
TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC BẰNG TIỀN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Nguyễn Phúc Hiền

Trường Đại học Ngoại thương

Email: hiengnuyenphuc@ftu.edu.vn

Ngô Thị Thúy Huyền

Trường Đại học Ngoại thương

Email: thuyhuyen2809@gmail.com

Mã bài báo: JED-1109

Ngày nhận: 03/02/2023

Ngày nhận bản sửa: 06/03/2023

Ngày duyệt đăng: 14/03/2023

DOI: 10.33301/JED.VI.1109

Tóm tắt:

Nghiên cứu xem xét tác động của chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt đến giá trị của 214 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2011-2021. Bằng việc sử dụng mô hình dữ liệu bảng với các phương pháp Pooled OLS, Fixed Effect Model và Random Effect Model, nghiên cứu chỉ ra chính sách trả cổ tức tiền mặt tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp bên cạnh 3 yếu tố: lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, vòng quay tài sản và quy mô doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu còn cho thấy trong giai đoạn đại dịch Covid-19 (2019-2021), việc trả cổ tức tiền mặt tác động mạnh hơn lên giá trị doanh nghiệp so với giai đoạn trước Đại dịch.

Từ khóa: Chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt, giá trị doanh nghiệp, HOSE, dữ liệu bảng.

Mã JEL: G11, G32, G35.

Impact of cash dividend policy on the value of firms listed on Ho Chi Minh Stock Exchange

Abstract:

This study is conducted to investigate the impact of the cash dividend policy on the value of 214 firms listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) in the period 2011-2021. By using panel data and methods the Pooled OLS, Fixed effect model and Random effect model, the results indicate that cash dividend payout has a positive and significant impact on firm value, besides return on equity, asset turnover and firm size. In addition, the research also illustrates that the impact of cash dividend payout on firm value during the Covid-19 pandemic period (2019-2021) is higher compared to the pre-crisis period.

Keywords: Cash dividend policy, firm value, HOSE, panel data.

JEL Codes: G11, G32, G35.

1. Giới thiệu

Với sự phát triển nhanh chóng của thị trường chứng khoán ở Việt Nam những năm gần đây, các doanh nghiệp đã sử dụng thêm nhiều kênh tài chính và các nhà đầu tư cá nhân cũng có nhiều lựa chọn hơn trong việc đầu tư tài sản của mình. Trong đó, chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt không chỉ liên quan đến vấn đề tài chính và sự phát triển của doanh nghiệp mà còn liên quan đến sở thích lựa chọn cổ phiếu của các nhà đầu tư cá nhân. Do đó, dù ở góc độ doanh nghiệp hay nhà đầu tư, việc trả cổ tức bằng tiền mặt vẫn là một chủ đề nóng được nhiều người quan tâm. Trả cổ tức bằng tiền mặt là một loại phân phối cổ tức, trong đó các doanh nghiệp niềm yết trích một phần lợi nhuận để trả lại cho nhà đầu tư bằng tiền mặt theo cổ phiếu của họ sau khi giữ lại lợi nhuận. Việc phân chia cổ tức bằng tiền mặt phụ thuộc vào đánh giá của ban giám đốc nội bộ và các chính sách điều tiết bên ngoài. Nhìn chung, khi các công ty có cơ hội đầu tư tốt, ban lãnh đạo có xu hướng giữ nhiều vốn hơn để đầu tư và giảm mức phân phối cổ tức bằng tiền mặt. Ngược lại, khi các cơ hội đầu tư không còn nhiều triển vọng, ban lãnh đạo lại có xu hướng chia cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông và giảm mức đầu tư.

Về lâu dài, cổ tức được trả bằng tiền mặt sẽ quyết định hành vi đầu tư của nhà đầu tư và ảnh hưởng đến mức độ, xu hướng của giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Mặc dù mối quan hệ của chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt và giá trị doanh nghiệp đã được nghiên cứu trong nhiều năm qua nhưng vẫn chưa đạt được sự đồng thuận do có nhiều tranh cãi giữa các nhà nghiên cứu khác nhau. Một số nhà nghiên cứu tin rằng việc trả cổ tức bằng tiền mặt thấp và lợi nhuận giữ lại cao không những làm giảm áp lực tài chính của các doanh nghiệp mà còn giúp tái đầu tư cũng như giúp cải thiện giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, cũng có một số nhà nghiên cứu khác tin rằng việc trả cổ tức bằng tiền mặt cao có thể cải thiện giá trị doanh nghiệp như một cách để đạt được danh tiếng tốt, giúp giảm chi phí tài chính của doanh nghiệp trong tương lai.

Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, sau cuộc khủng hoảng từ đại dịch Covid-19, việc chi trả cổ tức có tác động đến tăng trưởng giá trị doanh nghiệp hay không vẫn là một câu hỏi cần nghiên cứu. Bằng chứng thực nghiệm của chúng tôi cho thấy sự đánh giá rõ ràng hơn về chính sách cổ tức tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết, mặt khác, xác định mức độ nghiêm trọng của Covid-19 đối với giá trị doanh nghiệp và đưa ra chính sách cổ tức phù hợp với tình hình tài chính và kỳ vọng tăng trưởng của doanh nghiệp. Nghiên cứu này nhằm trả lời câu hỏi: Liệu có hay không sự tác động của chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt đến giá trị doanh nghiệp; đại dịch Covid-19 tác động như thế nào tới chính sách cổ tức của các doanh nghiệp so với giai đoạn trước đó.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

2.1. Các nghiên cứu về lý thuyết

Các nghiên cứu trước cho thấy các quan điểm khác nhau về mối quan hệ giữa chính sách chi trả cổ tức và giá trị doanh nghiệp. Miller & Modigliani (1961) đưa ra quan điểm về chính sách cổ tức không tác động tới giá trị doanh nghiệp (lý thuyết M&M). Lý thuyết M&M chỉ ra cổ tức không liên quan đến giá cổ phiếu, do đó không có bất kỳ tác động nào của chính sách cổ tức tiền mặt đến giá trị doanh nghiệp. Giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào thu nhập, được xác định bởi lợi nhuận của doanh nghiệp, rủi ro của tài sản hoặc các chính sách đầu tư. Black & Scholes (1974), Miller & Scholes (1978, 1982), Hakansson (1982) cũng có cùng quan điểm và ủng hộ lý thuyết M&M. Tuy nhiên, Lease & cộng sự (1999) chỉ trích lý thuyết này không thực tế và không đáng tin cậy, chỉ đúng trong một thị trường hoàn hảo với nhiều giả định ràng buộc. Brunzell & cộng sự (2014), Khan & cộng sự (2017), Li & Zhao (2008), Saeed & Sameer (2017) cũng nhấn mạnh rằng các giả định không hoàn hảo của thị trường như bất cân xứng thông tin, thuế, rủi ro không chắc chắn và chính sách đầu tư có thể thay đổi kết luận về ảnh hưởng của chính sách cổ tức lên giá trị doanh nghiệp. DeAngelo & DeAngelo (2006) lập luận rằng việc chi trả cổ tức hầu hết đều có tác động đến giá trị doanh nghiệp, ngay cả trong thị trường hoàn hảo.

Thông qua phân tích mô hình vốn hoá cổ tức, Walter (1963) khẳng định vai trò quan trọng của chính sách cổ tức trong việc xác định giá trị doanh nghiệp. Dựa vào lý thuyết chính sách cổ tức tiền mặt cao, Lintner (1962) và Gordon (1963) chỉ ra rằng các nhà đầu tư có xu hướng đầu tư vào các công ty trả cổ tức bằng tiền mặt thay vì các công ty giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư do cổ tức tiền mặt ít rủi ro hơn lãi vốn trong tương lai. Các công ty muốn tối đa hoá giá trị doanh nghiệp thì nên thực hiện chi trả mức cổ tức tiền mặt cao (Baker & Powell, 1999).

Mặt khác, theo lập luận về hiệu ứng thuế, tỷ lệ chi trả cổ tức thấp sẽ làm giảm chi phí vốn và tăng giá trị doanh nghiệp. Mô hình nghiên cứu của Brennan (1970) cho rằng đối với các công ty trả cổ tức cao thì nhà đầu tư sẽ yêu cầu tỷ suất sinh lợi cao hơn các công ty trả cổ tức thấp để bù đắp khoản thuế mà họ phải trả khi nhận cổ tức tiền mặt. Nghiên cứu thực nghiệm của Litzemberger & Ramaswamy (1979) ủng hộ lý thuyết về hiệu ứng thuế khi cung cấp bằng chứng rằng các công ty có thể tối đa hoá giá trị doanh nghiệp bằng cách giảm tỷ lệ chi trả cổ tức.

Các học giả khác thảo luận rằng có thể xảy ra mâu thuẫn lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông trong doanh nghiệp do bất cân xứng thông tin. Theo Jensen & Meckling (1976), việc chi trả cổ tức có thể sắp xếp lại lợi ích các bên và giảm thiểu chi phí đại diện giữa các nhà quản lý và cổ đông. Giá trị doanh nghiệp được tác động tích cực bởi chính sách cổ tức do chính sách này được triển khai để giảm thiểu các mâu thuẫn về quyền đại diện giữa các nhà quản lý và cổ đông thông qua việc giảm chi phí đại diện. Lý thuyết đưa ra hàm ý rằng công ty thực hiện tỷ lệ chi trả cổ tức cao có giá trị doanh nghiệp lớn hơn khi chi phí đại diện giảm (Gitman, 2010).

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Một số nghiên cứu hỗ trợ cho lý thuyết rằng chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp, Anton (2016) kết luận rằng tỷ lệ chi trả cổ tức có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp bằng ước lượng mô hình tác động cố định (FEM). Đặng Ngọc Hưng & cộng sự (2021) kết luận chính sách cổ tức có tác động đáng kể đến giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn 2006-2017. Bằng phương pháp GMM, Hansda & cộng sự (2020) cho thấy chính sách cổ tức có tác động tích cực đến các doanh nghiệp trong ngành ô tô và phần mềm, nhưng lại không ảnh hưởng đến các doanh nghiệp ngành dược.

Các nghiên cứu tìm thấy tác động của chính sách cổ tức lên giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào chính sách cổ tức tiền mặt ổn định. Geng & Liu (2011) chỉ ra rằng giá trị doanh nghiệp có mối tương quan nghịch với mức cổ tức tiền mặt tăng dần và giảm dần trên mỗi cổ phiếu nhưng lại có mối tương quan thuận với mức cổ tức tiền mặt ổn định trên mỗi cổ phiếu. Bằng cách sử dụng dữ liệu bảng trong giai đoạn 2002-2011 của các doanh nghiệp ở Trung Quốc, Hu & Chen (2012) cũng cho rằng những công ty tuân theo chính sách cổ tức ổn định sẽ có giá trị công ty lớn hơn những công ty không tuân theo chính sách cổ tức ổn định.

Wang & cộng sự (2013) nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị 132 công ty bất động sản, và cho rằng cổ tức bằng tiền có ảnh hưởng đáng kể đến giá trị doanh nghiệp so với cổ tức bằng cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu được ủng hộ bởi Nguyễn Ngọc Huy & Trương Thị Mỹ Trâm (2016), nhóm tác giả chỉ ra rằng chính sách cổ tức bằng tiền có tác động lớn đến giá trị doanh nghiệp, trong khi đó cổ tức bằng cổ phiếu không tác động nhiều và không có ý nghĩa thống kê. Từ góc độ này, các doanh nghiệp nên trả cổ tức càng nhiều càng tốt trong giới hạn tài chính hợp lý để kích thích đầu tư (Wang & cộng sự, 2018).

Budagaga (2017) thực hiện nghiên cứu dựa trên mô hình lợi nhuận thặng dư do Ohlson phát triển vào năm 1995. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ cùng chiều đáng kể giữa chi trả cổ tức và giá trị doanh nghiệp; hơn nữa, giá trị sổ sách và lợi nhuận thặng dư cũng có tác động đáng kể đến giá trị của doanh nghiệp. Tác giả nhận thấy rằng các phát hiện có xu hướng ủng hộ lý thuyết chi phí đại diện hơn là lý thuyết phát tín hiệu. Mặt khác, nghiên cứu của Nwamaka & Ezeabasili (2017) cho thấy giá trị doanh nghiệp bị ảnh hưởng rất nhiều bởi chính sách cổ tức, mô hình phù hợp với lý thuyết phát tín hiệu. Tuy nhiên, Ejem & Ogbonna (2019) cho rằng chính sách cổ tức có tác động đến giá trị của doanh nghiệp nhưng không đáng kể, trong khi thu nhập có ảnh hưởng tích cực và đáng kể đến giá trị doanh nghiệp.

Amidu (2007) kết luận rằng chính sách cổ tức có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Cùng quan điểm trên, Gharaibeh & Qader (2017) nghiên cứu 40 doanh nghiệp từ các lĩnh vực khác nhau cũng đưa ra kết luận chính sách cổ tức và đòn bẩy có mối quan hệ ngược chiều với giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này cũng trùng với kết quả nghiên cứu của Sondakh (2019).

Các nghiên cứu về tác động của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam tuy chưa nhiều nhưng cũng có đóng góp đáng kể về mặt thực nghiệm. Nghiên cứu của Đặng Thị Quỳnh Anh & Phạm Thị Yên Nhi (2015), Phạm Ngọc Toàn & Phạm Xuân Quang (2017) cho rằng có mối tương quan thuận giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường của các doanh nghiệp. Ngược lại, Võ Xuân Vinh (2014), Phan Trọng Nghĩa & Nguyễn Ngô Bảo Linh (2017) phát hiện tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa cổ tức và giá trị thị trường của các doanh nghiệp.

Tóm lại, không có sự đồng thuận trong nghiên cứu về tác động của chính sách chi trả cổ tức đối với giá trị của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, chưa có nghiên cứu nào xem xét tác động của khủng hoảng Covid-19 đối với mối quan hệ giữa chính sách cổ tức tiền mặt và giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam. Liệu chính sách chi trả cổ tức cao hay thấp có tác động đến giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh của Covid-19, đó chính là khoảng trống mà nhóm tác giả muốn quan tâm nghiên cứu nhằm cung cấp thêm những bằng chứng về sự tác động này ở Việt Nam.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình

Ảnh hưởng của chính sách cổ tức đối với giá trị doanh nghiệp vẫn còn những tranh luận khác nhau trong các nghiên cứu. Trên cơ sở tham khảo nghiên cứu của Xu (2021), tác giả xây dựng mô hình ước lượng POLS, FEM và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) để nghiên cứu tác động của chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt đến giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn 2011-2021 trên HOSE. Mô hình như sau:

$$TOBINQ = \beta_0 + \beta_1*DCASH + \beta_2*ROE + \beta_3*LEV + \beta_4*TAT + \beta_5*GROWTH + \beta_6*SIZE + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó, TOBIN'Q đại diện cho giá trị doanh nghiệp. Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt (DCASH) được sử dụng làm biến độc lập cùng với năm biến kiểm soát bao gồm lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), đòn bẩy tài chính (LEV), vòng quay tổng tài sản (TAT), tốc độ tăng trưởng (GROWTH) và quy mô doanh nghiệp (SIZE).

Tuy nhiên, trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2011 đến 2021, thì giai đoạn 2019-2021 bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19. Các doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng có những điều chỉnh về chính sách chi trả cổ tức để phù hợp với tình hình tài chính của doanh nghiệp và giúp doanh nghiệp duy trì ổn định. Vì vậy, để có một cái nhìn khái quát về tác động của Covid-19 lên giá trị doanh nghiệp, tác giả sử dụng thêm biến Covid làm biến giả nhằm ước lượng xem liệu giá trị của doanh nghiệp trong thời kỳ khủng hoảng có tăng lên so với giai đoạn bình thường. Mô hình nghiên cứu sau khi xem xét thêm tác động của Covid lên giá trị doanh nghiệp có dạng như sau:

$$TOBINQ = \beta_0 + \beta_1*DCASH + \beta_2*ROE + \beta_3*LEV + \beta_4*TAT + \beta_5*GROWTH + \beta_6*SIZE + \beta_7*COVID + \epsilon_{i,t}$$

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để ước tính kết quả, nghiên cứu được thực hiện theo dạng dữ liệu bảng. Việc nghiên cứu các vấn đề trong hồi quy dữ liệu bảng được thực hiện theo ba phương pháp khác nhau là Pooled OLS, FEM và REM. Để đánh giá mô hình nào phù hợp với nghiên cứu, cần đánh giá sự phù hợp của các mô hình bằng các kiểm định khác nhau. Đối với các ước tính của mô hình POLS và FEM, chúng tôi sẽ áp dụng kiểm định F-test. Từ chối giả thuyết H_0 , chấp nhận mô hình FEM. Mặt khác, kết quả sau khi tác giả thực hiện kiểm định Hausman gợi ý rằng mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình REM. Do đó, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng FEM đối với mô hình nghiên cứu của đề tài và khắc phục hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi trong mô hình nghiên cứu bằng phương pháp FGLS (Feasible generalized least squares).

3.3. Biến và dữ liệu

3.3.1. Nguồn dữ liệu

Bảng 1: Số lượng doanh nghiệp lấy mẫu theo lĩnh vực

Ngành nghề kinh doanh	Số lượng
Xây dựng & Bất động sản	52
Vận tải & Kho bãi	17
Cơ sở hạ tầng, tiện ích, Giao thông vận tải	18
Khai khoáng	7
Khoa học & Công nghệ	5
Sản xuất	83
Thương mại & Dịch vụ	5
Tiêu dùng	27

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp thu thập được từ nền tảng Fiiipro. Để khắc phục nhược điểm của những nghiên cứu trước, chúng tôi chọn khung thời gian dài hơn từ 2011-2021, và thu thập dữ liệu từ năm

2011 đến năm 2021 của các công ty niêm yết trên HOSE. Việc lấy mẫu phân tích phải thỏa mãn hai điều kiện sau: (1) loại bỏ tất cả công ty tài chính, ngân hàng, bảo hiểm vì các công ty phi tài chính tuân theo các quy định khác nhau về chính sách cổ tức và đầu tư so với các công ty tài chính (Baker & cộng sự, 2018); (2) các công ty phải có chi trả cổ tức tiền mặt ít nhất một lần trong khoảng thời gian nghiên cứu. Cuối cùng, có 214 công ty đủ điều kiện lấy mẫu cho nghiên cứu theo các lĩnh vực (Bảng 1).

Trong giai đoạn 2011-2020, có hơn 60% doanh nghiệp niêm yết thực hiện chia cổ tức bằng tiền mặt hàng năm và tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt trung bình được duy trì ở mức 20%. Tuy nhiên, số lượng doanh nghiệp không trả cổ tức tăng lên đáng kể, chiếm hơn 61% vào năm 2021. Có thể nói, số doanh nghiệp không trả cổ tức tăng lên là do nhiều biến động của nền kinh tế, thị trường chứng khoán và tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn do tác động của đại dịch Covid-19 nên ảnh hưởng đến quyết định trả cổ tức của các doanh nghiệp và mức cổ tức chi trả cũng biến động theo.

Bảng 2: Mô tả biến

Tên biến	Mô tả biến	Dấu hiệu dự đoán
DCASH	Cổ tức tiền mặt / EPS	Tích cực (+)
ROE	Lợi nhuận ròng / Vốn chủ sở hữu	Tích cực (+)
LEV	Tổng nợ / Tổng tài sản	Tiêu cực (-)
TAT	Tổng doanh thu / Tổng tài sản	Tích cực (+)
GROWTH	(Doanh thu năm t – Doanh thu năm t-1) / Doanh thu năm t-1	Tích cực (+)
SIZE	Logarit tự nhiên của tổng tài sản doanh nghiệp	Tích cực (+)

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 3: Hồi quy mô hình OLS, FEM, REM

	(1) OLS	(2) FEM	(3) REM
DCASH	0,0070*** (8,21)	0,0055*** (6,70)	0,0062*** (7,56)
ROE	0,2752*** (23,49)	0,1794*** (13,38)	0,2265*** (18,48)
LEV	-0,0251*** (-3,12)	0,0530*** (3,30)	-0,0090 (-0,88)
TAT	0,0027** (1,97)	-0,0022 (-0,63)	0,0021 (1,12)
GROWTH	-0,0005 (-0,90)	-0,0001 (-0,12)	-0,0002 (-0,40)
SIZE	-0,0036*** (-2,87)	-0,0087** (-2,35)	-0,0045*** (-2,65)
COVID	-0,0117*** (-3,47)	-0,0109*** (-3,21)	-0,0122*** (-3,85)
_cons	0,1357*** (3,97)	0,2597** (2,56)	0,1608*** (3,46)
N	2353	2353	2353
R-sq	0,249	0,113	0,1051
F-value	0,0000	0,0000	0,0000

Ghi chú: FEM - Mô hình tác động cố định, REM - Mô hình tác động ngẫu nhiên.

Dấu ***, **, * biểu thị ý nghĩa thống kê lần lượt các mức 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata 16.

Sau khi thực hiện việc chạy dữ liệu bảng của 214 doanh nghiệp phi tài chính trên sàn HOSE thời gian từ năm 2011 đến 2021 bằng phần mềm STATA, nghiên cứu thu được kết quả ước lượng tác động của chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt đến giá trị doanh nghiệp theo ba mô hình hồi quy Pooled OLS, FEM và REM (Bảng 3).

Các kiểm định được xem xét để lựa chọn mô hình phù hợp nhất cho nghiên cứu này. Thực hiện kiểm định F-test để lựa chọn giữa mô hình FEM và POLS. Mô hình POLS không phù hợp vì bác bỏ giả thuyết H_0 . Để lựa chọn FEM hay REM, nghiên cứu thực hiện kiểm định Hausman. Kết quả cho thấy mô hình tác động cố định phù hợp hơn (Phụ lục 3). Sau khi lựa chọn FEM, tác giả đã sử dụng hệ số phóng đại phương sai (VIF) để kiểm định đa cộng tuyến, kiểm định Wooldridge Wald cho phương sai thay đổi trong mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) và kiểm định Wooldridge để kiểm tra tự tương quan trong dữ liệu bảng. Kết quả chỉ ra rằng FEM không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng nhưng có tồn tại phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Do đó, nghiên cứu sử dụng mô hình FGLS để khắc phục và giúp tìm được mô hình tối ưu (Beck & Katz, 1995). Kết quả ước lượng sau khi đã tiến hành khắc phục các vi phạm trong mô hình hồi quy với phương pháp ước lượng FEM bằng phương pháp FGLS (Bảng 5).

Bảng 4: Hồi quy hai giai đoạn trước và trong cuộc khủng hoảng COVID-19

TOBINQ	Giai đoạn trước COVID-19 (2011-2018)			Giai đoạn diễn ra COVID-19 (2019-2021)		
	OLS	FEM	REM	OLS	FEM	REM
DCASH	0,0054*** (5,81)	0,0042*** (4,60)	0,0050*** (5,45)	0,0525*** (16,15)	0,0473*** (13,33)	0,0514*** (16,28)
ROE	0,2740*** (19,73)	0,1781*** (10,77)	0,2404*** (16,65)	0,2660*** (14,13)	0,1304*** (3,89)	0,2367*** (11,69)
LEV	-0,0197** (-1,99)	0,0828*** (3,82)	-0,0089 (-0,76)	-0,0241** (-2,14)	0,0817* (1,95)	-0,0223* (-1,70)
TAT	0,0031* (1,88)	-0,0038 (-0,81)	0,0026 (1,28)	0,0001 (0,03)	0,0115 (1,30)	0,0007 (0,30)
GROWTH	-0,0004 (-0,51)	0,0003 (0,40)	-0,0001 (-0,08)	-0,0009 (-0,90)	-0,0011 (-1,09)	-0,0009 (-0,96)
SIZE	-0,0032** (-1,98)	-0,0101** (-2,01)	-0,0039** (-2,00)	-0,0024 (-1,49)	-0,0406** (-2,47)	-0,0025 (-1,27)
COVID	0,0000 (.)	0,0000 (.)	0,0000 (.)	0,0000 (.)	0,0000 (.)	0,0793 (1,49)
_cons	0,1212*** (2,78)	0,2878** (2,08)	0,1416*** (2,66)	0,0757* (1,69)	1,1125** (2,44)	0,0000 (.)
N	1712	1712	1712	641	641	641
R-sq	0,227	0,088	0,0754	0,474	0,325	0,2925

Ghi chú: FEM - Mô hình tác động cố định, REM - Mô hình tác động ngẫu nhiên.

Dấu ***, **, * biểu thị ý nghĩa thống kê lần lượt các mức 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata 16.

Có thể thấy cả hai giai đoạn nghiên cứu đều có chịu ảnh hưởng và đạt ý nghĩa thống kê từ các biến gồm DCASH, ROE, LEV và SIZE (Bảng 4). Trong giai đoạn trước và trong khủng hoảng Covid-19, kết quả thu được đều cho thấy chi trả cổ tức bằng tiền mặt có tác động cùng chiều với giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo hệ số hồi quy của DCASH, trong giai đoạn dịch bệnh Covid-19 diễn ra thì việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong ba mô hình OLS, FEM và REM đều cao hơn so với giai đoạn chưa xảy ra dịch bệnh. Điều này cho thấy phản ứng của nhà đầu tư khi dịch bệnh xảy ra là mong muốn được nhận và tích trữ tài sản dưới dạng tiền mặt để sử dụng trong trường hợp cần thiết.

DCASH có ý nghĩa thống kê tại mức 1% và tác động cùng chiều lên giá trị doanh nghiệp (TOBINQ) (Bảng 5). Theo đó, khi tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt tăng lên 1% thì giá trị doanh nghiệp sẽ tăng lên 0,016% trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Điều này cho thấy khi tỷ lệ chi trả cổ tức cho cổ đông bằng tiền mặt gia tăng thì uy tín doanh nghiệp càng tăng cao và từ đó giúp giá trị doanh nghiệp tăng lên nhanh chóng. Kết quả này cũng trùng khớp với nghiên cứu của Wang & cộng sự (2013), Nguyễn Ngọc Huy & Trương Thị Mỹ Trâm (2016), Anton (2016), Đặng Ngọc Hưng & cộng sự (2021), Xu (2021).

Bảng 5: Kết quả mô hình ước lượng bằng phương pháp FEM và FGLS

	FEM	FGLS
DCASH	0,0055*** (6,70)	0,0163*** (18,29)
ROE	0,1794*** (13,38)	0,1778*** (24,01)
LEV	0,0530*** (3,30)	-0,0139*** (-2,95)
TAT	-0,0022 (-0,63)	0,0062*** (6,30)
GROWTH	-0,0001 (-0,12)	-0,0006* (-1,88)
SIZE	-0,0087** (-2,35)	0,0008*** (7,94)
COVID	-0,0109*** (-3,21)	-0,0079*** (-4,56)
_cons	0,2597** (2,56)	
N	2353	2353
R-sq	0,113	

Ghi chú: FEM - Mô hình tác động cố định, FGLS - Mô hình bình phương tổng quát khả thi

Dấu ***, **, * biểu thị ý nghĩa thống kê lần lượt các mức 1%, 5% và 10% .

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata 16.

ROE, hệ số vòng quay tài sản (TAT) và SIZE có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và tác động cùng chiều với giá trị doanh nghiệp khi lần lượt làm giá trị doanh nghiệp tăng lên gần 0,18%, 0,006% và 0,001% nếu các yếu tố này tăng lên 1% trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Kết quả này cũng được ủng hộ bởi các nghiên cứu của Davies & cộng sự (2005), Olokoyo (2013), Anton (2016), Susanti & Restiana (2018), Endri & Fathony (2020).

Ngược lại, LEV và GROWTH có tác động ngược chiều lên giá trị doanh nghiệp và đạt ý nghĩa thống kê tại mức 5% và 10%. Theo đó, khi giá trị đòn bẩy và tốc độ tăng trưởng tăng lên 1% thì giá trị doanh nghiệp sẽ giảm đi lần lượt là 1,39% và 0,006% trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Điều này cho thấy khi sử dụng đòn bẩy không hiệu quả sẽ làm cho tỷ lệ nợ trong doanh nghiệp gia tăng và ảnh hưởng nghiêm trọng lên giá trị của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tốc độ tăng trưởng cao thì chưa chắc giá trị doanh nghiệp sẽ tăng, vì vậy doanh nghiệp nên tập trung vào gia tăng chất lượng doanh thu từ vốn và lợi nhuận trong quá trình tăng trưởng thay vì chỉ tập trung vào một chỉ số doanh thu. Kết quả nghiên cứu được ủng hộ từ phát hiện của Gharaibeh & Qader (2017), Đặng Ngọc Hưng & cộng sự (2019) và Oktaviani (2020).

Cuối cùng, nghiên cứu phát hiện tác động ngược chiều của Covid-19 lên giá trị doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, kết quả này cho thấy tác động tiêu cực của Covid-19 làm các doanh nghiệp phi tài chính trở nên khó khăn trong quá trình kinh doanh. Do đó, có thể thấy trong giai đoạn các doanh nghiệp phải chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng của dịch Covid-19, giá trị doanh nghiệp không những không tăng lên mà còn giảm đi so với giai đoạn trước dịch bệnh. Theo Enikolopov & cộng sự (2014), một doanh nghiệp mất giá trị trong một cuộc khủng hoảng vì hai lý do. Nguyên nhân trực tiếp là do sự suy giảm quy mô của các cơ hội đầu tư, điều này cản trở khả năng tăng trưởng dòng tiền của doanh nghiệp. Mặt khác, nguyên nhân gián tiếp là do mất khả năng tiếp cận nguồn tài chính bên ngoài. Nó có thể làm suy giảm tính thanh khoản và khả năng thanh toán của công ty thông qua một số kênh, dẫn đến tăng rủi ro và cuối cùng dẫn đến chi phí vốn cao hơn.

5. Kết luận và kiến nghị

Bài viết đã phân tích tác động của chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt và giá trị của 214 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE. Bằng việc sử dụng dữ liệu bảng với phương pháp ước lượng các mô hình POLS, FEM, REM và khắc phục các khuyết tật bằng mô hình hồi quy FGLS để đánh giá tác động của tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt đối với giá trị doanh nghiệp. Kết quả cho thấy giá trị doanh nghiệp bị ảnh hưởng

đáng kể bởi chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, chúng tôi đề xuất một số kiến nghị, cụ thể như sau:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt bởi đây là yếu tố rất quan trọng ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Điều này cho thấy một sự đồng thuận về các lý thuyết đặt ra ở trên. Các doanh nghiệp có quản lý tốt và nguồn vốn dồi dào nên được khuyến khích tăng cổ tức bằng tiền mặt, điều này sẽ giúp ích gia tăng sự chắc chắn về lợi nhuận mà các cổ đông nhận được và các nhà đầu tư sẽ đầu tư nhiều hơn vào doanh nghiệp khi họ thấy doanh nghiệp đó có triển vọng phát triển, từ đó, giá trị doanh nghiệp cũng sẽ tăng lên. Các doanh nghiệp niêm yết có khả năng nên xem xét việc cải thiện mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt và truyền tín hiệu doanh nghiệp đang phát triển tốt cho thị trường, điều này có lợi cho việc gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Thứ hai, doanh nghiệp cần tạo ra nhiều doanh thu hơn từ những tài sản sẵn có và nâng cao khả năng sinh lời bằng cách tiết kiệm; đồng thời mở rộng quy mô, duy trì tốc độ tăng trưởng. Doanh nghiệp có thể gia tăng khả năng cạnh tranh nhằm nâng cao doanh thu hoặc tăng lợi nhuận sau thuế, từ đó nâng cao giá trị doanh nghiệp.

Thứ ba, đòn bẩy tài chính ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là với những doanh nghiệp dựa vào vốn vay, giá trị doanh nghiệp sẽ bị giảm đi. Do đó, doanh nghiệp nên sử dụng mức nợ tối ưu để đảm bảo rằng mức nợ cao không làm tăng chi phí đại diện. Bên cạnh đó, thay vì chỉ tập trung vào một chỉ số doanh thu, doanh nghiệp nên tập trung vào gia tăng chất lượng trong quá trình tăng trưởng như chất lượng doanh thu từ vốn và lợi nhuận, để từ đó giúp giá trị của doanh nghiệp không bị suy giảm. Đối với các nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức bằng tiền mặt, khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, vòng quay tổng tài sản và đòn bẩy tài chính đến giá trị doanh nghiệp niêm yết trên HOSE sẽ là cơ sở để lựa chọn danh mục và quyết định đầu tư

Nghiên cứu còn một số hạn chế: (1) chưa sử dụng phương pháp mô men tổng quát để ước lượng dữ liệu bảng. (2) chưa xét đến các công ty tài chính, bảo hiểm, ngân hàng để có cái nhìn chính xác hơn về tác động của chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt đến tất cả các doanh nghiệp. Những hạn chế này sẽ là động lực cho các nghiên cứu tiếp theo.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Thống kê mô tả của biến phụ thuộc và biến độc lập

	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TOBINQ	2.354	,0608712	,0825599	0	2,277891
DCASH	2.354	,5153473	1,724727	-9,951355	77,1896
ROE	2.354	,1275663	,1318098	-1,07439	1,607488
LEV	2.354	,4800918	,2032585	,0019807	,9706117
TAT	2.354	1,116021	1,137729	-,0032914	10,63179
GROWTH	2.354	,2305732	2,474957	-,998912	100,8501
SIZE	2.353	28,04602	1,325325	25,05387	33,69104
COVID	2.354	,2727273	,4454564	0	1

Phụ lục 2: Ma trận tương quan

	TOBINQ	DCASH	ROE	LEV	TAT	GROWTH	SIZE	COVID
TOBINQ	1,0000							
DCASH	0,1530	1,0000						
ROE	0,4569	-0,0032	1,0000					
LEV	-0,1366	-0,0221	-0,1299	1,0000				
TAT	0,1373	0,0117	0,1974	0,0721	1,0000			
GROWTH	0,0103	-0,0008	0,0536	0,0020	0,0164	1,0000		
SIZE	-0,0968	-0,0482	0,0132	0,3439	-0,2219	-0,0217	1,0000	
COVID	-0,1056	-0,0418	-0,0675	-0,0415	-0,0465	-0,0200	0,1317	1,0000

Phụ lục 3: Kết quả kiểm định Hausman

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
DCASH	,0054831	,0062088	-,0007258	.
ROE	,1794347	,2265223	-,0470875	,0054455
LEV	,0529841	-,0089838	,0619679	,0124352
TAT	-,0022195	,0020601	-,0042796	,0030181
GROWTH	-,0000662	-,0002261	001599	.
SIZE	-,0087153	-,0045137	-,0042016	,0032962
COVID	-,0109343	-, 0122278	,0012935	,0012415

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

$$\begin{aligned} \text{chi2}(7) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 77,45 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0,0000 \end{aligned}$$

(V_b-V_B is not positive definite)

Tài liệu tham khảo:

- Al-Malkawi, H.A.N. (2007), 'Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model', *Journal of Economic Administrative Sciences*, 23(2), 44-70.
- Amidu, M. (2007), 'How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana stock exchange', *Investment management financial innovations*, 4, 103-112.
- Anton, S.G. (2016), 'The impact of dividend policy on firm value: A panel data analysis of Romanian listed firms', *Journal of Public Administration, Finance and Law*, 10, 107-112.
- Baker, H.K. & Powell, G.E. (1999), 'How corporate managers view dividend policy', *Quarterly Journal of Business Economics*, 38(2), 17-35.
- Baker, H.K & Ridder, A.D. (2018), 'Payout policy in industrial and financial firms', *Global Finance Journal*, 37, 138-151
- Beck, N. & Katz, J.N. (1995), 'What to do (and not to do) with time-series cross-section data', *American political science review*, 89, 634-647.
- Black, F. & Scholes, M. (1974), 'The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns', *Journal of financial economics*, 1, 1-22.
- Brennan, M.J. (1970), 'Taxes, market valuation and corporate financial policy', *National tax journal*, 23, 417-427.
- Brunzell, T., Liljebloom, E., Löflund, A. & Vaihekoski, M. (2014), 'Dividend policy in Nordic listed firms', *Global Finance Journal*, 25, 124-135.

-
- Budagaga, A. (2017), 'Dividend payment and its impact on the value of firms listed on Istanbul stock exchange: A residual income approach', *International Journal of Economics Financial*, 7, 370-376.
- Davies, J., Hillier, D. & Mccolgan, P. (2005), 'Ownership structure, managerial behavior and corporate value', *Journal of Corporate Finance*, 11, 645-660.
- Đặng Ngọc Hưng, Vũ Thị Thùy Vân, Ngô Thanh Xuân & Hoàng Thị Việt Hà (2019), 'Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam', *Journal of Corporate Accounting Finance*, 30, 144-160.
- Đặng Ngọc Hưng, Vũ Thị Thùy Vân, Ngô Thanh Xuân & Hoàng Thị Việt Hà (2021), 'Impact of dividend policy on corporate value: Experiment in Vietnam', *International Journal of Finance Economics*, 26, 5815-5825.
- Đặng Thị Quỳnh Anh & Phạm Thị Yến Nhi (2015), 'Ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Phát triển và Hội Nhập*, 26, 60-65.
- Deangelo, H. & Deangelo, L. (2006), 'The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem', *Journal of financial economics*, 79, 293-315.
- Ejem, C.A. & Ogbonna, U.G. (2019), 'Modelling dividend policy and firms' value relations in Nigeria', *International Journal of Economics Financial*, 9, p.171.
- Endri, E. & Fathony, M. (2020), 'Determinants of firm's value: Evidence from financial industry', *Management Science Letters*, 10, 111-120.
- Enikolopov, R., Petrova, M. & Stepanov, S. (2014), 'Firm value in crisis: Effects of firm-level transparency and country-level institutions', *Journal of Banking Finance*, 46, 72-84.
- Geng, C. & Liu, C. (2011), 'A research about how the dividend policy influences the enterprise value on the condition of consecutive cash payoff', *International Journal of Economics Management Engineering*, 5, 451-454.
- Gharaibeh, A.M.O. & Qader, A. (2017), 'Factors influencing firm value as measured by the Tobin's Q: Empirical evidence from the Saudi Stock Exchange (TADAWUL)', *International Journal of Applied Business Economic Research*, 15, 333-358.
- Gitman, L.J. (2010), *Principles of managerial finance*, Mexico: Addison-Wesley.
- Gordon, M.J. (1963), 'Optimal investment and financing policy', *The Journal of finance*, 18, 264-272.
- Hakansson, N.H. (1982), 'To pay or not to pay dividend', *The Journal of Finance*, 37, 415-428.
- Hansda, S., Sinha, A. & Bandopadhyay, K. (2020), 'Dividend policy: Evidence of clientele effect in India', *ASBM Journal of Management*, 13, 47-64.
- Hu, F. & Chen, X. (2012), 'Dividend smoothing and firm value: Evidence from Chinese firms', *Proceedings of International Conference on Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering*, IEEE, 98-101.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of financial economics*, 3, 305-360.
- Khan, N.U., Jehan, Q.U.A.S. & Shah, A. (2017), 'Impact of taxation on dividend policy: Evidence from Pakistan', *Research in international business Finance*, 42, 365-375.
- Lease, R.C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U. & Sarig, O.H. (1999), *Dividend policy: Its impact on firm value*, OUP Catalogue.
- Li, K. & Zhao, X. (2008), 'Asymmetric information and dividend policy', *Financial management*, 37, 673-694.
- Lintner, J. (1962), 'Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations', *The review of Economics Statistics*, 44, 243-269.
- Litzenberger, R.H. & Ramaswamy, K. (1979), 'The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence', *Journal of financial economics*, 7, 163-195.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961), 'Dividend policy, growth, and the valuation of shares', *The Journal of Business*, 34, 411-433.
- Miller, M.H. & Scholes, M.S. (1978), 'Dividends and taxes', *Journal of financial economics*, 6, 333-364.
- Miller, M.H. & Scholes, M.S. (1982), 'Dividends and taxes: Some empirical evidence', *Journal of Political Economy*, 90, 1118-1141.
- Nguyễn Ngọc Huy & Trương Thị Mỹ Trâm (2016), 'Tác động của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp và một số gợi ý', *Tạp chí Tài chính*, 638, 65-67.

-
- Nwamaka, O.C. & Ezeabasili, V. (2017), 'Effect of dividend policies on firm value: Evidence from quoted firms in Nigeria', *International Journal of Management Excellence*, 8, 956-967.
- Oktaviani, R.F. (2020), 'Effect of firm growth and firm size on company value with earning per share as moderation', *The Journal of Accounting and Economics*, 3, 219-227.
- Olokoyo, F.O. (2013), 'Capital structure and corporate performance of Nigerian quoted firms: A panel data approach', *African Development Review*, 25, 358-369.
- Phạm Ngọc Toàn & Phạm Xuân Quang (2017), 'Tác động chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Công thương*, 2, 96-100.
- Phan Trọng Nghĩa & Nguyễn Ngô Bảo Linh (2018), 'Ảnh hưởng của chính sách cổ tức lên 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*, 6(1), 37-45.
- Saeed, A. & Sameer, M. (2017), 'Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies', *International Business Review*, 26, 1100-1113.
- Sondakh, R. (2019), 'The effect of dividend policy, liquidity, profitability and firm size on firm value in financial service sector industries listed in Indonesia stock exchange 2015-2018 period', *Accountability*, 8, 91-101.
- Susanti, N. & Restiana, N.G. (2018), 'What's the best factor to determining firm value', *Journal Keuangan dan Perbankan*, 22, 301-309.
- Võ Xuân Vinh (2014), 'Chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 203, 48-55.
- Walter, J.E. (1963), 'Dividend policy: its influence on the value of the enterprise', *The Journal of finance*, 18, 280-291.
- Wang, C., Liu, Y., Zhao, Y. & Jiang, C. (2018), 'Empirical research on the impact of dividend policy on enterprise value of listed companies', *International Journal of Trade, Economics Finance*, 9(4), 178-181.
- Wang, P., Yu, J. & Cui, J. (2013), 'Empirical research on the impact of dividend policy to enterprise value in Chinese real estate listed companies', proceeding of ICCREM 2013: *Construction and Operation in the Context of Sustainability*, ICCREM, 815-825.
- Xu, H. (2021), 'Can increasing cash dividend paid improve firm value? Evidence from Chinese a-share tourism listed firms', proceeding of *7th International Conference on Humanities and Social Science Research (ICHSSR 2021)*, Atlantis Press, 49-55.