

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC Ở VIỆT NAM

Hoàng Dương Việt Anh

Khoa Ngân hàng, Trường ĐH Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: anhhdv@due.edu.vn

Đặng Hữu Mẫn

Khoa Tài chính, Trường ĐH Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: man.dang@due.edu.vn

Ngày nhận: 20/7/2018

Ngày nhận bản sửa: 25/9/2018

Ngày duyệt đăng: 05/12/2018

Tóm tắt:

Nghiên cứu này khảo sát ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu nghiên cứu gồm 667 công ty trong giai đoạn 2007-2015. Dựa trên các kỹ thuật ước lượng thích hợp, kết quả nghiên cứu cho thấy quản trị công ty có tác động ngược chiều đến chính sách phân phối cổ tức. Cụ thể, các công ty có hội đồng quản trị mạnh, vai trò của giám đốc điều hành lớn và tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài cao thường có xu hướng chi trả cổ tức thấp. Kết quả này nhấn mạnh tầm quan trọng của cơ chế quản trị (cả bên trong và bên ngoài) công ty đối với quyết định phân phối thu nhập và cung cấp những hàm ý chính sách có giá trị tham khảo đối với nhà đầu tư và nhà quản trị công ty.

Từ khóa: Quản trị công ty, chính sách cổ tức, Việt Nam

Mã JEL: G35, G38

Corporate Governance and Dividend Payout Policy in Vietnam

Abstract:

This paper examines the impact of corporate governance on the dividend payout policy of listed firms on Vietnam Stock Exchange. The sample includes 667 firms over the period 2007-2015. Based on the relevant quantitative methods, this paper finds that corporate governance has a reverse effect on dividend payout policy. Precisely, firms with stronger board, higher CEO power, and greater foreign ownership tend to reduce dividend. These results indicate the importance of corporate governance (both internal and external) for Vietnamese firms' income distribution policy, and propose policy recommendations to investors and firm managers.

Keywords: Corporate governance, dividend payout policy, Vietnam

JEL Code: G35, G38

1. Giới thiệu

Quản trị công ty (Corporate Governance) là một hệ thống chỉ đạo và kiểm soát công ty, nhằm đảm bảo cho các chủ thể cung cấp tài chính cho công ty có lợi nhuận từ những khoản đầu tư của mình, và thiết lập

một hệ thống kiểm tra và cân bằng (Solomon, 2013).

Quản trị công ty chỉ có hiệu quả khi khuyến khích hội đồng quản trị và ban giám đốc theo đuổi mục tiêu vì lợi ích của công ty và cổ đông, cũng như tạo thuận lợi cho việc giám sát các hoạt động của công

ty; từ đó khuyến khích công ty sử dụng các nguồn lực có hiệu quả hơn.

Tuy nhiên, sự khác biệt cơ bản về vị trí giữa các cổ đông sở hữu công ty và các nhà quản lý kiểm soát tài sản của công ty làm phát sinh xung đột lợi ích giữa hai chủ thể này - xung đột “đại diện” (Agency) (Jensen & Meckling, 1976). Nghiên cứu của Lasfer (2006) cho rằng, vấn đề đại diện là nguồn gốc dẫn đến việc sử dụng nguồn lực của một công ty dưới mức tối ưu. Do đó, quản trị công ty có vai trò vô cùng quan trọng trong việc giải quyết xung đột này bằng cách điều chỉnh lợi ích của cổ đông và người quản lý. Vì vậy, trong trường hợp không có những cơ hội đầu tư hấp dẫn, các công ty có thể giảm bớt mâu thuẫn giữa nội bộ công ty và các cổ đông bên ngoài bằng chính sách phân phối dòng tiền thừa cho các cổ đông. Điều này cho thấy mối quan hệ giữa quản trị công ty và chính sách cổ tức có vai trò đặc biệt quan trọng nhằm “làm dịu” xung đột giữa các cổ đông sở hữu và các nhà quản lý công ty.

Nhiều nghiên cứu hiện có đã tập trung làm rõ ảnh hưởng của quản trị công ty đối với chính sách phân phối cổ tức (Myers, 2000; Faccio & cộng sự, 2001; Ramcharan, 2001; Chae & cộng sự, 2009; Almeida & cộng sự, 2011; Hwang & cộng sự, 2013). Các nghiên cứu này phát hiện rằng cổ tức có thể được sử dụng để ngăn chặn các nhà quản lý sử dụng dòng tiền nhàn rỗi trong các cơ hội đầu tư lãng phí khi các xung đột lợi ích giữa các cổ đông và các nhà quản lý không được giải quyết. Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm cung cấp các kết quả không rõ ràng liên quan đến ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách cổ tức. Thứ nhất, chính sách chi trả cổ tức là không thống nhất giữa thị trường phát triển, mới nổi và đang phát triển (Ramcharan, 2001; Faccio & cộng sự, 2001). Bên cạnh đó, ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách chi trả cổ tức là không thống nhất. Một số nghiên cứu cho rằng quản trị công ty mạnh sẽ hạn chế sự chi trả cổ tức nhằm gia tăng hoạt động đầu tư tạo ra giá trị; một số khác lại đưa ra kết luận ngược lại, các công ty có cơ chế quản trị công ty tốt thường có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn (Chae & cộng sự, 2009; Almeida & cộng sự, 2011; Hwang & cộng sự, 2013).

Đối với Việt Nam, để vượt qua những khó khăn trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế, bản thân các doanh nghiệp Việt Nam phải đóng vai trò nòng

cốt, nắm bắt được những chuẩn mực của khu vực và quốc tế, không thể thực hành quản trị theo lối cũ mà phải quản trị bài bản hơn. Chính phủ (2016) đã chỉ rõ doanh nghiệp Việt Nam đang phát triển theo chiều rộng (tăng nhanh về số doanh nghiệp, lao động, vốn), nhưng chưa cải thiện nhiều về chất lượng và chiều sâu và thiếu một cơ chế quản trị hiệu quả. Việc tìm hiểu vai trò và sự ảnh hưởng của quản trị công ty đối với các quyết định tài chính chiến lược nói chung và chính sách phân phối cổ tức nói riêng mang tính cấp thiết cao. Nắm vững được cấu trúc và cơ chế quản trị công ty sẽ giúp các doanh nghiệp Việt Nam xây dựng được các chương trình, chính sách đầu tư phù hợp, từ đó tổ chức sử dụng tốt các nguồn vốn hiện có, huy động các nguồn vốn để đáp ứng cho hoạt động của công ty, thực hiện tốt việc phân phối lợi nhuận, và đảm bảo kiểm tra, kiểm soát thường xuyên đối với tình hình hoạt động của công ty.

Trong bài báo này, chúng tôi khảo sát ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015. Bài báo này có một số đóng góp mới. Thứ nhất, chúng tôi kiểm tra ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức tại một thị trường cận biên như Việt Nam. Đây là một thị trường mà đa phần các công ty có quy mô nhỏ và vừa, việc tiếp cận nguồn vốn từ ngân hàng hay phát hành thêm cổ phiếu là không hề dễ dàng hoặc tốn kém chi phí. Vì vậy, cách tốt nhất là dựa vào lợi nhuận giữ lại. Do đó, quản trị công ty sẽ ảnh hưởng rất lớn đến chính sách chi trả cổ tức. Thứ hai, nghiên cứu của chúng tôi là nghiên cứu đầu tiên sử dụng một mẫu dữ liệu khá toàn diện ở Việt Nam (bao gồm một mẫu đầy đủ với 667 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán) và kiểm soát các đặc điểm của công ty có thể ảnh hưởng đến các quyết định phân phối cổ tức trên cơ sở sử dụng các kỹ thuật ước lượng thích hợp. Do đó, những phát hiện từ nghiên cứu này thật sự có ý nghĩa, có giá trị suy luận cao và cung cấp những hàm ý chính sách có tính tham khảo đối với nhà đầu tư và nhà quản trị.

2. Cơ sở lý thuyết

Một vấn đề lớn trong nghiên cứu quản trị công ty và chính sách phân phối cổ tức là xung đột lợi ích tiềm tàng giữa các cổ đông và nhà quản lý. Xung đột “đại diện” này phát sinh từ sự khác biệt cơ bản

về vị trí giữa các cổ đông sở hữu công ty và nhà quản lý công ty (Jensen & Meckling, 1976). Vấn đề đại diện là nguồn gốc dẫn đến việc sử dụng nguồn lực của một công ty dưới mức tối ưu. Do đó, quản trị công ty có vai trò vô cùng quan trọng trong việc giải quyết xung đột này bằng cách điều chỉnh lợi ích của cổ đông và người quản lý (Lasfer, 2006). Bài báo cổ điển của Jensen (1986) về chi phí đại diện cho rằng, trong trường hợp không có những cơ hội đầu tư hấp dẫn, các công ty có thể giảm bớt mâu thuẫn giữa nội bộ công ty và các cổ đông bên ngoài bằng chính sách phân phối dòng tiền thừa cho các cổ đông. Quan điểm này cho thấy các cổ đông có thể sử dụng chính sách chi trả để giám sát các nhà quản lý. Myers (2000) đã giải thích cho hành vi tư lợi của nhà quản lý với quyết định tài chính doanh nghiệp khi họ có dòng tiền thừa. Lý thuyết của Myers (2000) gợi ý rằng, bởi vì nhà quản lý chia sẻ giá trị gia tăng của công ty, họ phải đầu tư ra bên ngoài nhằm gia tăng tối đa giá trị thặng dư của công ty. Nghiên cứu của Rozeff (1982) nhấn mạnh rằng việc trả cổ tức cao hơn có thể làm giảm các vấn đề thông tin bất đối xứng, trong khi đó có thể làm tăng chi phí tài chính bên ngoài của công ty ở giai đoạn sau, điều này cho thấy cả khía cạnh tích cực và tiêu cực của việc trả cổ tức. Faccio & cộng sự (2001) khảo sát một mẫu đa quốc gia và nhận thấy rằng các cổ đông kiểm soát sử dụng chính sách cổ tức như là một công cụ để “chiếm dụng” các quỹ từ cổ đông bên ngoài.

Một số nghiên cứu khác cho thấy chính sách chi trả cổ tức của các công ty có sự khác nhau giữa thị trường phát triển và thị trường mới nổi và đang phát triển. Ramcharan (2001) nhận thấy tỷ lệ chi trả cổ tức ở các nước đang phát triển thấp hơn các nước phát triển. Faccio & cộng sự (2001) nhận thấy khi có nhiều cổ đông lớn, tỷ lệ chi trả cổ tức có xu hướng cao hơn ở châu Âu và thấp hơn ở châu Á. Chae & cộng sự (2009) cho rằng các doanh nghiệp có nhiều (ít) hạn chế tài chính từ bên ngoài có xu hướng giảm (tăng) tỷ lệ chi trả khi có sự cải thiện trong cơ chế quản trị doanh nghiệp. Nghiên cứu của Almeida & cộng sự (2011) khảo sát các công ty Hàn Quốc và nhận thấy rằng các công ty có cơ chế quản trị tốt có giá trị công ty cao hơn và chính sách chi trả tốt hơn so với những công ty có cơ chế quản trị kém. Hwang & cộng sự (2013) khảo sát khá toàn diện về thực tiễn quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết ở

Hàn Quốc. Nghiên cứu nhận thấy các tập đoàn kinh doanh (chaebol) được quản trị tốt hơn nhưng quyền của cổ đông yếu hơn; do đó tỷ lệ chi trả cổ tức thấp hơn so với các công ty độc lập. Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho thấy mối tương quan tích cực giữa quản trị doanh nghiệp tốt và tỷ lệ thanh toán cổ tức thấp của các công ty chaebol so với các công ty độc lập.

Tuy nhiên, cho đến nay hầu như chưa có một nghiên cứu nào về quan hệ giữa quản trị công ty và chính sách phân phối cổ tức được ghi nhận tại Việt Nam. Trên cơ sở ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức, chúng tôi xây dựng giả thuyết sau:

Giả thuyết nghiên cứu: *Tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa quản trị công ty và tỷ lệ chi trả cổ tức.*

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Trong nghiên cứu này, mẫu khảo sát bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) trong khoảng thời gian 2007-2015. Dữ liệu kế toán và tài chính được sử dụng trong nghiên cứu này được cung cấp bởi *StoxPlus*, một công ty uy tín chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính của các công ty ở Việt Nam. Dữ liệu về quản trị công ty được lấy từ Báo cáo hàng năm của các công ty niêm yết và được thu thập từ cơ sở dữ liệu Mint Global của Bureau Van Dijk.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để khảo sát ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt nam, chúng tôi dựa trên mô hình hồi quy đa biến với dữ liệu bảng (*Panel data regression*) như sau:

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVERNANCE_{i,t-1} + \beta_2 CONTROLS_{i,t-1} + \gamma_j + \delta_t + \zeta_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

3.2.1. Biến phụ thuộc (*DIV*)

Để phản ánh mức độ chi trả cổ tức của công ty, nghiên cứu sử dụng các biến được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu trước đây (Almeida & cộng sự, 2011; Hwang & cộng sự, 2013; Chang & cộng sự, 2015). Chúng tôi sử dụng các biến phụ thuộc khác nhau để thay thế cho chính sách chi trả cổ tức. Cụ

thể:

-Biến tỷ lệ chi trả cổ tức trên thu nhập ròng - Dividend Payout (*DPR*) là một biến liên tục và được đo lường bằng cổ tức chia cho thu nhập trên mỗi cổ phần;

-Biến tỷ lệ chi trả cổ tức trên thị giá cổ phần - Dividend yield (*DY*) là một biến liên tục và được đo lường bằng số cổ tức được chi trả cho cổ đông chia cho thị giá mỗi cổ phiếu;

-Biến tỷ lệ chi trả cổ tức trên doanh thu - Dividends to Sales (*DTS*) là một biến liên tục và được đo lường bằng tổng số cổ tức được trả cho các cổ đông chia cho tổng doanh thu;

-Biến tỷ lệ chi trả cổ tức trên tổng thu nhập - Dividends to Earnings (*DTE*) là một biến liên tục và được đo lường bằng tổng số cổ tức được trả cho các cổ đông chia cho tổng thu nhập trước thuế và lãi vay. Trong khi biến *DPR* phản ánh tỷ lệ thanh toán cổ tức cho cổ đông trên thu nhập ròng của mỗi cổ phiếu, biến *DTE* nhằm phản ánh một cách tổng thể phần trăm cổ tức được chi trả trong tổng thu nhập trước thuế và lãi vay của công ty. Biến này xem xét thêm ảnh hưởng của nợ và lãi vay lên chính sách phân phối thu nhập của công ty.

3.2.2. Biến độc lập (*GOVERNANCE*)

Trên cơ sở cách thức sử dụng và đo lường biến ở các nghiên cứu thực nghiệm đã có, chúng tôi xây dựng 03 nhóm biến phản ánh cơ chế quản trị công ty (xem thêm các nghiên cứu như: Bange & Mazzeo, 2004; Harford & Li, 2007 và 2008; Pathan, 2009; Croci & Petmezas, 2015). Cụ thể:

-Biến chỉ số Hội đồng quản trị mạnh (*STRONGBOARD*): Biến này phản ánh chất lượng hội đồng quản trị của một công ty. Biến này được tính bằng tổng năm biến nhị phân, gồm Quy mô hội đồng quản trị (nhận giá trị là 1 nếu số thành viên hội đồng quản trị của công ty nhỏ hơn giá trị trung vị của toàn bộ mẫu trong cùng năm); Số lượng thành viên độc lập trong hội đồng quản trị (nhận giá trị là 1 nếu số thành viên độc lập trong hội đồng quản trị của công ty lớn hơn giá trị trung vị của toàn bộ mẫu trong cùng năm); Số thành viên là nữ trong hội đồng quản trị (nhận giá trị là 1 nếu số thành viên hội đồng quản trị là nữ của công ty lớn hơn giá trị trung vị của toàn bộ mẫu trong cùng năm)¹; Số ủy ban trong hội đồng quản trị (nhận giá trị là 1 nếu ủy ban trong hội đồng quản trị của công ty lớn hơn giá trị trung vị trong cùng năm); và số lượng cuộc họp hội đồng quản trị trong năm (nhận giá trị là 1 nếu số cuộc họp trong hội đồng quản trị của công ty lớn hơn giá trị trung vị của toàn bộ mẫu trong cùng năm). Giá trị

Bảng 1: Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

<i>Tên biến</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Med</i>	<i>SD</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Các biến quản trị công ty</i>						
<i>STRONGBOARD</i>	4240	1,183	1,000	0,866	0	4
<i>CEO DUALITY</i>	4715	0,430	0	0,495	0	1
<i>FOREIGN OWNERSHIP</i>	3496	0,080	0,006	0,118	0,020	0,900
<i>Các biến độc lập thay thế</i>						
<i>DPR</i>	5948	0,331	0,217	0,382	0,000	0,979
<i>DY</i>	5957	0,049	0,000	0,074	0,000	0,377
<i>DTE</i>	5034	0,251	0,170	0,333	-0,137	0,985
<i>DTS</i>	5005	0,036	0,013	0,068	0,000	0,424
<i>Các biến kiểm soát</i>						
<i>FIRM SIZE</i>	5635	27,854	26,689	28,632	23,502	30,579
<i>AGE</i>	4738	18,134	15,000	13,185	1	59
<i>ROA</i>	4946	0,097	0,084	0,084	-0,145	0,405
<i>TOBIN'S Q</i>	4973	1,052	0,947	0,501	0,092	3,719
<i>LEVERAGE</i>	4977	0,249	0,228	0,201	0,000	0,749
<i>SALES GROWTH</i>	4572	0,352	0,134	1,166	-0,928	9,260

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

tối đa cho chỉ số *STRONGBOARD* là 5, và chỉ số càng cao đại diện cho chất lượng hội đồng quản trị càng mạnh;

- Biến kiểm nhiệm của CEO (*CEO DUALITY*): Biến này là biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu CEO đồng thời nắm giữ vị trí chủ tịch hội đồng quản trị của công ty và bằng 0 nếu CEO không đồng thời kiêm nhiệm vị trí chủ tịch hội đồng quản trị;

- Biến sở hữu vốn của cổ đông nước ngoài (*FOREIGN OWNERSHIP*): Biến này đo lường mức độ nắm giữ vốn của cổ đông nước ngoài trong công ty. Đây là biến liên tục và được tính bằng phần trăm cổ phần trong công ty được nắm giữ bởi cổ đông nước ngoài.

3.2.3. Biến kiểm soát (*CONTROLS*)

Chúng tôi sử dụng các biến kiểm soát đã được thực nghiệm chứng minh có ảnh hưởng đến chính sách phân phối cổ tức như: kết quả hoạt động (*ROA*: Lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản), cấu trúc vốn (*LEVERAGE*: Tổng nợ trên tổng tài sản), quy mô công ty (*FIRM SIZE*: Giá trị logarithm tự nhiên của tổng tài sản), tuổi công ty (*AGE*: Số năm kể từ thời điểm công ty thành lập), kết quả hoạt động thị trường của cổ phiếu (*Tobin's Q*: Giá trị thị trường

của cổ phiếu + Giá trị sổ sách của các khoản nợ)/ Giá trị sổ sách của tài sản) và tiềm năng tăng trưởng (*SALES GROWTH*: Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu).

Để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi (outliers), chúng tôi biến đổi (winsorizing) các quan sát của các biến ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến liên tục. Winsorizing là thủ tục thay thế các giá trị cực đoan với các giá trị của các quan sát tại cutoffs, từ đó giảm ảnh hưởng của những giá trị cực đoan lên các kết quả thống kê. Mô hình (1) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (γ_j) và ảnh hưởng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm lên ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình với giá trị trễ (*lagged*) để hạn chế ảnh hưởng của yếu tố nội sinh trong mô hình.

Trong Phương trình (1), chúng tôi đã sử dụng giá trị *t-1* của tất cả các biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình. Ngoài ra, sai số chuẩn cũng đã được điều chỉnh (*robust standard errors*) để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và được ước lượng theo ngành để giải quyết vấn đề tự tương quan theo phương pháp của Petersen (2009).

Bảng 2: So sánh nhóm công ty không trả cổ tức và nhóm trả cổ tức

Biến	(1)				(2)				<i>t</i> -ratio (1) - (2)
	Nhóm công ty không trả cổ tức				Nhóm công ty trả cổ tức				
	N	Mean	Med	SD	N	Mean	Med	SD	
<i>Các biến về Quản trị công ty</i>									
<i>STRONGBOARD</i>	2623	1,187	1,000	0,862	1608	1,176	1,000	0,875	0,40
<i>CEO DUALITY</i>	2810	0,395	0,000	0,489	1896	0,483	0,000	0,500	-6,03***
<i>FOREIGN OWNERSHIP</i>	2968	0,082	0,006	0,114	2033	0,064	0,006	0,109	2,45**
<i>Các biến kiểm soát</i>									
<i>FIRM SIZE</i>	2958	26,77 9	26,719	1,391	2010	26,61 3	26,56 2	1,508	3,98***
<i>AGE</i>	2961	20,84 8	18,000	13,121	2373	15,88 6	12,00 0	12,83 2	13,86***
<i>ROA</i>	2839	0,113	0,097	0,082	2100	0,076	0,064	0,082	15,32***
<i>TOBIN'S Q</i>	2958	1,123	0,986	0,509	2007	0,948	0,887	0,470	12,27***
<i>LEVERAGE</i>	2958	0,241	0,222	0,195	2010	0,261	0,237	0,210	-3,46***
<i>SALES GROWTH</i>	2887	0,286	0,149	0,859	1676	0,465	0,105	1,554	-5,02***

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%
(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả).

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm 361 công ty niêm yết trên sàn HNX và 306 công ty trên sàn HOSE. Tổng số quan sát năm-công ty là 5.956 quan sát. Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến phụ thuộc (chính sách cổ tức) và các biến độc lập (quản trị công ty) và các biến kiểm soát của các công ty trong mẫu nghiên cứu giai đoạn 2007-2015. Kết quả cho thấy biến chỉ số Hội đồng quản trị mạnh (*STRONGBOARD*) với giá trị trung bình là 1,183 (giá trị cao nhất là 5). Giá trị của biến này phản ánh thực tiễn quản trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu. Nhìn chung, giá trị biến này nhỏ thể hiện sức mạnh của hội đồng quản trị của các công ty trong mẫu nghiên cứu là khá thấp. Tuy nhiên, biến *CEO DUALITY* có giá trị trung bình là 0,43 (giá trị cao nhất là 1), cho thấy quyền lực của CEO của các công ty Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu tiệm cận mức trung bình khi gần một nửa các giám đốc

điều hành đồng thời là chủ tịch hội đồng quản trị của công ty. Giá trị biến *FOREIGN OWNERSHIP* chỉ là 0,08, cho thấy tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu là rất khiêm tốn. Bên cạnh đó, giá trị của các biến độc lập làm biến đại diện cho chính sách cổ tức (*DPR*, *DY*, *DTE*, *DTS*) cho thấy trung bình các công ty niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu đã thực hiện chi trả cổ tức bằng khoảng 33% trong thu nhập trên mỗi cổ phần, bằng 4,9% trên giá mỗi cổ phiếu và xấp xỉ 3,6% tổng doanh thu trung bình.

Bảng 2 thống kê mô tả đặc điểm của các công ty chi trả cổ tức và không chi trả cổ tức trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015. Kết quả kiểm định chênh lệch (*difference testing*) giữa hai nhóm công ty có thực hiện việc chi trả cổ tức và không thực hiện chi trả cổ tức cho thấy các công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài thấp và có tổng giám đốc điều hành kiêm chủ tịch hội đồng quản trị công ty thường có xu hướng lựa chọn chính sách chi trả cổ

Bảng 3: Quản trị công ty và tỷ lệ cổ tức trên mỗi cổ phần

Biến	Pooled OLS	Panel Fixed Effects	Panel Tobit
	(1)	(2)	(3)
<i>STRONGBOARD</i>	-0,022** (0,01)	-0,016 (0,01)	-0,016* (0,01)
<i>CEO DUALITY</i>	-0,038** (0,02)	-0,016 (0,01)	-0,018 (0,01)
<i>FOREIGN OWNERSHIP</i>	-0,010*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	-0,009*** (0,00)
<i>FIRM SIZE</i>	0,017** (0,00)	0,021** (0,00)	0,021** (0,00)
<i>ROA</i>	0,028 (0,11)	-0,158 (0,11)	-0,150 (0,09)
<i>TOBIN'S Q</i>	0,043* (0,02)	0,040* (0,02)	0,041** (0,02)
<i>LEVERAGE</i>	-0,179*** (0,05)	-0,189*** (0,05)	-0,189*** (0,04)
<i>SALES GROWTH</i>	-0,006 (0,00)	0,005 (0,00)	0,004 (0,00)
<i>AGE</i>	0,002*** (0,00)	0,003*** (0,00)	0,003*** (0,00)
<i>INTERCEPT</i>	0,021 (0,22)	-0,104 (0,23)	-0,098 (0,22)
<i>Year-Industry effects</i>	YI	YI	YI
<i>N</i>	3517	3517	3517
<i>Adj R²</i>	0,05	0,05	0,08
<i>F(1, 2), Wald χ^2 (3)</i>	6,50***	3,80***	108,75***

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%
(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả).

Bảng 4: Quản trị công ty và tỷ lệ cổ tức trên thị giá cổ phiếu

Biến	Pooled OLS	Panel Fixed Effects	Panel Tobit
	(1)	(2)	(3)
<i>STRONGBOARD</i>	-0,004** (0,00)	-0,003* (0,00)	-0,003* (0,00)
<i>CEO DUALITY</i>	-0,010*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	-0,009*** (0,00)
<i>FOREIGN OWNERSHIP</i>	-0,001** (0,00)	-0,002 (0,01)	0,001 (0,00)
<i>FIRM SIZE</i>	0,001 (0,00)	0,001 (0,00)	0,001 (0,00)
<i>ROA</i>	0,100*** (0,01)	0,039** (0,02)	0,031* (0,01)
<i>TOBIN'S Q</i>	-0,025*** (0,00)	-0,023*** (0,00)	-0,023*** (0,00)
<i>LEVERAGE</i>	-0,021*** (0,00)	-0,037*** (0,00)	-0,039*** (0,00)
<i>SALES GROWTH</i>	0,001 (0,00)	0,001 (0,00)	0,001 (0,00)
<i>AGE</i>	0,001*** (0,00)	0,001*** (0,00)	0,001*** (0,00)
<i>INTERCEPT</i>	0,080** (0,03)	0,073** (0,03)	0,074** (0,03)
<i>Year-Industry effects</i>	YI	YI	YI
<i>N</i>	3520	3520	3520
<i>Adj R²</i>	0,17	0,16	0,05
<i>F(1, 2), Wald χ^2 (3)</i>	16,86***	33,66***	663,60***

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%
(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả)

tức. Bên cạnh đó, những công ty thực hiện việc chi trả cổ tức thường là những công ty trẻ hơn (*AGE*), sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính hơn (*LEVERAGE*), và tăng trưởng doanh thu lớn hơn (*SALES GROWTH*). Ngược lại, những công ty không lựa chọn chi trả cổ tức thường là những công ty có quy mô lớn (*FIRM SIZE*), kết quả hoạt động kinh doanh (*ROA*) và kết quả hoạt động thị trường của cổ phiếu (*Tobin's Q*) tốt hơn.

4.2. Ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức

Phần này khảo sát ảnh hưởng của quản trị công ty đối với chính sách phân phối cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015. Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy ảnh hưởng của quản trị công ty đến tỷ lệ chi trả cổ tức trên mỗi cổ phần (*DPR*). Kết quả cho thấy tất cả các biến đại diện cho quản trị công ty như *STRONGBOARD*, *CEO DUALITY* và *FOREIGN OWNERSHIP* đều nhận giá trị âm khi sử dụng cả

3 phương pháp ước lượng. Điều này cho thấy quản trị công ty có tác động ngược chiều đến tỷ lệ chi trả cổ tức, đặc biệt biến *FOREIGN OWNERSHIP* có ý nghĩa thống kê (tại mức 1%) đối với cả 3 phương pháp ước lượng. Kết quả này ủng hộ giả thuyết nghiên cứu của bài báo và nhấn mạnh rằng những công ty với cơ chế quản trị mạnh, chẳng hạn tỷ lệ nắm giữ của cổ đông nước ngoài cao, có xu hướng thanh toán cổ tức thấp. Phát hiện này cũng phù hợp với *quan điểm* đầu tư tạo ra giá trị. Theo quan điểm này, những công ty với cơ chế quản trị mạnh có khả năng huy động nguồn lực tài trợ bên ngoài dễ dàng cũng như giảm tỷ lệ chi trả, tập trung nguồn lực để tái đầu tư tạo ra giá trị trong tương lai (Faccio & cộng sự, 2001).

Các mô hình ở trên đã bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (γ_j) và ảnh hưởng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành (I) và năm (Y) đối với ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức.

Bảng 5: Quản trị công ty và tỷ lệ chi trả cổ tức trên tổng thu nhập

Biến	Pooled OLS	Panel Fixed Effects	Panel Tobit
	(1)	(2)	(3)
<i>STRONGBOARD</i>	-0,015** (0,00)	-0,015** (0,00)	-0,015** (0,00)
<i>CEO DUALITY</i>	-0,024* (0,01)	-0,023* (0,01)	-0,023* (0,01)
<i>FOREIGN OWNERSHIP</i>	-0,001 (0,06)	0,001 (0,06)	0,001 (0,06)
<i>FIRM SIZE</i>	-0,014*** (0,00)	-0,012* (0,00)	-0,012** (0,00)
<i>ROA</i>	0,095 (0,09)	0,018 (0,09)	0,028 (0,08)
<i>TOBIN'S Q</i>	0,005 (0,01)	0,010 (0,01)	0,010 (0,01)
<i>LEVERAGE</i>	-0,267*** (0,04)	-0,260*** (0,04)	-0,261*** (0,04)
<i>SALES GROWTH</i>	-0,005 (0,00)	-0,001 (0,00)	-0,001 (0,00)
<i>AGE</i>	0,001 (0,00)	0,001 (0,00)	0,001 (0,00)
<i>INTERCEPT</i>	0,829*** (0,16)	0,771*** (0,16)	0,778*** (0,16)
<i>Year-Industry effects</i>	YI	YI	YI
<i>N</i>	3218	3218	3218
<i>R²</i>	0,07	0,08	0,05
<i>F(1, 2), Wald χ^2 (3)</i>	8,39***	4,11***	183,32***

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả).

Để xác nhận độ tin cậy của kết quả nghiên cứu, chúng tôi sử dụng một số biến độc lập khác thay thế cho biến tỷ lệ cổ tức trên mỗi cổ phần. Trước hết, chúng tôi sử dụng biến tỷ lệ cổ tức trên thị giá cổ phiếu (*DY*). Kết quả ở Bảng 4 cho thấy các biến quản trị công ty đều có ý nghĩa thống kê và có giá trị âm. Kết quả này tương đồng với phát hiện ở Bảng 3 và phù hợp với giả thuyết nghiên cứu của bài báo.

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy ảnh hưởng của quản trị công ty đến tỷ lệ cổ tức trên tổng thu nhập (*DTE*). Kết quả cũng cho thấy các biến *STRONGBOARD* và *CEO DUALITY* đều có ý nghĩa thống kê và hệ số các biến này có giá trị âm khi sử dụng cả 3 phương pháp ước lượng. Kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu và cho thấy sức mạnh của hội đồng quản trị càng lớn và CEO đồng thời kiêm nhiệm chủ tịch hội đồng quản trị thì công ty càng xu hướng giảm tỷ lệ chi trả cổ tức.

Bảng 6 khảo sát ảnh hưởng của quản trị công ty đến tỷ lệ cổ tức trên tổng doanh thu (*DTS*). Kết quả cho thấy hệ số hồi quy của biến *CEO DUALITY* là

âm và có ý nghĩa thống kê cao (tại mức 1%) khi sử dụng cả 3 phương pháp ước lượng. Tuy nhiên, hệ số hồi quy của biến *STRONGBOARD* và *FOREIGN OWNERSHIP* không có ý nghĩa thống kê. Mặc dù kết quả này khá yếu so với các phát hiện ở Bảng 3, 4 và 5, nhưng về cơ bản kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu của bài báo.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu từ Bảng 3, 4, 5 và 6 cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa quản trị công ty và chính sách phân phối cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, các công ty có hội đồng quản trị mạnh thì việc chi trả cổ tức là tương đối thấp. Điều này cho thấy, khi hội đồng quản trị là những người đại diện cho phần vốn của công ty và cũng là những chủ thể chính định hướng chiến lược dài hạn cho các hoạt động của công ty, thì khả năng thanh toán cổ tức thấp là điều khá hiện hữu. Tương tự, khi công ty có CEO đồng thời là chủ tịch hội đồng quản trị thì xu hướng hạn chế chi trả cổ tức cũng xảy ra. Về phương diện cổ đông nước ngoài, kết quả nghiên cứu cho thấy xu

Bảng 6: Quản trị công ty và tỷ lệ chi trả cổ tức trên doanh thu

Biến	Pooled OLS	Panel Fixed Effects	Panel Tobit
	(1)	(2)	(3)
<i>STRONGBOARD</i>	0,001 (0,00)	-0,001 (0,00)	-0,001 (0,00)
<i>CEO DUALITY</i>	-0,013*** (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,007*** (0,00)
<i>FOREIGN OWNERSHIP</i>	-0,002 (0,01)	0,012 (0,06)	0,011 (0,01)
<i>FIRM SIZE</i>	0,002* (0,00)	0,003* (0,00)	0,003* (0,00)
<i>ROA</i>	0,125*** (0,02)	0,011 (0,01)	0,008 (0,01)
<i>TOBIN'S Q</i>	0,008 (0,01)	0,009* (0,01)	0,009*** (0,00)
<i>LEVERAGE</i>	-0,053*** (0,01)	-0,052*** (0,01)	-0,052*** (0,01)
<i>SALES GROWTH</i>	-0,001 (0,00)	0,001 (0,00)	0,001 (0,00)
<i>AGE</i>	0,001 (0,00)	0,001 (0,00)	0,001 (0,00)
<i>INTERCEPT</i>	-0,038 (0,04)	-0,032 (0,04)	-0,032 (0,04)
<i>Year-Industry effects</i>	YI	YI	YI
<i>N</i>	3217	3217	3217
<i>R²</i>	0,13	0,11	0,19
<i>F(1, 2), Wald χ^2 (3)</i>	6,30***	4,47***	156,59***

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%
(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả).

hướng nhà đầu tư nước ngoài không kỳ vọng nhận cổ tức; thay vào đó, họ quan tâm đến việc tái đầu tư của công ty để tạo ra sự tăng trưởng kỳ vọng trong dài hạn.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Bài báo này khảo sát ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015. Nghiên cứu nhận thấy rằng quản trị công ty có ảnh hưởng đến chính sách phân phối cổ tức tại Việt Nam. Cụ thể, các công ty có hội đồng quản trị mạnh, vai trò của giám đốc điều hành lớn và tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài cao thường có xu hướng chi trả cổ tức thấp.

Kết quả nghiên cứu đã gợi ý một số hàm ý chính sách sau: Thứ nhất, dưới góc độ là nhà đầu tư tìm kiếm nguồn lợi tài chính từ cổ tức thì quản trị công ty có vai trò quyết định. Theo đó, sức mạnh hội đồng quản trị, CEO kiêm chủ tịch hội đồng quản trị, tỷ lệ sở hữu nước ngoài là những tín hiệu quan trọng để nhận biết về mức cổ tức kỳ vọng mà nhà đầu tư sẽ

được nhận. Do vậy, những nhà đầu tư mong muốn nhận chi trả cổ tức lớn nên hướng sự quan tâm của mình đến cơ chế quản trị công ty mục tiêu. Ngược lại, các nhà đầu tư nước ngoài chủ yếu theo chiến lược mua và nắm giữ (mong muốn nhận cổ tức ít và sử dụng lợi nhuận giữ lại để khai thác các cơ hội đầu tư với tỷ suất sinh lời cao tại các thị trường chưa phát triển) cũng cần chú trọng vào cơ chế quản trị công ty để tìm kiếm cơ hội đầu tư vào các cổ phiếu tiềm năng. Bên cạnh việc chú ý đến quản trị công ty, nhà đầu tư cũng nên chú trọng cấu trúc vốn của công ty. Kết quả nghiên cứu đã nhấn mạnh, các công ty ít sử dụng đòn bẩy tài chính thường có xu hướng chi trả cổ tức cao. Thứ hai, dưới góc độ nhà quản trị, các công ty với hội đồng quản trị mạnh, CEO kiêm chủ tịch hội đồng quản trị và tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao, tỷ lệ nợ/tài sản cao thì có khuynh hướng giữ lại cổ tức nhằm sử dụng cho các mục đích đầu tư dài hạn của công ty. Kết quả nghiên cứu này giúp doanh nghiệp xây dựng chính sách cổ tức phù hợp với đặc điểm của doanh nghiệp mình. Chẳng hạn,

đa phần các công ty tại Việt Nam có quy mô nhỏ và vừa, việc tiếp cận nguồn vốn từ ngân hàng hay phát hành thêm cổ phiếu là không hề dễ dàng hoặc tốn kém chi phí. Vì vậy, cách tốt nhất là dựa vào nguồn vốn tự thân là lợi nhuận giữ lại. Với lý do đó, quản trị công ty sẽ góp phần tạo ra sự đồng thuận trong việc cắt giảm chi trả cổ tức thấp hoặc không chi trả cổ tức. Đồng thời, một chính sách cổ tức tốt không nên đứng riêng lẻ mà phải tương quan với chính

sách đầu tư và chính sách tài trợ của doanh nghiệp mình. Nếu công ty không có các dự án tốt và tạo ra tỷ suất lợi nhuận lớn hơn chi phí sử dụng vốn thì công ty nên chi trả lượng cổ tức dư thừa cho cổ đông của mình. Ngược lại, các công ty có nhu cầu đầu tư lớn nhưng khả năng tiếp cận nguồn vốn còn hạn chế hoặc vay nợ nhiều sẽ ưu tiên nhiều hơn cho việc giữ lại lợi nhuận tái đầu tư đáp ứng nhu cầu tăng trưởng hoặc ưu tiên nguồn tiền trả nợ.

Ghi chú:

1. Adams & Ferreira (2009) nhận thấy khi hội đồng quản trị có nhiều thành viên nữ thì chất lượng giám sát của hội đồng quản trị có xu hướng tăng. Những thành viên nữ về cơ bản ngại rủi ro, đặt mục tiêu tối đa hóa giá trị cổ đông thay vì chạy theo nhu cầu lợi nhuận ngắn hạn.

2. Hội đồng quản trị phải thành lập các ủy ban để thực hiện nhiệm vụ, quyền hạn của mình. Ở hầu hết các nước quy định công ty niêm yết phải có 02 ủy ban là: Ủy ban kiểm toán và Ủy ban về vấn đề nhân sự. Hội đồng quản trị phải ban hành quy định nội bộ về cơ chế làm việc và chức năng, nhiệm vụ của các ủy ban này. Một hội đồng quản trị có nhiều ủy ban thì vai trò giám sát của nó càng cao.

Lời thừa nhận/Cảm ơn: Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Đại học Đà Nẵng trong đề tài có mã số B2018-ĐN04-07. Nhóm nghiên cứu cảm ơn sự hỗ trợ xử lý một phần dữ liệu của Võ Thị Quỳnh Nga, và tư vấn học thuật của Nhóm TRT-Tài chính công ty & Định giá tài sản.

Tài liệu tham khảo:

- Adams, R.B. & Ferreira, D. (2009), 'Women in the boardroom and their impact on governance and performance', *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Almeida, H., Park, S.Y., Subrahmanyam, M.G. & Wolfenzon, D. (2011), 'The structure and formation of business groups: evidence from Korean chaebols', *Journal of Financial Economics*, 99(2), 447-475.
- Bange, M.M. & Mazzeo, M.A. (2004), 'Board Composition, Board Effectiveness, and the Observed Form of Takeover Bids', *Review of Financial Studies*, 17(4), 1185-1215.
- Chae, J., Kim, S. & Lee, E. (2009), 'How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints', *Journal of Banking and Finance*, 33(11), 2093-2101.
- Chang, K., Kang, E. & Li, Y. (2015), 'Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis', *Journal of Business Research*, 69(7), 2551-2559.
- Chính phủ (2016), *Nghị quyết số 35/NQ-CP về hỗ trợ và phát triển doanh nghiệp đến năm 2020*, ban hành ngày 16 tháng 5 năm 2016.
- Croci, E. & Petmezas, D. (2015), 'Do risk-taking incentives induce CEOs to invest? Evidence from acquisitions', *Journal of Corporate Finance*, 32(C), 1-23.
- Faccio, M., Lang, L.H.P. & Young, L. (2001), 'Dividends and expropriation', *American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Harford, J. & Li, K.A.I. (2007), 'Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs', *Journal of Finance*, 62(2), 917-949.
- Hwang, L.-S., Kim, H., Park, K. & Park, R.S. (2013), 'Corporate governance and payout policy: Evidence from Korean business groups', *Pacific-Basin Finance Journal*, 24(C), 179-198.

- Jensen, M.C. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Lasfer, M.A. (2006), 'The interrelationship between management ownership and board structure', *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7), 1006–1033.
- Myers, S.C. (2000), 'Outside equity', *Journal of Finance*, 55(3), 1005–1037.
- Pathan, S. (2009), 'Strong boards, CEO power and bank risk-taking', *Journal of Banking and Finance*, 33(7), 1340-1350.
- Petersen, M.A., (2009), 'Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches', *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.
- Ramcharran, H. (2001), 'An empirical model of dividend policy emerging equity markets', *Emerging Markets Quarterly*, 5(1), 39–49.
- Rozeff, M.S. (1982), 'Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios', *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Solomon, J. (2013), *Corporate governance and accountability*, 4th ed., John Wiley & Sons, Chichester.