

Cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết: Bằng chứng tại Việt Nam

TRẦN THỊ HẢI LÝ

Đại học Kinh tế TP. HCM

ĐỖ THỊ BÀ

Ngân hàng TMCP Á Châu

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và cấu trúc sở hữu của các công ty phi tài chính được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong khoảng thời gian từ năm 2008 đến năm 2012. Bằng phương pháp ước lượng GMM cho dữ liệu bảng động, tác giả tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt và tỷ lệ nắm giữ cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài, tỷ lệ nắm giữ cổ phần của nhà nước nhưng không có quan hệ với tỷ lệ sở hữu tổ chức và tỷ lệ sở hữu nhà quản lý.

Từ khóa: Cấu trúc sở hữu, tỷ lệ chi trả cổ tức, GMM.

1. Giới thiệu

Chính sách cổ tức là một trong các chính sách tài chính quan trọng của doanh nghiệp. Cổ tức được xem là một khoản phần thưởng dành cho các cổ đông vì giá trị của những khoản đầu tư của họ và rủi ro mà họ phải gánh chịu khi nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp. Cổ tức cũng được xem là một phương tiện giám sát hoạt động của doanh nghiệp bởi thông qua tỷ lệ sở hữu của mình, các nhà đầu tư có thể yêu cầu doanh nghiệp thực hiện các chính sách cổ tức khác nhau, qua đó làm thay đổi mức độ mâu thuẫn đại diện.

Ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu lên chính sách cổ tức bắt nguồn từ lập luận về bất cân xứng thông tin và mâu thuẫn đại diện tồn tại tiềm

tàng trong những công ty có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Để giảm bớt mâu thuẫn này, nhà quản lý công ty nên sở hữu một tỷ lệ đáng kể vốn cổ phần của công ty để từ đó gắn lợi ích của họ với lợi ích cổ đông (Jensen và Meckling, 1976), hoặc nhà quản lý thông qua chính sách cổ tức để giảm bớt vấn đề bất cân xứng thông tin (Bhattacharya, 1979, Miller và Rock, 1985), hoặc các nhà đầu tư bên ngoài, thông qua quyền biểu quyết của mình, có thể yêu cầu nhà quản lý thay đổi chính sách cổ tức nhằm giảm vấn đề dòng tiền tự do (Jensen, 1986).

Từ những lập luận này, các nghiên cứu trên thế giới đã cung cấp nhiều bằng chứng về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức của doanh

nh nghiệp (Eckbo và Verma (1994); Mehrani và cộng sự (2011); Zeckhauser and Pound (1990); Short và cộng sự (2002); Kevin C.K. Lam và cộng sự (2012); Baba (2009)).

Nghiên cứu này được thực hiện vì ba lý do. Thứ nhất, cho đến nay ở VN một vài nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức được thực hiện (Trần Thị Hải Lý, 2011; Dương Kha, 2012) nhưng chưa xét đến mối quan hệ của chính sách cổ tức với cấu trúc sở hữu vốn cổ phần. Thứ hai, những nghiên cứu này sử dụng phương pháp bình phương bé nhất cho dữ liệu chéo hoặc chuỗi thời gian nên bỏ qua ảnh hưởng của các yếu tố đặc trưng không quan sát được của các doanh nghiệp,

đây là một trong những nguyên nhân gây ra vấn đề nội sinh. Bên cạnh đó nhiều học giả đã chỉ ra các doanh nghiệp thường duy trì tính ổn định của chính sách cổ tức, nghĩa là cổ tức năm sau thường dựa trên sự điều chỉnh từ tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước đó (Lintner, 1956; Baker, Weit và Powell, 2001; Baker và cộng sự, 2007). Vì thế, tỷ lệ chi trả cổ tức năm trước sẽ là một nhân tố trong phương trình tỷ lệ chi trả cổ tức năm tiếp theo, đây là nguyên nhân thứ hai gây ra vấn đề nội sinh. Kết quả sẽ không đáng tin cậy khi vấn đề nội sinh không được xử lý. Thứ ba, một đặc điểm trong cấu trúc sở hữu của VN khác biệt với nhiều quốc gia trên thế giới là sở hữu nhà nước chiếm tỷ trọng tương đối cao ở nhiều công ty niêm yết, ngoài ra sở hữu nhà đầu tư nước ngoài được quy định không vượt quá 49% vốn cổ phần của một công ty đại chúng.

Vì thế, nghiên cứu này sẽ xem xét những đặc trưng nói trên của VN và sử dụng phương pháp ước lượng để giải quyết vấn đề nội sinh nhằm đưa ra các kết quả thực nghiệm tin cậy về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức của các doanh nghiệp VN.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Những lập luận về ảnh hưởng của sở hữu lên chính sách cổ tức

Anh hưởng của cấu trúc sở hữu lên chính sách cổ tức bắt nguồn từ lập luận về mâu thuẫn đại diện tồn tại tiềm tàng ở những công ty có sự tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Để giảm bớt mâu thuẫn này, nhà quản lý công ty nên sở hữu một tỷ lệ đáng kể vốn cổ phần của công ty để từ đó gắn lợi

ích của họ với lợi ích cổ đông, nhà quản lý thông qua chính sách cổ tức để giảm bớt vấn đề bất cân xứng thông tin và các nhà đầu tư bên ngoài, thông qua quyền biểu quyết của mình để yêu cầu nhà quản lý thay đổi chính sách cổ tức nhằm giảm bớt vấn đề dòng tiền tự do.

Lập luận về chi phí đại diện: Jensen và Meckling (1976) cho rằng trong môi trường bất cân xứng thông tin, chi phí đại diện xuất hiện do mâu thuẫn lợi ích của người quản lý và chủ sở hữu. Nhà quản lý không phải lúc nào cũng hành động vì mục tiêu tối đa hóa giá trị công ty, họ có thể rút lui khỏi những công việc khó khăn hoặc có thể hành động vì mục đích tư lợi cá nhân. Những phí tổn do mâu thuẫn lợi ích này sẽ do các cổ đông gánh chịu. Trong bối cảnh như vậy, chi trả cổ tức được xem như một công cụ để kiểm soát hành vi cơ hội của các nhà quản lý.

Jensen (1986) cho rằng nhà quản lý không muốn chi trả cổ tức, thay vào đó họ muốn giữ dòng tiền trong doanh nghiệp. Tuy nhiên việc nắm giữ dòng tiền cao đôi khi không vì mục đích gia tăng giá trị công ty mà vì các giám đốc đang theo đuổi các mục tiêu riêng của mình. Nắm giữ nhiều tiền trong công ty đồng nghĩa với việc nhà quản lý sẽ tìm cách chi tiêu nó, và do đó có xu hướng thông qua các dự án không sinh lợi, thậm chí giá trị hiện tại ròng âm nếu các dự án sinh lợi không có sẵn (Opler, 1999). Vì thế các cổ đông bên ngoài có thể yêu cầu một tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cao nhằm giảm dòng tiền tự do bên trong công ty. Nếu có nhu cầu vốn cho các cơ hội đầu tư mới, công ty phải huy động vốn từ bên ngoài,

chịu sự giám sát của thị trường vốn (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984)

Lập luận về tác động phát tín hiệu: Bhattacharya (1979) đưa ra lập luận về tác động phát tín hiệu qua chính sách cổ tức. Lập luận này dựa trên ý tưởng là người đại diện doanh nghiệp muốn truyền tải thông tin tới chủ sở hữu về tình hình doanh nghiệp. Do tồn tại bất cân xứng thông tin giữa người quản lý và cổ đông, người quản lý có lợi thế về thông tin nội bộ của công ty hơn các nhà đầu tư bên ngoài. Chính sách cổ tức có thể được sử dụng làm công cụ trung hòa vấn đề thông tin bất cân xứng giữa người quản lý và cổ đông, chính sách cổ tức truyền tải tới cổ đông những thông tin nội bộ và triển vọng trong tương lai của công ty (Miller và Rock, 1985).

2.2. Bằng chứng thực nghiệm

Sở hữu nhà quản lý và chính sách cổ tức: Từ góc độ của lý thuyết đại diện, hiệu ứng hội tụ lợi ích của Jensen (1986) đề xuất rằng gia tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý sẽ giúp tạo ra sự đồng thuận lợi ích của chủ sở hữu và nhà quản lý, qua đó làm giảm chi phí đại diện mà không cần phải gia tăng cổ tức như một cơ chế giám sát vấn đề này. Eckbo và Verma (1994) phát hiện ra tỷ lệ chi trả cổ tức giảm khi tỷ lệ sở hữu nhà quản lý tăng, đồng thời khi các nhà quản lý và những người liên quan nắm quyền kiểm soát tuyệt đối thì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt gần như bằng không. Short và cộng sự (2002), Mehrani và cộng sự (2011) cũng tìm thấy chứng cứ xác nhận mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu nhà quản lý với chính sách chi trả cổ tức.

Sở hữu tổ chức và chính sách cổ tức: Với những khoản đầu tư lớn

vào doanh nghiệp, sở hữu tổ chức có thể ảnh hưởng tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp thông qua việc sở hữu tổ chức có thể là một cơ chế thay thế cho chính sách cổ tức trong việc giảm bớt chi phí đại diện. Bởi vì các nhà đầu tư tổ chức được xem là đối tượng đầu tư có động cơ để giám sát hoạt động của nhà quản lý doanh nghiệp. Theo Zeckhauser và Pound (1990) sở hữu tổ chức được xem là một tín hiệu tốt vì các tổ chức có tầm ảnh hưởng trong việc giám sát hoạt động của ban quản lý và kiểm soát tốt hơn sự xung đột lợi ích, do đó làm giảm chi phí đại diện. Nghĩa là có thể tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu tổ chức và tỷ lệ chi trả cổ tức. Tuy nhiên, Short và cộng sự (2002) cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ lệ sở hữu tổ chức. Mối quan hệ cùng chiều này một mặt được lý giải thông qua chính sách ưu đãi thuế đối với thu nhập từ cổ tức dành cho các quỹ hưu bổng và các công ty bảo hiểm. Mặt khác, họ cho rằng nhà đầu tư tổ chức không điều hành trực tiếp hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Họ có thể nghĩ rằng vai trò giám sát của mình không đủ mạnh và/hoặc nỗ lực của mình là quá tốn kém, do đó họ thích công ty được giám sát bởi thị trường vốn hơn.

Sở hữu nước ngoài và chính sách cổ tức: Kevin et al (2012) xem xét chính sách cổ tức ở các công ty có các đặc điểm sở hữu khác nhau ở Trung Quốc. Tác giả tìm thấy bằng chứng tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nước ngoài có tác động ngược chiều lên tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt. Nhà đầu tư nước ngoài có khả năng giám sát hoạt động của ban quản trị tốt hơn cổ đông trong nước và làm giảm

chi phí từ các hoạt động ngầm của các công ty là lời giải thích cho kết quả trên. Trong khi đó, Baba (2009) tìm thấy sở hữu nước ngoài càng cao thì tỷ lệ chi trả cổ tức cũng tăng theo ở các doanh nghiệp tại Nhật. Lý giải cho lập luận này là các nhà đầu tư nước ngoài thích các doanh nghiệp chi trả cổ tức khi mà khả năng kiểm soát của họ không đủ mạnh để ngăn chặn các hành vi tư lợi của ban quản lý hoặc việc đó quá tốn kém đối với họ, họ sẽ yêu cầu một tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cao hơn nhằm giảm dòng tiền tự do bên trong công ty.

Sở hữu nhà nước và chính sách cổ tức: Wei (2004) tìm thấy ở những công ty có tỷ lệ sở hữu nước cao hơn thì tác động ngầm vượt trội hơn tác động phát tín hiệu, nghĩa là cổ tức được chi trả cao không vì mục đích giảm chi phí đại diện hay truyền tải thông tin tới cổ đông mà vì lợi ích của cổ đông nhà nước. Ủng hộ quan điểm trên, Kevin et al (2012) tìm thấy mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ nắm giữ cổ phần của nhà nước và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt. Chi trả cổ tức tiền mặt được sử dụng như một phương tiện “ngầm” nhằm chuyển nhượng cổ phần từ nhà nước sang các cổ đông khác với giá chuyển nhượng cao hơn giá được thương lượng nếu trực tiếp bán cổ phần. Gugler (2003) cũng tìm thấy bằng chứng tương tự. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng những công ty được kiểm soát bởi cổ đông nhà nước thường có tỷ lệ chi trả cổ tức cao và đều đặn hơn các công ty được kiểm soát bởi gia đình.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu được tác giả thu thập từ

báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, bản cáo bạch & lịch sử giao dịch chứng khoán của các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE từ 2008 - 2012. Các công ty trong mẫu được chọn dựa trên các tiêu chí sau: (i) Các công ty phải được niêm yết trên thị trường chứng khoán ít nhất một năm trước khi thông báo chi trả cổ tức nhằm loại trừ tác động của việc niêm yết mới; (ii) Các công ty tài chính và các công ty bảo hiểm được loại bỏ khỏi mẫu vì những khác biệt trong hoạt động, chính sách tài chính, cấu trúc vốn và hệ thống sổ sách kế toán so với các công ty phi tài chính; và (iii) Các công ty đã từng trải qua tái cơ cấu trong suốt khoảng thời gian mẫu cũng được loại bỏ vì quyền sở hữu và quản trị ở những công ty này có thể trải qua những thay đổi đột ngột. Kết quả sau khi sàng lọc doanh nghiệp theo các điều kiện trên tác giả đạt được một mẫu gồm 560 quan sát (theo công ty – năm) trong 5 năm từ 2008 - 2012.

3.2. Phương pháp

Mô hình ước lượng

Chúng tôi ước lượng mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức bằng mô hình sau.

$$\begin{aligned} \text{DIV}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{MSO}_{i,t} + \beta_2 \text{INST}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{FORG}_{i,t} + \beta_4 \text{STATE}_{i,t} + \\ & \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{LEV}_{i,t} + \beta_7 \text{BETA}_{i,t} + \\ & \beta_8 \text{GROW}_{i,t} + \beta_9 \text{ROA}_{i,t} + \beta_{11} \text{CF}_{i,t} + \\ & \beta_{11} \text{DIV}_{i,t-1} + u_i + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

i: công ty; t: năm.

$\text{DIV}_{i,t}$ được tính bằng cổ tức mỗi cổ phần chia cho thu nhập mỗi cổ phần của năm t.

$\text{DIV}_{i,t-1}$ được tính bằng cổ tức mỗi cổ phần chia cho thu nhập mỗi cổ phần của năm t-1. Việc đưa biến trễ của biến phụ thuộc vào mô hình là dựa trên Lintner (1956), Baker và cộng sự (2001), Baker và cộng

sự (2007) về việc doanh nghiệp thường điều chỉnh chính sách cổ tức của mình dựa vào chính sách cổ tức của năm trước đó và tránh những thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức.

Các biến cấu trúc sở hữu

MSO_{it} : Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý cuối năm t .

Tác giả kỳ vọng có mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt ở các doanh nghiệp VN. Kỳ vọng này dựa trên đề xuất của Jensen (1986) và các bằng chứng khá nhất quán từ nhiều nghiên cứu thực nghiệm trước đây (Short và cộng sự, 2002; Mehrani và cộng sự, 2011).

$INST_{it}$: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của tổ chức cuối năm t .

Bởi mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và sở hữu tổ chức có thể dựa trên lập luận về vấn đề đại diện hoặc giả thuyết tín hiệu và các bằng chứng thực nghiệm không đồng thuận ở các quốc gia, vì thế tác giả không đưa ra kỳ vọng chắc chắn nào cho mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và sở hữu tổ chức. Thay vào đó, giả thuyết được kiểm định sẽ là: Không có mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của tổ chức và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt.

$FORG_{it}$: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nước ngoài cuối năm t .

Từ thông tin về cơ cấu cổ đông và thành phần ban quản lý trên các báo cáo thường niên của các doanh nghiệp niêm yết, tác giả nhận thấy các nhà đầu tư nước ngoài rất ít tham gia vào ban điều hành của doanh nghiệp, thay vào đó họ tham gia thị trường như là những nhà đầu tư đơn thuần tìm kiếm thu nhập như

các nhà đầu tư cá nhân khác trên thị trường. Với tỷ lệ sở hữu thấp và phân tán, họ không có động cơ đủ lớn và sẽ tốn kém để giám sát các hành vi của ban quản lý công ty. Thay vào đó, họ ưa chuộng tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Vì thế, tác giả kỳ vọng có mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nước ngoài và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt.

$STATE_{it}$: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước cuối năm t .

Các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN có đặc trưng sở hữu nhà nước khá tương tự với các doanh nghiệp Trung Quốc, ở đây các công ty lớn có tiền thân là các doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa. Các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao thường có lịch sử hoạt động dài dưới sự bảo trợ của nhà nước. Các doanh nghiệp này ít chịu ảnh hưởng của hạn chế tài chính, mặc dù thị trường trái phiếu doanh nghiệp khá nhỏ ở VN nhưng các doanh nghiệp nhà nước dễ tiếp cận nguồn tài trợ từ hệ thống ngân hàng (với một nhóm ít các ngân hàng thương mại lớn do nhà nước sở hữu chi phối). Mặt khác, để việc thoái vốn theo lộ trình thuận tiện và thu hút các nhà đầu tư trên thị trường, một chính sách cổ tức cao có thể đi kèm với các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao và ngược lại. Vì thế, tác giả kỳ vọng có mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt tại các doanh nghiệp VN.

Các biến kiểm soát

$SIZE_{it}$: Quy mô công ty, đo bằng Log (giá trị sổ sách tổng tài sản cuối năm t)

LEV_{it} : Đòn bẩy tài chính, đo bằng tổng nợ/tổng tài sản cuối năm t .

$BETA_{it}$: Rủi ro thị trường của cổ phiếu, là hệ số độ dốc thu được từ hồi quy chuỗi thời gian của tỷ suất sinh lợi ngày trong năm t của từng cổ phiếu và của chỉ số thị trường.

$GROW_{it}$: Cơ hội tăng trưởng, đo bằng giá trị thị trường/giá trị sổ sách (ME/BE) cổ phiếu i , năm t .

ROA_{it} : Tỷ suất lợi nhuận/tổng tài sản, đo bằng (lợi nhuận sau thuế + lãi vay)/tổng tài sản cuối năm t .

CF_{it} : Dòng tiền của công ty đại diện cho khả năng thanh khoản, đo bằng Log(tiền và các khoản tương đương tiền cuối năm t).

Phương pháp ước lượng

Đầu tiên tác giả ước lượng phương trình trên bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất cho dữ liệu bảng (Pooled OLS). Tuy nhiên phương pháp này bỏ qua những biến đặc trưng không quan sát được của các doanh nghiệp trong mẫu, điều này có thể gây ra vấn đề nội sinh. Do đó, mô hình các hiệu ứng cố định (Fixed Effect Model – FEM) được ước lượng nhằm giúp hạn chế vấn đề bỏ sót biến không quan sát được ở trên bằng cách tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt ra khỏi các biến giải thích nhằm ước lượng những ảnh hưởng thực của biến giải thích lên biến phụ thuộc. Tuy nhiên, vấn đề nội sinh vẫn không được xử lý triệt để bởi một nguyên nhân khác có thể gây ra vấn đề nội sinh là sự xuất hiện biến trễ của biến phụ thuộc trong mô hình. Để kết quả ước lượng tin cậy, tác giả ước lượng mô hình trên bằng phương pháp mô men tổng quát hóa (Difference - Generalized Method of Moments - Difference GMM) của Arellano và Bond (1991) cho dữ liệu bảng động (Dynamic Panel). Sử dụng các biến trễ của biến phụ thuộc

Bảng 1: Thống kê mô tả

	DIV	MSO	INST	FORG	STATE	SIZE	LEV	BETA	GROW	ROA	CF	DIVt-1
Trung bình	0,47527	0,13763	0,1393	0,1709	0,2321	11,9773	0,4747	0,8956	0,9308	0,0984	6,6534	0,470634
Trung vị	0,42454	0,05979	0,0836	0,1041	0,1725	11,9134	0,5024	0,9278	0,7684	0,0846	6,5697	0,423647
Lớn nhất	9,85916	0,8981	0,8491	0,8835	0,6851	13,7468	1,0393	1,7506	5,1556	0,5184	52,518	9,859155
Nhỏ nhất	0	0	0	0	0	11,0224	0,0402	-0,1382	-0,6411	-0,508	0,7163	0
Độ lệch chuẩn	0,63133	0,18383	0,1485	0,1815	0,2215	0,50207	0,2144	0,3241	0,6619	0,0802	3,3989	0,604483
Độ nghiêng	7,69211	1,84198	1,7267	1,4883	0,4607	0,75665	-0,094	-0,1677	2,173	0,1847	6,3798	8,512809
Độ nhọn	98,7873	6,08986	6,0511	5,23	1,7269	3,45862	1,9713	3,133	10,449	10,943	80,548	116,4206
P-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,2188	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Số quan sát	560	560	560	560	560	560	560	560	560	560	560	560

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan

	DIVt	MSO	INST	FORG	STATE	SIZE	LEV	BETA	GROW	ROA	CF
MSO	-0,0879										
p-value	(0,0375)										
INST	-0,0038	-0,1126									
p-value	(0,9350)	(0,0084)									
FORG	-0,0452	0,0062	-0,1669								
p-value	(0,2903)	(0,8415)	(0,0001)								
STATE	0,0638	-0,5583	-0,3052	-0,1627							
p-value	(0,1315)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0001)							
SIZE	-0,0917	0,1793	-0,0810	0,2145	0,0127						
p-value	(0,0307)	(0,0000)	(0,0555)	(0,0000)	(0,7671)						
LEV	-0,0428	0,0381	-0,0449	-0,2709	0,0164	0,3362	1,0000				
p-value	(0,3121)	(0,3678)	(0,2952)	(0,0000)	(0,6991)	(0,0000)					
BETA	0,0196	-0,0113	-0,1897	-0,1165	0,0056	0,1554	0,0930				
p-value	(0,6438)	(0,7844)	(0,0000)	(0,0056)	(0,8954)	(0,0002)	(0,0278)				
GROW	-0,0444	-0,0088	0,0119	0,1104	0,1501	0,2464	-0,0981	-0,0333			
p-value	(0,2940)	(0,8463)	(0,7625)	(0,0094)	(0,0004)	(0,0000)	(0,0202)	(0,4314)			
ROA	-0,0038	-0,0903	-0,0479	0,1576	0,1570	0,0295	-0,3640	-0,0759	0,3625		
p-value	(0,9280)	(0,0327)	(0,2605)	(0,0002)	(0,0002)	(0,4883)	(0,0000)	(0,0727)	(0,0000)		
CF	0,4399	-0,0316	-0,0078	-0,0523	0,0655	-0,0820	-0,0917	-0,0474	-0,0122	0,0857	
p-value	(0,0000)	(0,4531)	(0,8735)	(0,2237)	(0,1214)	(0,0525)	(0,0301)	(0,2626)	(0,7724)	(0,0427)	
DIVt-1	0,1568	-0,0815	0,0087	-0,0694	0,0603	-0,0749	-0,0107	0,0602	-0,0071	0,0009	0,1078
p-value	(0,0002)	(0,0506)	(0,8304)	(0,1029)	(0,1544)	(0,0769)	(0,8015)	(0,1548)	(0,8662)	(0,9837)	(0,0107)

Multicollinearity test Mean VIF=1,273

và sai phân của các biến độc lập làm biến công cụ và sử dụng kiểm định Sargan để xác định tính hiệu lực của tập hợp các biến công cụ này.

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả. Tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của các công ty trong mẫu là 47,5%, với độ lệch chuẩn là 63,13%. Sở hữu

nhà nước có giá trị trung bình cao nhất trong các biến sở hữu 23,21%, với tỷ lệ nắm giữ cao nhất là 68,5%, độ lệch chuẩn 22,14%; sở hữu nhà quản lý có giá trị trung bình thấp nhất 13,94% nhưng khoảng biến thiên khá rộng từ 0% tới 90%. Tỷ lệ nắm giữ cổ phần trung bình của các tổ chức là 13,95% và của nhà đầu tư nước ngoài là 17,07%.

Bảng 2 cho thấy tương quan

giữa các biến. Cổ tức kỳ này có tương quan cùng chiều và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% với cổ tức kỳ trước. Cổ tức có tương quan cùng chiều với sở hữu nhà nước và tương quan ngược chiều với các sở hữu khác. Giá trị nhân tử phóng đại phương sai (VIF) trung bình là 1,27 nên không phải lo ngại về hiện tượng đa cộng tuyến gây ảnh hưởng đến kết quả

hồi quy.

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy lần lượt theo 3 phương pháp Pooled OLS, FEM và GMM nhằm cho thấy hiện tượng nội sinh (nếu không được xử lý) sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kết quả suy luận thống kê. Rõ ràng dấu các hệ số hồi quy có sự thay đổi đáng kể sau khi sử dụng GMM để xử lý vấn đề nội sinh so với hai phương pháp ước lượng còn lại. Như đã trình bày trong phần phương pháp ước lượng, các phương pháp Pooled OLS bỏ qua tác động cố định của các yếu tố đặc trưng công ty không quan sát được, phương pháp FEM có thể giúp tránh được vấn đề này nhưng vẫn không giải quyết được vấn đề nội sinh trong mô hình hồi quy dữ liệu bảng động. Kết quả ước lượng từ GMM giải quyết được các vấn đề trên.

Để đánh giá tính hiệu lực của ước lượng GMM, kiểm định tương quan chuỗi và Sargan Test được trình bày cuối bảng 3. Tương quan chuỗi AR(1) có ý nghĩa thống kê ở 1% (p-value bằng 0,0030 và AR(2) không có ý nghĩa thống kê (p-value bằng 0,3918) như mong đợi khi ước lượng GMM cho dữ liệu bảng động. Kiểm định Sargan trong mô hình hồi quy GMM có giá trị χ^2 bằng 10,19, (p-value = 0,598) cho thấy tập hợp các biến công cụ là phù hợp.

Phần này thảo luận kết quả dưới đây dựa trên ước lượng GMM, được trình bày trong cột (3) Bảng 3:

- Tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ cùng chiều với sở hữu nước ngoài (FORG) (hệ số hồi quy bằng 0,819), có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Kết quả này khác

Bảng 3: Kết quả hồi quy
(Biến phụ thuộc: tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt DIV_{it})

	Pooled OLS (1)	FEM (2)	GMM (3)
Constant	0,473793 (-0,4671)	-7,800082** (0,0405)	-0,6855801* (0,078)
MSO	-0,209562 (0,2544)	0,182166 (0,7088)	-0,092053 (0,822)
INST	-0,021787 (0,9140)	-0,443778 (0,2381)	0,0359506 (0,899)
FORG	0,009619 (0,9536)	-1,170377*** (0,0025)	0,8196402* (0,069)
STATE	0,00984 (0,9523)	2,205843** (0,0124)	0,641513** (0,040)
SIZE	-0,046459 (0,4405)	0,67489** (0,0404)	0,0519034** (0,038)
LEV	-0,019927 (0,8871)	-0,446947 (0,2219)	-0,4308993 (0,191)
BETA	0,068681 (0,3891)	-0,189505* (0,066)	-0,0085594 (0,883)
GROW	-0,01472 (0,7179)	-0,012839 (0,825)	0,0824811*** (0,001)
ROA	-0,318607 (0,3605)	-0,499709 (0,2855)	-0,4803618 (0,156)
CF	0,07956*** (0,0000)	0,066832*** (0,0000)	0,0507716*** (0,002)
DIV _{it-1}	0,105051*** (0,0091)	-0,180344*** (0,0000)	0,087219*** (0,016)
R ²	0,214896		
Wald test $\chi^2(11)$	13,636***	3,299 ***	71,87 ***
AR(1) test (p-value)			(0,0030)
AR(2) test (p-value)			(0,3918)
Sargan test of over-identification (p-value)			(0,5985)

*, **, *** có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; 5% 1%

với các nghiên cứu thực nghiệm trước đây trên thế giới. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với cổ phần công ty đại chúng ở VN trong giai đoạn nghiên cứu bị giới hạn không quá 49%. Điều này có thể làm hạn chế vai trò của cổ đông nước ngoài trong việc giám sát hoạt động của ban quản lý, cải thiện môi trường thông tin và giảm chi phí đại diện như là một cơ chế thay thế cổ tức tiền mặt.

- Tỷ lệ chi trả cổ tức có quan

hệ cùng chiều với sở hữu nhà nước (STATE) (hệ số hồi quy bằng 0,641) và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này có thể do nhiều công ty cổ phần ở VN được cổ phần hóa từ các doanh nghiệp nhà nước, quyết định chi trả cổ tức đơn giản là theo ý chí của sở hữu nhà nước. Việc chi trả cổ tức cao có thể là một hình thức thoái vốn theo lộ trình của nhà nước hoặc tạo điều kiện thuận lợi cho việc thoái vốn nhà

nước; Bên cạnh đó, các công ty nhà nước thường dễ tiếp cận nguồn vốn bên ngoài, đặc biệt là vốn vay ngân hàng, điều này hậu thuẫn cho một chính sách chi trả cổ tức cao.

- Dấu của nhân tố sở hữu nhà quản lý (MSO) phù hợp với kỳ vọng và các bằng chứng thực nghiệm, tuy nhiên không ý nghĩa thống kê. Thực tế, tỷ lệ sở hữu của cá nhân nhà quản lý ở VN chỉ chiếm một phần nhỏ (trung bình là 13,7%, thấp nhất trong các loại hình sở hữu), nên hiệu ứng hội tụ lợi ích chưa thể hiện rõ nét.

- Hệ số của sở hữu tổ chức (INST) mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Tại VN sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức khá khiêm tốn nên động cơ giám sát hoạt động của doanh nghiệp của họ không đủ mạnh để thay thế cho chính sách chi trả cổ tức cao. Hơn nữa sở hữu thấp cũng có thể khiến họ như không can thiệp lên chính sách cổ tức của ban quản lý.

- Tỷ lệ chi trả cổ tức có tương quan cùng chiều với quy mô doanh nghiệp (SIZE) (hệ số hồi quy 0,051) ở mức ý nghĩa thống kê 5%. Các công ty có quy mô lớn thường là những công ty trưởng thành, có khả năng tiếp cận thị trường vốn dễ dàng hơn, ít tốn kém chi phí hơn và chịu các ràng buộc cũng ít hơn nên có khả năng chi trả cổ tức tiền mặt cao hơn so với công ty có quy mô nhỏ. Tỷ lệ chi trả cổ tức có tương quan dương với cơ hội tăng trưởng (hệ số là 0,082) với ý nghĩa thống kê 1%. Các công ty niêm yết ở VN càng có nhiều cơ hội đầu tư và tăng trưởng càng chi trả cổ tức tiền mặt cao và ngược lại. Các công ty tăng trưởng dường như

đang bỏ qua ưu thế từ nguồn vốn nội bộ để đáp ứng sự ưa thích cổ tức cao của các nhà đầu tư. Tỷ lệ chi trả cổ tức có tương quan dương với dòng tiền (CF) ở mức ý nghĩa thống kê 1%, các doanh nghiệp có dòng tiền mặt cao có tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt năm trước (DIV_{t-1}) có quan hệ cùng chiều lên tỷ lệ cổ tức năm hiện tại (hệ số hồi quy là 0,087) và có ý nghĩa thống kê 1%. Trong khi đó, tỷ lệ chi trả cổ tức không có quan hệ với đòn bẩy (LEV), BETA và ROA.

5. Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu này tìm thấy một vài bằng chứng về mối quan hệ giữa cấu trúc sở và chính sách cổ tức của doanh nghiệp VN. Cụ thể, tỷ lệ sở hữu của các cổ đông nước ngoài có mối tương quan cùng chiều với tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của doanh nghiệp. Bằng chứng thực nghiệm trong nghiên cứu này cũng cho thấy mối quan hệ cùng chiều của tỷ lệ sở hữu của nhà nước với tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt. Trong khi đó, chưa có bằng chứng về mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và sở hữu quản lý cũng như sở hữu tổ chức.

Kết quả này chưa cho thấy vai trò của cổ đông nước ngoài trong việc giám sát hoạt động của ban quản lý, cải thiện môi trường thông tin và giảm chi phí đại diện như là một sự thay thế cho cổ tức tiền mặt ở các công ty niêm yết VN. Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài bị giới hạn ở mức 49%, điều này có thể làm giảm khả năng sở hữu lớn và do đó giảm động cơ giám sát của cổ đông nước ngoài đối với hoạt động của doanh nghiệp. Thực tế

các nhà đầu tư nước ngoài tham gia trên thị trường VN sở hữu những tỷ lệ khá nhỏ và ít tham gia vào quản lý công ty. Với tỷ lệ sở hữu nhỏ, chi phí giám sát có thể vượt trội lợi ích giám sát của họ. Vì thế để gia tăng hiệu quả giám sát hoạt động của doanh nghiệp, thị trường VN thật sự cần những nhà đầu tư tổ chức nước ngoài chuyên nghiệp và được phép sở hữu tỷ lệ cổ phần cao hơn để tạo động cơ giám sát, hỗ trợ hoặc có thể thay thế một phần cho việc sử dụng chính sách chi trả cổ tức cao (có thể tạo ra chi phí huy động nguồn vốn mới tốn kém hơn). Kết quả nghiên cứu cũng chưa cho thấy vai trò của cổ đông tổ chức trong việc giám sát hoạt động của doanh nghiệp để giảm bớt chi phí đại diện như là một sự thay thế cho cổ tức. Phát triển thị trường chứng khoán trong tương lai cần chú ý hơn đến cơ chế phát huy vai trò giám sát của các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp này để bổ sung cho kênh giám sát qua chính sách cổ tức.

Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước cao có xu hướng chi trả cổ tức cao. Chi trả cổ tức cao có thể giúp tạo ra sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư mong muốn cổ tức, qua đó giúp cổ đông nhà nước thoái vốn hiệu quả hơn. Tuy nhiên, điều này cũng cho thấy sở hữu nhà nước không tạo ra được cơ chế kiểm soát tốt để hỗ trợ cho việc giám sát vấn đề đại diện thông qua chính sách cổ tức.

(Xem tiếp trang 86)