

CẤU TRÚC SỞ HỮU VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

PHẠM QUỐC VIỆT - Đại học Tài chính – Marketing, TRẦN BẢO VY - BIDV, Chi nhánh Bắc Sài Gòn

Bài nghiên cứu xem xét tác động của cấu trúc sở hữu đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán sau khủng hoảng tài chính thế giới. Mẫu nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng gồm 91 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) trong giai đoạn 2009 – 2015. Kết quả nghiên cứu cho thấy, sở hữu nhà nước và sở hữu tư nhân trong nước có tác động cùng chiều với tỷ lệ chi trả cổ tức, trong khi tác động của sở hữu nước ngoài đến chính sách cổ tức không có ý nghĩa. Kết quả này có thể là gợi ý quan trọng trong định hướng tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước, cũng như thu hút đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới.

Từ khóa: Cấu trúc sở hữu, chính sách cổ tức, cổ phiếu, sở hữu, tái cơ cấu doanh nghiệp.

This study investigates the impacts of ownership structure on dividend policy of the listed companies after the global financial crisis. Research sample uses table data consisting 91 listed companies on HSX 2009-2015. The results shows that state ownership and local private ownership have a direct impact with the dividend ratio, while foreign ownership has an inverse impact. This result suggests important orientation in restructuring state enterprises and attracting foreign investments in Vietnam's stock market in the future.

Keywords: Ownership structure, dividend policy, share, ownership, enterprise restructure

Ngày nhận bài: 6/4/2017

Ngày chuyển phản biện: 8/4/2017

Ngày nhận phản biện: 27/4/2017

Ngày chấp nhận đăng: 29/4/2017

Cấu trúc sở hữu là một trong những yếu tố tác động mạnh mẽ đến quản trị công ty, qua đó tác động đến các quyết định tài chính trong công ty như quyết định tài trợ, quyết định đầu tư và quyết định phân phối. Đã có nhiều nghiên cứu trên thế giới và trong nước về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức, nhưng kết quả còn chưa thống nhất, do sự khác biệt về môi trường kinh doanh và các quy định về quản trị công ty. Chính

sách cổ tức là vấn đề quan trọng trong quản lý tài chính với mục tiêu cuối cùng là tối đa hóa giá trị của công ty. Nhận thức rõ tầm quan trọng của vấn đề này, các doanh nghiệp đã quan tâm thực hiện nhằm nâng cao giá trị của doanh nghiệp mình. Tại Việt Nam là ví dụ điển hình.

Dưới tác động của khủng hoảng tài chính thế giới, kinh tế Việt Nam đã có những bất ổn về cân đối vĩ mô (tỷ giá, lạm phát, cán cân thương mại), dẫn đến chính sách tiền tệ và tài khóa thận trọng. Các tác giả kỳ vọng lý thuyết “Bird in hand”, hàm ý cổ đông ưa chuộng cổ tức hơn là lợi nhuận từ chênh lệch giá do tình trạng không chắc chắn) sẽ chi phối hành vi của các cổ đông lớn trong việc ra các quyết định tài chính dài hạn, cụ thể tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ gia tăng trong giai đoạn này và biến động cùng chiều với tỷ lệ sở hữu.

Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

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 có thể sử dụng tối đa lợi nhuận sau thuế vào các dự án rủi ro, thay vì chi trả cổ tức vì mục đích tư lợi cá nhân, dẫn đến các cổ đông phải gánh chịu những phí tổn do mâu thuẫn lợi ích này. 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. Lý thuyết này cho rằng, một tỷ lệ cổ tức cao, nghĩa là lợi nhuận giữ lại thấp, sẽ giảm vấn đề đại diện.

Lý thuyết hiệu ứng khách hàng cho rằng, nhà đầu tư khác nhau sẽ có những nhu cầu khác nhau và



BẢNG 1. THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU

Biến	Trung bình	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
DPR	0,5914	1,9947	0,0000	0,6057
STATE	0,2011	0,7956	0,0000	0,2391
FORG	0,1813	0,4900	0,0000	0,1577
PRIV	0,4349	0,9925	0,0261	0,2183
LEV	0,4544	0,8697	0,0069	0,1935
ROA	0,0841	0,6883	-0,1539	0,0843
SIZE	28,037	32,615	25,485	1,1920
GROW	0,8590	4,0215	0,1076	0,5872
CF	0,1071	0,8650	0,0004	0,1189

Nguồn: Tính toán của các tác giả

có xu hướng thích mua cổ phiếu của các công ty thực hiện những chính sách cổ tức đáp ứng được nhu cầu cụ thể của mình. Điều này xảy ra do sự khác biệt về thuế suất đối với cổ tức và chênh lệch giá cổ phiếu. Miller & Modigliani (1961) lập luận rằng để tối thiểu hóa các chi phí này nhà đầu tư sẽ ưu tiên lựa chọn những công ty nào có thể đem đến cho họ những lợi ích tốt nhất mà họ mong đợi. Tương tự như vậy, công ty hướng đến thu hút những đối tượng khách hàng khác nhau dựa trên chính sách cổ tức của họ qua các thời kỳ phát triển của mình.

Lý thuyết “Bird in hand” cho rằng, trong những giai đoạn bất ổn, cổ đông sẽ ưa thích cổ tức hơn là chênh lệch giá, vì trong giai đoạn này suất chiết khấu tăng lên, dẫn đến giá trị hiện tại của lợi nhuận giữ lại sẽ kém hấp dẫn hơn so với cổ tức.

Glen và cộng sự (1995) cho thấy, sở hữu nhà nước là một yếu tố quan trọng của quá trình ra quyết định cổ tức, khi quy định bảo vệ cổ đông còn hạn chế, bởi vì nhà nước là một nhà đầu tư có ảnh hưởng, có thể thực hiện các bước để bảo vệ cổ đông thiểu số bằng cách buộc các cổ đông nội bộ chi ra tiền mặt. Ứng hộ quan điểm này có Wei, Zhang và Xiao (2004) khi khảo sát các công ty niêm yết Trung Quốc giai đoạn 1995-2001, hay Trần Thị Hải Lý (2015) trên mẫu các công ty niêm yết Việt Nam giai đoạn 2008-2012.

Mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và chính sách cổ tức chưa rõ ràng, bởi tính không đồng nhất của hành vi nhà đầu tư nước ngoài, cũng như tính không ổn định của chính sách thu hút đầu tư từng quốc gia. Thanatawee (2013) và Manos (2002) không tìm thấy tác động của sở hữu nước ngoài lên chính sách cổ tức tại Thái Lan và Ấn Độ. Lam, Sami, Zhou (2012) tìm thấy bằng chứng về tác động tiêu cực của sở hữu nước ngoài lên chính sách cổ tức tại Trung Quốc. Trần Thị Hải Lý (2015) chỉ ra rằng tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ cùng chiều với sở hữu nước ngoài.

Theo Wei, Zhang và Xiao (2004), các nhà đầu tư tư nhân nhỏ không có sự khuyến khích, và cũng không có khả năng thu thập thông tin và giám sát việc quản lý. Những gì họ quan tâm là sự tăng hay giảm giá cổ phần mà họ sở hữu. Họ dựa vào việc tăng vốn cổ phần trong ngắn hạn chứ không phải là lợi nhuận cổ tức bằng tiền mặt. Thanatawee (2013) tìm thấy tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ ngược chiều với sở hữu tư nhân tại Thái Lan.

Giả thuyết nghiên cứu của nhóm tác giả xuất phát từ lý thuyết “Bird in hand”, do đó kỳ vọng mối quan hệ đồng biến giữa sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài và sở hữu tư nhân với tỷ lệ chi trả cổ tức tại Việt Nam sau khủng hoảng tài chính thế giới.

Mô hình nghiên cứu và dữ liệu

Mô hình nghiên cứu đề xuất:

$$DPR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STATE_{i,t} + \beta_2 FORG_{i,t} + \beta_3 PRIV_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 GROW_{i,t} + \beta_8 CFI_{i,t} + \beta_9 DPR_{i,t-1} + e_{i,t}$$

Trong đó:

+ $DPR_{i,t}$: Tỷ lệ chi trả cổ tức, đo bằng tỷ số giữa cổ tức cổ phần và thu nhập cổ phần.

+ $STATE_{i,t}$: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nhà nước.

Sau khủng hoảng tài chính thế giới, chính sách cổ tức của các doanh nghiệp Việt Nam phụ thuộc vào tỷ lệ sở hữu nhà nước và tư nhân trong nước. Hành vi này được giải thích bởi phản ứng của chủ sở hữu trước bất ổn của môi trường kinh doanh và trong dài hạn có thể gây tác động tiêu cực đến quyết định đầu tư trong doanh nghiệp.

+ $FORG_{i,t}$: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nước ngoài.

+ $PRIV_{i,t}$: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông tư nhân trong nước.

+ $LEV_{i,t}$: Đòn bẩy của công ty i ở năm t , đo bằng tỷ số giữa tổng nợ và tổng tài sản.

+ $ROA_{i,t}$: Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản

+ $SIZE_{i,t}$: Quy mô của công ty i ở năm t , đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.

+ $GROW_{i,t}$: Cơ hội tăng trưởng của công ty i năm t , đo bằng tỷ số giữa thị giá và giá sổ sách của vốn chủ sở hữu.

+ $CFI_{i,t}$: Khả năng thanh khoản của công ty i năm t , đo bằng tỷ số giữa tiền và tương đương tiền và tổng tài sản.

Mẫu dữ liệu trong bài nghiên cứu bao gồm 91 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch

BẢNG 2. KẾT QUẢ HỒI QUY BẰNG POOLED OLS, FEM VÀ GMM VỚI BIẾN PHỤ THUỘC LÀ DPR

	Pooled OLS	FEM	GMM
STATE	0,0579	1,8395***	2,2731***
FORG	-0,6935***	0,0314	0,0293
PRIV	-0,4614***	0,2736	0,9708**
LEV	-0,2079	-0,1313	0,0447
ROA	-1,5716***	-1,0607**	0,5164
SIZE	-0,1684***	0,0248	-0,2262*
GROW	-0,0104	-0,0005	-0,0037
CF	0,0980***	0,0058	0,0512
DPR(-1)	0,1393***	-0,1251***	0,0396
C	3,3101***	-0,5224	4,7071
F-statistic	11,12	2,04	
Prob (F-statistic)	0,0000	0,0000	

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

lớn thì yêu cầu tỷ lệ chi trả cổ tức càng cao. Điều này một mặt thể hiện, mức độ e ngại rủi ro cao của các doanh nghiệp quy mô lớn, mặt khác chứng tỏ thiếu hụt thanh khoản của doanh nghiệp dưới tác động của chính sách tiền tệ chặt chẽ, thận trọng.

Một số hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu cho thấy, sau khủng hoảng tài chính thế giới, chính sách cổ tức của các doanh nghiệp Việt Nam phụ thuộc vào tỷ lệ sở hữu nhà nước và tư nhân trong nước. Hành vi này được giải thích bởi phản ứng của chủ sở hữu trước bất ổn của môi trường kinh doanh và trong dài hạn có thể gây tác

động tiêu cực đến quyết định đầu tư trong doanh nghiệp. Kết quả này được kỳ vọng trở thành cơ sở thực tiễn cho một số hàm ý chính sách sau:

Một là, tiếp tục quá trình tái cấu trúc DNNN theo hướng giảm dần tỷ lệ sở hữu nhà nước, đặc biệt trong các ngành mà Nhà nước không nhất thiết phải nắm giữ cổ phần chi phối.

Hai là, tiếp tục ổn định các cân đối vĩ mô, nhằm giảm các bất ổn kỳ vọng đối với kinh tế tư nhân, nhằm khuyến khích đầu tư.

chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) trong giai đoạn 7 năm (từ 2009 đến 2015), đại diện cho giai đoạn sau khủng hoảng tài chính toàn cầu. Các dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính năm, báo cáo thường niên của các công ty niêm yết.

Phương pháp xử lý dữ liệu được sử dụng là hồi quy dữ liệu bảng và khắc phục các vi phạm thông qua kỹ thuật hồi quy system GMM.

Thảo luận kết quả nghiên cứu

Sau khủng hoảng tài chính thế giới, lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu có xu hướng sụt giảm nhưng tỷ lệ chi trả cổ tức có xu hướng tăng lên.

Sau khi đã lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp (FEM được lựa chọn so với pooled OLS và REM), đồng thời kiểm tra các vi phạm giả định (đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai sai số thay đổi), nhóm tác giả đã khắc phục bằng kỹ thuật system GMM (đáp ứng kiểm định Sargan và Arellano-Bond).

Kết quả Bảng 2 cho thấy, sở hữu nhà nước và sở hữu tư nhân trong nước đều có quan hệ cùng chiều với chính sách cổ tức, cụ thể là hệ số hồi quy giữa biến DPR với 2 biến STATE và PRIV lần lượt là 2,2731 (mức ý nghĩa 1%) và 0,9708 (mức ý nghĩa 5%), khẳng định giả thuyết nghiên cứu của nhóm tác giả. Sở hữu nước ngoài mặc dù có tương quan dương, nhưng lại không có ý nghĩa thống kê với chính sách cổ tức.

Ngoài ra, trong các biến kiểm soát đưa vào mô hình, chỉ có biến quy mô là có tương quan âm với biến phụ thuộc cho thấy, các doanh nghiệp có quy mô càng

Nguồn: Tính toán của các tác giả

động tiêu cực đến quyết định đầu tư trong doanh nghiệp. Kết quả này được kỳ vọng trở thành cơ sở thực tiễn cho một số hàm ý chính sách sau:

Một là, tiếp tục quá trình tái cấu trúc DNNN theo hướng giảm dần tỷ lệ sở hữu nhà nước, đặc biệt trong các ngành mà Nhà nước không nhất thiết phải nắm giữ cổ phần chi phối.

Hai là, tiếp tục ổn định các cân đối vĩ mô, nhằm giảm các bất ổn kỳ vọng đối với kinh tế tư nhân, nhằm khuyến khích đầu tư.

Tài liệu tham khảo:

1. Trần Thị Hải Lý (2015). Cấu trúc sở hữu và chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết: Bằng chứng tại Việt Nam. Tạp chí Phát triển và Hội nhập (UEF), Số 23, trang 72-78;
2. Gang Wei, J., Zhang, W., & ZeZhong Xiao, J. (2004). Dividend payment and ownership structure in China. In Corporate Governance (pp. 187-219). Emerald Group Publishing Limited;
3. Glen, J. D., Karmokolias, Y., Miller, R. R., & Shah, S. (1995). Dividend policy and behavior in emerging markets: To pay or not to pay. The World Bank;
4. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of financial economics, 3(4), 305-360;
5. Lam, K. C., Sami, H., & Zhou, H. (2012). The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market. China Journal of Accounting Research, 5(3), 199-216;
6. Manos, R. (2003). Dividend policy and agency theory: Evidence from Indian firms. South Asia Economic Journal, 4(2), 275-300;
7. Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. the Journal of Business, 34(4), 411-433;
8. Thanatawee, Y. (2013). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Thailand.