

NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TẠI CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

TS. Nguyễn Hữu Tân, TS. Nguyễn Thu Thương* - Ths. Nguyễn Mạnh Tiến**

Nghiên cứu tập trung xác định các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức tại các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam. Nhóm tác giả đã sử dụng dữ liệu bảng dựa trên số liệu báo cáo tài chính của 94 công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam giai đoạn 2015-2020. Sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), nghiên cứu đã chỉ ra cổ tức một cổ phần thường (DPS) tương quan ý nghĩa thống kê với đòn bẩy tài chính (LEV), dòng tiền (FCF), tài sản đảm bảo (TANG), thu nhập một cổ phần thường (EPS) ở mức ý nghĩa 1%, quy mô công ty (SIZE) tương quan ý nghĩa thống kê với biến DPS ở mức ý nghĩa 5%, lạm phát (CPI), tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP) tương quan ý nghĩa thống kê với biến DPS ở mức ý nghĩa 10%. Các biến về khả năng sinh lời (ROA, ROE), khả năng thanh toán (HSTT) và thuế thu nhập doanh nghiệp (T) chưa có ý nghĩa thống kê với biến DPS.

• Từ khóa: Chính sách cổ tức, nhân tố ảnh hưởng, công ty xây dựng.

This research aims to identify factors affecting the dividend policy of construction firms listed on the Vietnamese stock market. In order to achieve this objective, the panel data derived from financial statements of 94 construction companies listed in Vietnam during the period from 2015 to 2020 is analyzed by using two estimation models which are Fixed Effect Model (FEM) and Random Effect Model (REM). Based on this study, we show that dividend per share (DPS) is statistically significantly correlated with financial leverage (LEV), cash flow (FCF), tangible assets (TANG), earnings per share (EPS) at the 1% significance level, firm size (SIZE) is statistically significantly correlated with DPS at 5% significance level, inflation (CPI), economic growth rate (GDP) is significantly statistically correlated with DPS at the 10% significance level. Profitability ratios (ROA, ROE), liquidity (HSTT) and corporate income tax (T) have not been statistically significant with DPS.

• Keywords: Dividend policy, factors, construction companies.

Ngày nhận bài: 25/5/2022

Ngày gửi phản biện: 26/5/2022

Ngày nhận kết quả phản biện: 20/6/2022

Ngày chấp nhận đăng: 22/6/2022

tức là một trong những chính sách tài chính quan trọng của mỗi doanh nghiệp. Tuy nhiên, các công ty xây dựng ở Việt Nam chủ yếu mới chỉ chú trọng vào chính sách đầu tư và chính sách tài trợ còn chính sách cổ tức chưa được quan tâm đúng mức. Nhiều công ty xây dựng ở Việt Nam chưa có nhận thức đúng đắn và định hướng rõ ràng mang tính dài hạn về chính sách cổ tức. Chính vì vậy, các nhà đầu tư nhiều khi còn bị động với chính sách cổ tức của doanh nghiệp dẫn đến khó khăn trong việc thiết lập kế hoạch đầu tư. Về phía các công ty xây dựng, chính sách cổ tức phải được sử dụng như một công cụ điều tiết giữa lợi nhuận phân phối và lợi nhuận giữ lại sao cho vừa đáp ứng được nhu cầu vốn đầu tư và phát triển của doanh nghiệp vừa đáp ứng được đòi hỏi của cổ đông để có thể thu hút vốn của nhà đầu tư. Tuy nhiên, việc trả cổ tức ở mức nào là tốt nhất, chính sách cổ tức có ảnh hưởng hay không đến giá trị của doanh nghiệp là một vấn đề phức tạp, bởi lẽ các cổ đông của công ty luôn bao gồm nhiều đối tượng khác nhau.

Nghiên cứu này tập trung phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức tại các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam (trên cả 2 sàn HOSE và HNX). Những kết quả của nghiên cứu sẽ giúp cho các công ty xây dựng cho mình một chính sách cổ tức hợp lý, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh, nhất là trước thực trạng không ít các công ty đang tìm cách vượt qua nhiều khó khăn hiện tại.

1. Giới thiệu

Chính sách cổ tức là một quyết định quan trọng trong quản trị tài chính doanh nghiệp. Trên thế giới đã có rất nhiều các công trình nghiên cứu về chính sách cổ tức, nhưng nó vẫn là một vấn đề gây nhiều tranh cãi. Nói đến chính sách cổ tức của công ty cổ phần là chủ yếu đề cập đến cổ tức mà công ty dành trả cho cổ đông phổ thông hay cổ đông thường của công ty. Bên cạnh chính sách đầu tư và chính sách tài trợ, chính sách cổ

* Học viện Tài chính - ** Bộ Tài chính

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu liên quan

Chính sách cổ tức là chính sách ấn định phân phối giữa lợi nhuận giữ lại tái đầu tư và chi trả cổ tức cho cổ đông. Lợi nhuận giữ lại sẽ được tái đầu tư, cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng trong tương lai, trong khi cổ tức cung cấp cho nhà đầu tư nguồn thu nhập hiện tại.

Các nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng chính sách cổ tức đã được nhiều nhà nghiên cứu trong và ngoài nước thực hiện, có thể kể ra như:

2.1. Các nghiên cứu nước ngoài

Người tiên phong trong lĩnh vực này là Lintner (1956) cho thấy các công ty xác định hệ số chi trả cổ tức mục tiêu sao cho công ty có thể đảm bảo nhu cầu vốn đầu tư để đạt được mục tiêu tăng trưởng trong dài hạn. Ngoài ra, Lintner còn nhận thấy các công ty chủ yếu thực hiện chính sách cổ tức cố định và trong trường hợp lợi nhuận tăng có tính bền vững thì cổ tức cũng không tăng theo tỷ lệ tương ứng mà tăng dần dần nhằm đảm bảo hệ số chi trả cổ tức mục tiêu.

Các biến như hệ số beta, tỷ lệ tăng trưởng, tỷ lệ sở hữu kiểm soát có mối quan hệ với chính sách cổ tức (Rozeff, 1982). Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng cổ tức được chi trả tác động ngược chiều với tốc độ tăng trưởng doanh thu trong tương lai, hệ số beta và tỷ lệ sở hữu kiểm soát. Ngoài ra, kết quả của nghiên cứu này cũng cho thấy chính sách cổ tức của công ty còn bị ảnh hưởng bởi chính sách đầu tư. Trong khi đó, tỷ số nợ càng cao, rủi ro tài chính càng lớn thì công ty thường trả cổ tức thấp (Jensen, 1992).

Tỷ suất cổ tức có mối quan hệ cùng chiều với quy mô doanh nghiệp nhưng có mối quan hệ ngược chiều với cơ hội tăng trưởng (Smith và Watts, 1992). Gaver và Gaver năm 1993 xác nhận rằng các công ty có sự tăng trưởng thì có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp hơn và tỷ suất cổ tức cũng thấp hơn.

Chính sách của nhà nước có tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp (Horrace Ho, 2003). Tác giả đã nghiên cứu và so sánh chính sách cổ tức ở Úc và Nhật Bản. Dữ liệu bảng dựa trên thông tin cổ phiếu của các doanh nghiệp từ chỉ số Nikkei 225 của thị trường chứng khoán Nhật và ASX 200 của thị trường chứng khoán Úc được tác giả sử dụng để đưa vào phân tích. Tác giả đưa ra nhận định khi chính phủ Úc hỗ trợ hệ thống thuế và chính phủ Nhật hỗ trợ môi trường kinh doanh thì hỗ trợ của chính phủ Úc có tác động lớn hơn đến cổ tức trên vốn của công ty, từ đó công ty ở Úc có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn nhiều so với các công ty tại Nhật Bản.

Trong nghiên cứu về chính sách cổ tức và tỷ lệ thanh toán của Al-Twaijy (2007), 300 công ty được lựa chọn ngẫu nhiên từ Sở giao dịch chứng khoán Kuala Lumpur. Nghiên cứu đưa đến kết quả cho thấy cổ tức hiện tại chịu ảnh hưởng bởi cổ tức quá khứ và cổ tức kỳ vọng trong tương lai. Tỷ lệ thanh toán không có ảnh hưởng mạnh

đến tăng trưởng thu nhập trong tương lai của công ty nhưng có tác động tiêu cực đến đòn bẩy. Giá trị sổ sách của cổ phiếu và tiền mặt trên mỗi cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực đến DPS và tỷ lệ thanh toán của doanh nghiệp.

2.2. Các nghiên cứu trong nước

Th.S Dương Kha trong nghiên cứu “Chính sách cổ tức của các doanh nghiệp Việt Nam trong môi trường thuế, lạm phát và diễn biến thị trường vốn” đăng trên Tạp chí phát triển và hội nhập (số 2/2012) đã đề cập đến ba nhân tố thuộc về nền kinh tế vĩ mô tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp đó là chính sách thuế, lạm phát và điều kiện thị trường vốn. Tác giả lý giải được ba nhân tố này tác động thế nào đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp nhưng chưa định lượng được cụ thể các thước đo về các nhân tố và sự ảnh hưởng của nó đến chính sách cổ tức.

Tác giả Trương Đông Lộc (2013) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hệ số chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Sử dụng số liệu từ các báo cáo tài chính năm 2010 của 62 công ty niêm yết, kết quả nghiên cứu cho thấy hệ số chi trả cổ tức của các công ty phụ thuộc vào các nhân tố sau: (1) Thu nhập trên mỗi cổ phần; (2) Thời gian hoạt động của công ty; (3) Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn; (4) Tỷ lệ cổ phiếu được sở hữu bởi nhà nước.

Tác giả Nguyễn Hữu Căn và Phạm Hoàng Ân trong bài viết “Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết tại Việt Nam” đăng trên Tạp chí Thị trường Tài chính tiền tệ số 13/2014 đã ứng dụng mô hình hồi quy Tobit để xem xét các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu chỉ ra rằng các yếu tố như quy mô hội đồng quản trị, Hội đồng quản trị độc lập, lợi nhuận trên tổng tài sản, đòn bẩy tài chính, tính thanh khoản... có tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra tính kiểm nhiệm của giám đốc điều hành, quy mô công ty, tốc độ tăng trưởng không có tác động đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2014) lấy mẫu là 95 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008-2013 cho kết luận tốc độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô có tác động nghịch chiều với chính sách cổ tức. Lãi suất ngân hàng là nhân tố có tác động tích cực tới chính sách cổ tức. Khi lãi suất ngân hàng cao các công ty thường có xu hướng gia tăng mức cổ tức tiền mặt để thu hút và giữ chân các nhà đầu tư, hạn chế việc các nhà đầu tư bán cổ phiếu để đầu tư nơi khác.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả lựa chọn các biến trong mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố đến chính sách cổ tức tại các công ty xây dựng niêm yết dựa trên cơ sở các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trước đây được tóm tắt ở

Bảng 1, đồng thời được điều chỉnh để phù hợp với tình hình thực tế và đặc điểm riêng biệt của các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam.

Bảng 1. Mô tả các biến trong mô hình Biến phụ thuộc

Tên biến	Kí hiệu	Công thức xác định	Nguồn sử dụng
Cổ tức một cổ phần thường	DPS	DPS = Lợi nhuận dành trả cổ tức cho cổ đông thường/Số lượng cổ phần thường đang lưu hành	Ngô Thị Quyên (2016), Bùi Thị Hà Linh (2018)...

Biến độc lập

Tên biến	Kí hiệu	Công thức xác định	Nguồn sử dụng
Khả năng sinh lời	ROE	ROE = Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân	Lintner (1956), Ngô Thị Quyên (2016)...
	ROA	ROA = Lợi nhuận sau thuế/Tài sản bình quân	
Quy mô công ty	SIZE	SIZE = Ln(tổng tài sản)	Al-Malkawi (2008), Ngô Thị Quyên (2016)...
Đòn bẩy tài chính	LEV	LEV = Nợ phải trả/Tổng tài sản	Al-Malkawi (2008), Patra và cộng sự (2012)...
Khả năng thanh toán	HSTT	HSTT = Tiền và các khoản tương đương tiền/Nợ ngắn hạn	Lin và cộng sự (2018)...
Thuế thu nhập doanh nghiệp	T	T = Thuế thu nhập doanh nghiệp/ Lợi nhuận trước thuế	Amidu và Abor (2016), Ngô Thị Quyên (2016)...
Lạm phát	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng	Đinh Bảo Ngọc và cộng sự (2014), Lin và cộng sự (2018)...
Trạng thái nền kinh tế	GDP	Tốc độ tăng trưởng GDP	Imad Jabbouri (2016), Đinh Bảo Ngọc và cộng sự (2014)...
Dòng tiền	FCF	FCF = Tiền và tương đương tiền/Tài sản	Amidu và Abor (2006)
Tài sản đảm bảo	TANG	TANG=Tài sản cố định/Tài sản	Chen, Dhiensiri (2009)
Thu nhập một cổ phần thường	EPS	EPS =(LNST-Cổ tức ưu đãi)/Số lượng CP thường bình quân lưu hành	Chay, Sub (2009)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố đến chính sách cổ tức của các công ty xây dựng niêm yết như sau:

$$DPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 * ROA_{it} + \beta_2 * ROE_{it} + \beta_3 * SIZE_{it} + \beta_4 * LEV_{it} + \beta_5 * HSTT_{it} + \beta_6 * T_{it} + \beta_7 * CPI_{it} + \beta_8 * GDP_{it} + \beta_9 * FCF_{it} + \beta_{10} * TANG_{it} + \beta_{11} * EPS_{it} + \epsilon_i$$

Nghiên cứu tiến hành hồi quy hai mô hình: Mô hình nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Hausman được sử dụng nhằm lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM là phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu với giả thiết:

H₀: Ước lượng của FEM và REM là không khác nhau.

H₁: Ước lượng của FEM và REM là khác nhau.

Nếu p-value < α, H₀ bị bác bỏ. Khi đó, mô hình REM không hợp lí, nên mô hình FEM được lựa chọn. Ngược lại, mô hình REM phù hợp hơn để lựa chọn nếu chấp nhận giả thuyết H₀.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu của nghiên cứu này được thu thập dựa vào các báo cáo tài chính của 94 công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam từ năm 2015 đến 2020. Các dữ liệu liên quan đến các biến vĩ mô được thu thập từ nguồn Tổng cục Thống kê các năm.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả nghiên cứu các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức

*** Ma trận tương quan giữa các biến độc lập**

Kết quả tính toán được từ bảng 2 cho thấy các hệ số tương quan cặp giữa các biến trong mô hình, biến hệ số khả năng thanh toán tức thời (HSTT) và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) có quan hệ tác động ngược chiều với biến cổ tức một cổ phần thường (DPS). Ngược lại, khả năng sinh lời (ROA, ROE), quy mô công ty (SIZE), đòn bẩy tài chính (LEV), thuế TNDN (T), tốc độ tăng trưởng GDP (GDP), dòng tiền tự do (FCF), tỷ trọng TSCĐ (TANG) và biến thu nhập một cổ phần thường (EPS) có tác động cùng chiều với biến DPS.

Kết quả cho thấy do các biến có hệ số tương quan nhỏ hơn 0,8 nên có thể kết luận rằng hiện tượng đa cộng tuyến là không nghiêm trọng và xảy ra giữa các biến là rất thấp. Tuy nhiên, để có thể khẳng định một cách thuyết phục hơn là hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra giữa các biến là không nghiêm trọng, tác giả sẽ thực hiện kiểm định đa cộng tuyến bằng kiểm định VIF và cho thấy giá trị VIF của các biến đều nhỏ hơn 10 nên kết luận rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng xảy ra. Như vậy có thể khẳng định lại một lần nữa rằng từ việc kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến VIF và ma trận tương quan thì mô hình nghiên cứu hoàn toàn không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến độc lập với nhau.

*** Kiểm định tính dừng:**

Thực hiện kiểm định Levin - Lin Chu (LLC) để kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu bảng áp dụng cho biến phụ thuộc và tất cả các biến độc lập trong mô hình, kết quả chuỗi dừng ở các mức ý nghĩa 1%.

Bảng 2. Ma trận tương quan giữa các biến

	DPS	ROA	ROE	SIZE	LEV	HSTT	T	CPI	GDP	FCF	TANG	EPS
DPS	1.0000											
ROA	0.2226	1.0000										
ROE	0.1361	0.3912	1.0000									
SIZE	0.1262	0.1597	0.1316	1.0000								
LEV	0.0426	-0.2267	0.0690	0.2521	1.0000							
HSTT	-0.0246	-0.1253	-0.0526	-0.1784	-0.2674	1.0000						
T	0.0157	0.0200	-0.0094	0.0442	0.1107	-0.0505	1.0000					
CPI	-0.0740	-0.0854	-0.0810	0.0506	-0.0021	-0.0140	0.0250	1.0000				
GDP	0.0760	0.0895	-0.0322	-0.0456	-0.0222	0.0137	0.0655	-0.0148	1.0000			
FCF	0.1124	0.0307	0.0287	-0.1406	-0.2359	0.4891	-0.0690	-0.0582	0.0785	1.0000		
TANG	0.1237	0.0652	0.0535	0.1515	0.0304	0.0784	-0.1027	0.0067	0.0082	-0.0140	1.0000	
EPS	0.4165	0.6045	0.2726	0.2957	-0.0810	-0.0026	-0.0121	-0.0880	0.0764	0.2292	0.1327	1.0000

(Nguồn: Số liệu được tính toán từ phần mềm Stata)

*** Kết quả hồi quy:**

Kết quả chạy kiểm định Hausman sẽ được tác giả trình bày và giải thích qua bảng 3 dưới đây như sau:

Bảng 3. Kiểm tra Fixed Effect và Random Effect bằng Hausman

	---- Coefficients ----		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
ROA	970.7947	-17.65943	988.4541	510.2541
ROE	151.0159	135.4128	15.6031	.
SIZE	321.513	71.51393	249.9991	348.5327
LEV	-255.9782	256.6135	-512.5917	510.6908
HSTT	19.50121	-18.94469	38.4459	18.05614
T	26.47866	74.03954	-47.56087	53.2858
CPI	-5831.17	-3802.629	-2028.54	362.8902
GDP	6332.258	4454.982	1877.276	.
FCF	-346.9256	563.6825	-910.6081	444.9342
TANG	-82.45435	668.023	-750.4773	589.133
EPS	.0131719	.1116275	-.0984556	.0146346

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(10) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
= 26.03
Prob>chi2 = 0.0037
(V_b-V_B is not positive definite)

(Nguồn: Số liệu được tính toán từ phần mềm Stata)

Kết quả trên cho thấy giá trị P-value của mô hình là $0.0037 < 0.05$, với độ tin cậy 95%, tác giả có đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 và đi đến kết luận là đối với mô hình đề xuất trong nghiên cứu, việc sử dụng mô hình tác động cố định là phù hợp hơn và giải thích được tốt hơn mô hình tác động ngẫu nhiên.

Thực hiện kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi theo phương pháp nhân tử Lagrange cho mô hình FEM. (bảng 4)

Bảng 4. Kiểm định khuyết tật phương sai sai số ngẫu nhiên thay đổi

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (94) = 3.1e+05
Prob>chi2 = 0.0000

(Nguồn: Số liệu được tính toán từ phần mềm Stata)

Kết quả cho giá trị P-Value = 0.000, cho thấy mô hình có khuyết tật phương sai sai số thay đổi.

Thực hiện kiểm định tương quan chuỗi theo tiêu chuẩn Lagram-Multiplier. (bảng 5)

Kết quả kiểm định hiện tượng tương quan chuỗi cho giá trị P-Value = $0.0000 < 0.05$, khi đó mô hình FEM có khuyết tật tương quan.

Do có các khuyết tật tồn tại trong mô hình, vì vậy các ước lượng thu được sẽ không còn đáng tin cậy. Sử dụng phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát khả thi FGLS kèm lựa chọn panel (heteroskedastic) corr (ar1) để khắc phục các khuyết tật, kết quả được cho ở bảng 6 dưới đây:

4.2. Thảo luận kết quả hồi quy

Kết quả mô hình cho thấy, biến DPS tương quan ý nghĩa thống kê với biến LEV, FCF, TANG, EPS ở mức ý nghĩa 1%, biến SIZE tương quan ý nghĩa thống kê với biến DPS ở mức ý nghĩa 5%, biến CPI, GDP tương quan ý nghĩa thống kê với biến DPS ở mức ý nghĩa 10%. Biến

ROA, ROE, HSTT và T trong bảng 6 này chưa có ý nghĩa thống kê với biến DPS. Cụ thể:

- Quy mô doanh nghiệp (SIZE)

Theo kết quả của mô hình, quy mô doanh nghiệp có tác động đến cổ tức một cổ phần của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết ở mức ý nghĩa 5%. Nếu quy mô doanh nghiệp tăng lên 1 đơn vị thì mức cổ tức cổ đông được nhận tăng 100 đồng/cổ phần. Kết quả này hàm ý các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có quy mô càng lớn sẽ có mức chi trả cổ tức càng cao.

- Đòn bẩy tài chính (LEV)

Theo kết quả của mô hình, đòn bẩy tài chính có tác động đến cổ tức một cổ phần của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết ở mức ý nghĩa 1%. Nếu đòn bẩy tài chính tăng lên 1% thì mức cổ tức cổ đông được nhận tăng 4,5 đồng/cổ phần. Kết quả này hàm ý các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có đòn bẩy càng lớn sẽ có mức chi trả cổ tức càng cao.

Bảng 5. Kiểm định khuyết tật tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
 H0: no first-order autocorrelation
 F(1, 93) = 33.374
 Prob > F = 0.0000

(Nguồn: Số liệu được tính toán từ phần mềm Stata)

- Lạm phát (CPI)

Theo kết quả của mô hình, lạm phát có tác động đến cổ tức một cổ phần của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết ở mức ý nghĩa 10%. nếu lạm phát tăng lên 1% thì mức cổ tức cổ đông được nhận giảm 1.714 đồng/cổ phần. Kết quả này hàm ý khi lạm phát có xu hướng tăng, chi phí sản xuất gia tăng khiến cho doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận giữ lại.

- Tình trạng nền kinh tế (GDP)

Theo kết quả của mô hình, GDP có tác động đến cổ tức một cổ phần của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết ở mức ý nghĩa 10%. Nếu GDP tăng lên 1% thì mức cổ tức cổ đông được nhận tăng 2.052 đồng/cổ phần. Kết quả này hàm ý khi nền kinh tế tăng trưởng, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cải thiện, từ đó thu nhập và dòng tiền của doanh nghiệp duy trì ổn định. Đây là cơ sở để doanh nghiệp tăng mức trả cổ tức cho cổ đông.

- Dòng tiền (FCF)

Theo kết quả của mô hình, FCF có tác động đến cổ tức một cổ phần của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết ở mức ý nghĩa 1%. Nếu FCF tăng lên 1% thì mức

cổ tức cổ đông được nhận tăng 1.062 đồng/cổ phần. Kết quả này hàm ý dòng tiền của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức, cụ thể là khi tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp tăng thì mức cổ tức của cổ đông cũng tăng.

- Tài sản đảm bảo (TANG)

Theo kết quả của mô hình, TANG có tác động đến cổ tức một cổ phần của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết ở mức ý nghĩa 1%. Nếu TANG tăng lên 1% thì mức cổ tức cổ đông được nhận tăng 842 đồng/cổ phần. Kết quả này hàm ý tỷ trọng tài sản cố định của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức, cụ thể là khi tỷ trọng tài sản cố định của doanh nghiệp lớn là cơ sở để doanh nghiệp tăng mức chi trả cổ tức cho cổ đông.

- Thu nhập một cổ phần thường (EPS)

Theo kết quả của mô hình, EPS có tác động đến cổ tức một cổ phần của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết ở mức ý nghĩa 1%. Nếu EPS tăng lên 1% thì mức cổ tức cổ đông được nhận tăng 0,087 đồng/cổ phần. Kết quả này hàm ý thu nhập một cổ phần thường của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức, cụ thể là khi thu nhập một cổ phần thường của doanh nghiệp cao là cơ sở để doanh nghiệp tăng mức chi trả cổ tức cho cổ đông.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu tập trung xác định các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam trong khoảng thời gian 2015-2020. Nhìn chung, việc giải quyết hài hòa mối quan hệ giữa phần lợi nhuận để trả cổ tức cho cổ đông và phần lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho đầu tư tăng trưởng là một vấn đề hết sức quan trọng trong chính sách cổ tức của công ty cổ phần. Trong quá trình hoạt động, một số công ty đã giải quyết tương đối hợp lý vấn đề này, tuy đạt được hiệu quả kinh doanh cao nhưng mức trả cổ tức một cổ phần chỉ ở mức độ cao vừa phải. Các công ty này đã dành ra một phần lợi nhuận sau thuế khá lớn cho đầu tư tăng trưởng và thực tế cho thấy việc đầu tư của họ có hiệu quả khá tốt.

Bảng 6. Kết quả hồi quy của mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
 Panels: heteroskedastic
 Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.3829)

Estimated covariances =	94	Number of obs =	563
Estimated autocorrelations =	1	Number of groups =	94
Estimated coefficients =	12	Obs per group:	
		min =	5
		avg =	5.989362
		max =	6
		Wald chi2(11) =	130.02
		Prob > chi2 =	0.0000

	DPS	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
	ROA	-658.9124	530.5031	-1.24	0.214	-1698.679 380.8546
	ROE	62.91302	101.9622	0.62	0.537	-136.9292 262.7552
	SIZE	100.6522	46.42095	2.17	0.030	9.668803 191.6356
	LEV	450.675	115.226	3.91	0.000	224.8362 676.5138
	HSTI	-23.19589	19.42672	-1.19	0.232	-61.27156 14.87979
	T	95.14924	82.54919	1.15	0.249	-66.64419 256.9427
	CPI	-1714.731	996.5563	-1.72	0.085	-3667.946 238.4831
	GDP	2052.724	1154.687	1.78	0.075	-210.421 4315.868
	FCF	1062.943	336.312	3.16	0.002	403.7839 1722.103
	TANG	842.7446	213.404	3.95	0.000	424.4806 1261.009
	EPS	.086694	.017071	5.08	0.000	.0532355 .1201524
	_cons	-1338.28	541.7709	-2.47	0.014	-2400.132 -276.429

(Nguồn: Số liệu tính toán từ phần mềm Stata)

Kết quả hồi quy cho thấy, biến DPS tương quan ý nghĩa thống kê với biến LEV, FCF, TANG, EPS ở mức ý nghĩa 1%, biến SIZE tương quan ý nghĩa thống kê với biến DPS ở mức ý nghĩa 5%, biến CPI, GDP tương quan ý nghĩa thống kê với biến DPS ở mức ý nghĩa 10%. Biến ROA, ROE, HSTT và T chưa có ý nghĩa thống kê với biến DPS.

5.2. Khuyến nghị và hàm ý chính sách

Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng trong lĩnh vực đầu tư tài chính cũng như trong công tác quản trị DN nhất là trong điều kiện hiện nay, những nghiên cứu thực nghiệm về chính sách cổ tức của các DN ở Việt Nam còn rất ít ỏi. Nghiên cứu đã chỉ ra được một số đặc điểm của chính sách cổ tức của các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam cũng như xác định được những nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty này. Về mặt lý thuyết, cổ tức là yếu tố rất quan trọng trong việc định giá chứng khoán nên việc xác định được nhân tố nào ảnh hưởng đến chính sách cổ tức là rất cần thiết đối với nhà đầu tư. Điều này sẽ giúp các công ty xác định chiến lược đầu tư hợp lý, cụ thể sẽ lựa chọn cổ phiếu nào có những đặc điểm phù hợp có thể tác động đến chính sách cổ tức để đầu tư.

Theo kết quả phân tích hồi quy các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức tại các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam cho thấy khi xây dựng chính sách cổ tức, các công ty đã xem xét đến một số các nhân tố bên trong công ty như quy mô công ty SIZE, tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu ROE, thu nhập một cổ phần thường EPS, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính LEV, GDP, ROE và EPS có tác động cùng chiều với mức cổ tức được chi trả cho các cổ đông. Công ty hoạt động kinh doanh hiệu quả, EPS và ROE tăng cao thì mức cổ tức chi trả cho các cổ đông cũng tăng và ngược lại, điều này sẽ góp phần làm cho chính sách cổ tức phản ánh đúng được hiệu quả kinh doanh của công ty và hiệu quả đầu tư cổ phiếu của nhà đầu tư. Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính LEV và tốc độ tăng trưởng GDP có tác động ngược chiều đến mức cổ tức trả cho cổ đông. Việc xem xét đến mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và tốc độ tăng trưởng GDP khi xây dựng chính sách cổ tức, công ty đã chú ý đến việc cân đối dòng tiền để thực hiện nghĩa vụ với các khoản nợ vay, dòng tiền giữ lại để tái đầu tư và dòng tiền trả cổ tức cho các cổ đông.

Những kết quả của nghiên cứu này cũng giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp xây dựng một chính sách cổ tức phù hợp với đặc điểm và mục tiêu phát triển. Để có thể tăng mức cổ tức chi trả, công ty cần thực hiện các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Do quan hệ thuận chiều của chính sách cổ tức giai đoạn liền trước và chính sách cổ tức năm hiện tại của công ty, các nhà quản trị cần cân nhắc kỹ trước khi đưa ra quyết định chính sách cổ tức của năm hiện tại. Một chính sách cổ tức không hợp lý trong hiện tại sẽ có những ảnh hưởng tiêu cực đến chính sách cổ tức

của công ty trong những năm tiếp theo. Mặc dù công ty không thể tác động đến các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến chính sách cổ tức công ty như kết quả của nghiên cứu, nhưng nếu nhận định được chiều hướng biến động của những nhân tố này, công ty có thể đưa ra một chính sách cổ tức hợp lý, hoặc ít nhất là hạn chế được những tác động tiêu cực từ sự biến động của các nhân tố này đến chính sách cổ tức của công ty.

Tài liệu tham khảo:

- Aharony, J., & Swary, I. (1980), "Quarterly dividend and earnings announcements and shareholders' returns: an empirical analysis", *Journal of Finance*, 36, 1-12.
- Ahmed, H. & Javid, A. (2009), "Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange non-financial listed firms)", *International Research Journal of Finance and Economics* (XXV), 148-171.
- Al-Yahyaee, K. (2006), *Capital structure and dividend policy in a personal tax free environment: The case of Oman*, Unpublished PhD Dissertation, University of New South Wales, Australia.
- Alam, M & Hossain, M.E (2012), "Dividend policy: a comparative study of UK and Bangladesh based companies", *IOSR Journal of Business and Management*, 1(1), 57-67.
- Allan and Michaely (2002), *Payout policy*, in George Constantinidies, Milton Harris and Rene Stulx, eds.:North-Holland Handbooks of Economics (Elsevier, Amsterdam).
- Alli K, Khan A, Ramirez G. (1993), "Determinants of dividend policy: a factorial analysis", *Finance Rev*, 28, 523-547.
- Al-Malkawi (2008), "Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data", *International Journal of Business*, 13 (2), pp. 177-195.
- Al-Shabibi, B. K. and Ramesh, G. (2011), "An empirical study on determinants of dividend policy in UK", *Journal of Finance and Economics*, pp. 1450-2887.
- Al-Twajji, A.A (2007), "Dividend policy and payout ratio: evidence from the Kuala Lumpur stock exchange", *The Journal of Risk Finance*, 8(4), pp.349-363.
- Baker, H.K., Farrelly, G.E., Edelman, R.B. (1985), *A survey of management views on dividend policy*, *Financial management*, 14(3), 1007-1034.
- Baker, H.K., Kapoor, S. (2015), *Dividend policy in India: new survey evidence*, *Managerial Finance*, 41(2), pp.182-204.
- Baker, H.K., Powell, G.E. (1999), *Dividend policy issues in regulated and unregulated firms: a managerial perspective*, *Managerial Finance*, 25(6), 267-283.