

Tác động của chính sách cổ tức tới hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trong lĩnh vực sản xuất - kinh doanh trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Trần Phi Long*, Lê Đức Hoàng**, Trần Minh Tuấn***

Ngày nhận: 11/8/2015

Ngày nhận bản sửa: 25/8/2015

Ngày duyệt đăng: 28/8/2015

Tóm tắt:

Nghiên cứu này kiểm tra tác động của chính sách cổ tức tới hiệu quả hoạt động của nhóm công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất - kinh doanh niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng và chạy mô hình hồi quy có tác động cố định với các biến phụ thuộc là ROE, ROA và hệ số Tobin's Q. Các biến liên quan đến chính sách cổ tức là biến giả kiểm tra có hay không công ty trả cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức. Kết quả của nghiên cứu chỉ ra rằng động thái trả cổ tức sẽ làm cho công ty hoạt động tốt hơn, nhưng tăng tỷ lệ trả cổ tức sẽ làm cho khả năng hoạt động của công ty giảm xuống. Từ kết quả này, nhóm tác giả đã đưa ra các khuyến nghị về chính sách cổ tức cho các công ty trong nhóm ngành được nghiên cứu.

Từ khóa: chính sách cổ tức, doanh nghiệp, tài chính

The impact of dividend policy on firm performance of manufacturing companies listed in Vietnam Stock Market

Abstract

This study examines the impact of dividend policy on firm performance of companies listed in Vietnam Stock Market, which belong to manufacturing industry, from 2009 to 2013. This research used panel data and run fixed effect regression model with ROE, ROA and Tobin's Q as dependent variables. The variables related to dividend policy are dummy variables, which are examining whether or not the companies pay dividend, and dividend payout variable. The results show that the move of paying dividend will make the companies perform better, while increasing dividend payout ratio will make the companies perform worse. Based on these findings, the authors provide recommendations on dividend policy for the companies in the manufacturing industry.

Key words: dividend policy, company, finance

1. Đặt vấn đề

Trong hoạt động tài chính của doanh nghiệp, một trong những quyết định quan trọng ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp là chính sách cổ tức. Chính sách cổ tức là chính sách quy định việc phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp cho các cổ đông. Chính sách cổ tức có tác động đến giá trị doanh nghiệp thông qua các tác động đến hoạt động tìm nguồn tài trợ và chi phí vốn của doanh nghiệp.

Một doanh nghiệp trả cổ tức bằng tiền mặt nhiều thì sẽ làm giảm lợi nhuận giữ lại trong công ty, do

đó công ty sẽ bị phụ thuộc huy động nguồn tài trợ ở bên ngoài với chi phí cao. Tuy nhiên, nếu công ty không trả cổ tức bằng tiền mặt và giữ lại trong công ty thì tính hấp dẫn của cổ phiếu trong ngắn hạn sẽ bị giảm, do một số lượng lớn nhà đầu tư ưa thích cổ tức sẽ bán cổ phiếu của công ty trả cổ tức ít và chuyển sang đầu tư vào các công ty có trả cổ tức cao.

Chính vì vậy, bài nghiên cứu đã tập trung nghiên cứu tác động của chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt lên giá trị của công ty, lấy trường hợp các công ty

niêm yết trong lĩnh vực sản xuất- kinh doanh làm mẫu nghiên cứu, để tìm hiểu thực trạng chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt và tác động của nó lên giá trị công ty, từ đó đưa ra những khuyến nghị cho các công ty này.

2. Tổng quan nghiên cứu

Brigham & Houston (2009) đã thống kê 3 lý thuyết chính liên quan đến chính sách cổ tức của công ty trong cuốn sách của mình: Lý thuyết cổ tức không liên quan đến giá trị công ty, lý thuyết các nhà đầu tư ưa thích cổ tức và lý thuyết các nhà đầu tư ưa thích lãi vốn. Thứ nhất, lý thuyết cổ tức không liên quan đến giá trị công ty được phát biểu rằng chính sách cổ tức không có tác động đến giá cổ phiếu và chi phí vốn của công ty.

Nếu một công ty không trả cổ tức, các cổ đông ưa thích cổ tức có thể bán cổ phiếu của mình đi và thu được một khoản tiền tương đương với khoản cổ tức mà mình muốn có. Ngược lại, nếu công ty trả cổ tức cao hơn nhiều so với sự mong muốn của nhà đầu tư thì cổ đông có thể sử dụng khoản cổ tức dư thừa để mua cổ phiếu của công ty trên thị trường. Chính vì vậy, giá trị của công ty sẽ không bị ảnh hưởng bởi chính sách cổ tức của công ty.

Lý thuyết này đã được ủng hộ bởi nhiều nghiên cứu như nghiên cứu của Miller & Modigliani (1961), Black & Scholes (1974), Miller (1986). Thứ hai, lý thuyết các nhà đầu tư ưa thích cổ tức vì cổ tức được nhận tại thời điểm hiện tại sẽ có ít rủi ro hơn lãi vốn được nhận ở trong tương lai.

Bên cạnh lý do này, lý thuyết này còn được ủng hộ bởi các nhà đầu tư ưa thích sự ổn định của thu nhập hàng năm. Lý thuyết này được hỗ trợ trong các nghiên cứu của Gordon (1959), Gordon & Shapiro (1956), và Lintner (1962). Thứ ba, lý thuyết các nhà đầu tư ưa thích lãi vốn lập luận rằng chi phí giao dịch sẽ làm giảm thu nhập của các nhà đầu tư, vì vậy các nhà đầu tư sẽ sử dụng kế hoạch tái đầu tư cổ tức (dividend reinvestment plans) thay vì nhận cổ tức tại thời điểm hiện tại. Hơn nữa, khi nhà đầu tư nhận cổ tức, họ sẽ bị đánh thuế thu nhập ngay lập tức. Trong khi đó, nhà đầu tư có thể hoãn thuế thu nhập và chỉ bị đánh thuế thu nhập khi nào bán cổ phiếu mà mình nắm giữ trong tương lai.

Bên cạnh đó, việc công ty trả cổ tức tiền mặt thấp sẽ giúp cho công ty không bị phụ thuộc vào các nguồn vốn từ bên ngoài và tránh được các chi phí phát hành liên quan khi phát hành chứng khoán, do

đó chi phí sử dụng vốn của công ty sẽ giảm và giá trị công ty sẽ tăng lên. Lý thuyết này được ủng hộ trong nghiên cứu của Litzenberger & Ramaswamy (1979).

Liên quan đến tác động của chính sách cổ tức tới giá trị của công ty, Amidu (2007) đã nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức tới hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Ghana trong giai đoạn 8 năm, từ năm 1997 đến năm 2004. Nghiên cứu này đã sử dụng dữ liệu bảng với mô hình hồi quy gộp để giải thích tác động của chính sách cổ tức lên hiệu quả hoạt động của công ty.

Cụ thể, công ty sử dụng hai biến độc lập là biến giả thể hiện công ty có trả cổ tức không ($D = 1$ nếu công ty trả cổ tức và $D = 0$ nếu công ty không trả cổ tức) và biến tỷ lệ chi trả cổ tức, được tính bằng cổ tức một cổ phiếu chia cho thu nhập của một cổ phiếu. Các biến đo lường hiệu quả hoạt động của công ty bao gồm tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và hệ số Tobin's Q, được đo lường bằng giá trị thị trường của tài sản chia cho giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu. Trong nghiên cứu này cũng sử dụng một vài các biến kiểm soát như quy mô công ty (logarit của tổng tài sản), đòn bẩy công ty (tỷ lệ nợ trên tổng tài sản), và tỷ lệ tăng trưởng doanh thu.

Kết quả chính của nghiên cứu này chỉ ra rằng khi sử dụng mô hình hồi quy gộp, việc công ty trả cổ tức có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty, khi được đo lường bằng ROA và ROE. Tuy nhiên, tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty lại có tác động tiêu cực đến ROA và ROE của chính những công ty này, tức là tỷ lệ trả cổ tức càng cao thì ROA và ROE của công ty sẽ càng giảm. Trái ngược với kết quả này, khi đo lường bằng hệ số Tobin's Q thì kết quả hoạt động của công ty lại có mối quan hệ tiêu cực với việc công ty trả cổ tức và mối quan hệ tích cực với tỷ lệ trả cổ tức của công ty, mặc dù hệ số của những biến độc lập này không có ý nghĩa thống kê.

Dogan & Topal (2014) nghiên cứu 172 công ty không hoạt động trong lĩnh vực tài chính được niêm yết trên thị trường chứng khoán Istanbul trong khoảng thời gian 2008 - 2011. Nghiên cứu này chia công ty ra làm hai nhóm: một nhóm thường xuyên trả cổ tức và một nhóm không thường xuyên trả cổ tức và sử dụng mô hình hồi quy đa biến để nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách cổ tức của công ty với hiệu quả hoạt động của công ty.

Dogan & Topal (2014) đã sử dụng hai biến liên quan đến chính sách cổ tức của công ty là tỷ lệ trả cổ tức một cổ phiếu và một biến giả đo lường mức độ thường xuyên trả cổ tức của công ty (biến giả RDD có giá trị bằng 1 nếu cổ tức được trả hàng năm trong khoảng thời gian nghiên cứu và có giá trị bằng 0 trong các trường hợp còn lại).

Giống với nghiên cứu của Amidu (2007), nghiên cứu này cũng sử dụng ba biến phụ thuộc với cách đo lường tương tự là ROA, ROE và hệ số Tobin's Q. Các biến kiểm soát trong nghiên cứu này là quy mô công ty (logarit tự nhiên của tổng tài sản), biến đòn bẩy (tỷ lệ giữa tổng nợ phải trả và tổng tài sản) và biến thanh khoản (tỷ lệ giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn).

Kết quả của nghiên cứu này chỉ ra khi hiệu quả hoạt động của công ty được đo lường bằng ROA và ROE thì các hệ số liên quan đến tỷ lệ chi trả cổ tức và mức độ thường xuyên trả cổ tức của công ty không có ý nghĩa thống kê với hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, khi được đo lường bằng hệ số Tobin's Q thì hiệu quả hoạt động của công ty lại có mối quan hệ tích cực với cả tỷ lệ chi trả cổ tức và mức độ thường xuyên trả cổ tức của công ty. Kết quả này đã hỗ trợ cho lý thuyết ưa thích cổ tức của các nhà đầu tư.

Velnampy & cộng sự (2014) cũng nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức với hiệu quả hoạt động của công ty cho nhóm 25 công ty niêm yết trên Sàn chứng khoán Colombo, Sri Lanka, hoạt động trong lĩnh vực sản xuất từ năm 2008 đến năm 2012. Nghiên cứu này chỉ sử dụng 04 biến, bao gồm 02 biến độc lập và 02 biến phụ thuộc. Hai biến độc lập của nghiên cứu này, thể hiện chính sách cổ tức của công ty, là tỷ lệ chi trả cổ tức (được tính bằng tỷ số giữa cổ tức một cổ phiếu và thu nhập một cổ phiếu) và thu nhập một cổ phiếu (được tính bằng tỷ số giữa hiệu của lợi nhuận sau thuế trừ cổ tức ưu tiên và số lượng cổ phiếu thường lưu hành bình quân). Hai biến phụ thuộc của nghiên cứu này, đo lường hiệu quả hoạt động của công ty là ROE và ROA.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Velnampy & cộng sự (2014) đã không chỉ ra được mối quan hệ có ý nghĩa thống kê của chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động của công ty.

Mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và hiệu quả hoạt động của công ty cũng được nghiên cứu trong nghiên cứu của Murekefu & Ouma (2012). Nghiên cứu này đã nghiên cứu dữ liệu của 41 công ty được

niêm yết trên sàn chứng khoán Nairobi, Kenya trong khoảng thời gian từ 2002 đến năm 2010. Điểm khác biệt giữa nghiên cứu này và những nghiên cứu được đề cập ở trên được thể hiện ở cách lựa chọn biến. Biến độc lập trong nghiên cứu của Murekefu & Ouma (2012) là lượng cổ tức được trả, biến phụ thuộc là lợi nhuận sau thuế và hai biến kiểm soát là tổng tài sản và doanh thu.

Kết quả của nghiên cứu này đã chỉ ra rằng lượng cổ tức được trả có mối quan hệ tương quan dương với lợi nhuận sau thuế của các công ty trong mẫu nghiên cứu và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này là đồng nhất với kết quả của Dogan & Topal (2014).

Tóm lại, các nghiên cứu trên đã đưa ra nhiều kết quả trái ngược nhau trong mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động của công ty, nên nghiên cứu của nhóm tác giả sẽ góp phần đóng góp thêm vào kho tàng lý luận của đề tài này. Nghiên cứu của nhóm tác giả sẽ tập trung vào nhóm ngành sản xuất kinh doanh được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Hiện nay, Việt Nam là một quốc gia đang có tiềm năng phát triển cao, do đó nhu cầu vốn để phát triển sẽ rất lớn. Việc công ty trả cổ tức, tức là giữ lại lợi nhuận ít, sẽ làm công ty phải huy động vốn ở bên ngoài với chi phí cao do phải chịu chi phí phát hành, và có thể dẫn đến giảm hiệu quả hoạt động của công ty.

3. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu sẽ tập trung nghiên cứu về tác động của chính sách cổ tức lên hiệu quả hoạt động của công ty tại các công ty hoạt động trong lĩnh vực hoạt động sản xuất kinh doanh được niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013. Dữ liệu cho nghiên cứu này được tập hợp từ hai nguồn. Nguồn thứ nhất là từ các báo cáo tài chính của doanh nghiệp và nguồn thứ hai là lấy từ website tài chính cophieu68.vn. Cụ thể, có 38 công ty hoạt động trong lĩnh vực hoạt động sản xuất kinh doanh được nghiên cứu trong 5 năm, tương ứng với 190 quan sát.

Để đánh giá tác động của chính sách cổ tức lên hiệu quả hoạt động của công ty, bài nghiên cứu sẽ sử dụng các biến trong mô hình của Mohammed Amidu (2007) sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng với phần mềm STATA. Các biến độc lập thể hiện chính sách cổ tức của công ty bao gồm hai biến là biến giả D thể hiện việc công ty có trả cổ tức

không ($D = 1$ nếu công ty trả cổ tức và $D = 0$ trong trường hợp còn lại), và biến đo lường tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty DPR, bằng tỷ lệ chi trả cổ tức một cổ phiếu chia thu nhập một cổ phiếu.

Ba biến phụ thuộc phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được sử dụng trong mô hình là tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), và hệ số Tobin's Q, ký hiệu là Q (được tính bằng giá trị thị trường tổng tài sản của công ty chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản công ty). Các biến kiểm soát trong bài nghiên cứu này sẽ bao gồm quy mô công ty (được ký hiệu là A, bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản), hệ số đòn bẩy (được ký hiệu là L, bằng tỷ lệ tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu) và tốc độ tăng trưởng doanh thu (được ký hiệu là G, bằng tỷ lệ của hiệu doanh thu năm hiện tại trừ doanh thu của năm trước chia cho doanh thu năm trước) của công ty.

Bài nghiên cứu đưa ra hai giả thuyết nghiên cứu như sau:

H1: Việc công ty trả cổ tức sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty trong lĩnh vực hoạt động sản xuất kinh doanh được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

H2: Tăng tỷ lệ trả cổ tức sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty trong lĩnh vực hoạt động sản xuất kinh doanh được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mô hình nghiên cứu:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 x D_{i,t} + \beta_2 x DPR_{i,t} + \beta_3 x A_{i,t} + \beta_4 x L_{i,t} + \beta_5 x G_{i,t} + \varepsilon$$

Trong đó $Y_{i,t}$ là biến phụ thuộc, đo lường hiệu quả hoạt động của công ty i trong năm t (ROA, ROE và Tobin's Q).

$D_{i,t}$ là biến giả, bằng 1 nếu công ty i trả cổ tức trong năm t và bằng 0 trong trường hợp ngược lại.

$DPR_{i,t}$ là biến tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty i trong năm t , được đo lường bằng tỷ lệ chi trả cổ tức một cổ phiếu trên thu nhập một cổ phiếu của công ty i trong năm t .

$A_{i,t}$ là biến thể hiện quy mô tài sản, được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản của công ty i trong năm t .

$L_{i,t}$ là biến thể hiện đòn bẩy tài chính, được tính bằng tỷ lệ giữa tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của công ty i trong năm t .

$G_{i,t}$ là biến thể hiện tốc độ tăng trưởng doanh thu, được tính bằng tỷ lệ của hiệu doanh thu năm t trừ doanh thu của năm $t-1$ chia cho doanh thu năm $t-1$ của công ty i .

ε là phần dư không quan sát được của mô hình.

Khi áp dụng mô hình hồi quy sử dụng dữ liệu bảng, sẽ có ba phương pháp là phương pháp hồi quy gộp thông thường, phương pháp hồi quy có tác động cố định (FE, fixed effect) và hồi quy tác động ngẫu nhiên (RE, random effect). Để lựa chọn phương pháp phù hợp với mẫu dữ liệu của nghiên cứu, đầu tiên tác giả sẽ dùng kiểm định Breusch-Pagan LM kiểm định sự phù hợp của mô hình gộp thông thường: sử dụng mô hình gộp thông thường nếu giá trị p (p -value) lớn hơn 0,05 và ngược lại nếu giá trị p nhỏ hơn 0,05. Sau khi có kết quả, nếu mô hình gộp thông thường là không phù hợp thì sẽ dùng tiếp kiểm định Hausman để kiểm tra sự phù hợp của việc sử dụng mô hình hồi quy có tác động cố định hoặc hồi quy có tác động ngẫu nhiên.

Kiểm định Hausman sẽ được sử dụng như sau: Nếu giá trị p (p -value) của kiểm định Hausman nhỏ hơn 0,05 thì mô hình FE sẽ được sử dụng với mức ý nghĩa 5%; ngược lại sẽ áp dụng mô hình RE. Tính phù hợp của mô hình sẽ được đo lường bằng kiểm định F-test (đối với mô hình FE) và Wald Chi2 (đối với mô hình RE). Hệ số điều chỉnh R-squared đo lường mức độ giải thích của biến độc lập đối với biến phụ thuộc của mô hình. Dựa vào các kiểm định mô hình phù hợp, mô hình tác động cố định FE sẽ được áp dụng cho cả ba trường hợp khi biến phụ thuộc là ROE, ROA và hệ số Tobin's Q.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 tóm tắt mô tả các biến và hệ số tương quan giữa các biến như sau:

Bảng 1 cung cấp thông tin về giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị j nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của các biến trong nghiên cứu. Giá trị trung bình của ROE là 13,39%, dao động trong khoảng từ -49,63% đến 94,03%, và giá trị trung bình của ROA là 7,53%, dao động trong khoảng từ -36,97% đến 60,58%. Hệ số Tobin's Q có giá trị trung bình là 0,9689, xấp xỉ 1, chứng tỏ giá trị thị trường của tài sản các công ty hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh sản xuất bằng xấp xỉ với giá trị sổ sách của chúng. Cuối cùng, tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của các công ty trong ngành là 41,29%.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

| Tên biến | Số lượng quan sát | Giá trị trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|-----------|----------------------|-----------------------|------------------|---------------------|---------------------|
| ROE | 190 | 0,1339 | 0,1688 | -0,4963 | 0,9403 |
| ROA | 190 | 0,0753 | 0,1034 | -0,3697 | 0,6058 |
| Tobin's Q | 190 | 0,9689 | 0,3708 | 0,2900 | 2,5800 |
| DPR | 190 | 0,4129 | 0,4799 | 0 | 4,4248 |
| A | 190 | 11,5267 | 0,5113 | 10,3012 | 12,5463 |
| L | 190 | 2,1429 | 0,9178 | 1,0462 | 4,7200 |
| G | 190 | 2,1616 | 0,5346 | -0,9894 | 3,6465 |

Nguồn: Cophieu68.vn và báo cáo tài chính của công ty, tính toán của tác giả từ phần mềm STATA

Bảng 2: Hệ số tương quan giữa các biến

| | ROE | ROA | Q | D | DPR | A | L | G |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| ROE | 1,00 | | | | | | | |
| ROA | 0,90 | 1,00 | | | | | | |
| Q | 0,56 | 0,61 | 1,00 | | | | | |
| D | 0,41 | 0,41 | 0,39 | 1,00 | | | | |
| DPR | 0,04 | 0,04 | 0,09 | 0,59 | 1,00 | | | |
| A | -0,11 | -0,12 | -0,19 | 0,04 | 0,002 | 1,00 | | |
| L | -0,08 | -0,25 | -0,04 | -0,08 | -0,04 | 0,26 | 1,00 | |
| G | 0,21 | 0,14 | 0,13 | 0,16 | 0,04 | -0,04 | 0,08 | 1,00 |

Nguồn: Cophieu68.vn và báo cáo tài chính của công ty, tính toán của tác giả từ phần mềm STATA

Bảng 3: Kiểm định sự phù hợp sử dụng mô hình gộp thông thường

| | ROE | ROA | Tobin's Q |
|---------------|---------|---------|-----------|
| Hệ số Chibar2 | 21,20* | 93,18* | 51,05* |
| | (0,000) | (0,000) | (0,000) |

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm thống kê STATA. Số trong ngoặc là p-value của hệ số beta, *, ** và *** thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

4.2. Tương quan giữa các biến

Kết quả kiểm chứng

Từ bảng 2 có thể dễ dàng nhận thấy hiện tượng đa cộng tuyến khó xảy ra vì tất cả các cặp biến với nhau đều có hệ số tương quan nhỏ hơn 0,7 nên việc loại các biến được đề xuất là không cần thiết. Chính vì vậy, mô hình đề xuất để nghiên cứu là hợp lý.

Bảng 3 tóm tắt kết quả thu được từ kiểm định Breusch-Pagan LM. Từ kết quả bảng 3, tác giả đã bác bỏ sự phù hợp của mô hình gộp thông thường do hệ số p của cả ba trường hợp khi biến phụ thuộc là ROE, ROA và Tobin's Q đều bằng 0,000.

Bảng 4: Kết quả nghiên cứu

| | ROE (FE) | ROA (FE) | Tobin's Q (FE) |
|--------------|-----------|-----------|----------------|
| α | 3,1723* | 1,1154** | 9,2259* |
| | (0,002) | (0,024) | (0,000) |
| D | 0,0766** | 0,0498* | 0,1901* |
| | (0,032) | (0,004) | (0,009) |
| DPR | -0,0540** | -0,0328** | -0,0968*** |
| | (0,049) | (0,013) | (0,084) |
| A | -0,2737* | -0,0930** | -0,7474* |
| | (0,003) | (0,034) | (0,000) |
| L | 0,0353 | 0,0027 | 0,1212** |
| | (0,130) | (0,806) | (0,012) |
| G | 0,0593* | 0,028* | 0,0544 |
| | (0,004) | (0,004) | (0,188) |
| Hausman test | 31,61* | 61,87* | 22,41* |
| | (0,0000) | (0,0000) | (0,0004) |
| F-test | 6,75* | 6,94* | 6,41* |
| | (0,0000) | (0,0000) | (0,0000) |
| R-squared | 0,1868 | 0,1910 | 0,1789 |

*Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm thống kê STATA. Số trong ngoặc là p-value của hệ số beta, *, ** và *** thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.*

Bảng 4 tóm tắt những kết quả thu được từ kiểm định thực chứng và đưa ra hai phát hiện về tác động của chính sách cổ tức lên hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trong lĩnh vực sản xuất-kinh doanh. Thứ nhất, việc công ty trả cổ tức cho các nhà đầu tư có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của công ty khi hiệu quả hoạt động của công ty được đo lường bằng cả 3 thước đo là ROE, ROA và hệ số Tobin's Q và những tác động này đều có ý nghĩa thống kê ở các mức 5% cho ROE và 1% cho ROA và hệ số Tobin's Q.

Kết quả này đã làm giả thuyết H1 bị bác bỏ, tức là việc công ty trả cổ tức sẽ làm tăng khả năng hoạt động của công ty. Theo nhóm tác giả, lý do làm cho hiện tượng này xảy ra là vì nhóm công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh là những công ty

có tốc độ tăng trưởng ổn định và đang có tỷ lệ trả cổ tức trung bình ở mức cao (41,29%) và có một lượng nhà đầu tư ưa thích cổ tức đã đầu tư vào nhóm công ty này nhằm có được nguồn thu nhập ổn định.

Kết quả nghiên cứu thứ hai là tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động tiêu cực đến khả năng hoạt động của nhóm công ty này, khi khả năng hoạt động được đo lường bằng cả 3 thước đo ROE, ROA và hệ số Tobin's Q và những tác động này đều có ý nghĩa ở mức thống kê 5% cho ROE và ROA, 10% cho hệ số Tobin's Q. Cụ thể, khi tỷ lệ chi trả cổ tức tăng 1% thì ROE, ROA và hệ số Tobin's Q của nhóm công ty sẽ lần lượt giảm 0,054%, 0,0328% và 0,0968%. Kết quả này đã ủng hộ cho giả thuyết H2, tức là việc tăng tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ làm cho hiệu quả hoạt động của công ty giảm xuống.

Nhóm tác giả đưa ra lý do cho hiện tượng này là do các công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh có tiềm năng phát triển lớn, vì vậy việc các công ty này tăng tỷ lệ trả cổ tức sẽ làm cho nguồn vốn có được từ lợi nhuận chưa phân phối bị giảm xuống, làm cho công ty phải tốn chi phí khi huy động vốn từ nguồn vốn bên ngoài.

Để kiểm tra lại tác động của chính sách cổ tức lên hiệu quả hoạt động của công ty, tác giả thực hiện kiểm tra Robustness cho mô hình bằng cách loại bỏ các điểm dị biệt (outlier) của biến tỷ lệ chi trả cổ tức ra khỏi mẫu dữ liệu. Cụ thể, nếu tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty mà lớn hơn 1 thì sẽ bị loại ra khỏi mẫu nghiên cứu. Sau khi loại bỏ các điểm dị biệt, kết quả của nghiên cứu như bảng 5.

Kết quả hồi quy ở bảng 5 về cơ bản là giống với kết quả hồi quy ở bảng 4. Liên quan đến chính sách

cổ tức, mặc dù tỷ lệ chi trả cổ tức có hệ số âm đối với biến phụ thuộc là Tobin's Q trong cả hai bảng, nhưng hệ số này chỉ có ý nghĩa thống kê trong bảng 4 và không có ý nghĩa thống kê trong bảng 5. Tuy nhiên, các hệ số còn lại liên quan đến biến chính sách cổ tức (biến giả thể hiện việc trả cổ tức và biến tỷ lệ chi trả cổ tức) đều có dấu giống nhau trong cả bảng 4 và bảng 5, và có ý nghĩa thống kê. Điều này củng cố cho độ tin cậy của phương pháp nghiên cứu được thực hiện.

5. Kết luận và khuyến nghị giải pháp

Bài nghiên cứu đã phân tích tác động của động thái trả cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và chỉ ra rằng việc trả cổ tức có tác động tích cực lên hiệu quả doanh nghiệp và tỷ lệ chi trả cổ tức có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 5: Kết quả nghiên cứu sau khi loại bỏ các điểm dị biệt

| | ROE (FE) | ROA (FE) | Tobin's Q (FE) |
|--------------|----------------------|-----------------------|---------------------|
| α | 2,7564* (0,006) | 1,0455** (0,039) | 9,0466* (0,000) |
| D | 0,1530* (0,001) | 0,0786* (0,001) | 0,2660* (0,009) |
| DPR | -0,1781** (0,011) | -0,0853** (0,017) | -0,2090 (0,164) |
| A | -0,2371* (0,007) | -0,0867*** (0,053) | -0,7315* (0,000) |
| L | 0,0300 (0,176) | 0,0020 (0,862) | 0,1180** (0,014) |
| G | 0,0575* (0,006) | 0,02766* (0,005) | 0,0498 (0,226) |
| Hausman test | 18,76* (0,0021) | 17,66* (0,0034) | 17,53* (0,0036) |
| F-test | 8,32* (0,0000) | 7,17* (0,0000) | 6,57* (0,0000) |
| R-squared | 0,2292 | 0,2040 | 0,1900 |

*Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm thống kê STATA. Số trong ngoặc là p-value của hệ số beta, *, ** và *** thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.*

Kết quả này đạt được thông qua kỹ thuật phân tích hồi quy dữ liệu bảng với bộ số liệu của nhóm công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất - kinh doanh trong khoảng thời gian từ năm 2009 đến năm 2013. Dựa vào kết quả này, nhóm tác giả đưa ra khuyến nghị cho nhóm công ty được nghiên cứu nên trả cổ tức nhưng ở mức thấp vừa phải, để đảm bảo rằng công ty không cần thiết phải huy động nguồn vốn có chi phí cao từ bên ngoài.

Tuy nhiên, vì mức chi trả cổ tức trung bình hiện tại của nhóm công ty trong ngành sản xuất kinh doanh là 41%, mà theo nhóm tác giả đánh giá là khá cao trong

giai đoạn cần vốn để phát triển, nên một trong những thách thức mà công ty sẽ gặp phải nếu công ty giảm tỷ lệ chi trả cổ tức xuống là sẽ làm cho nhóm cổ phiếu của ngành này giảm tính hấp dẫn của những nhà đầu tư ưa thích cổ tức cao. Chính vì vậy, các công ty cần phải có những truyền thông thật rõ ràng để giải thích rõ lý do giảm tỷ lệ chi trả cổ tức để các nhà đầu tư có thể thông cảm cho công ty. Bên cạnh đó, công ty có thể cũng cần những biện pháp phòng ngừa sự sụt giảm giá cổ phiếu, ví dụ bằng cách có kế hoạch sẵn sàng mua lại cổ phiếu của mình, khi nhóm nhà đầu tư này bán cổ phiếu trên thị trường. □

Tài liệu tham khảo

- Amidu, M. (2007), 'How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana Stock Exchange?', *Investment Management and Financial Innovations*, 4 (2), 103-111.
- Black, F. & Scholes, M.S. (1974), 'The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns', *Journal of Financial Economics*, 1, 1 - 22.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2009), *Fundamentals of Financial Management*, 12th edition, South-Western Cengage Learning, USA.
- Dogan, M. & Topal, Y. (2014), 'The influence of dividend payments on company performance: The case of Istanbul Stock Exchange (BIST)', *European Journal of Business and Management*, 6 (3), trang 189-197.
- Gordon, M.J. (1959), 'Dividends, earnings, and stock prices', *Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.
- Gordon, M.J. & Shapiro, E. (1956), 'Capital equipment analysis: The required rate of profit', *Management Science*, 3, 102-110.
- Lintner, J. (1962), 'Dividends, earnings, leverage, stock prices and supply of capital to corporation', *The Review of Economics and Statistics*, 64, trang 243-269.
- Litzenberger, R.H. và Ramaswamy, K. (1979), 'The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices', *Journal of Financial Economics*, 7, 163-195.
- Miller, M.H. (1986), 'Behavioral rationality in finance: The case of dividends', *Journal of Business*, 59, 451-468.
- Miller, M.H. và Modigliani, F. (1961), 'Dividend policy, growth, and the valuation of shares', *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Murekefu, T.M. & Ouma, O.P. (2012), 'The relationship between dividend payout and firm performance: A study of listed companies in Kenya', *European Scientific Journal*, 8(9), 199-215.
- Velnampy, T., Nimalthasan, P. & Kalaiarasi, K. (2014), 'Dividend policy and firm performance: Evidence from the manufacturing companies listed on the Colombo Stock Exchange', *Global Journal of Management and Business Research*, 14(6), 63-67.

Thông tin tác giả:

***Trần Phi Long**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng - Tài chính, trường đại học Kinh tế quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính doanh nghiệp, Tài chính ngân hàng

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: tranphilong2712@gmail.com

** **Lê Đức Hoàng**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng - Tài chính, trường đại học Kinh tế quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu: Tài chính doanh nghiệp, Tài chính ngân hàng

*****Trần Minh Tuấn**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng - Tài chính, trường đại học Kinh tế quốc dân