

ĐÁNH GIÁ VÀ ĐỀ XUẤT GIẢI PHÁP PHÂN PHỐI CỔ TỨC CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN HOSE

Lê Trương Niệm

Trường Đại học Công nghiệp Thực phẩm

Ngày gửi bài: 20/07/2014

Ngày chấp nhận đăng: 20/09/2014

Tóm tắt

Bài nghiên cứu này được thực hiện để đánh giá chính sách phân phối cổ tức của các công ty niêm yết trên HOSE, cụ thể là kiểm định lý thuyết dòng tiền tự do dựa trên mẫu gồm 100 công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2008-2012. Phù hợp với lý thuyết dòng tiền tự do những công ty chi trả cổ tức hoặc chi trả cổ tức cao hơn trung bình (47,36%) có dòng tiền tự do lớn. Nghiên cứu này cũng phát hiện những công ty chi trả cổ tức hay chi trả cổ tức cao thì có qui mô nhỏ. Lý do công ty nhỏ chi trả cổ tức hay chi trả cổ tức cao là vì muốn cứu giá cổ phiếu của mình trong bối cảnh thị trường chứng khoán giảm điểm.

Từ khóa: *cổ tức, chính sách phân phối cổ tức, dòng tiền tự do.*

EVALUATING AND SUGGESTING SOME SOLUTIONS TO DIVIDEND POLICY OF THE FIRMS LISTED ON THE HOSE

Abstract

This study has been conducted to evaluate dividend policy of the firms listed on the HOSE; particularly, it has tested the theory of free cash flow based on sample of 100 firms listed on the HOSE in the period 2008 -2012. The result shows that the dividend policy of the firms listed on the HOSE is consistent with the theory of free cash flow. This means that the firms pay dividends or higher dividend than average 47.36% have the largest free cash flow. This study also finds that the firms pay dividends or higher dividends are at the small size. Explaining for this, I suggest that small firms should pay dividends or higher dividends because they want to keep the stock price in the context of stock market declining.

Key words: *dividend, dividend policy, free cash flow.*

1. Giới thiệu

Chính sách phân phối cổ tức (CSPPCT) là một trong những chính sách quan trọng nhất trong việc nghiên cứu tài chính. Nhiều nhà nghiên cứu đã tìm hiểu lý do tại sao các công ty lại chi trả cổ tức, theo MM (1961) CSPPCT không làm thay đổi giá trị tài sản của cổ đông, được biết đến như là “một vấn đề nan giải” trong lĩnh vực tài chính. Sự giải thích cho lý do công ty chi trả cổ tức là nhằm giải quyết vấn đề người đại diện, vấn đề này cho rằng có xung đột lợi ích giữa người quản lý và cổ đông trong công ty. Theo phân tích của Easterbrook's (1984), vai trò giám sát vấn đề người đại diện của cổ tức là làm giảm bớt mâu thuẫn lợi ích giữ nhà quản lý và cổ đông. Vấn đề người đại diện theo phân tích của Jensen (1986) xuất hiện từ động cơ của nhà quản lý họ hành động vì lợi ích cá nhân của mình, với lượng tiền mặt dư thừa sẵn có họ đầu tư vào dự án có NPV âm, hoặc chi tiêu tiền mặt quá mức cho các khoản thưởng, thù lao. Như vậy, cổ tức làm giảm bớt vấn đề này bằng cách giảm dòng tiền tự do (DTTD) sẵn có để chi tiêu của nhà quản lý.

Tuy nhiên, tổng DTTD phụ thuộc vào nhu cầu vốn của công ty để tài trợ cho sự phát triển của công ty. Nhìn chung, những công ty đang trong giai đoạn phát triển với nhiều cơ hội đầu tư có xu hướng có DTTD thấp, do đó sẽ chi trả cổ tức thấp hơn. Trái lại, những công ty đang trong giai đoạn ổn định có ít dự án có khả năng sinh lời để đầu tư có xu hướng có DTTD cao do đó có khả năng chi trả cổ tức cao.

Trước đây có nhiều nghiên cứu về CSPPCT ở Mỹ và những thị trường tài chính phát triển, trong thời gian gần đây, những nhà nghiên cứu đã bắt đầu nghiên cứu CSPPCT của công ty ở thị trường mới nổi và gia tăng nhận thức rằng CSPPCT bị ảnh hưởng bởi bối cảnh nơi nó ra đời.

(Aivazian et al., 2003; La Porta et al., 2000; Naceur et al., 2006). Bài nghiên cứu này đánh giá CSPPCT của những công ty niêm yết (CTNY) trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP.HCM (HOSE) với nỗ lực làm sáng tỏ thêm về CSPPCT của các công ty ở thị trường mới nổi. Cụ thể là kiểm định lý thuyết DTTD bằng cách kiểm tra mối quan hệ giữa DTTD và việc chi trả cổ tức của những CTNY trên HOSE giai đoạn 2008-2012.

2. Lý thuyết dòng tiền tự do

Lý thuyết dòng tiền tự do (Jensen, 1986) giải thích việc chi trả cổ tức có ý nghĩa làm giảm bớt chi phí đại diện của DTTD. Lý thuyết DTTD cơ bản dựa vào tranh luận cho rằng có sự xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông. Có nghĩa là những nhà quản lý sử dụng nguồn lực của công ty để làm lợi cho chính họ hơn là hành động vì lợi ích tốt nhất của cổ đông (Jensen and Meckling, 1976). Hành động làm lợi cho riêng mình của nhà quản lý bao gồm việc chi tiêu lãng phí vào những trụ sở làm việc xa xỉ, liên doanh liên kết với các đối tác hay thu nhận nhân viên một cách vô lý. Do đó, dư thừa tiền mặt có thể làm phát sinh vấn đề đầu tư vượt mức bởi vì họ có thể phân bổ tiền vào những dự án có NPV âm. Để hạn chế vấn đề đầu tư vượt mức, Easterbrook (1984) và Jensen (1986) đề nghị những công ty phân phối tiền mặt dư thừa cho cổ đông dưới dạng cổ tức hoặc mua lại cổ phần. Bài nghiên cứu này kiểm tra liệu sự gia tăng cổ tức có được sử dụng như là một kỷ xảo để làm giảm bớt chi phí đại diện của dòng tiền tự do.

Một ngụ ý của lý thuyết DTTD là những công ty dư thừa tiền mặt thì đang trong giai đoạn ổn định với ít cơ hội đầu tư có xu hướng có vấn đề đầu tư vượt mức. Cho nên một công bố gia tăng cổ tức của những công ty này nên xuất hiện cùng lúc với sự phản ứng lại tích cực của thị trường chứng khoán bởi vì nó là tín hiệu báo với cổ đông rằng nhà quản lý sẽ không sử dụng lãng phí dòng tiền công ty. Lang and Litzenberger (1989) tập trung kiểm định đặc điểm này của lý thuyết DTTD. Họ sử dụng hệ số Tobin's Q (tỷ số giá trị thị trường/ giá trị tài sản) để xác định nhóm những công ty đầu tư vượt mức. Cụ thể, chỉ số Tobin's Q thấp cho thấy có vấn đề đầu tư vượt mức trong khi một chỉ số Tobin's Q cao hơn đảm bảo mức độ tối đa giá trị đầu tư. Kiểm tra mẫu gồm 429 sự thay đổi cổ tức thường xuyên giai đoạn 1979-1984, Lang and Litzenberger (1989) phát hiện rằng trung bình lợi tức công bố của sự thay đổi cổ tức lớn thì cao hơn nhiều ở những công ty có Tobin's Q thấp so với những công ty có Tobin's Q cao. Bằng chứng này phù hợp với lý thuyết DTTD cho rằng sự gia tăng cổ tức do mục đích của nhà quản lý muốn phát tín hiệu về vấn đề đầu tư vượt mức của công ty nhằm giảm bớt vấn đề đầu tư vượt mức, đó là nguyên nhân gây ra sự phản ứng lại đáng kể của thị trường chứng khoán.

Nghiên cứu 55 lời đề nghị mua lại cổ phiếu và 60 công bố cổ tức giai đoạn 1979-1989, Howe và cộng sự (1992) nhận thấy không có mối quan hệ giữa cổ tức công bố và hệ số Tobin's Q, một phát hiện trái ngược với Lang and Litzenberger (1989). Hơn nữa, họ còn hoài nghi cổ tức công bố và dòng tiền của công ty trước khi xem xét sự ảnh hưởng giữa Tobin's Q và dòng tiền. Tuy nhiên, họ không phát hiện mối quan hệ có ý nghĩa giữa cổ tức công bố và khả năng đầu tư vượt mức của công ty. Vì vậy, những phát hiện của họ thì không cung cấp bằng chứng ủng hộ lý thuyết DTTD.

Yoon và Stark (1995) kiểm tra mẫu gồm 4179 sự thay đổi cổ tức giai đoạn 1969-1988. Họ phát hiện sự gia tăng cổ tức trung bình có dấu hiệu bất thường của những công ty có Tobin's Q thấp thì cao hơn đáng kể so với những công ty có Tobin's Q cao. Tuy nhiên, không có sự khác nhau trong cường độ phản ứng lại của giá chứng khoán giữa hai nhóm này sau khi kiểm tra về qui mô của sự thay đổi cổ tức, tỷ suất cổ tức, và giá trị thị trường của công ty. Kết quả này thì trái

ngược với phát hiện của Lang and Litzenberger (1989) cho rằng có sự phản ứng lại của giá chứng khoán với cường độ cao hơn ở những công ty có Tobin's Q thấp so với những công ty có Tobin's Q cao. Kiểm tra của họ về việc sử dụng vốn của công ty sau khi thay đổi cổ tức cho thấy rằng có sự gia tăng (giảm) đáng kể trong việc sử dụng vốn theo sau sự tăng (giảm) cổ tức ở các công ty bất chấp cơ hội đầu tư của họ. Kết quả này phù hợp với lý thuyết DTTD.

Sử dụng mẫu gồm 6777 sự thay đổi cổ tức giai đoạn 1962-1988 để kiểm tra mối quan hệ giữa những công bố thay đổi cổ tức và sự phản ứng lại của giá chứng khoán, Denis và cộng sự (1994) phát hiện rằng cổ tức bất thường trong sự thay đổi cổ tức thì có mối quan hệ dương với cường độ thay đổi cổ tức và mức tỷ suất cổ tức, nhưng không có quan hệ với Tobin's Q. Hơn nữa, phát hiện của họ cho thấy rằng những nhà phân tích xem xét lại dự báo của họ về những khoản thu nhập tương lai theo sau những công bố thay đổi cổ tức và rằng những công ty có Tobin's Q thấp trên thực tế tăng (giảm) việc sử dụng vốn theo sau sự tăng (giảm) cổ tức. Nhìn chung, phát hiện của họ không ủng hộ lý thuyết DTTD.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Tác giả sử dụng phương pháp phân vị, thống kê mô tả và hồi qui logit để đánh giá CSPPCT, cụ thể là kiểm định lý thuyết DTTD dựa trên mẫu gồm 500 quan sát của 100 CTNY trên HOSE giai đoạn 2008 – 2012, theo mô hình sau:

$$Y = \beta_1 + \beta_2 FCF + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 MTB$$

Lý do tác giả chọn phương pháp nghiên cứu như trên là vì tác giả học hỏi các nghiên cứu trước (Fama và French (2001), Xi He et al. (2009), Ming-Hui Wang et al. (2011), Yordying Thanatawee (2011)) khi đánh giá CSPPCT của các công ty thì các nghiên cứu này đều sử dụng phương pháp phân vị chia các công ty trong mẫu thành nhiều nhóm để đánh giá và so sánh nên trong nghiên cứu này tác giả cũng chia các công ty trong mẫu thành hai nhóm để đánh giá cụ thể như sau: (1) nhóm chi trả cổ tức và không chi trả cổ tức, (2) nhóm chi trả cổ tức cao và nhóm chi trả cổ tức thấp so với giá trị trung bình (47,36%). Giống hầu hết các bài nghiên cứu khoa học, tác giả cũng sử dụng thống kê mô tả (giá trị trung bình, trung vị, nhỏ nhất, lớn nhất) trong nghiên cứu của mình. Kế thừa các nghiên cứu của Fama và French (2001), Denis và Osobov (2008), Xi He et al. (2009), Ming-Hui Wang et al. (2011), Zainul Kisman (2013) tác giả sử dụng phương pháp hồi qui logit với biến phụ thuộc Y đại diện cho CSPPCT là một biến giả chỉ nhận hai giá trị là 0 và 1 để đánh giá. “Hồi qui logit là một công cụ mà chúng ta có thể sử dụng để phân tích khả năng các công ty phân phối cổ tức hoặc không phân phối cổ tức, phân phối cổ tức cao hay phân phối cổ tức thấp. Hồi qui logit là một hồi qui mà biến phụ thuộc là một biến định tính, có thể chia biến định tính thành 2 trường hợp (binary logit), hoặc có thể chia biến định tính thành nhiều hơn hai trường hợp (multinomial). Hồi qui logit không đòi hỏi giả định các biến độc lập có phân phối chuẩn.” (Zainul Kisman, 2013, trang 695).

3.2. Định nghĩa biến

Biến phụ thuộc Y

Biến phụ thuộc Y là tỷ lệ chi trả cổ tức (TLCTCT) đại diện cho CSPPCT.

$$\text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức mỗi cổ phần (DPS)}}{\text{Thu nhập mỗi cổ phần (EPS)}}$$

Biến dòng tiền tự do (FCF)

Dòng tiền tự do được định nghĩa là dòng tiền mặt trên một đơn vị tài sản. Cách đo lường DTTD của tác giả trong bài báo này được sử dụng như trong bài nghiên cứu Crutchley và Hansen (1989) là nguồn vốn sẵn có để quản lý công ty trước khi được quyết định đầu tư vốn vào các dự án; được bao gồm lợi nhuận sau thuế thu nhập, khấu hao và chi phí lãi vay của công ty.

$$\text{Dòng tiền tự do (FCF)} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{khấu hao} + \text{lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Theo nghiên cứu Jensen (1986) thì CSPPCT là dòng tiền mặt vượt trội của công ty nên chi trả cổ tức cho các cổ đông để làm giảm lượng tiền thuộc về quản lý của các đại diện công ty, từ đó làm giảm chi phí đại diện khi công ty có ít cơ hội đầu tư vào các dự án có khả năng sinh lợi cao.

Tác giả kỳ vọng DTTD và CSPPCT có mối quan hệ tương quan cùng chiều giống như các kết quả nghiên cứu của Rozeff (1982), Jensen (1992).

Biến qui mô công ty (SIZE)

Tác giả đo lường biến qui mô bằng logarit tổng tài sản, giống nhiều bài nghiên cứu trước như Gugler và Yurtoglo (2003); Faris và cộng sự (2012)

$$\text{Qui mô (SIZE)} = \text{Log (Tổng tài sản)}$$

Theo Smith và Watts (1992) thì các công ty có qui mô lớn hơn thì chi trả cổ tức nhiều hơn.

Gugler và Yurtoglo (2003) nghiên cứu 266 công ty lớn của Đức trong giai đoạn 1992 – 1998, trong đó qui mô công ty được tính bằng logarit tổng tài sản, kết quả cho thấy CSPPCT có mối quan hệ nghịch chiều qui mô công ty. Có nghĩa là công ty lớn có xu hướng phân phối cổ tức thấp hơn các công ty nhỏ.

Biến đòn bẩy tài chính (LEV)

Đòn bẩy tài chính của công ty cũng ảnh hưởng đến CSPPCT. Tác giả đo lường đòn bẩy tài chính như trong nghiên cứu Kouki và Guizani (2009) là tỷ lệ nợ dài hạn và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu

$$\text{Đòn bẩy tài chính (LEV)} = \frac{\text{Tổng nợ dài hạn}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

Theo Jensen và Meckling (1976), Jensen (1986) và Stulz (1990) thì đòn bẩy tài chính có vai trò quan trọng trong giám sát các nhà quản lý của công ty để làm giảm chi phí đại diện. Khi các công ty có tỷ lệ nợ cao thì chi trả cổ tức ít hơn. Thêm vào đó thì khi các công ty đi vay nợ, các hợp đồng vay nợ đòi hỏi phải có điều khoản đảm bảo thanh toán. Tác giả mong đợi một mối quan hệ ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và CSPPCT.

Biến cơ hội tăng trưởng MTB

Tác giả đo lường cơ hội tăng trưởng là tỷ lệ giá trị thị trường của công ty và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu theo nghiên cứu Farinha (2002).

$$\text{Cơ hội tăng trưởng (MTB)} = \frac{\text{Giá trị thị trường của công ty}}{\text{Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu}}$$

Theo nghiên cứu Rozeff (1982) thì CSPPCT bị ảnh hưởng ngược chiều với cơ hội tăng trưởng của công ty. Chính vì vậy trong mô hình tác giả dự đoán khả năng tăng trưởng của công ty có mối quan hệ ngược chiều với CSPPCT bởi vì khi công ty có cơ hội tăng trưởng trong tương lai, họ sẽ giữ lại một lượng lớn tiền mặt để tránh các chi phí giao dịch tài chính khi vay nguồn vốn bên ngoài, do đó sẽ chi trả cổ tức ít hơn.

Bảng 1: Dự báo mối quan hệ giữa các biến độc lập và chính sách cổ tức

STT	Tên biến	Ký hiệu	Mối quan hệ mong đợi
1	Dòng tiền tự do	FCF	+
2	Quy mô công ty	SIZE	+
3	Cơ hội tăng trưởng	MTB	-
4	Đòn bẩy tài chính	LEV	-

4. Kết quả thực nghiệm

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2: thống kê mô tả các biến phân tích

Biến	Trung bình	Sai số chuẩn	Khoảng tin cậy (95%)
DIV	0.47358	0.0357481	0.4033447 - 0.5438153
FCF	0.29872	0.0100002	0.2790722 - 0.3183678
SIZE	6.02066	0.0225974	5.976262 - 6.065058
MTB	0.93442	0.0284145	0.8785931 - 0.9902469
LEV	1.29186	0.0550482	1.183705 - 1.400015

Nguồn: tác giả tính toán với Stata 11, dữ liệu gồm 100 CTNY trên HOSE giai đoạn 2008–2012

Bảng 2: trình bày thống kê mô tả về những biến có liên quan được sử dụng trong phân tích. Cho thấy rằng trung bình tỷ lệ chi trả cổ tức là 47,36% ở Việt Nam thì thấp hơn so với ở Thái Lan là 63,91% (Yordying Thanatawee, 2011), cao khi so sánh với nước Mỹ là 33% (Aviazian et al., 2003) cho dù Việt Nam là nước có luật bảo vệ cổ đông thấp. Trung bình biến dòng tiền tự do (FCF) của các công ty ở Việt Nam là 0,30 cao hơn ở Thái Lan là 0,12 (Yordying Thanatawee, 2011). Thêm vào đó, giá thị trường trên giá trị sổ sách là 0,93 thấp hơn giá thị trường trên giá trị sổ sách là 1,5971 ở Thái Lan theo báo cáo của Yordying Thanatawee (2011) và ở Mỹ là 1,3 theo chứng minh của DeAngelo và cộng sự. (2006).

Bảng 3: Giá trị trung bình của các biến trong mỗi nhóm chi trả và không chi trả cổ tức

Biến	Không chi trả (n=128)		Chi trả (n=372)	
	Trung bình	Sai số chuẩn	Trung bình	Sai số chuẩn

FCF	0,2427	0,0189	0,3179	0,0116
SIZE	9.2000	0.0515	5,9589	0,0238
MTB	0,7619	0,0589	0,9937	0,0318
LEV	1,6760	0,1260	1,1596	0,0585

Nguồn: tác giả tính toán với Stata 11, dữ liệu gồm 100 CTNY trên HOSE giai đoạn 2008–2012

Qua kết quả thống kê mô tả ở **bảng 3** ta thấy những công ty chi trả cổ tức có dòng tiền tự do lớn, qui mô công ty nhỏ, cơ hội tăng trưởng cao và đòn bẩy tài chính thấp, cơ hội tăng trưởng lớn và nợ thấp hơn các công ty không chi trả cổ tức

Bảng 4: Giá trị trung bình của các biến trong mỗi nhóm chi trả cổ tức cao và thấp so với giá trị trung bình (47,36%)

Biến	TLCTCT thấp (n=281)		TLCTCT cao (n=219)	
	Trung bình	Sai số chuẩn	Trung bình	Sai số chuẩn
FCF	0,2818	0,0125	0,3203	0,0160
SIZE	6,1492	0,0309	5,8556	0,0295
MTB	0,9664	0,0428	0,8932	0,0344
LEV	1,3777	0,0766	1,1816	0,0778

Nguồn: tác giả tính toán với Stata 11, dữ liệu gồm 100 CTNY trên HOSE giai đoạn 2008–2012

Bảng 4 cho thấy những công ty có TLCTCT cao có dòng tiền tự do lớn, qui mô công ty nhỏ hơn so với những công ty có TLCTCT thấp. Cơ hội tăng trưởng và nợ của các công ty có TLCTCT cao thì nhỏ hơn những công ty có TLCTCT thấp nhưng không đáng kể. Kết quả này sẽ được khẳng định thông qua hồi qui logit.

4.2. Hồi qui logit

Bảng 5: Kết quả hồi qui logit giữa nhóm chi trả và không chi trả cổ tức

Y	Coef.	STD. Err.	t-statistic	P> t	[95% Conf. Interval]	
FCF	1,2260*	0,5603	2,19	0,029	0,1277	2,3243
SIZE	-1,1350**	0,2384	-4,76	0,000	-1,6023	-0,6677
MTB	0,9666**	0,2196	4,40	0,000	0,5362	1,3971
LEV	-0,1829*	0,0889	-2,06	0,040	-0,3572	0,008

-cons	7,0420	1,4019	5,02	0,000	4,2943	0,7897
** và * thể hiện mức ý nghĩa lần lượt là 1% và 5% Biến phụ thuộc Y là biến giả nhận giá trị 1 nếu công ty chi trả cổ tức và 0 nếu công ty không chi trả cổ tức						

Nguồn: tác giả tính toán với Stata 11, dữ liệu gồm 100 CTNY trên HOSE giai đoạn 2008–2012

Qua bảng 5 cho thấy những công ty chi trả cổ tức là những công ty có dòng tiền tự do lớn, công ty có tỷ lệ nợ thấp với độ tin cậy 95% hay mức ý nghĩa 5%. Phát hiện này phù hợp với lý thuyết dòng tiền tự do cho rằng những công ty có dòng tiền tự do cao thì chi trả cổ tức và cũng phù hợp với các nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976), Jensen (1986) và Stulz (1990) cho rằng những công ty có nợ thấp thì có khả năng chi trả cổ tức cao. Không như mong đợi, những công ty có qui mô nhỏ thì chi trả cổ tức với độ tin cậy 99%, phát hiện này giống với nghiên cứu Gugler và Yurtoglu (2003). Ngoài ra, bảng 5 cũng chỉ ra rằng những công ty có cơ hội tăng trưởng lớn thì khả năng chi trả cổ tức cao với độ tin cậy 99%, điều này trái ngược với dự báo lý thuyết. Theo quan điểm của tác giả thì lý do các công ty có cơ hội tăng trưởng lớn nhưng chi trả cổ tức là vì tình hình kinh tế nước ta giai đoạn 2008 – 2012 thật sự khó khăn, nên mặc dù các công ty có cơ hội tăng trưởng cao thì họ không mạo hiểm đầu tư, mở rộng sản xuất kinh doanh mà sử dụng lượng tiền này để chi trả cổ tức vì kinh tế suy thoái.

Bảng 6: Kết quả hồi qui logit giữa nhóm chi trả cổ tức cao và thấp so với giá trị trung bình

Y	Coef.	STD. Err.	t-statistic	P> t	[95% Conf. Interval]	
FCF	0,9174*	0,4436	2,07	0,039	0,0478	1,7870
SIZE	-1,3474**	0,2250	-5,99	0,000	-1,7885	-0,9064
MTB	-0,0194	0,1647	-0,12	0,906	-0,3423	0,3033
LEV	0,0701	0,0857	0,82	0,413	-0,0978	0,2380
-cons	7,4770	1,288	5,80	0,000	4,9517	10,0023
** và * thể hiện mức ý nghĩa lần lượt là 1% và 5% Biến phụ thuộc Y là biến giả nhận giá trị 1 nếu công ty chi trả cổ tức cao và 0 nếu công ty chi trả cổ tức thấp so với trung bình là 47,36%						

Nguồn: tác giả tính toán với Stata 11, dữ liệu gồm 100 CTNY trên HOSE giai đoạn 2008–2012

Qua bảng 6 với độ tin cậy 95% chúng ta có thể khẳng định rằng, phù hợp với lý thuyết dòng tiền tự do, những công ty chi trả cổ tức cao là những công ty có dòng tiền tự do lớn. Những công ty chi trả cổ tức cao là những công ty có qui mô nhỏ với độ tin cậy 99%. Lý do các công ty nhỏ chi trả cổ tức cao theo quan điểm của tác giả là vì thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008 -2012 giảm điểm liên tục, cho nên các nhà đầu tư bị thua lỗ, các công ty nhỏ ít được biết đến chi trả cổ tức cao nhằm giữ giá cổ phiếu của công ty mình.

5. Kết luận và đề xuất giải pháp

5.1. Kết luận

Bài báo này đánh giá CSPPCT cụ thể là kiểm định lý thuyết dòng tiền tự do dựa trên mẫu 100 CTNY trên HOSE giai đoạn 2008 – 2012. Kết quả cho thấy việc phân phối cổ tức của các CTNY trên HOSE phù hợp với lý thuyết dòng tiền tự do, nghĩa là các công ty chi trả cổ tức hay chi trả cổ tức cao hơn mức trung bình là 47,36% thì có dòng tiền tự do lớn. Bài nghiên cứu này còn phát hiện những công ty chi trả cổ tức hay chi trả cổ tức cao thì có qui mô nhỏ, những phát hiện này phù hợp với nghiên cứu của Gugler và Yurtoglu (2003), giải thích cho điều này tác giả cho rằng các công ty nhỏ chi trả cổ tức hay trả cổ tức cao là vì muốn giữ giá cổ phiếu của công ty trong bối cảnh thị trường chứng khoán sụt giảm. Điều này làm cho tác giả nghi ngờ liệu các công ty có chi trả cổ tức để đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư không? Do đó tác giả đề nghị hướng nghiên cứu xa hơn là kiểm định lý thuyết đáp ứng nhu cầu trong việc phân phối cổ tức của các công ty trên HOSE.

5.2. Đề xuất giải pháp

Dành cho nhà đầu tư

Thông qua kết quả nghiên cứu trên, tùy theo kỳ vọng của nhà đầu tư cá nhân hay các tổ chức đầu tư mà có thể lựa chọn danh mục phù hợp với mình. Những nhà đầu tư cá nhân và các tổ chức đầu tư mong muốn nhận cổ tức bằng tiền mặt và kỳ vọng nhận cổ tức cao nên đầu tư vào những công ty có qui mô nhỏ và dòng tiền tự do lớn. Đối với các nhà đầu tư khác, mong muốn có nguồn thu từ chênh lệch giá cổ phiếu nên đầu tư vào những công ty có qui mô lớn vì họ sẽ giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, không chia hoặc chia cổ tức ở mức thấp.

Dành cho công ty niêm yết

Các công ty niêm yết nên xem xét lại CSPPCT của công ty vì kết quả của bài nghiên cứu này chỉ ra rằng những công ty có cơ hội tăng trưởng lớn thì khả năng chi trả cổ tức cao với độ tin cậy 99%, điều này trái ngược với các nguyên tắc thông thường. Nên tác giả khuyến nghị các công ty có cơ hội tăng trưởng lớn nên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư thay vì chi trả cổ tức để giảm các chi phí giao dịch, chi phí tài chính của công ty nếu đi vay từ bên ngoài.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). “Dividend Policy and the Organization of Capital Markets”. *Journal of Multinational Financial Management* 13, 101-121
- [2] Crutchley, C., & Hansen, R., (1989). “A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends”. *Financial Management* 18, pp. 36-76.
- [3] DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R.M. (2006). “Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory”. *Journal of Financial Economics* 81, 227-254
- [4] Denis, D.J., Denis, D.K., & Sarin, A. (1994). “The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, Dividend Clientele”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, 567-587
- [5] Easterbrook, F.H. (1984). “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”. *American*

Economic Review 74, 650-659.

- [6] Fama Eugene F. and French Kenneth R, 2001. “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?”. *Journal of Financial Economics*, Volume 60, 2001, pp. 3-43.
- [7] Faris Nasif Al-Shubiri, Ghassan Al Taleb, Abd Al Naser Al-Zoued, 2012. “The relationship Between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation”. *Review of International Comparative Management* 13.
- [8] Gugler, K., Yurtoglu, B., (2003). “Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany”. *Working paper, University of Vienna*.
- [9] Howe, K.M., He, J., & Kao, G.W. (1992). “One-time Cash Flow Announcements and Free Cash Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends”. *Journal of Finance* 47, 1963-1974
- [10] Jensen, M. & Meckling, W. (1976). “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- [11] Jensen, M. (1986). “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover”. *American Economic Review* 76, 323-329.
- [12] Kouki Mondher and Guizani Moncef (2009). “Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Exchange market”. *Eurojournals Publishing, Inc., 2009. [Online] Available: <http://www.eurojournals.com>*.
- [13] Lang, L.H.P. & Litzenberger, R.H. (1989). “Dividend Announcements: Cash Flow Signalling versus Free Cash Flow Hypothesis?”. *Journal of Financial Economics* 24, 181-192
- [14] Miller, M. and F. Modigliani (1961). “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”. *Journal of Business*, 34, 411- 433.
- [15] Rozeff, Micheal S., 1982. “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios”. *The Journal of Financial Research* 5, pp. 249-259.
- [16] Thanatawee, Y. (2011). “Life-Cycle and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand”. *International Journal of Financial Research*, 2, 2, 52-60
- [17] Yoon, P.S. & Starks, L.T. (1995). “Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements”. *Review of Financial Studies* 8, 995-1018
- [18] Zainul Kisman (2013). “Factors Influencing Dividend: Pay or Not to Pay on the Indonesia Stock Exchange”. *International Journal of Innovations in Business*.