

# Tác động của các nhân tố tài chính đến mức chi trả cổ tức tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Ngô Thị Quyền  
Nguyễn Thanh Huyền  
Trường Đại học Thăng Long

Cổ tức được xem là nguồn thu nhập ổn định và thường xuyên, được trích ra từ lợi nhuận hoạt động của công ty. Tâm lý của nhà đầu tư, cổ tức được chia càng cao thì độ hấp dẫn của cổ phiếu càng lớn, dẫn đến giá cổ phiếu trên thị trường tăng lên. Tuy nhiên, xác định mức chi trả cổ tức phụ thuộc vào nhiều nhân tố, đặc biệt là các nhân tố tài chính thể hiện hiệu quả kinh doanh, cơ hội tăng trưởng của công ty. Mức chi trả cổ tức càng cao thì phần lợi nhuận giữ lại để đáp ứng nhu cầu vốn tái đầu tư giảm xuống và ngược lại. Do vậy, khi xác định mức chi trả cổ tức hàng năm cho các cổ đông cần phải xem xét đến các nhân tố này, mức cổ tức được chia cần phải đảm bảo lợi ích cho các cổ đông và đồng thời đảm bảo nhu cầu vốn cho các dự án tái đầu tư của công ty.

## 1. Cơ sở lý thuyết

Mục tiêu kinh doanh của các công ty là tạo ra lợi nhuận cho chủ sở hữu hay là cho cổ đông của công ty, cổ tức là phần lợi nhuận sau thuế được chi trả cho các cổ đông. Đối với nhà đầu tư, cổ tức được chia là một khoản thu nhập khi đầu tư cổ phiếu. Đối với công ty thì mức chi trả cổ tức là công cụ thu hút nhà đầu tư, tác động đến giá cổ phiếu và ảnh hưởng đến lợi nhuận để lại tái đầu tư của công ty. Do vậy, khi xác định mức chi trả cổ tức nhà quản trị phải xem xét toàn diện sự ảnh hưởng của các nhân tố, đặc biệt là các nhân tố tài chính của công ty và điều chỉnh mức cổ tức phù hợp theo sự thay đổi của các nhân tố đó. Xu hướng chi trả cổ tức của các công ty vì thế có thể điều chỉnh do tác động của các nhân tố tài chính trong công ty.

Tính đến nay, trên thế giới có nhiều công trình nghiên cứu về các nhân tố tác động đến mức chi trả cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán. Fama và French (2001) ước lượng mô hình logit với biến phụ thuộc được gán là 1 với những công ty chi trả đều đặn cổ tức cho cổ phiếu thường trong các năm và gán là 0 cho các công ty chỉ còn lại. Họ chỉ ra rằng khả năng chi trả cổ tức có mối quan hệ cùng chiều với quy mô công ty, khả năng sinh lời có mối quan hệ ngược chiều với cơ hội tăng trưởng. Al — Kuwari (2009) nghiên cứu chính sách cổ tức của các công ty trong khối các nước Trung Đông. Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu mảng bao gồm các công ty phi tài chính trong giai đoạn 1999 đến 2003. Nghiên cứu kết luận rằng tỷ lệ chi trả cổ tức có mối quan hệ cùng chiều với quyền sở hữu của Chính phủ, quy mô doanh nghiệp nhưng có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ đòn bẩy tài chính.

Thanatawee (2011) nghiên cứu chính sách cổ tức của các công ty ở Thái Lan. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 287 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Thái Lan giai đoạn 2002 đến 2008. Nghiên cứu cho rằng tại Thái Lan, tỷ lệ chi trả cổ tức phụ thuộc vào ROE, quy mô công ty, tốc độ tăng trưởng tài sản và đòn bẩy tài chính. Ông kết luận rằng các công ty thường sử dụng vốn vay ngân hàng để chi trả cổ tức cho các cổ đông.

Mansourinia và các cộng sự (2013) nghiên cứu về tác động của quy mô hội đồng quản trị, tính kiêm nhiệm của giám đốc điều hành lên chính sách cổ tức của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Tehran. Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của 140 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tehran trong giai đoạn 2006 — 2010. Nghiên cứu kết luận rằng quy mô hội đồng quản trị, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, quy mô công ty, tốc độ tăng trưởng có mối quan hệ chặt chẽ và đồng biến với tỷ lệ chi trả cổ tức. Các công ty có quy mô lớn, lợi nhuận trên tổng tài sản cao, tốc độ tăng doanh thu cao sẽ có tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Trong khi đó biến đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều với chính sách chi trả cổ tức, nghĩa là những công ty có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao thì sẽ chi trả cổ tức thấp cho các cổ đông. Ngoài ra, nghiên cứu không tìm được mối quan hệ giữa tính kiêm nhiệm của giám đốc điều hành tác động đến chính sách cổ tức của công ty.

## 2. Số liệu và mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng số liệu của 150 công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 6 năm từ năm 2012 đến năm 2017. Tất cả các số liệu tài

chính của 150 công ty được lấy từ các báo cáo tài chính hàng nhất đã được kiểm toán trên website của Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (www.hsx.vn).

Mô hình nhân tố tác động đến mức chi trả cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam như sau:

$$DPS = \beta_0 + \beta_1 \cdot EPS_t + \beta_2 \cdot G_t + \beta_3 \cdot AS_t + \beta_4 \cdot FL_t + \beta_5 \cdot ROE_t$$

Biến phụ thuộc là mức chi trả cổ tức cho mỗi cổ phiếu (DPS). Các biến độc lập như thu nhập trên cổ phiếu thường (EPS); Tốc độ tăng trưởng (G); Tổng tài sản (AS); Đòn bẩy tài chính (FL); Tỷ suất sinh lời (ROE).

### 3. Kết quả nghiên cứu và phân tích dữ liệu

#### 3.1. Thống kê mô tả

Bảng 1: Thống kê mô tả

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPS	889	,00	7200,00	1800,0677	1238,31224
EPS	889	-3447,00	18663,00	2641,6753	2015,98820
G	889	-83,70	725,51	16,3642	41,60271
AS	889	162043000	9048530700	23913615827	60634727503
FL	889	,18	89,98	49,8275	21,12471
ROE	889	-22,08	61,25	12,6574	8,72987
Valid N (listwise)	889				

Bảng 1 cung cấp số liệu về giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất và giá trị trung bình của biến phụ thuộc DPS và 5 biến độc lập của 150 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam từ năm 2012 đến năm 2017. DPS trung bình của các công ty là 1.800 đồng, sai lệch giữa giá trị trung bình và giá trị thực tế của công ty với độ lệch chuẩn là 1.238 đồng. Có tức trên mỗi cổ phiếu cao nhất là 7.200 đồng (mức cổ tức của Công ty CP XNK Thủy Sản Bến Tre — mã CK: ABT của năm 2012). Có tức thấp nhất là 0 đồng của các công ty không chi trả cổ. EPS trung bình của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2012 đến 2017 là 2.641 đồng. EPS cao nhất là cao nhất là 18.663 đồng của Công ty CP Cao su Đồng Phú (mã CK: DPR) năm 2012. EPS thấp nhất là -3.447 đồng của Công ty CP Xây dựng số 5 (mã CK: VCS) năm 2014. Tốc độ tăng doanh thu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam không cao, tỷ trọng các công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu âm còn khá lớn, từ năm 2012 đến 2017 là giai đoạn khó khăn, nền kinh tế đang phục hồi sau khủng hoảng kinh tế nên ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của các công ty. Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn này đạt 16,36%. Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhất là 725%, đây là tốc độ tăng doanh thu của Tập đoàn Vingroup (mã CK: VIC). Trong thời gian 6 năm, từ năm 2012 đến 2017, tổng tài sản của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam đạt mức cao nhất là 90.485.307 triệu đồng. Đây là quy mô tổng tài sản của Tập đoàn

Vingroup (mã CK: VIC) năm 2014. Quy mô tổng tài sản nhỏ nhất là 16.204 triệu đồng, đây là quy mô tài sản của Công ty CP In sách giáo khoa TP. Hồ Chí Minh (mã CK: SAP). Chỉ tiêu Tổng nợ trên Tổng tài sản được sử dụng để đo lường mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của các công ty. Kết quả phân tích thống kê mô tả cho thấy mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao nhất là 89% của Công ty CP 482 (mã CK: B82) tại năm 2014. Mức độ sử dụng đòn bẩy thấp nhất là 0,18% của Công ty CP Cao su Đồng Phú tại năm 2013. Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính trung bình của các CTCP niêm yết trong giai đoạn 2009 đến 2014 là 46,93%, sai lệch giữa giá trị trung bình và giá trị thực của công ty với độ lệch chuẩn là 22,06%. Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu là một trong những chỉ tiêu các cổ đông quan tâm. ROE trung bình của các công ty trong giai đoạn 2012 đến 2017 xấp xỉ đạt 12,65%. Công ty CP Xây dựng số 5 (mã CK: VCS) có ROE thấp nhất là -22,08% tại năm 2014, do lợi nhuận của Công ty âm hơn 17 tỷ đồng. ROE cao nhất trong 6 năm của các công ty là 61,25%.

#### 3.2. Kết quả hồi quy

Bảng 2: Kết quả hồi quy

Model	Coefficients <sup>a</sup>				t	Sig.
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	709,25	641,606			1,105	,269
LNAS	-11,93	22,915	-,016		-,521	,603
ROE	313,35	54,709	,216		3,728	,000
FL	-6,78	1,669	-,131		-4,065	,000
G	-1,85	,801	-,068		-2,311	,021
EPS	,21	,022	,370		9,813	,000
R = 43,526		Sig = 0,000		R - Square = 0,461		
a. Dependent Variable: DPS						

Thông qua kiểm định Anova mô hình hoàn toàn phù hợp có ý nghĩa thống kê với F = 43,526 và hệ số Pvalue (sig = 0.000) < 5%. Với R-Square = 0,461 tức là các biến trong mô hình giải thích được 46,1% sự biến động của DPS. Kết quả phân tích hồi quy tại bảng 2 cho thấy các biến ROE; FL; G; EPS có tác động đến DPS ở mức ý nghĩa thống kê 5%. Biến LNAS có giá trị Sig. lớn hơn 10% nên biến này không có ý nghĩa thống kê trong mô hình, hay biến này không có tác động đến DPS. Tác động của các biến đến DPS có thể giải thích cụ thể như sau:

Biến ROE và EPS có tác động cùng chiều đến DPS, trong trường hợp chỉ có một biến độc lập thay đổi và các biến độc lập khác giữ nguyên thì khi ROE tăng 1 đơn vị thì DPS tăng xấp xỉ 313 đơn vị, khi biến EPS tăng 1 đơn vị thì DPS tăng 0,211 đơn vị. Biến ROE và EPS là hai biến độc lập thể hiện hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty, khi công ty hoạt động có kết quả hoạt động kinh doanh cao thì thường dẫn đến chỉ tiêu ROE và EPS tăng lên. Trong trường hợp này công ty có thể có mức chi trả cổ tức cao hơn và ngược lại. Biến FL và G có mối quan hệ ngược chiều với DPS, khi

biến FL tăng 1 đơn vị thì biến DPS giảm 6,785 đơn vị. Điều này có thể giải thích rằng khi công ty có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao, chi phí nợ vay và rủi ro thanh khoản tăng, để tiết kiệm chi phí nợ vay và giảm rủi ro thì công ty sử dụng một phần lợi nhuận hoạt động đạt được để trả nợ gốc, từ đó dẫn đến giảm mức chi trả cổ tức cho các cổ đông. Khi biến G tăng 1 đơn vị thì DPS giảm 1,851 đơn vị, khi công ty có cơ hội tăng trưởng có đồng nghĩa với việc công ty cần nhiều vốn để đáp ứng cho các dự án đầu tư mở rộng. Nguồn lợi nhuận để lại là nguồn vốn đầu tiên được công ty xem xét và lựa chọn để đáp ứng cho nhu cầu tái đầu tư, giúp công ty chủ động trong việc đáp ứng nhu cầu vốn và tiết kiệm chi phí huy động. Công ty sẽ giữ lại nhiều hơn và dẫn đến giảm mức chi trả cổ tức cho các cổ đông. Qua kết quả phân tích hồi quy của mô hình cho thấy các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam tăng chi trả cổ tức khi hoạt động kinh doanh có hiệu quả hơn (ROE, EPS tăng). Mặt khác, mức chi trả cổ tức sẽ giảm khi các công ty có cơ hội tăng trưởng hay tăng mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính (G và FL tăng), trong đó, yếu tố EPS và ROE có tác động mạnh nhất đến DPS. Quy mô doanh nghiệp không có tác động đến mức chi trả cổ tức của các công ty, mức chi trả cổ tức của công ty cao hay thấp không phụ thuộc vào quy mô công ty là lớn hay nhỏ mà phụ thuộc vào tình hình tài chính của công ty.

#### 4. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy mức, tại TTCK Việt Nam, khả năng chi trả cổ tức (DPS) của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam chịu sự tác động của các nhân tố phản ánh hiệu quả kinh doanh của công ty như thu nhập trên cổ phần thường (EPS); tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), các nhân tố này tác động cùng chiều đến mức chi trả cổ tức; tốc độ tăng doanh thu (G); mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính (FL) có tác động ngược chiều đến mức chi trả cổ tức. Đối với nhân tố quy mô tài sản (AS) không có ý nghĩa thống kê nên không giải thích được mối liên hệ tác động đến mức chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam./.

#### Tài liệu tham khảo

- Al - Kuwari, D. (2009), "Determinants of the Dividend Policy of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: The Case of the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries", *Global Economy & Finance Journal*, Vol. 2, No. 2, pp.38 — 63.
- Fama, E.F., French, K.R., (2001), "Disappearing dividend: changing firm characteristics or lower propensity to pay", *Journal of Financial Economics*, 60(1), pp. 3 - 43.
- Al-Nawaiseh, M. (2013), "Dividend Policy and Ownership Structure: An Applied Study on Industrial Companies in Amman Stock Exchange", *Journal of Management Research*, 5(2), pp. 83-106.
- Rozeff. M (1982), "Growth, Beta, and Agency Theory Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio", *Journal of Financial Research*, Vol.5, pp. 249 — 259.
- Thanatawee, Y. (2011), "Life — cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand", *International Journal of Financial Research*, Vol.2, no.2, pp. 52 — 60.