

Các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức: Khác biệt giữa ngành hàng tiêu dùng và dịch vụ tiêu dùng ở Việt Nam

Nguyễn Kim Phước*



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Nghiên cứu dựa vào lý thuyết tín hiệu (Signaling Theory) và lý thuyết chi phí đại diện (Agency theory) để xem xét những yếu tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty niêm yết cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Để tìm bằng chứng thực nghiệm, nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty tiêu dùng có chi trả cổ tức trong trong thời gian 12 năm (2009 – 2020) tại Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Đồng thời, nghiên cứu tìm hiểu sự khác biệt về các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của hai nhóm công ty tiêu dùng (hàng tiêu dùng thiết yếu và hàng tiêu dùng) để làm rõ hơn vấn đề nghiên cứu. Kết quả phân tích hồi quy FGLS cho thấy các yếu tố: Thu nhập trên mỗi cổ phiếu, tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn chủ sở hữu, hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu, luôn tác động đến chính sách chi trả cổ tức của công ty hàng tiêu dùng thiết yếu và hàng tiêu dùng. Các yếu tố trên có tác động khác nhau đến chính sách chi trả cổ tức của hai nhóm công ty. Tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty hàng tiêu dùng cao hơn các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu. Kết quả nghiên cứu là căn cứ khoa học để các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu và công ty hàng tiêu dùng có những chính sách chi trả cổ tức phù hợp hơn, thu hút vốn trên thị trường chứng khoán tốt hơn.

Từ khoá: Cổ tức, chính sách cổ tức, hàng tiêu dùng thiết yếu, hàng tiêu dùng, HOSE

GIỚI THIỆU

Các công ty cổ phần thực hiện huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu luôn phải đối diện với một vấn đề quan trọng đó là chính sách cổ tức. Chính sách chi trả cổ tức có ảnh hưởng đến nhiều vấn đề liên quan đến hoạt động của công ty, quyền lợi của cổ đông và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán¹. Vì thế, chính sách cổ tức là một trong các chính sách quan trọng của nhà quản lý. Quyết định chi trả cổ tức thì nhà quản lý phải đối diện với mức chi trả, hình thức chi trả. Quyết định không chi trả thì phải có những chính sách hay phương án sử dụng lợi nhuận (nếu có) để trình bày và thuyết phục cổ đông². Cổ tức được xem như một phương thức để giảm bớt những xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý công ty³.

Điều quan tâm của nhà đầu tư là mức cổ tức họ có thể nhận được khi đầu tư vào phiếu của một công ty nào đó. Vì thế, các nhà quản lý công ty khi phát hành cổ phiếu để huy động vốn trên thị trường luôn phải đối mặt với vấn đề chi trả cổ tức vì nếu không khó có thể thu hút vốn từ các nhà đầu tư⁴. Do đó, nhà quản lý, người điều hành công ty phải cân nhắc, xem xét kỹ lưỡng chính sách cổ tức.

Nghiên cứu những yếu tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức là một chủ đề được khá nhiều nhà nghiên

cứu quan tâm thực hiện. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu cũng chưa có sự đồng nhất cao. Nghiên cứu về chủ đề này ở Việt Nam cũng còn khiêm tốn. Những nghiên cứu ở Việt Nam thường tập trung vào vấn đề cổ tức và giá thị trường của cổ phiếu⁵. Những nghiên cứu về chính sách cổ tức thì chưa chú trọng đến đặc điểm ngành nghề (phân theo nhóm ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán) mà thường nghiên cứu chung tất cả cổ phiếu vào một bộ dữ liệu để phân tích^{6,7}. Trong khi đó, đặc điểm riêng có của từng nhóm ngành có những yếu tố đặc trưng có ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức, cũng như các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức cũng có sự khác biệt nhất định⁸. Song song đó, các nghiên cứu chưa thực hiện so sánh chính sách chi trả cổ tức của các ngành với nhau. Vì thế, để lấp đầy khoảng trống này, đề tài thực hiện nghiên cứu “Các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức: Khác biệt giữa hai nhóm ngành hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu ở Việt Nam”. Mục tiêu chính của nghiên cứu là tìm ra những yếu tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty tiêu dùng. Đồng thời, tìm hiểu sự khác biệt giữa công ty hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu.

Trường ĐH Mở Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Liên hệ

Nguyễn Kim Phước, Trường ĐH Mở Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Email: phuoc.nk@ou.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 10-9-2021
- Ngày chấp nhận: 17-5-2022
- Ngày đăng: 30-6-2022

DOI: 10.32508/stdjelm.v6i2.935



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Trích dẫn bài báo này: Phước N K. Các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức: Khác biệt giữa ngành hàng tiêu dùng và dịch vụ tiêu dùng ở Việt Nam. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(2):2850-2861.

CƠ SỞ LÝ LUẬN

Theo Modigliani, Miller Chính sách cổ tức là chính sách mà một công ty sử dụng để cơ cấu việc trả cổ tức cho các cổ đông⁹. Chính sách cổ tức thể hiện quyết định giữa việc trả lợi nhuận cho cổ đông so với việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Chính sách cổ tức ảnh hưởng quan trọng đến tỉ lệ tăng trưởng thu nhập của cổ tức trong tương lai và giá trị tài sản thực tế của cổ đông^{10,11}.

Theo Begg, hàng tiêu dùng là những sản phẩm được người tiêu dùng mua vì mục đích tiêu dùng, còn được gọi là hàng hóa cuối cùng vì là kết quả cuối cùng của quá trình sản xuất, chế tạo và được bán đến tay người tiêu dùng¹². Hàng tiêu dùng thiết yếu là những hàng hóa (thực phẩm, đồ uống, hàng hóa cơ bản, ...) mà mọi người không thay thế không sử dụng hoặc không thể cắt giảm trong bất cứ hoàn cảnh kinh tế nào^{12,13}. Lintner đề xuất mô hình chính sách cổ tức dựa trên các dữ kiện về chi trả cổ tức, cụ thể là thu nhập/cổ phần bằng mức chi trả cổ tức ($\Delta EPS = \Delta DIV$)¹⁴. Lintner cho rằng, các công ty không muốn tăng chi trả cổ tức vì việc này có thể tạo cho cổ đông suy nghĩ là công ty đang hoạt động hiệu quả¹⁴. Khi công ty giảm chi trả cổ tức, cổ đông sẽ nghĩ ngược lại. Như vậy, chính sách chi trả cổ tức là một "tín hiệu" về hoạt động của công ty.

Modigliani, Miller dựa trên các giả định lý tưởng là thị trường cạnh tranh hoàn hảo và không có thuế, không có tình trạng thông tin bất cân xứng, nhà đầu tư có thể nhận lợi nhuận khi đầu tư vào công ty và không phải chi trả khoản phí giao dịch nào⁹. Từ đó, Modigliani, Miller kết luận rằng, chính sách cổ tức không liên quan gì đến giá trị hay hoạt động của công ty⁹. Công ty có thể chi trả cổ tức bao nhiêu tùy thích mà không cần quan tâm đến thu nhập, lợi nhuận. Những giả thuyết của Modigliani, Miller không tồn tại trong thực tế⁹. Các lý thuyết cổ tức sau này giảm bớt các giả định trong lý thuyết của Modigliani, Miller (1961)⁹ để giảm những sai lệch của lý thuyết này.

Mô hình thông tin bất cân xứng được Ross đề xuất¹⁵. Theo Ross, nhà đầu tư hay cổ đông ít có thông tin dòng tiền của doanh nghiệp hơn những nhà quản lý, người trong nội bộ công ty¹⁵. Ross cho rằng, các nhà đầu tư dựa vào cấu trúc vốn và chính sách cổ tức để đưa ra những kỳ vọng của họ về giá trị tương lai của công ty¹⁵. Vì thế, chính sách chi trả cổ tức là một thông tin báo hiệu về hoạt động của công ty. Điều này giải thích những hành vi thay đổi cổ đông, nhà đầu tư khi công bố chính sách chi trả cổ tức.

Gordon đưa ra lý thuyết dựa vào dòng cổ tức, theo đó, cổ tức tiền mặt được nhà đầu tư thích hơn vì giảm rủi ro cho nhà đầu tư¹⁶. Tuy nhiên, công ty chi trả cổ

tức bằng tiền mặt sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền và khả năng thanh khoản, giảm tính sẵn có của tiền mặt để cho nhà quản lý sử dụng. Jensen, Meckling đưa ra lý thuyết chi phí đại diện để giải thích rõ hơn lý thuyết của Gordon^{3,16}. Jensen, Meckling kết luận rằng, tỷ lệ sở hữu cổ ảnh hưởng đến chính sách cổ tức³. Những người có tỷ lệ sở hữu cao tham gia quản trị công ty và họ là người đưa ra những chính sách cổ tức. Điều này tạo ra sự xung đột về lợi ích giữa nhà quản lý công ty và cổ đông.

Qua các lý thuyết trên cho thấy, chính sách cổ tức của công ty chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố. Các nghiên cứu trên thế giới và Việt Nam về chính sách cổ tức đã được khá nhiều nhà nghiên cứu quan tâm. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cũng còn nhiều điểm chưa thống nhất.

Trong các yếu tố liên quan đến hoạt động của các doanh nghiệp nói chung, doanh thu là yếu tố được quan tâm hàng đầu. Doanh thu có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động, lợi nhuận và từ đó có ảnh hưởng đến cổ tức của cổ đông. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu trước cũng chưa thống nhất. Bushra, Mirza; Fajaria, Isnalita tiết lộ rằng, tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty có mối quan hệ đồng biến với chính sách chi trả cổ tức^{1,17}. Điều này được khẳng định lại thông qua kết quả nghiên cứu của Dempsey, Gunasekarage, Truong¹⁸. Trái lại, kết quả nghiên cứu của Alzomaia, Al-Khadhiri cho thấy, tăng trưởng không ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty¹⁹. Ngô Vũ Mai Ly sử dụng số liệu của 112 công ty niêm yết trên HOSE trong 5 năm (2008 – 2012) đã chứng minh rằng, tốc độ tăng trưởng doanh thu có ảnh hưởng tiêu cực đến chính sách chi trả cổ tức²⁰. Điều này được lý giải rằng, khi công ty có tốc độ tăng doanh thu cao, nhà quản lý có xu hướng sử dụng lợi nhuận để tái đầu tư nhiều hơn.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Jensen, Solberg, Zorn; Fama, French đã chứng minh rằng, kế hoạch vay và trả nợ hay nhu cầu thanh toán nợ của công ty ảnh hưởng tiêu cực đến việc chi trả cổ tức cho cổ đông^{21,22}. Kết quả nghiên cứu của Gill, Biger, Tibrewala; Rehman, Takumi; Pattiruhu, Paais đều cho thấy, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu có ảnh hưởng tích cực đến chính sách cổ tức²³⁻²⁵. Kết quả nghiên cứu của Alzomaia, Al-Khadhiri cho thấy đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến chính sách cổ tức¹⁹. Zhang, Uchida, Dong kết luận rằng, hệ số nợ có tác động trái chiều với chính sách cổ tức vì một công ty nợ nhiều sẽ ưu tiên phân lợi nhuận để trả nợ hơn là chi trả cổ tức cho cổ đông²⁶.

Al-Nawaiseh đã tìm thấy mối quan hệ thuận chiều giữa cổ tức và quyền sở hữu của nhà nước²⁷. Kết quả nghiên cứu của Al-Nawaiseh; Obaidat cũng tìm thấy

mối quan hệ tích cực giữa sở hữu nước ngoài và chính sách chi trả cổ tức^{27,28}. Al-Najjar, Kilincarslan phân tích dữ liệu bảng của 264 công ty (tài chính và phi tài chính) ở Thổ Nhĩ Kỳ đã chứng minh sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước tác động tiêu cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức²⁹. Trái lại, Setiawan, Bandi, Phua, Tringuroho phân tích dữ liệu của 70 công ty phi tài chính ở Indonesia đã tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài đến chính sách cổ tức³⁰. Abdullah, Ahmad, Roslan kết luận rằng, sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài không ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của 100 công ty niêm yết ở Malaysia³¹.

Lintner xem xét mối quan hệ giữa quy mô công ty và chính sách cổ tức đã kết luận rằng, có mối tương quan thuận chiều giữa quy mô và chính sách cổ tức¹⁴. Các nghiên cứu của Garrett, Priestley; Alzomaia, Al-Khadhiri; Tahir, Mushtaq; cũng xác nhận lại kết luận của Lintner là chính xác^{14,19,32,33}. Ở Việt Nam, nghiên cứu của Nguyễn Thị Hương, Lê Thị Thanh Hào, Bùi Thị Lâm; Ngô Vũ Mai Ly cũng có kết luận tương tự như Lintner^{14,20,34}. Tuy nhiên, Bushra, Mirza phân tích dữ liệu của 75 công ty ở Pakistan cho thấy, quy mô công ty có quan hệ nghịch biến với chính sách chi trả cổ tức¹⁷. Pattiruhu, Paais phân tích dữ liệu của các công ty bất động sản và xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Indonesia giai đoạn (2016-2019) đã kết luận rằng, quy mô công ty không ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức²⁴.

Theo McNichols, độ trưởng thành có liên quan đến chất lượng lợi nhuận³⁵. Độ trưởng thành của công ty đo bằng tuổi hay thời gian công ty đã hoạt động³⁶. Nguyễn Thị Ngọc Trang, Bùi Kim Phương khi phân tích dữ liệu của 474 công ty niêm yết tại Việt Nam giai đoạn (2008 – 2015) cho thấy, vòng đời công ty hay thời gian hoạt động của công ty có ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức^{37,38}. Một công ty có thời gian hoạt động dài sẽ tích lũy kinh nghiệm sản xuất kinh doanh, từ đó giảm thiểu những rủi ro và gia tăng lợi nhuận. Vì thế, thời gian hoạt động của công ty có khả năng ảnh hưởng đến chính sách của cổ tức của công ty.

Alvarez, Virtanen; Hadi tiết lộ rằng, công ty có khả năng chi trả cổ tức cho cổ đông bao nhiêu hay chi trả bằng hình thức nào tùy thuộc vào khả năng thanh toán^{39,40}. Malik, Awais, Khursheed; Jiang, Ma, Shi cũng cho rằng, thanh khoản của công ty quyết định chính sách chi trả cổ tức^{41,42}. Zhang, Uchida, Dong nói rằng hệ số thanh toán hiện hành là một trong những công cụ đo lường để xác định cổ tức²⁶. Kadim, Sunardi & Husain kết luận rằng, chính sách cổ tức chi bị ảnh hưởng bởi các chỉ số về khả năng thanh toán⁴³. Kết quả nghiên cứu của Pattiruhu, Paais cho thấy, hệ

số thanh toán hiện hành không có tác động chính sách cổ tức²⁴.

Trương Đông Lộc, Phạm Phát Tiến đã tìm thấy mối tương quan nghịch giữa khả năng kiểm soát và tỷ lệ chi trả cổ tức của 236 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE⁴⁴. Trái lại, Đàm Thị Phương Thảo, Nguyễn Tiến Mạnh phân tích dữ liệu của 39 công ty ngành xây dựng niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam giai đoạn (2013 - 2017) đã kết luận rằng, kỹ năng kiểm soát và tỷ lệ chi trả cổ tức có mối quan hệ nghịch biến⁴⁵.

Các công ty muốn thực hiện chi trả cổ tức thì phải đảm bảo hoạt động có thu nhập/lợi nhuận. Brav, Graham, Harvey, Michaely tiết lộ rằng, lợi nhuận là yếu tố quyết định chính sách cổ tức⁴⁶. Tahir & Mushtaq; Nguyen & Nguyen; Zhang, Uchida & Dong đều cho rằng, chính sách chi trả cổ tức của công ty tùy thuộc vào tỷ suất sinh lời hay lợi nhuận ròng^{26,33,47}. Alzomaia & Al-Khadhiri cho biết thu nhập hiện tại trên mỗi cổ phiếu có tác động tích cực và mạnh mẽ đến tỷ lệ chi trả cổ tức¹⁹. Các nghiên cứu liên quan đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp Việt Nam điển hình như: Đinh Bảo Ngọc, Nguyễn Chí Cường; Trương Đông Lộc, Phạm Phát Tiến; Đàm Thị Phương Thảo, Nguyễn Tiến Mạnh; Nguyễn Thị Khánh Phương đều khẳng định rằng thu nhập/cổ phần (EPS) luôn tác động tích cực đến chính sách cổ tức của các công ty nói chung (không phân biệt công ty tài chính hay phi tài chính)^{6,44,45,48}.

Theo Alvarez & Virtanen; Hadi, chính sách chi trả cổ tức của các công ty có liên quan mật thiết với hình thức chi trả cổ tức^{39,40}. Trương Đông Lộc, Phạm Phát Tiến; Đàm Thị Phương Thảo, Nguyễn Tiến Mạnh qua kết quả nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam đã kết luận rằng, hình thức chi trả cổ tức bằng tiền hoặc cổ phiếu có tác động tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết^{44,45}.

Kết quả lược khảo lý thuyết và các nghiên cứu trước cho thấy, chính sách cổ tức chịu tác động bởi nhiều yếu tố. Kết quả của các nghiên cứu trước còn có nhiều điểm chưa thống nhất, tạo ra sự tranh luận. Trong đó, những yếu tố thường xuyên tác động là thu nhập/cổ phần (EPS) và đòn bẩy tài chính hay tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của công ty. Ngoài ra, những yếu tố khác liên quan đến kết quả kinh doanh của công ty hay đặc điểm của ngành cũng có tác động. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu trước cho thấy, những yếu tố này không phải lúc nào cũng có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty. Điều này có thể do đặc điểm của ngành kinh doanh và thị trường hoạt động của công ty. Nghiên cứu này xem xét chính sách cổ tức của các công ty tiêu dùng (gồm hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu) niêm yết cổ phiếu trên HOSE. Bằng

việc phân tích chính sách cổ tức của hàng tiêu dùng, hàng tiêu dùng thiết yếu và phân tích chung cả ngành tiêu dùng giúp cung cấp bằng chứng cụ thể hơn về khác biệt của những yếu tố tác động đến chính sách cổ tức, góp phần giải tỏa những tranh luận về vấn đề này.

MÔ HÌNH VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

Dựa vào lý thuyết tín hiệu, lý thuyết cổ tức, lý thuyết chi phí đại diện cùng kết quả của các nghiên cứu trước trên thế giới và Việt Nam, mô hình nghiên cứu đề xuất như sau:

$$DIV_{it} = \alpha + \sum_{t=1}^{12} \beta X_{itz} + \varepsilon_{itz}$$

Trong đó:

DIV là biến phụ thuộc – tỷ lệ chi trả cổ tức (%)

X là các biến độc lập (X nhận giá trị từ 1 đến 10)

β là hệ số hồi quy tương ứng với số biến độc lập

i số công ty có cổ phiếu niêm yết (i nhận giá 1 đến 48)

t là số năm (t nhận giá trị từ 1 đến 12)

z là ngành kinh doanh (z nhận giá trị từ 0 đến 1 với các công ty ngành hàng tiêu dùng nhận giá trị 1, hàng tiêu dùng thiết yếu nhận giá trị 0)

ε là sai số

Ngoài những biến quan sát (Bảng 1) như: Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS), tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn (LEV), hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD) có dấu tác động khá tương đồng ở các nghiên cứu trước trong và ngoài nước. Những biến quan sát khác, phần lớn kết quả nghiên cứu trước chưa thống nhất về dấu tác động đến chính sách chi trả cổ tức. Đặc biệt, biến thời gian niêm yết (TIME) chưa có nghiên cứu nào khẳng định có tác động tiêu cực hay tích cực đến chính sách chi trả cổ tức (các nghiên cứu trước đo bằng tuổi hay vòng đời của doanh nghiệp). Nghiên cứu này đi tìm bằng chứng cho những vấn đề vừa nêu bằng dữ liệu tại Việt Nam.

PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu áp dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng cân bằng. Phương pháp hồi quy đa biến giản đơn (PoolOLS), mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) được sử dụng để phân tích dữ liệu của 48 công ty tiêu dùng (38 công ty hàng tiêu dùng và 9 công ty hàng tiêu dùng thiết yếu). Theo HOSE (2016), các công ty niêm yết được chia thành 10 nhóm ngành hàng, trong đó hàng tiêu dùng chia làm hai nhóm là hàng tiêu dùng thiết yếu và hàng tiêu dùng không thiết yếu (hay gọi tắt là hàng tiêu

dùng). Nghiên cứu sử dụng toàn bộ 48 công ty tiêu dùng có niêm yết cổ phiếu trên HOSE trong 12 năm liên tục (2009 – 2020) và có thực hiện chi trả cổ tức cả hai hình thức (tiền mặt và cổ phiếu) trong khoảng thời gian này. Số quan sát đạt yêu cầu dùng cho phân tích dữ liệu là 576 quan sát.

Nghiên cứu còn thực hiện so sánh sự khác biệt về các yếu tố tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của hai nhóm công ty, so sánh sự khác biệt về giá trị trung bình của các biến quan sát. Điều này giúp làm sáng tỏ hơn vấn đề nghiên cứu. Đồng thời, phương pháp hồi quy FGLS (Feasible Generalized Least Squares) cũng được sử dụng để khắc phục những sai phạm của mô hình.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

Theo dữ liệu thống kê (Bảng 2) cho thấy, tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) và thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) của các công ty hàng tiêu dùng cao hơn của ngành hàng tiêu dùng thiết yếu và bình quân chung của ngành tiêu dùng. Đồng thời, độ lệch chuẩn cũng cao hơn, điều này cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) của các công ty hàng tiêu dùng có sự chênh lệch lớn. Ngành hàng tiêu dùng có tốc độ tăng doanh thu (SAG), tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn (LEV) cao hơn ngành hàng tiêu dùng thiết yếu và cao hơn bình quân chung của ngành tiêu dùng. Tuy nhiên, cơ cấu sở hữu (sở hữu nhà nước (SCA) và sở hữu nước ngoài (FCA) của các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu cao hơn so với hàng tiêu dùng). Mức quy mô (SIZE) bình quân của các công ty hàng tiêu dùng cao hơn gần 2,5 lần so với nhóm hàng tiêu dùng thiết yếu. Điều này là bình thường vì ngành hàng tiêu dùng thiết yếu đầu tư tài sản, trang thiết bị phục vụ sản xuất kinh doanh thấp hơn so với ngành sản xuất kinh doanh hàng tiêu dùng. Nhóm công ty hàng tiêu dùng thiết yếu có hệ số thanh toán hiện hành (CP) cao hơn nhóm hàng tiêu dùng gần 1,5 lần. Điều này phản ánh đúng đặc điểm ngành kinh doanh của các nhóm công ty.

Kết quả thống kê VIF cho thấy, tất cả các biến quan sát đều có giá trị thấp (hầu hết các hệ số phóng đại phương sai đều có giá trị nhỏ hơn 2) ở cả ba mô hình (mô hình chung ngành tiêu dùng, hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu). Điều này chứng tỏ không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra trong các mô hình. Kiểm tra khác biệt trung bình các yếu tố chính sách cổ tức (Bảng 3) cho thấy, có sự khác biệt các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức giữa hai nhóm ngành hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu. Cụ thể là, 5 yếu tố: EPS, LEV, SCA, FCA và CP có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê giữa nhóm ngành hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu. So sánh giá trị trung bình

Bảng 1: Giải thích biến và kỳ vọng dấu

Biến quan sát	ĐVT	Cách tính	Giả thuyết	Kỳ vọng dấu	Căn cứ chọn biến & đặt dấu kỳ vọng
Tỷ lệ chia cổ tức (DIV)	%	[Cổ tức/mệnh giá cổ phiếu]* 100			Biến phụ thuộc
Tốc độ tăng doanh thu (SAG)	%	[(Doanh thu năm sau/ Doanh thu năm trước)- 1]*100	H ₁	+	Bushra, Mirza (2015) ¹⁷ ; Fajaria, Isnalita (2018) ¹ ; Dempsey, Gunasekarage, Truong (2019) ¹⁸
Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn chủ sở hữu (LEV)	%	Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn chủ sở hữu	H ₂	-	Jensen, Solberg, Zorn (1992) ²² ; Fama & French (2002) ²¹ ; Zhang, Uchida, Dong (2020) ²⁶
Sở hữu nhà nước (SCA)	%	[Số cổ phần sở hữu bởi nhà nước/Tổng số cổ phần phát hành]*100	H ₃	+	Al-Nawaiseh (2013) ²⁷ ; Setiawan, Bandi, Phua, Trinugroho (2016) ³⁰
Sở hữu nước ngoài (FCA)	%	[Số cổ phần sở hữu nước ngoài/Tổng số cổ phần phát hành] *100	H ₄	+	Al-Nawaiseh (2013) ²⁷ ; Setiawan, Bandi, Phua, Trinugroho (2016) ³⁰ ; Obaidat (2018) ²⁸
Quy mô công ty (SIZE)	Tỷ đồng	Log của tổng tài sản	H ₅	+	Lintner (1956) ¹⁴ ; Garrett, Priestley (2000) ³² ; Alzomaia, Al-Khadhiri (2013) ¹⁹ ; Ngô Vũ Mai Ly (2016) ²⁰ ; Tahir, Mushtaq (2016) ³³
Thời gian niêm yết (TIME)	Tháng	Tính từ khi công ty niêm yết đến hết năm 2020 (tháng)	H ₆	+	Liu, Shi, Wilson, Wu (2017) ³⁶ ; Nguyễn Thị Ngọc Trang, Bùi Kim Phương (2017) ³⁷
Khả năng thanh toán hiện hành (CP)	Lần	Tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn	H ₇	+	Malik, Awais, Khursheed (2016) ¹⁴ ; Jiang, Ma, Shi (2017) ⁴² ; Zhang, Uchida, Dong (2020) ²⁶
Khả năng kiểm soát (POS)	Biến giá	Nhận giá trị 1 nếu công ty chia trả cổ tức vừa bằng tiền, vừa bằng cổ phiếu, bằng 0 nếu ngược lại	H ₈	-	Trương Đông Lộc, Phạm Phát Tiến (2015) ⁴⁴ ; Đàm Thị Phương Thảo, Nguyễn Tiến Mạnh (2018) ⁴⁵
Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)	Nghìn đồng	Lợi nhuận sau thuế/ tổng số cổ phần thưởng	H ₉	+	Alzomaia & Al-Khadhiri (2013) ¹⁹ ; Đàm Thị Phương Thảo, Nguyễn Tiến Mạnh (2018) ⁴⁵ ; Nguyễn Thị Khánh Phương (2020) ⁶
Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD)	Biến giá	Nhận giá trị 1 nếu công ty chia trả cổ tức vừa bằng tiền, vừa bằng cổ phiếu, bằng 0 nếu chỉ thực hiện 1 trong 2 hình thức	H ₁₀	+	Đàm Thị Phương Thảo, Nguyễn Tiến Mạnh (2018) ⁴⁵ ; Hadi (2019) ⁴⁰

Nguồn: Đề xuất của tác giả dựa vào cơ sở lý luận (2021)

Bảng 2: Thống kê mô tả các chỉ tiêu trong mô hình nghiên cứu

Ngành		Ngành tiêu dùng		Hàng tiêu dùng		Hàng tiêu dùng thiết yếu	
		Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Độ lệch chuẩn
Thống kê	ĐVT						
Tỷ lệ chia cổ tức (DIV)	%	16,052	15,668	16,248	15,541	15,204	16,252
Tốc độ tăng doanh thu (SAG)	%	10,6	0,320	11,4	0,323	7,10	0,308
Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn (LEV)	%	48,4	0,209	49,6	0,193	43,0	0,261
Sở hữu nhà nước (SCA)	%	17,2	0,208	15,2	0,197	25,7	0,235
Sở hữu nước ngoài (FCA)	%	15,9	0,197	15,1	0,183	19,3	0,246
Quy mô công ty (SIZE)	Tỷ đồng	947,414	5.314,290	1.069,280	5.882,181	419,328	638,860
Thời gian niêm yết (TIME)	Tháng	168,917	26,782	168,949	29,128	168,778	13,563
Khả năng thanh toán hiện hành (CP)	Lần	2,095	2,296	1,923	1,917	2,843	3,405
Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)	Nghìn đồng	3,273	3,745	3,425	3,766	2,615	3,600

Nguồn: Tính toán của tác giả (2021)

Bảng 3: Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến

Mô hình	Ngành tiêu dùng (chung)	Hàng tiêu dùng		Hàng tiêu dùng thiết yếu		
		VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
SAG	1,12	0,8951	1,29	0,7754	1,11	0,9034
LEV	1,70	0,5883	2,56	0,3906	1,58	0,6327
SCA	1,12	0,8952	2,16	0,4628	1,12	0,8932
FCA	1,15	0,8685	2,10	0,4752	1,08	0,9255
SIZE	1,04	0,9655	1,11	0,8983	1,04	0,961
TIME	1,14	0,8758	1,52	0,6583	1,16	0,8643
CP	1,54	0,6493	2,21	0,4527	1,50	0,6653
POS	1,12	0,8956	1,26	0,7964	1,16	0,8633
EPS	1,13	0,8877	1,61	0,6207	1,11	0,8976
CSD	1,05	0,9544	1,19	0,8374	1,06	0,9428
VIF trung bình	1,21		1,7		1,19	

Ghi chú: VIF viết tắt của variance inflation factor (nhân tố phóng đại phương sai)

Nguồn: Tính toán của tác giả (2021)

Bảng 4: Kiểm tra khác biệt trung bình các yếu tố chính sách cổ tức

	DIV	SAG	LEV	SCA	FCA	SIZE	TIME	CP	EPS
Khác biệt	-1,045	-0,043	-0,066***	0,105***	0,042**	649,952	-0,171	0,920***	-0,809**
	[1,673]	[0,034]	[0,022]	[0,022]	[0,021]	[567,157]	[10,011]	[0,242]	[0,399]
Pr(T > t)	0,533	0,213	0,003	0,000	0,045	0,252	0,987	0,000	0,043

Ghi chú: Khác biệt = mean (hàng tiêu dùng thiết yếu) – mean (Hàng tiêu dùng); Giả thuyết H₀: Khác biệt = 0. Ký hiệu ***, ** và * lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%. Thống kê t trong ngoặc []. Nguồn: Tính toán của tác giả (2021)

của các biến cho thấy (Bảng 3), DIV, SAG, LEV, SIZE và EPS của các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu luôn thấp hơn các công ty hàng tiêu dùng. Ngược lại, các biến SCA, FCA và CP của các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu cao hơn các công ty hàng tiêu dùng. Như vậy, cơ cấu sở hữu (nhà nước và nước ngoài) cùng với khả năng thanh toán hiện hành của các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu cao hơn các công ty hàng tiêu dùng. Những yếu tố còn lại khác trong mô hình thì các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu đều thấp hơn các công ty hàng tiêu dùng. Kết quả kiểm định (Bảng 4) cũng cho thấy, các công ty ngành hàng tiêu dùng có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn 48,6% so với các công ty ngành hàng tiêu dùng thiết yếu trong mẫu nghiên cứu.

Kết quả kiểm định Wald lựa chọn giữa mô hình FEM và POOL của ngành tiêu dùng, ngành hàng tiêu dùng thiết yếu, ngành hàng tiêu dùng đều cho thấy giá trị Prob > F = 0,0000 (≤ 5%) thống kê F tương ứng 10,97; 11,21; 9,75 (Bảng 4). Kết quả này minh chứng mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình POOL cho tất cả các ngành.

Kết quả kiểm định Hausman lựa chọn giữa mô hình FEM và REM của ngành tiêu dùng, ngành hàng tiêu dùng thiết yếu, ngành hàng tiêu dùng đều cho thấy giá trị Prob > chi2 = 0,0000 (≤ 5%) với thống kê chi2(10) tương ứng 73,55; 31,81; 84,70 (Bảng 4). Kết quả này minh chứng mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình REM cho tất cả các ngành.

Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi cho thấy, (1) nhóm công ty hàng tiêu dùng có giá trị chibar2 = 1.975,08 và Prob > chi2 = 0,0000; (2) nhóm công ty hàng tiêu dùng có giá trị chibar2 = 1.916,36 và Prob > chi2 = 0,0000; (3) nhóm công ty hàng tiêu dùng thiết yếu có giá trị chibar2 = 74,76 và Prob > chi2 = 0,0000. Như vậy, mô hình FEM có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Để đảm bảo chuẩn xác và có hiệu lực, các biến độc lập giải thích tốt cho biến phụ thuộc, trong điều kiện các giả định về hiện tượng phương sai sai số không đổi và độc lập của các đơn vị chéo (tự tương quan)

bị vi phạm, phương pháp ước lượng FGLS là sự lựa chọn phù hợp để khắc phục những vi phạm của mô hình^{49,50}. Để kết quả ước lượng không chệch và hiệu quả, các biến độc lập giải thích tốt cho biến phụ thuộc, nghiên cứu sử dụng ước lượng GLS khả thi (FGLS). Ba biến LEV, EPS, CSD đều có tác động đến DIV của các công ty hàng tiêu dùng, hàng tiêu dùng thiết yếu và chung cho cả ngành tiêu dùng. Trong đó, LEV có tác động trái chiều, EPS và CSD có tác động cùng chiều với DIV trong cả ba trường hợp.

SAG, SCA, FCA, TIME có tác động đến DIV của các công ty hàng tiêu dùng nhưng không có ảnh hưởng đến DIV của các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu. Tuy nhiên, tính chung cho cả ngành tiêu dùng (mô hình có kiểm soát ngành) thì bốn biến SAG, SCA, FCA, TIME đều có tác động đến DIV. Ngoài trừ biến TIME có tác động nghịch biến đến DIV, các biến SAG, SCA, FCA đều có tác động đồng biến với DIV.

THẢO LUẬN KẾT QUẢ

Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn (LEV) có hệ số hồi quy mang dấu âm ở cả 3 mô hình. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Jensen, Solberg, Zorn; Fama, French; Zhang, Uchida, Dong và đúng kỳ vọng ban đầu^{21,22,26}. Giả thuyết H₂ được chấp nhận. Các công ty tiêu dùng có tỷ lệ nợ/nguồn vốn càng cao thì tỷ lệ chi trả cổ tức càng giảm. Điều này là do các nhà quản lý cần dùng lợi nhuận ròng để chi trả nợ, khoản nợ càng lớn, nợ càng nhiều thì mức độ ưu tiên trả nợ càng cao. Do đó, cổ đông sẽ nhận cổ tức thấp hơn. Kết quả này hoàn toàn phù hợp về tình hình chung của các công ty nói chung.

Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) luôn ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty ngành tiêu dùng nói chung, công ty hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu nói riêng (ở mức ý nghĩa 1%). Giả thuyết H₉ được chấp nhận. Hệ số hồi quy lần lượt là 0,118 (hàng tiêu dùng), 0,151 (hàng tiêu dùng thiết yếu) và 0,123 (ngành tiêu dùng). Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Alzomaia &

Bảng 5: Kết quả mô hình hồi quy FGLS cho các nhóm ngành hàng

Biến phụ thuộc: Tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV)	Mô hình hồi quy FGLS			
Biến độc lập	Ngành tiêu dùng chưa kiểm soát ngành	Ngành hàng tiêu dùng	Ngành hàng tiêu dùng thiết yếu	Ngành tiêu dùng có kiểm soát ngành
SAG	0,177* [-1,80]	0,214** [-2,01]	-0,0406 [-0,16]	0,179* [-1,83]
LEV	-0,817*** [-2,63]	-0,722** [-2,12]	-1,482** [-2,13]	-0,891*** [-2,87]
SCA	0,995*** [-4,34]	1,162*** [-4,48]	0,142 [-0,22]	1,102*** [-4,72]
FCA	0,796*** [-3,22]	0,934*** [-3,43]	-0,238 [-0,37]	0,854*** [-3,44]
SIZE	-0,0537 [-0,92]	-0,0849 [-1,40]	0,0411 [-0,14]	-0,08 [-1,36]
TIME	-0,00472*** [-4,08]	-0,00576*** [-4,80]	-0,00152 [-0,49]	-0,00474*** [-4,13]
CP	-0,01 [-0,43]	-0,0191 [-0,73]	0,038 [-0,8]	-0,00666 [-0,28]
POS	0,12 [-1,16]	0,111 [-0,97]	0,067 [-0,27]	0,11 [-1,07]
EPS	0,124*** [-9,84]	0,118*** [-8,52]	0,151*** [-5,34]	0,123*** [-9,87]
CSD	0,841*** [-7,62]	0,869*** [-6,78]	0,886*** [-3,68]	0,859*** [-7,68]
Ngành hàng tiêu dùng				0,486*** [-3,07]
Hằng số	2,615***	2,944***	1,811	2,381***
Độ phù hợp mô hình	Wald chi2 (10)	Wald chi2 (10)	Wald chi2 (10)	Wald chi2 (11)
Thống kê F/ Wald chi2	277,13***	236,98***	81,43***	297,39***
Kiểm soát mô hình				
Panels (heteroskedastic)	Đã kiểm soát	Đã kiểm soát	Đã kiểm soát	Đã kiểm soát
Correlation (common AR(1) coefficient for all panels)	0,4889	0,4461	0,5370	0,4845

Ghi chú: Ký hiệu ***, **, * biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5%; 10%. Giá trị thống kê t trong ngoặc []
 Nguồn: Tính toán của tác giả (2021)

Al-Khadhiri; Đàm Thị Phương Thảo, Nguyễn Tiến Mạnh; Nguyễn Thị Khánh Phương và đúng như kỳ vọng ban đầu^{6,19,45}. Điều này cho phép ta khẳng định rằng, thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) luôn ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty, bất kể công ty trong nước hay nước ngoài và không chịu tác động của đặc điểm ngành kinh doanh.

Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD) có tác động tích cực đến tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) ở mức ý nghĩa 1%. Giả thuyết H₁₀ được chấp nhận. Biến này có hệ số hồi quy lần lượt là 0,869 (hàng tiêu dùng), 0,886 (hàng tiêu dùng thiết yếu) và 0,859 (ngành tiêu dùng). Điều này có nghĩa là nếu các công ty áp dụng hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu thì tỷ lệ chi trả cổ tức tăng 0,851% đối với cổ đông ngành tiêu dùng, 0,869% đối với cổ đông của các công ty hàng tiêu dùng và 0,886% đối với cổ đông của các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu. Kết quả này cho thấy kỳ vọng ban đầu là phù hợp. Đồng thời, kết quả này giúp khẳng định lại kết quả nghiên cứu của Đàm Thị Phương Thảo, Nguyễn Tiến Mạnh; Hadi. Như vậy, các công ty cần kết hợp hai hình thức chi trả cổ tức thì lợi ích của cổ đông sẽ cao hơn^{40,45}. Thời gian niêm yết (TIME) có tác động nghịch biến đến tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) ở mức ý nghĩa 1%. Tuy nhiên, biến này chỉ có tác động đến các công ty hàng tiêu dùng (hệ số hồi quy là -0,00576) và ngành tiêu dùng (hệ số hồi quy là -0,00474), mà không có tác động đến các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu. Kết quả này trái với kết quả nghiên cứu của Liu, Shi, Wilson, Wu; Nguyễn Thị Ngọc Trang, Bùi Kim Phương^{36,37}. Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đo bằng vòng đời công ty mà không phải là thời gian niêm yết. Đồng thời, hệ số hồi quy cũng khá nhỏ. Điều này có thể là do các công ty có thời gian niêm yết dài, cũng tương đồng với thời gian hoạt động lâu năm, do đó công ty có xu hướng giảm chi trả cổ tức để tăng lợi nhuận giữ lại cho hoạt động tái đầu tư mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.

Sở hữu nhà nước (SCA) và sở hữu nước ngoài (FCA) có tác động tích cực và mạnh mẽ đến tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) của các công ty hàng tiêu dùng (hệ số hồi quy là 1,162 và 0,934) và ngành tiêu dùng (hệ số hồi quy là 1,102 và 0,854), mà không có tác động đến các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu. Kết quả này giúp xác nhận lại kết quả nghiên cứu của Al-Nawaiseh; Setiawan, Bandi, Phua, Trinugroho; Obaidat^{27,28,30}. Theo kết quả thống kê (Bảng 2) cho thấy, các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu có giá trị trung bình của hai biến "Sở hữu nhà nước (SCA) và sở hữu nước ngoài (FCA)" cao hơn so với công ty hàng tiêu dùng. Điều này có thể lý giải là do các cổ đông nhà nước và nước ngoài khi đầu tư vào ngành hàng tiêu dùng thiết yếu ít áp

lực lên nhà quản lý về chính sách chi trả cổ tức hơn so với nhóm hàng tiêu dùng.

Tốc độ tăng doanh thu (SAG) không tìm thấy có tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) của các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu. Tốc độ tăng doanh thu (SAG) có tác động đồng biến với tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) với hệ số hồi quy của nhóm hàng tiêu dùng đạt 0,214 ở mức ý nghĩa 5% và 0,179 ở mức ý nghĩa 10% đối với nhóm ngành tiêu dùng. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng ban đầu và kết quả nghiên cứu của: Bushra, Mirza; Fajaria, Isnalita; Dempsey, Gunasekarage, Truong^{1,17,18}. Kết quả này cũng cho thấy, tốc độ tăng doanh thu (SAG) luôn có tương quan đồng biến với tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty. Như vậy, cổ đông nhìn vào báo cáo tài chính có thể dự báo được tỷ lệ cổ tức mà mình có thể nhận được.

KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Kết luận

Mô hình nghiên cứu đề xuất 10 biến độc lập tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty tiêu dùng niêm yết cổ phiếu trên HOSE. Ngoài việc tìm ra các yếu tố tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty tiêu dùng, nghiên cứu còn so sánh giữa ngành hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu để làm rõ hơn vấn đề nghiên cứu. Kết quả phân tích dữ liệu bằng phương pháp hồi quy FGLS cho thấy: (i) Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn, thu nhập trên mỗi cổ phiếu, hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu có tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty tiêu dùng nói chung, công ty hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu nói riêng; (ii) Các biến: thời gian niêm yết, tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu nước ngoài và tốc độ tăng trưởng doanh thu chỉ có tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty tiêu dùng (mô hình chung) và công ty hàng tiêu dùng. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty hàng tiêu dùng cao hơn các công ty hàng tiêu dùng thiết yếu. Dựa theo kết quả này, các khuyến nghị được đề xuất.

Khuyến nghị

Các công ty tiêu dùng cần nghiên cứu mức tỷ lệ nợ hay đòn bẩy tài chính hợp lý để đảm bảo đủ nguồn vốn sử dụng cho hoạt động của công ty nhưng ít ảnh hưởng nhất đến cổ tức của cổ đông. Các công ty ngành tiêu dùng cần áp dụng cả hai hình thức chi trả cổ tức (bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu) để đảm bảo quyền lợi của cổ đông cao hơn. Các công ty tùy tình hình mỗi năm sẽ lựa chọn hình thức chi trả cổ tức phù hợp và phải linh động đan xen hai hình thức chi trả cổ tức, không nên chỉ áp dụng một hình thức chi trả cổ tức. Các công ty ngành tiêu dùng cần gia tăng doanh thu để

đảm bảo hoạt động kinh doanh ngày càng phát triển. Việc gia tăng doanh thu cũng góp phần tăng lợi nhuận cho công ty, từ đó đưa tỷ lệ thu nhập/cổ phần của nhà đầu tư gia tăng. Điều này tăng lợi ích cho cổ đông. Cổ đông được chia cổ tức nhiều sẽ tạo cho công ty những nhóm nhà đầu tư lâu dài, gắn bó với công ty. Bên cạnh đó, việc này cũng góp phần nâng cao giá trị của công ty. Những công ty ngành tiêu dùng nói chung, ngành hàng tiêu dùng nói riêng cần nghiên cứu cơ cấu sở hữu phù hợp để tránh tình trạng vốn huy động tập trung vào một nhóm cổ đông, mất quyền kiểm soát.

Những phát hiện từ kết quả nghiên cứu này góp phần khẳng định những yếu tố luôn luôn tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức. Bằng việc so sánh hai nhóm công ty thuộc ngành tiêu dùng, kết quả đã minh chứng cho sự khác biệt về đặc điểm ngành kinh doanh đến chính sách chi trả cổ tức. Kết quả nghiên cứu có thể mang lại lợi ích cho các nhà hoạch định chính sách, nhà đầu tư và các nhà nghiên cứu khác, những người đang tìm kiếm hướng dẫn hữu ích từ các tài liệu liên quan. Tuy nhiên, nghiên cứu này chưa đưa vào mô hình những yếu tố liên quan khác như tỷ lệ chi trả cổ tức và giá cổ phiếu, cơ cấu sở hữu của hội đồng quản trị hay nhà điều hành công ty, tác động của chính sách vĩ mô hay thị trường tài chính. Những nghiên cứu khác có thể khắc phục hạn chế này bằng việc phát triển những biến mới vào mô hình nghiên cứu./.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

CP: Current ability to pay (khả năng thanh toán hiện hành)

CSD: Cash and stock dividend payment (hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và bằng cổ phiếu)

DIV: Dividend rate (tỷ lệ chia cổ tức)

ĐVT: Đơn vị tính

EPS: Earnings Per Share (thu nhập trên mỗi cổ phần)

FCA: foreign ownership (sở hữu nước ngoài)

FEM: Fixed-effects Model (mô hình tác động cố định)

FGLS: Feasible Generalized Least Squares

HOSE: (Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh)

PoolOLS: Ordinary least squares (bình phương nhỏ nhất thông thường)

POS: Policy of Stock (khả năng kiểm soát)

REM: Random Effects Model (mô hình tác động ngẫu nhiên)

SAG: Revenue growth (tăng trưởng doanh thu)

SCA: state ownership (sở hữu nhà nước)

SIZE: Size (qui mô công ty)

TIME: Time (thời gian niêm yết)

VIF: Variance inflation factor (hệ số lạm phát phương sai)

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Tác giả xin cam đoan rằng không có bất kì xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

TUYÊN BỐ ĐÓNG GÓP

Toàn bộ nội dung bài báo này do chính tác giả thực hiện.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Fajaria AZ, Isnalita NI. The effect of profitability, liquidity, leverage and firm growth of firm value with its dividend policy as a moderating variable. *Int J Manag Stud Res (IJMSR)*. 2018;6(10):55-69; Available from: <https://doi.org/10.20431/2349-0349.0610005>.
2. Shahwan Y. The moderating effects of dividend policy on the impact of financial disclosure towards corporate value: A study of listed Jordanian industrial firms. *Res J Fin Acc*. 2019 Mar 31;10(6):115-25;.
3. Jensen MC, Meckling WH. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J Financ Econ*. 1976 Oct 1;3(4):305-60; Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
4. Chiappetta B, Shaw K, Wild J. Principles of financial accounting. Singapore: McGraw-Hill; 2009;.
5. Thị NPA. Chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam: bằng chứng từ sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Luận văn thạc sĩ ngành Tài chính - Ngân hàng; 2017. Xem tại: Trường Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh; Available from: <http://digital.lib.uhh.edu.vn/handle/UEH/54741>.
6. Phương NTK. Ảnh hưởng của các nhân tố trên báo cáo tài chính đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội. *Tạp Chí Khoa Học Đào Tạo Ngân Hàng*. 2020; số 212+213 (Tháng 1 & 2. 2020):55-63;.
7. Nghĩa PT, Linh NNB. Ảnh hưởng của chính sách cổ tức lệ giá trị thị trường của các công ty ngành khoáng sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Kinh tế*. 2018 Số 6(01): 37-45;.
8. Ahmed S, Murtaza H. Critical analysis of the factors affecting the dividend payout: evidence from Pakistan. *Int J Econ Fin Manag Sci*. 2015 Apr 28;3(3):204-12;.
9. Miller MH, Modigliani F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *J Bus*. 1961 Oct 1;34(4):411-33; Available from: <https://doi.org/10.1086/294442>.
10. Michael R, Roberts MR. Corporate dividend policies: lessons from private firms. *Rev Financ Stud*. 2012 Mar 1;25(3):711-46; Available from: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr108>.
11. Phạm QT, Ho XT, Nguyễn TPL, Phạm THQ, Bùi AT. Financial reporting quality in pandemic era: case analysis of Vietnamese enterprises. *J Sustain Fin Invest*. 2021:1-23; Available from: <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1905411>.
12. Begg D. EBOOK: foundations of economics. McGraw-Hill; 2013 Apr 16;.
13. Chính HOSE thúc phân ngành các công ty niêm yết theo chuẩn GICS; Available from: <https://vietstock.vn/2016/01/hose-chinh-thuc-phan-nganh-cac-cong-ty-niem-yet-theo-chuan-gics-143-455873.htm>.
14. Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *Am Econ Rev*. 1956 May 1;46(2):97-113;.
15. Ross SA. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *Bell J Econ*. 1977 Apr 1;8(1):23-40; Available from: <https://doi.org/10.2307/3003485>.
16. Gordon MJ. Optimal investment and financing policy. *J Fin*. 1963 May 1;18(2):264-72; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>.

17. Bushra A, Mirza N. The determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *Lahore J Econ*. 2015 Dec 1;20(2):77-98; Available from: <https://doi.org/10.35536/lje.2015.v20.i2.a4>.
18. Dempsey M, Gunasekarage A, Truong TT. The association between dividend payout and firm growth: Australian evidence. *Account Finance*. 2019 Dec;59(4):2345-76; Available from: <https://doi.org/10.1111/acfi.12361>.
19. Alzomaia TS, Al-Khadhiri A. Determination of dividend policy: the evidence from Saudi Arabia. *Int J Bus Soc Sci*. 2013 Jan 1;4(1):181-92;.
20. Ly NVM. Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt tại Việt Nam. *Tạp Chí Khoa Học và Công Nghệ*. 2016; Số 2/2016:180-6;.
21. Fama EF, French KR. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Rev Financ Stud*. 2002 Jan 1;15(1):1-33; Available from: <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>.
22. Jensen GR, Solberg DP, Zorn TS. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *J Financ Quant Anal*. 1992 Jun;27(2):247-63; Available from: <https://doi.org/10.2307/2331370>.
23. Gill A, Biger N, Tibrewala R. Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States. *The Open Business [journal]*. 2010 May 13;3(1);.
24. Pattiruhu JR, Paais M. Effect of liquidity, profitability, leverage, and firm size on dividend policy. *J Asian Fin Econ Bus*. 2020;7(10):35-42; Available from: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.035>.
25. Rehman A, Takumi H. Determinants of dividend payout ratio: evidence from Karachi Stock Exchange (KSE). *J Contemp Issues Bus Res*. 2012 Oct;1(1):20-7;.
26. Zhang Y, Uchida K, Dong L. External financing and earnings management: evidence from international data. *Res Int Bus Fin*. 2020 Dec 1;54:1012-75; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101275>.
27. Al-Nawaiseh M. Dividend policy and ownership structure: an applied study on industrial companies in Amman Stock Exchange. *jmr*. 2013 Apr 1;5(2):83-95; Available from: <https://doi.org/10.5296/jmr.v5i2.2920>.
28. Obaidat AN. Ownership structure and dividends policy: emerging market evidence. *Int Bus Res*. 2018;11(6):65-72; Available from: <https://doi.org/10.5539/ibr.v11n6p65>.
29. Al-Najjar B, Kilincarslan E. The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance*. *Int J Bus Soc*. 2016 Feb 1:135-61; Available from: <https://doi.org/10.1108/CG-09-2015-0129>.
30. Setiawan D, Bandi B, Kee Phua LK, Trinugroho I. Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *J Asia Bus Stud*. 2016 Aug 1;10(3):230-52; Available from: <https://doi.org/10.1108/JABS-05-2015-0053>.
31. Abdullah NM, Ahmad Z, Roslan S. The influence of ownership structure on the firms dividend policy based Lintner model. *International Review of business research Papers*. 2012 Sep;8(6):71-88;.
32. Garrett I, Priestley R. Dividend behaviour and dividend signaling. *J Financ Quant Anal*. 2000 Jun;35(2):173-89; Available from: <https://doi.org/10.2307/2676189>.
33. Tahir M, Mushtaq M. Determinants of dividend payout: evidence from listed oil and gas companies of Pakistan. *J Asian Fin Econ Bus*. 2016;3(4):25-37; Available from: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2016.vol3.no4.25>.
34. Hương NT. Lê thị Thanh hào, Bùi thị Lâm. Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). *Tạp chí Khoa học Nông nghiệp Việt Nam*. 2017 Oct 18;7:1212-21;.
35. McNichols MF. Research design issues in earnings management studies. *J Acc Public Policy*. 2000 Dec 1;19(4-5):313-45; Available from: [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00018-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00018-1).
36. Liu M, Shi Y, Wilson C, Wu Z. Does family involvement explain why corporate social responsibility affects earnings management? *J Bus Res*. 2017 Jun 1;75:8-16; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.001>.
37. Trang NTN, Phương BK. Các yếu tố ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*. 2018; Số 7; 05-20;.
38. Phương NT. Ảnh hưởng của các nhân tố trên báo cáo tài chính đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội. *Tạp Chí Khoa Học Đào Tạo Ngân Hàng*. 2020, Số Xuân 212+213 (Tháng 1&2):55-63;.
39. Alvarez LHR, Virtanen J. A class of solvable stochastic dividend optimization problems: on the general impact of flexibility on valuation. *Econ Theor*. 2006 Jun 1;28(2):373-98; Available from: <https://doi.org/10.1007/s00199-005-0627-4>.
40. Hadi W. The effect of own capital rentability, solvability, profitability and liquidity on dividend policy in food and beverage sub sector companies listed on Indonesia Stock Exchange (IDX). *The Manag J Binaniaga*. 2019 Sep 23;4(01):37-50; Available from: <https://doi.org/10.33062/mjb.v4i01.318>.
41. Malik MS, Awais M, Khurshed A. Impact of liquidity on profitability: A comprehensive case of Pakistan's private banking sector. *Int J Econ Fin*. 2016;8(3):69-74; Available from: <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n3p69>.
42. Jiang F, Ma Y, Shi B. Stock liquidity and dividend payouts. *J Corp Fin*. 2017 Feb 1;42:295-314; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.005>.
43. Kadim A, Sunardi N, Husain T. The modeling firm's value based on financial ratios, intellectual capital and dividend policy. *Accounting*. 2020;6(5):859-70; Available from: <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.5.008>.
44. Lộc TD, Tiến PP. Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học - Trường đại học Cần Thơ*. 2015; số 38: 67-74;.
45. Thảo ĐTP, Mạnh NT. Đánh giá một số nhân tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty ngành xây dựng được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp Chí Khoa Học và Công Nghệ*. 2018; số 188(12/3):215-20;.
46. Brav A, Graham JR, Harvey CR, Michaely R. The effect of the May 2003 dividend tax cut on corporate dividend policy: empirical and survey evidence. *Natl Tax J*. 2008 Sep 1;61(3):381-96; Available from: <https://doi.org/10.17310/ntj.2008.3.03>.
47. Nguyen TNL, Nguyen VC. The determinants of profitability in listed enterprises: A study from Vietnamese stock exchange. *J Asian Fin Econ Bus*. 2020;7(1):47-58; Available from: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no1.47>.
48. Ngọc ĐB, Cường NC. Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp Chí Phát Triển Kinh Tế*. 2014;290:42-60;.
49. Beck N, Katz JN. What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *Am Pol Sci Rev*. 1995 Sep;89(3):634-47; Available from: <https://doi.org/10.2307/2082979>.
50. Hoechle D. Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The Stata Journal*. 2007 Sep;7(3):281-312; Available from: <https://doi.org/10.1177/1536867X0700700301>.

5tFactors affecting dividend payment policy: Differences between consumer goods and consumer staples in Vietnam

Nguyen Kim Phuoc*



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

ABSTRACT

The factors affecting the dividend distribution policy of companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange are investigated using the signal theory and agency cost theory (HOSE). To generate empirical evidence, the study collects data from publicly traded and dividend-paying consumer companies over a 12-year period (2009-2020). At the same time, in order to better understand the research problem, the study examines the variations in factors affecting the dividend payment policies of two kinds of consumer companies (consumer staples and consumer discretionary). The findings of the FGLS regression analysis demonstrate that the following factors always affect dividend payment policy, consumer services, and consumer goods companies: earnings per share, debt-to-equity ratio, form of cash, and stock dividend payment. Consumer staples and consumer discretionary corporations' dividend policies are influenced by distinct factors. Consumer products companies have a greater dividend payout ratio than that consumer service companies. The findings provide a scientific foundation for consumer service and consumer products companies to implement more appropriate dividend distribution policies and raise funds through the stock market.

Key words: Dividends, dividend policy, consumer staples, consumer discretionary, HOSE

Ho Chi Minh City Open University,
Vietnam

Correspondence

Nguyen Kim Phuoc, Ho Chi Minh City
Open University, Vietnam

Email: phuoc.nk@ou.edu.vn

History

- Received: 10-9-2021
- Accepted: 17-5-2022
- Published: 30-6-2022

DOI : 10.32508/stdjelm.v6i2.935



Copyright

© VNUHCM Press. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Cite this article : Phuoc N K. 5tFactors affecting dividend payment policy: Differences between consumer goods and consumer staples in Vietnam. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(2):2850-2861.