầu tư xác định chiến lược đầu tư hợp lý, cụ thể sẽ lựa chọn cổ phiếu nào có những đặc điểm phù hợp có thể tác động đến chính sách cổ tức để đầu tư.

Những kết quả của nghiên cứu này cũng giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp xây dựng một chính sách cổ tức phù hợp với đặc điểm và mục tiêu quản trị và phát triển doanh nghiệp. Để có thể tăng mức cổ tức chi trả, doanh nghiệp cần thực hiện các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Với quan hệ nghịch chiều của chính sách cổ tức và quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng, các nhà quản trị cần cân nhắc kỹ trước khi đưa ra quyết định chính sách cổ tức của nhằm đạt được chính sách quản trị doanh nghiệp tốt nhất nhằm hài hòa giữa lợi ích cổ đông và chính sách phát triển doanh nghiệp. Chẳng hạn, khi doanh nghiệp đang trong giai đoạn phát triển cần tăng nguồn vốn kinh doanh thì họ có thể tăng cường vay ngân hàng, và thay vì lấy phần lợi nhuận chia cổ tức cho cổ đông thì doanh nghiệp sẽ giữ lại lợi nhuận nhằm tăng nguồn vốn kinh doanh.

Một chính sách cổ tức không hợp lý (hoặc quá cao hoặc quá thấp so với khả năng thực tế của doanh nghiệp và nhu cầu thực tế của cổ đông) trong hiện tại sẽ có những ảnh hưởng tiêu cực đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp trong những năm tiếp theo. Doanh nghiệp có thể đưa ra một chính sách cổ tức hợp lý, hoặc ít nhất là hạn chế được những tác động tiêu cực đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp.

Một số kiến nghị khác

Doanh nghiệp nghiêm túc cần phối hợp với cơ quan quản lý tuyên truyền phổ biến kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán cũng như những lợi ích thiết thực mà công ty sẽ mang lại cho cổ đông khi công ty đưa ra chính sách cổ tức tăng cường nguồn vốn tích lũy, đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, tạo sự phát triển trong tương lai. Khi doanh nghiệp mạnh dạn thay đổi chính sách cổ tức, để tạo sự đồng thuận đối với các cổ đông của mình thì Ban Quản lý cũng cần lập phương án chi trả cổ tức chi tiết, trong đó nêu rõ mục tiêu vì sao lại giảm mức cổ tức, lượng tiền được giảm sẽ sử dụng ra sao, đồng thời đánh giá hiệu quả của việc thay đổi chính sách cổ tức. Khi phương án được rõ ràng dễ hiểu thì sẽ được đông đảo các cổ đông hết lòng ủng hộ.

Khi xem xét chính sách cổ tức thì công ty và các cổ đông, các nhà đầu tư mới không nên đặt chính sách cổ tức trong một trạng thái cô lập mà phải xem xét cả những yếu tố tác động lẫn sự tương tác giữa các quyết định khác như quyết định tài trợ và quyết định đầu tư và quan hệ tín dụng của doanh nghiệp.

Các công ty cần có một bộ phận làm báo cáo ngắn hạn, trung và dài hạn tình hình lợi nhuận, các dự án, kế hoạch đầu tư, dự báo các dòng tiền một cách chính xác để nhà quản lý hoạch định được một chiến lược chi trả cổ tức hợp lý. Thậm chí, công ty cũng phải có một bộ phận xem xét, nghiên cứu chính sách cổ tức của các công ty trong và ngoài nước, đặc biệt là các công ty trong cùng ngành hay cùng đặc điểm hay cả đối thủ cạnh tranh trực tiếp.

Có một vài tiêu thức mà công ty có thể cân nhắc khi quyết định cổ tức như: Tránh cắt giảm nguồn lợi nhuận giữ lại để đầu tư vào các dự án có lãi để tiến hành trả cổ tức; Tránh việc không trả cổ tức; Tránh việc phát hành cổ phiếu mới; Duy trì một tỷ lệ nợ / vốn cổ phần mục tiêu; Duy trì tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức mục tiêu.... Các mục tiêu này được sắp xếp theo thứ tự như thế nào phụ thuộc vào mức độ quan trọng của nó đối với từng doanh nghiệp.

Các công ty cần khôn khéo trong chính sách cổ tức. Chính sách cổ tức được xem là một trong những quyết định “đau đầu” nhất trong quản lý tài chính của công ty cổ phần. Chính sách cổ tức có tác động đến giá cổ phiếu của công ty, nguồn tiền công ty có thể sử dụng để tái đầu tư và có ảnh hưởng đến nguồn thu nhập của các cổ đông hiện hành. Hiện tại, hai mô hình trả lợi tức cổ phần phổ biến là mô hình lợi tức cổ phần ổn định và mô hình lợi tức cổ phần thặng dư. Với mô hình lợi tức cổ phần ổn định, chính sách cổ tức ổn định đưa ra tín hiệu về sự ổn định trong kinh doanh của doanh nghiệp. Với mô hình lợi tức cổ phần thặng dư, lợi nhuận dành trả lợi tức chỉ là phần còn lại sau khi dành đủ lợi nhuận cho nhu cầu tái đầu tư hoặc trả nợ. Các doanh nghiệp nên sử dụng mô hình này trong trường hợp công ty đang có nhiều cơ hội đầu tư, tăng trưởng tốt hơn đầu tư ra ngoài doanh nghiệp. Chính sách lợi tức cổ phần có thể có những thay đổi trong từng giai đoạn phát triển của công ty. Ví dụ như công ty có thể lựa chọn một chính sách phân chia cổ tức ổn định hoặc có thể lựa chọn chính sách cổ tức thặng dư, tức là ưu tiên phần đầu tư hơn là phần chia lợi tức trước mắt, điều đó tùy thuộc vào sự lựa chọn, sự khôn ngoan của các nhà quản lý công ty. Mọi mô hình ưu tiên trả lợi tức cổ phần trước hay giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư đều có ưu điểm và nhược điểm của nó, tất nhiên, nếu để đạt được mục đích trước mắt thì phải hy sinh một số lợi ích dài hạn và ngược lại. Tùy thuộc vào từng doanh nghiệp để thực hiện chính sách lợi tức phù hợp.

Trong điều kiện hiện nay, các doanh nghiệp không nên sử dụng quá nhiều lợi nhuận cho việc chi trả cổ tức để “đánh bóng” hình ảnh của công ty mà nên hài hòa lợi ích trước mắt và lợi ích lâu dài, đặc biệt là không chạy theo thỏa mãn nhu cầu của nhà đầu tư ngắn hạn. Các doanh nghiệp nên theo đuổi một chính sách cổ tức ổn

định, nhất quán; nên theo đuổi một chính sách cổ tức an toàn: có tỷ lệ chia cổ tức hợp lý cho cổ đông, đồng thời đảm bảo một tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư để duy trì sự tăng trưởng bền vững của công ty. Công ty nên đặt ra mục tiêu trong dài hạn về tỷ lệ thanh toán cổ tức trên thu nhập, tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức ngay cả khi công ty có cơ hội đầu tư tốt và nên duy trì hệ số nợ tối ưu của công ty theo cơ cấu vốn mục tiêu.

Việc lựa chọn chính sách bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu, tỷ lệ cao hay thấp còn tùy thuộc vào thị trường đang lên hay đang xuống. Trong bối cảnh thị trường đang xuống như hiện nay và đặc biệt là khi các nhà đầu tư đã không còn thích thú với việc nhận thêm cổ phiếu bằng cổ tức hay phát hành cổ phiếu do những e ngại về loãng giá thì việc trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ đáp ứng được mong muốn của nhà đầu tư hơn. Tuy nhiên, công ty cần phải xác định rõ rằng vấn đề phát triển ổn định, bền vững của công ty trong dài hạn mới là ưu tiên hàng đầu chứ không nên dựa quá nhiều yếu tố thị trường.

Cuối cùng, các cơ quan chức năng, các công ty niêm yết và các hiệp hội phải có những nghiên cứu về các quy định pháp lý nhằm có thể bảo vệ tích cực hơn nữa lợi ích của các nhà đầu tư nhỏ nhằm tạo ra một sân chơi công bằng và hướng tới sự phát triển lành mạnh.

5.3. Hạn chế đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo

Bài nghiên cứu này đã chứng minh được sự tồn tại của quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng và tác động đến chính sách chia cổ tức cũng như kiểm chứng được những ảnh hưởng của các yếu tố như khả năng sinh lời, độ tuổi của doanh nghiệp, quy mô, đòn bẩy tài chính, cơ hội tăng trưởng và đầu tư, chi phí đại diện, thoả mãn được mục tiêu nghiên cứu. Tuy nhiên, do giới hạn về mặt thời gian cũng như những khó khăn trong việc thu thập và tổng hợp dữ liệu, luận văn vẫn gặp phải một số hạn chế nhất định.

Các yếu tố trong đó có yếu tố quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức mà đề tài này nghiên cứu chỉ bao gồm các

yếu tố nội sinh của doanh nghiệp mà chưa xét đến các yếu tố vĩ mô, đồng thời có thể có một số yếu tố nội sinh khác giải thích tốt hơn cho sự thay đổi chính sách cổ tức chưa được đưa vào nghiên cứu. Chính vì những điều đó làm cho mức độ giải thích của các nhân tố quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp với ngân hàng đối với chính sách cổ tức ở đề tài này bị hạn chế.

Do một số hạn chế nhất định nên ở bài nghiên cứu này, người viết chỉ thu thập và xử lý dữ liệu trong báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. Tuy nhiên các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam bao gồm cả sàn HNX lẫn sàn UPCOM. Như vậy, có thể nói rằng, mẫu nghiên cứu chưa bao quát được chính sách cổ tức của các công ty cổ phần trên thị trường Việt Nam.

Ngoài ra, mẫu dữ liệu nghiên cứu cuối cùng gồm 269 doanh nghiệp và con số này thực sự vẫn chưa đủ lớn để có thể đại diện cho toàn bộ doanh nghiệp Việt Nam. Do đó, tác giả hy vọng rằng những bài nghiên cứu tiếp theo có thể thu thập và xử lý dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và sàn giao dịch OTC (UPCOM) để có cái nhìn bao quát hơn về vấn đề nghiên cứu đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

Một hạn chế khác của bài nghiên cứu là dữ liệu nghiên cứu chỉ được quan sát trong 5 năm, từ năm 2015 đến năm 2019, một quãng thời gian không thực sự dài nếu so sánh với các công trình nghiên cứu khác trên thế giới. Vì vậy, người viết mong các nghiên cứu sau này có thể mở rộng thời gian nghiên cứu ra dài hơn để có thể đưa ra kết luận nhất quán hơn về tác động của quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

KẾT LUẬN

Trong xu thế toàn cầu hoá, hội nhập kinh tế quốc tế, thực hiện nền kinh tế chuyển đổi, các doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong quá trình phát triển nền kinh tế của đất nước. Việc chuyển đổi này yêu cầu một lượng vốn lớn, đòi hỏi các nhà quản trị phải đưa ra các quyết định tài trợ phù hợp. Với sự giúp sức và hỗ trợ từ phía các ngân hàng như ngày nay, các doanh nghiệp hoàn toàn có thể tận dụng nguồn vốn vay ngân hàng để hưởng lợi từ hiệu ứng lá chắn thuế, tăng động lực phát triển cũng như giảm vấn đề đại diện và thông tin bất cân xứng. Tuy nhiên, một quyết định khác cũng không kém phần quan trọng nhằm duy trì sức hấp dẫn của doanh nghiệp đó là quyết định chia cổ tức (vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp). Do đó, người viết quyết định thực hiện đề tài **“Tác động của quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM”** nhằm tìm hiểu về quan hệ tín dụng của doanh nghiệp với ngân hàng và tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp.

Bằng phương pháp nghiên cứu thực nghiệm sử dụng dữ liệu của 269 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM với 1.345 quan sát, bài nghiên cứu này đã chứng minh được sự tồn tại của tác động của quan hệ tín dụng giữa doanh nghiệp và ngân hàng tới chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. Cụ thể, nếu quan hệ tín dụng tổng thể của doanh nghiệp với ngân hàng và số lượng ngân hàng mà công ty có quan hệ tín dụng càng tăng thì doanh nghiệp sẽ càng giảm chính sách chia cổ tức xuống.

Từ kết quả thu được, người viết đã đưa ra một số khuyến nghị cho các nhà quản trị trong các quyết định chia cổ tức. Đồng thời, người viết cũng nêu lên các mặt hạn chế của bài nghiên cứu, qua đó đề xuất một số gợi ý cho các hướng nghiên cứu tiếp theo.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Adaoglu, Cahit, 2000, “Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market”, *Emerging Market Review* 1, 252-270.
 2. Agrawal, Anup, và Narayanan Jayaraman, 1994, “The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory”, *Managerial and Decision Economics* 15, 139-148.
 3. Aivazan, Varouj, Laurence Booth, và Sean Cleary, 2003, “Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S Firms?”, *The Journal of Finance Research* 26, 371-387.
 4. Allen, Franklin , Antonio E. Bernardo, và Ivo Welch, 2000, “A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles”, *Journal of Finance* 55, 2499-2536.
 5. Alli, Kasim L., A.Qayyum Khan, và Gabriel G. Ramirez, 1993, “Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis”, *The Financial Review* 28, 523-547.
 6. Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar, 2005, “Dividend Policy of Publicly Quoted Companies in Emerging Markets: The Case of Jordan”, Doctoral Thesis, School of Economics and Finance (University of Western Sydney, Sydney).
 7. Ang, James S., và Pamela P. Peterson, 1984, "The Leasing Puzzle", *Journal of Finance* 39, 1055-1065.
 8. Arulampalam, Wiji, 1999, “A Note on Estimated Coefficients in Random Effects Probit Models”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 61, 597-602.
- Bali, Rakesh, 2003, “An Empirical Analysis of Stock Returns Around Dividend Changes”, *Applied Economics* 35, 51-61.

9. Barclay, Michael J., 1987, "Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The ExDividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax", *Journal of Financial Economics* 19, 31-44.
10. Barclay, Michael J., Clifford W. Smith, và Ross L. Watts, 1995, "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 4-19.
11. Barnea, A., RA Haugen and LW Senbet, 1981, "Market Imperfections, Agency Problems and Capital Structure: A Review", *Financial Management* 10, 7-22.
12. Bhattacharya, Sudipto, 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy", *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
13. Butler, J. S., và Robert Moffit, 1982, "A Computationally Efficient Quadrature Procedure for the One-Factor Multinomial Probit Model", *Econometrica* 50, 761-764.
14. Deshmukh, Sanjay, 2003, "Dividend Initiations and Asymmetric Information: A Hazard Model", *Financial Review* 38, 351-368.
15. Easterbrook, Frank H., 1984, "Two Agency Costs Explanations of Dividends", *American Economic Review* 74, 650-659.
16. Elston, Julie Ann, 1996, "Dividend Policy and Investment: Theory and Evidence from US Panel Data", *Managerial and Decision Economics* 17, 267-275.
17. Evans, David S, 1987, "Tests of Alternative Theories of Firm Growth", *Journal of Political Economy* 95, 657-674.
18. Fama, Eugene F., và Kenneth R. French, 2001, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.

19. Fama, Eugene F., và Kenneth R. French, 2002, “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt”, *The Review of Financial Studies* 15, 1-33.
20. Farinas, Jose C., và Lourdes Moreno, 2000, “Firms' Growth, Size and Age: A Nonparametric Approach”, *Review of Industrial Organization* 17, 249-265.
21. Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard, và Bruce C. Petersen, 1988, “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brooking Papers on Economic Activity* 1, 141-195.
22. Glen, Jack D., Yannis Karmokolias, Robert R. Miller, và Sanjay Shah, 1995, “Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets”, *Discussion Paper* No. 26, (International Financial Corporation).
23. Greene, William H., 2003, *Econometric Analysis* (Pearson Education, New Jersey).
24. Grullon, Gustavo, Roni Michaely, và Bhaskaran Swaminathan, 2002, “Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?”, *Journal of Business* 75, 387-424.
25. Gugler, Klaus, và B. Burcin Yurtoglu, 2003, “Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany”, *European Economic Review* 47, 731-758.
26. Han, Ki C., Suk Hun Lee, và David Y. Suk, 1999, “Institutional Shareholders and Dividends”, *Journal of financial and Strategic Decisions* 12, 53-62.
27. Hendry, David F., 1995. *Dynamic Econometrics* (Oxford University Press, New York).
28. Holder, Mark E., Frederick W. Langrehr, và J. Lawrence Hexter, 1998, “Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory”, *Financial Management* 27, 73-82.

29. Houston, Joel and Christopher James, 1995, "Banking Relationships, Financing Constraints and Investment: Are Bank Dependent Borrowers More Financially Constrained?", University of Florida Working Paper

30. Huergo, Elena, và Jordi Jaumandreu, 2004, "Firms' Age, Process Innovation and Productivity Growth", *International Journal of Industrial Organization* 22, 541-559.

31. Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, và Thomas S. Zorn, 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 274-263.

32. Jensen, Michael C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76, 323-329.

33. Jensen, Michael C., và William H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

34. Kim, Byeong Soo, và G. S. Maddala, 1992, "Estimation and Specification Analysis of Models of Dividend Behavior Based on Censored Panel Data", *Empirical Economics* 17, 111-124.

35. Kumar, P. C., và George P. Tsetsekos, 1999, "The Differentiation of 'Emerging' Equity Markets", *Applied Financial Economics* 9, 443-453.

36. Lang, Larry H. P., và Robert H. Litzenberger, 1989, "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis", *Journal of Financial Economics* 24, 181-191.

37. Lease, Ronald C., Kose John, Avner Kalay, Uri Loewenstein, và Oded H. Sarig, 2000, *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value* (Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts)

38. Linda Allen, Aron Gottesman, Anthony Saunders và Yi Tang (2009), “The Role of Banks in Dividend Policy”, New York University

39. Lintner, John, 1956, “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”, *American Economic Review* 46, 97-113.

40; Litzenger, Robert H., và Krishna Ramaswamy, 1979, “The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices”, *Journal of Financial Economics* 7, 163-195.

41. Lloyd, William P., John S. Jahera, và Daniel E. Page, 1985, “Agency Costs and Dividend Payout Ratios”, *Quarterly Journal of Business and Economics* 24, 19-29.

42. Miller, Merton H., và Franco Modigliani, 1961, “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, *Journal of Business* 34, 411-433.

43. Miller, Merton H., và Kevin Rock, 1985, “Dividend Policy Under Asymmetric Information”, *Journal of Finance* 40, 1031-1051.

44. Moh'd, Mahmoud A., Larry G. Perry, và James N. Rimbey, 1995, “An Investigation of Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy”, *The Financial Review* 30, 367-385.

45. Myers, Stewart C., 1984, “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance* 39, 575-592.

46. Myers, Stewart C., và Nicholas S. Majluf, 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

47. Owen, P. Dorian, 2003, “General-To-Specific Modelling Using PcGets”, *Journal of Economic Surveys* 17, 609-628.

48. Pandey, I. M., 2001, "Corporate Dividend Policy and Behaviour: The Malaysian Experience", Working Paper No. 2001-11-01, (Indian Institute of Management Ahmedabad).
49. Pettit, R. Richardson, 1977, "Taxes, Transactions costs and the Clientele Effect of Dividends", *Journal of Financial Economics* 5, 419-436.
50. Poterba, James M., và Lawrence H. Summers, 1984, "New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends", *Journal of Finance* 39, 1397-1415.
51. Ramcharran, Harri, 2001, "An Empirical Model of Dividend Policy in Emerging Equity Markets", *Emerging Markets Quarterly* 5, 39-49.
52. Redding, Lee S., 1997, "Firm Size and Dividend Payouts", *Journal of Financial Intermediation* 6, 224-248.
53. Rozeff, Michael S., 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios", *The Journal of Financial Research* 5, 249-259.
54. Scholz, John Karl, 1992, "A Direct Examination of the Dividend Clientele Hypothesis", *Journal of Public Economics* 49, 261-285.
55. Vu Thanh và Nguyen Minh Ha, 2013, "The Effect of Banking Relationship on Firm Performance in VietNam", *International Journal of Economics and Finance* 5, 151.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
DPS	1,345	1137.168	2284.244	0	66000
AGE	1,345	14.87212	5.040757	2	32
SIZE	1,345	14.29883	1.363431	6.806411	19.81628
EPS	1,345	2260.49	2478.869	-6658.683	9905.399
FLEVER	1,345	.6729195	.9206045	0	18.90123
PER	1,345	23.59736	90.35407	-249.8609	306.37
CR	1,345	.6460967	.4783575	0	1
BANKN	1,345	5.027509	2.454645	0	13

Phụ lục 2: Kiểm tra tương quan giữa các biến độc lập

	DPS	AGE	SIZE	EPS	FLEVER	PER	CR	BANKN
DPS	1.0000							
AGE	0.0074	1.0000						
SIZE	-0.0356	0.0082	1.0000					
EPS	0.0578	0.0491	0.0067	1.0000				
FLEVER	-0.1049	0.0525	0.1776	-0.0276	1.0000			
PER	-0.0379	-0.0152	-0.0072	-0.0138	-0.0268	1.0000		
CR	0.0219	0.0284	0.0239	0.0196	0.0389	-0.0546	1.0000	
BANKN	-0.0327	-0.0408	-0.0128	-0.0430	0.0290	0.0316	0.0153	1.0000

Phụ lục 3: Kết quả mô hình Pooled OLS, FEM và REM

Mô hình Pooled OLS

Source	SS	df	MS	F(7, 1337)	=	3.35
Model	121039520	7	17291360	Prob > F	=	0.0015
Residual	6.8916e+09	1,337	5154560.38	R-squared	=	0.0173
Total	7.0127e+09	1,344	5217772.88	Adj R-squared	=	0.0121
				Root MSE	=	2270.4

DPS	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
AGE	3.620287	12.33341	0.29	0.769	-20.57466 27.81523
SIZE	-31.98873	46.17319	-0.69	0.489	-122.5685 58.59105
EPS	.0484909	.0250529	1.94	0.053	-.0006563 .0976381
FLEVER	-252.2265	68.58132	-3.68	0.000	-386.7652 -117.6878
PER	-.9545302	.6871069	-1.39	0.165	-2.302455 .3933949
CR	111.8453	129.8527	0.86	0.389	-142.8919 366.5826
BANKN	-24.75673	25.30368	-0.98	0.328	-74.39596 24.8825
_cons	1675.569	700.9249	2.39	0.017	300.5366 3050.601

Mô hình FEM

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: CTY

Number of obs = 1,345
 Number of groups = 269

R-sq:
 within = 0.0139
 between = 0.0043
 overall = 0.0001

Obs per group:
 min = 5
 avg = 5.0
 max = 5

corr(u_i, Xb) = -0.3583
 F(7,1069) = 2.15
 Prob > F = 0.0363

DPS	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
AGE	10.42201	11.47168	0.91	0.364	-12.08756	32.93157
SIZE	395.8618	206.7893	1.91	0.056	-9.897158	801.6208
EPS	.0420011	.022754	1.85	0.065	-.0026465	.0866487
FLEVER	-4.99059	102.8195	-0.05	0.961	-206.7416	196.7604
PER	-1.226901	.6381585	-1.92	0.055	-2.479086	.0252849
CR	-86.94962	119.6021	-0.73	0.467	-321.6312	147.732
BANKN	-29.17975	23.17567	-1.26	0.208	-74.65471	16.2952
_cons	-4537.942	2979.374	-1.52	0.128	-10384.03	1308.143
sigma_u	1672.6661					
sigma_e	1871.4627					
rho	.44408412	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(268, 1069) = 3.35 Prob > F = 0.0000

Mô hình REM

Random-effects GLS regression
 Group variable: CTY

Number of obs = 1,345
 Number of groups = 269

R-sq:
 within = 0.0080
 between = 0.0275
 overall = 0.0147

Obs per group:
 min = 5
 avg = 5.0
 max = 5

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
 Wald chi2(7) = 14.32
 Prob > chi2 = 0.0458

DPS	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
AGE	7.361472	11.06225	0.67	0.506	-14.32013	29.04307
SIZE	-10.13948	66.63197	-0.15	0.879	-140.7357	120.4568
EPS	.0429856	.022122	1.94	0.052	-.0003727	.086344
FLEVER	-149.6721	79.15394	-1.89	0.059	-304.811	5.466773
PER	-1.179434	.6148619	-1.92	0.055	-2.384541	.0256733
CR	-25.52368	115.6788	-0.22	0.825	-252.2499	201.2026
BANKN	-29.68517	22.45604	-1.32	0.186	-73.6982	14.32786
_cons	1369.783	979.4267	1.40	0.162	-549.8579	3289.424
sigma_u	1273.1534					
sigma_e	1871.4627					
rho	.31638242	(fraction of variance due to u_i)				

Phụ lục 4: Kết quả mô hình hồi quy FEM

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: CTY

Number of obs = 1,345
 Number of groups = 269

R-sq:
 within = 0.0139
 between = 0.0043
 overall = 0.0001

Obs per group:
 min = 5
 avg = 5.0
 max = 5

corr(u_i, Xb) = -0.3583

F(7,1069) = 2.15
 Prob > F = 0.0363

DPS	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
AGE	10.42201	11.47168	0.91	0.364	-12.08756	32.93157
SIZE	395.8618	206.7893	1.91	0.056	-9.897158	801.6208
EPS	.0420011	.022754	1.85	0.065	-.0026465	.0866487
FLEVER	-4.99059	102.8195	-0.05	0.961	-206.7416	196.7604
PER	-1.226901	.6381585	-1.92	0.055	-2.479086	.0252849
CR	-86.94962	119.6021	-0.73	0.467	-321.6312	147.732
BANKN	-29.17975	23.17567	-1.26	0.208	-74.65471	16.2952
_cons	-4537.942	2979.374	-1.52	0.128	-10384.03	1308.143
sigma_u	1672.6661					
sigma_e	1871.4627					
rho	.44408412	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(268, 1069) = 3.35 Prob > F = 0.0000

Phụ lục 5: Kiểm định Hausman test

Note: the rank of the differenced variance matrix (6) does not equal the number of coefficients being tested (7); be expect, or there may be problems computing the test. Examine the output of your estimators for anything une consider scaling your variables so that the coefficients are on a similar scale.

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) FEM	(B) REM		
AGE	10.42201	7.361472	3.060533	3.037456
SIZE	395.8618	-10.13948	406.0013	195.76
EPS	.0420011	.0429856	-.0009845	.0053256
FLEVER	-4.99059	-149.6721	144.6815	65.62398
PER	-1.226901	-1.179434	-.0474667	.1708542
CR	-86.94962	-25.52368	-61.42595	30.38234
BANKN	-29.17975	-29.68517	.5054192	5.730422

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

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 17.01$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.0092$$

Phụ lục 6: Kiểm tra đa cộng tuyến

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
DPS	1.02	1.01	0.9827	0.0173
AGE	1.01	1.00	0.9922	0.0078
SIZE	1.03	1.02	0.9674	0.0326
EPS	1.01	1.00	0.9916	0.0084
FLEVER	1.05	1.02	0.9525	0.0475
PER	1.01	1.00	0.9936	0.0064
CR	1.01	1.00	0.9934	0.0066
BANKN	1.01	1.00	0.9934	0.0066
Mean VIF	1.02			

Phụ lục 7: Kiểm định hiện tượng tương quan chuỗi

Wooldridge test for autocorrelation in panel data H_0 : no first order autocorrelation

$F(1, 268) = 427.866$

Prob > F = 0.0000

Phụ lục 8: Kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

$H_0: \sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

$\chi^2(269) = 1.2e+08$

Prob> $\chi^2 = 0.0000$

Phụ lục 9: Kết quả hồi quy FEM với ước lượng vững sai số chuẩn

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1,345
Group variable: CTY                   Number of groups =    269

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.0139                      min =          5
  between = 0.0043                     avg =          5.0
  overall = 0.0001                      max =          5

corr(u_i, Xb) = -0.3583                F(7,268)       =    3.76
                                          Prob > F       =    0.0007

```

(Std. Err. adjusted for 269 clusters in CTY)

DPS	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
AGE	10.42201	4.588735	2.27	0.024	1.387451	19.45656
SIZE	395.8618	181.1289	2.19	0.030	39.24533	752.4783
EPS	.0420011	.0416107	1.01	0.314	-.0399244	.1239266
FLEVER	-4.99059	58.4637	-0.09	0.932	-120.0972	110.116
PER	-1.226901	.6301011	-1.95	0.053	-2.467478	.0136774
CR	-86.94962	41.99121	-2.07	0.039	-169.6242	-4.275003
BANKN	-29.17975	12.21598	-2.39	0.018	-53.23126	-5.128248
_cons	-4537.942	2672.467	-1.70	0.091	-9799.643	723.758
sigma_u	1672.6661					
sigma_e	1871.4627					
rho	.44408412	(fraction of variance due to u_i)				