

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

-----

**BÙI KIM PHƯƠNG**

**CẢM TÍNH NHÀ ĐẦU TƯ, CHẤT LƯỢNG LỢI  
NHUẬN VÀ CHÍNH SÁCH CỠ TỨC: BẰNG CHỨNG  
Ở VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Tp. Hồ Chí Minh – Năm 2019**

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

-----  
**BÙI KIM PHƯƠNG**

**CẢM TÍNH NHÀ ĐẦU TƯ, CHẤT LƯỢNG LỢI  
NHUẬN VÀ CHÍNH SÁCH CỠ TỨC: BẰNG CHỨNG  
Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng  
Mã số: 9340201

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:  
PGS.TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang**

**Tp. Hồ Chí Minh – Năm 2019**

## **LỜI CAM ĐOAN**

Tôi cam đoan luận án Tiến sĩ “Cảm tính nhà đầu tư, chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức: Bằng chứng ở Việt Nam” là công trình nghiên cứu của cá nhân tôi dưới sự hướng dẫn của PGS.TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang. Tôi bảo đảm nội dung luận án là độc lập, không sao chép từ bất kỳ một công trình nào khác. Ngoài ra, dữ liệu được sử dụng để phân tích trong luận án là trung thực và đáng tin cậy.

Nghiên cứu sinh

Bùi Kim Phương

## LỜI CẢM ƠN

Tôi xin bày tỏ lòng biết ơn sâu sắc đến PGS.TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang vì những lời khuyên bổ ích và sự hướng dẫn tận tình của Cô trong suốt quá trình thực hiện luận án này. Ngoài ra, tôi cũng xin được cảm ơn tất cả các Thầy Cô ở khoa Tài chính nói riêng và ở trường Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh nói chung đã tận tâm giảng dạy và truyền đạt nhiều kiến thức quý báu cho tôi trong thời gian theo học tại trường.

Nghiên cứu sinh

Bùi Kim Phương

# MỤC LỤC

Danh mục chữ viết tắt.....	i
Danh mục bảng.....	ii
Danh mục hình .....	iv
Danh mục phụ lục .....	v
Tóm tắt .....	vii
Abstract.....	viii
<b>CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU .....</b>	<b>1</b>
1.1 Lý do chọn đề tài.....	1
1.2 Mục tiêu nghiên cứu .....	6
1.3 Câu hỏi nghiên cứu .....	6
1.4 Đối tượng nghiên cứu và phạm vi nghiên cứu.....	6
1.4.1 Đối tượng nghiên cứu.....	6
1.4.2 Phạm vi nghiên cứu.....	7
1.5 Phương pháp nghiên cứu .....	7
1.6 Tính mới và đóng góp của nghiên cứu .....	8
1.6.1 Tính mới của nghiên cứu .....	8
1.6.2 Đóng góp về học thuật .....	9
1.6.3 Đóng góp về thực tiễn.....	10
1.7 Cấu trúc luận án .....	10
<b>CHƯƠNG 2: KHUNG LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU.....</b>	<b>11</b>
2.1 CHÍNH SÁCH CỔ TỨC .....	11

2.2	CẢM TÍNH NHÀ ĐẦU TƯ VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC .....	19
2.2.1	Cảm tính nhà đầu tư .....	19
2.2.1.1	<i>Khái niệm</i> .....	19
2.2.1.2	<i>Đo lường</i> .....	20
2.2.2	Mối quan hệ cảm tính nhà đầu tư - chính sách cổ tức.....	24
2.2.2.1	<i>Lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư</i> .....	24
2.2.2.2	<i>Lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm trước đây</i> .....	25
2.3	CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN VÀ CỔ TỨC.....	31
2.3.1	Chất lượng lợi nhuận.....	31
2.3.1.1	<i>Khái niệm</i> .....	31
2.3.1.2	<i>Đo lường</i> .....	35
2.3.2	Mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và cổ tức.....	41
2.3.2.1	<i>Các lý thuyết giải thích cho mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và cổ tức</i> .....	41
2.3.2.2	<i>Lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm</i> .....	45
<b>CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU .....</b>		<b>48</b>
3.1	MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU .....	48
3.2	CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH.....	49
3.2.1	Biến phụ thuộc .....	49
3.2.2	Biến độc lập .....	49
3.2.2.1	<i>Cảm tính nhà đầu tư</i> .....	49
3.2.2.2	<i>Chất lượng lợi nhuận</i> .....	52
3.2.3	Các biến kiểm soát .....	55

3.3	DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU .....	65
3.4	PHƯƠNG PHÁP ƯỚC LƯỢNG.....	67
<b>CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....</b>		<b>71</b>
4.1	MỐI QUAN HỆ GIỮA CẢM TÍNH NHÀ ĐẦU TƯ VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC .....	71
4.1.1	Thống kê mô tả .....	71
4.1.2	Kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức.....	83
4.1.3	Các kiểm định tính vững.....	89
4.1.3.1	<i>Kết quả hồi quy với hai cách đo khác của phân bù cổ tức .....</i>	<i>90</i>
4.1.3.2	<i>Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là tỉ lệ chi trả cổ tức.....</i>	<i>92</i>
4.1.3.3	<i>Kết quả hồi quy khi đưa thêm biến giả cổ tức cổ phiếu vào mô hình .....</i>	<i>94</i>
4.1.3.4	<i>Kết quả hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng .....</i>	<i>96</i>
4.1.3.5	<i>Kết quả hồi quy khi bổ sung biến sở hữu nhà nước vào mô hình....</i>	<i>98</i>
4.2	MỐI QUAN HỆ GIỮA CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN VÀ CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC .....	102
4.2.1	Thống kê mô tả .....	102
4.2.2	Kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức.....	107
4.2.3	Các kiểm định tính vững của mô hình .....	110
4.2.3.1	<i>Kết quả hồi quy với hai thước đo khác của chất lượng lợi nhuận.111</i>	
4.2.3.2	<i>Kết quả hồi quy với tỉ lệ chi trả cổ tức.....</i>	<i>113</i>
4.3	KẾT LUẬN .....	115

<b>CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH .....</b>	<b>117</b>
5.1 KẾT LUẬN.....	117
5.2 MỘT SỐ HÀM Ý CHÍNH SÁCH.....	119
5.2.1 Đối với nhà quản lý công ty.....	119
5.2.2 Đối với nhà đầu tư.....	120
5.3 HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG MỞ RỘNG NGHIÊN CỨU TRONG TƯƠNG LAI .....	120
<b>DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ .....</b>	<b>122</b>
<b>TÀI LIỆU THAM KHẢO .....</b>	<b>123</b>
<b>PHỤ LỤC.....</b>	<b>144</b>



## DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

Chữ viết tắt	Ý nghĩa
GDP	Gross Domestic Product – Tổng sản phẩm quốc nội
GMM	Generalized Method of Moments - Phương pháp moment tổng quát
HNX	Ha Noi Stock Exchange - Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
HSX	Ho Chi Minh Stock Exchange - Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
IPO	Initial Public Offering – Phát hành công khai lần đầu
NPV	Net Present Value – Giá trị hiện tại ròng
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development - Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế
OLS	Ordinary Least Square – Bình phương bé nhất thông thường
VIF	Variance Inflation Factor – Nhân tử phóng đại phương sai
VN-Index	Chỉ số chứng khoán Việt Nam

## DANH MỤC BẢNG

Bảng 2.1 – Tóm tắt các nghiên cứu trước đây .....	29
Bảng 3.1 – Định nghĩa biến có trong hai mô hình (3.1) và (3.2).....	63
Bảng 3.2 – Kết quả kiểm định Wooldridge và kiểm định Breusch-Pagan/Cook-Weisberg ở hai mô hình (3.1) và (3.2).....	70
Bảng 4.1 – Thống kê mô tả.....	71
Bảng 4.2 – Số lượng và tỉ lệ các công ty có trả cổ tức hoặc không trả cổ tức và tổng số công ty theo từng năm trong giai đoạn 2010 – 2016 .....	72
Bảng 4.3 – Số lượng công ty phân theo các nhóm cổ tức trong giai đoạn 2010 – 2016 .....	74
Bảng 4.4 – Tỉ lệ các công ty phân theo các nhóm cổ tức trong giai đoạn 2010 – 2016 .....	74
Bảng 4.5 – Tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và phần bù cổ tức giai đoạn 2010 – 2016 .....	77
Bảng 4.6 – So sánh sự khác biệt về đặc tính công ty giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức .....	79
Bảng 4.7 – Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình (3.1).....	82
Bảng 4.8 – Nhân tử phóng đại phương sai (VIF) của các biến độc lập có trong mô hình (3.1).....	83
Bảng 4.9 – Mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức .....	85
Bảng 4.10 – Kết quả hồi quy tỉ suất cổ tức với hai cách đo khác của phần bù cổ tức..	

.....	91
Bảng 4.11 – Kết quả hồi quy với tỉ lệ chi trả cổ tức làm biến phụ thuộc .....	93
Bảng 4.12 – Kết quả hồi quy khi bổ sung biến giả cổ tức cổ phiếu .....	95
Bảng 4.13 – Kết quả hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng .....	97
Bảng 4.14 – Kết quả hồi quy khi bổ sung biến sở hữu nhà nước và biến tương tác giữa sở hữu nhà nước và phần bù cổ tức .....	100
Bảng 4.15 – Thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mô hình (3.2).....	102
Bảng 4.16 – Giá trị trung bình của ba thước đo chất lượng lợi nhuận theo sáu nhóm ngành.....	103
Bảng 4.17 – So sánh sự khác biệt về chất lượng lợi nhuận giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức .....	104
Bảng 4.18 – Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình (3.2).....	105
Bảng 4.19 – Nhân tử phóng đại phương sai (VIF) của các biến độc lập có trong mô hình (3.2) .....	106
Bảng 4.20 – Mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức .....	108
Bảng 4.21 – Kết quả hồi quy với hai thước đo khác của chất lượng lợi nhuận.....	112
Bảng 4.22 – Kết quả hồi quy với tỉ lệ chi trả cổ tức .....	114

## DANH MỤC HÌNH

Hình 4.1 – Số lượng và tỉ lệ các công ty có chi trả cổ tức trong tổng số công ty trong giai đoạn 2010 – 2016 .....	72
Hình 4.2 – Tỉ lệ các công ty phân theo các nhóm cổ tức trong giai đoạn 2010 – 2016 .....	74
Hình 4.3 – Tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và phần bù cổ tức giai đoạn 2010 – 2016 .....	77

## DANH MỤC PHỤ LỤC

Phụ lục 1 – Phân loại thị trường đối với các nước thuộc khu vực châu Á – Thái Bình Dương .....	144
Phụ lục 2 – Số lượng công ty niêm yết ở một số nước Đông Nam Á .....	144
Phụ lục 3 – Tỷ lệ số ngày có khối lượng giao dịch bằng 0.....	145
Phụ lục 4 – Số lượng và tỷ lệ các công ty mua lại cổ phần .....	145
Phụ lục 5 - Cách phân loại các công ty thành sáu nhóm cổ tức .....	146
Phụ lục 6 – Diễn biến của chỉ số VN-Index.....	146
Phụ lục 7 – Số lượng và tỷ lệ các công ty có sở hữu nhà nước hoặc không có sở hữu nhà nước.....	146
Phụ lục 8 – Các chỉ số về bảo vệ nhà đầu tư thiểu số ở Việt Nam và các nền kinh tế khác .....	147
Phụ lục 9 – Số lượng và tỷ lệ các công ty có chia cổ tức bằng cổ phiếu.....	147
Phụ lục 10 – Kết quả ước lượng bảng 4.9 – Cột M1 .....	148
Phụ lục 11 – Kết quả ước lượng bảng 4.9 – Cột M2 .....	149
Phụ lục 12 – Kết quả ước lượng bảng 4.9 – Cột M3 .....	150
Phụ lục 13 – Kết quả ước lượng bảng 4.9 – Cột M4 .....	151
Phụ lục 14 – Kết quả ước lượng bảng 4.10 – Thước đo DPBV .....	152
Phụ lục 15 – Kết quả ước lượng bảng 4.10 – Thước đo DPMV.....	153
Phụ lục 16 – Kết quả ước lượng bảng 4.11 – Thước đo DPEW.....	154

Phụ lục 17 – Kết quả ước lượng bảng 4.11 – Thước đo DPBV .....	155
Phụ lục 18 – Kết quả ước lượng bảng 4.11 – Thước đo DPMV.....	156
Phụ lục 19 – Kết quả ước lượng bảng 4.12 – Thước đo DPEW .....	157
Phụ lục 20 – Kết quả ước lượng bảng 4.12 – Thước đo DPBV .....	158
Phụ lục 21 – Kết quả ước lượng bảng 4.12 – Thước đo DPMV.....	159
Phụ lục 22 – Kết quả ước lượng bảng 4.13 – Thước đo DPEW.....	160
Phụ lục 23 – Kết quả ước lượng bảng 4.13 – Thước đo DPBV .....	161
Phụ lục 24 – Kết quả ước lượng bảng 4.13 – Thước đo DPMV.....	162
Phụ lục 25 – Kết quả ước lượng bảng 4.14 – Cột (1) .....	163
Phụ lục 26 – Kết quả ước lượng bảng 4.14 – Cột (2) .....	164
Phụ lục 27 – Kết quả ước lượng bảng 4.20 – Cột M1 .....	165
Phụ lục 28 – Kết quả ước lượng bảng 4.20 – Cột M2 .....	166
Phụ lục 29 – Kết quả ước lượng bảng 4.20 – Cột M3 .....	167
Phụ lục 30 – Kết quả ước lượng bảng 4.20 – Cột M4 .....	168
Phụ lục 31 – Kết quả ước lượng bảng 4.21 – Thước đo EQJ .....	169
Phụ lục 32 – Kết quả ước lượng bảng 4.21 – Thước đo EQMJ.....	170
Phụ lục 33 – Kết quả ước lượng bảng 4.22 – Thước đo EQJ .....	171
Phụ lục 34 – Kết quả ước lượng bảng 4.22 – Thước đo EQMJ.....	172
Phụ lục 35 – Kết quả ước lượng bảng 4.22 – Thước đo EQDDM .....	173
Phụ lục 36 – Danh sách 460 công ty trong mẫu nghiên cứu.....	174

## TÓM TẮT

Luận án nghiên cứu động cơ trả cổ tức của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Cụ thể, luận án nghiên cứu xem liệu rằng các công ty có chi trả cổ tức nhằm nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư hay không. Ngoài ra, luận án còn nghiên cứu xem liệu rằng các công ty có trả cổ tức nhằm phát tín hiệu cho nhà đầu tư về chất lượng lợi nhuận hay không. Để làm sáng tỏ hai vấn đề này, luận án sử dụng phương pháp moment tổng quát hệ thống để ước lượng mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức cũng như mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức. Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ cơ sở dữ liệu Datastream của 460 công ty niêm yết trong khoảng thời gian 2010 – 2016. Mặc dù chưa tìm được bằng chứng cho thấy nhà quản lý nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư khi ra quyết định về chính sách cổ tức, tuy nhiên, luận án thấy rằng các công ty có chất lượng lợi nhuận cao trả cổ tức cao hơn. Như vậy, các công ty có thể phát tín hiệu cho nhà đầu tư biết về chất lượng lợi nhuận thông qua quyết định trả cổ tức.

**Từ khóa:** Cảm tính nhà đầu tư; Chất lượng lợi nhuận; Chính sách cổ tức; Tài chính hành vi; Thị trường cận biên.

**ABSTRACT**

The thesis investigates the incentive to pay dividends of listed firms in Vietnam. Specifically, the thesis examines whether firms pay dividends to cater to investors' preference. In addition, the thesis also examines whether firms pay dividends to signal investors about the earnings quality. To clarify these issues, the thesis uses the system generalized method of moment to estimate the relationship between investor sentiment and dividend policy as well as the relationship between earnings quality and dividend policy. The data is extracted from the Datastream database of 460 listed firms between 2010 and 2016. Although no evidence has been found that managers cater to investors' preference when making decisions about dividend payment policy, the thesis proposes an explanation for this decision. Specifically, the thesis finds that firms with high earnings quality pay higher dividends.

**Keywords:** Behavioral finance; Dividend policy; Earnings quality; Frontier market; Investor sentiment.



# CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU

## 1.1 Lý do chọn đề tài

Quyết định trả cổ tức là một quyết định tài chính quan trọng của công ty. Do đó, quyết định này luôn thu hút được sự quan tâm của các nhà quản lý cũng như các nhà đầu tư. Nhiều lý thuyết đã được đề xuất nhằm giải thích cho quyết định trả cổ tức, chẳng hạn như lý thuyết về thuế (Farrar và Selwyn, 1967; Feenberg, 1981; Chetty và Saez, 2005; Brav và cộng sự, 2008), lý thuyết chi phí đại diện (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) và lý thuyết phát tín hiệu (Bhattacharya, 1979; Kalay, 1980; Miller và Rock, 1985).

Bên cạnh đó, xét từ góc độ tài chính hành vi, Baker và Wurgler (2004a) đã đề xuất lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư dựa trên cảm tính nhà đầu tư. Theo đó, chính sách chi trả cổ tức bị ảnh hưởng bởi sự ưa thích của nhà đầu tư. Cụ thể, nhà quản lý nuông chiều nhà đầu tư bằng cách trả cổ tức khi nhà đầu tư đặt một phần bù giá cổ phiếu lên các công ty có chi trả cổ tức và không trả cổ tức khi nhà đầu tư thích các công ty không trả cổ tức hơn.

Lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư được Baker và Wurgler (2004a) xây dựng và kiểm định với dữ liệu của các công ty niêm yết ở Mỹ. Sau đó, lý thuyết này đã được nghiên cứu ở các thị trường phát triển khác như Anh, Úc, các nước châu Âu và các nước thuộc Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (Organization for Economic Cooperation and Development – OECD), bao gồm nghiên cứu của Geiler và Renneboog (2015), Lee (2010), von Eije và Megginson (2008), Alzahrani và Lasfer (2012). Bên cạnh đó, một số ít nghiên cứu dùng dữ liệu của các thị trường mới nổi như Brazil, Thái Lan hay Đài Loan cũng có xét đến ảnh hưởng của yếu tố cảm tính nhà đầu tư (Boulton và cộng sự, 2012; Tangjitprom, 2013; Wang và cộng sự, 2016). Tuy nhiên, các nghiên cứu này nhìn chung vẫn chưa đạt được sự đồng thuận về kết quả.

Trong những năm gần đây, các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty cũng là một đề tài thu hút sự chú ý của giới học thuật ở Việt Nam. Cụ thể, các nghiên cứu này tập trung phân tích ảnh hưởng của khả năng sinh lợi, qui mô công ty, tăng

trường, rủi ro, đòn bẩy tài chính, vòng đời công ty và mức độ nắm giữ tiền mặt đến chính sách cổ tức (Võ Xuân Vinh, 2015; Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường, 2014; Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh, 2016; Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bảy, 2015; Trần Thị Tuấn Anh, 2016; Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương, 2017). Như vậy, liệu rằng yếu tố cảm tính nhà đầu tư có ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty niêm yết ở Việt Nam hay không khi thị trường Việt Nam có nhiều điểm khác biệt so với các thị trường phát triển?

Cụ thể, ở khu vực Đông Nam Á, chỉ có Singapore được xếp vào nhóm thị trường phát triển còn đa số các nước khác thuộc nhóm thị trường mới nổi, bao gồm Indonesia, Malaysia, Philippines và Thái Lan, riêng Việt Nam thuộc nhóm thị trường cận biên (MSCI, 2019a)<sup>1</sup>. Khung phân loại thị trường của MSCI có ba tiêu chí, bao gồm phát triển kinh tế, qui mô và tính thanh khoản cũng như khả năng tiếp cận thị trường (MSCI, 2019c). Do chưa đáp ứng được các tiêu chí này một cách đầy đủ nên Việt Nam vẫn chưa được nâng hạng lên thị trường mới nổi. Mặc dù vậy, trong năm 2018, thị trường cổ phiếu Việt Nam đã có sự tăng trưởng vượt bậc về qui mô với giá trị vốn hóa đạt khoảng 75% GDP (Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia, 2018). Cho đến nay, so với các thị trường khác trong khu vực, số lượng các công ty niêm yết ở Việt Nam khá cao và hiện chỉ xếp sau Malaysia<sup>2</sup>.

Trong báo cáo đánh giá khả năng tiếp cận thị trường toàn cầu được MSCI công bố vào tháng 6 năm 2019, các điểm đánh giá về Việt Nam không thay đổi so với đánh giá vào tháng 6 năm 2018 (MSCI, 2019b). Tuy nhiên, MSCI đã ghi nhận một số thay đổi tích cực của Việt Nam liên quan đến kế hoạch thành lập Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam, thành lập mô hình đối tác bù trừ thanh toán trung tâm (CCP) cho Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD), thực hiện một loại lệnh giao dịch mới, tăng thời gian giao dịch và mở rộng các dải biến động giá.

---

<sup>1</sup> Phân loại thị trường đối với các nước thuộc khu vực châu Á – Thái Bình Dương của MSCI được trình bày ở Phụ lục 1.

<sup>2</sup> Số lượng công ty niêm yết ở một số nước Đông Nam Á được trình bày ở Phụ lục 2.

Ngoài ra, Chính phủ đang hoàn thiện khung pháp lý để nâng giới hạn sở hữu nước ngoài trong các lĩnh vực không yêu cầu sở hữu nhà nước và thúc đẩy cải cách hành chính để tạo điều kiện thuận lợi cho nhà đầu tư nước ngoài tiếp cận thị trường chứng khoán Việt Nam. Như vậy, khi những cải cách này được thực thi cũng như luật Chứng khoán sửa đổi chính thức có hiệu lực thì nhiều khả năng Việt Nam sẽ được nâng hạng lên thị trường mới nổi.

Bên cạnh đó, một trong năm tiêu chí tiếp cận thị trường của MSCI là sự sẵn có của các công cụ đầu tư, chẳng hạn như quỹ hoán đổi danh mục (Exchange Traded Fund - ETF), hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn, hợp đồng hoán đổi... Sự sẵn có của các công cụ đầu tư này ngày càng trở nên quan trọng đối với các nhà đầu tư quốc tế trong việc phòng ngừa rủi ro. Tuy nhiên, ở Việt Nam, thị trường chứng khoán phái sinh chỉ mới được thành lập với sản phẩm đầu tiên được giao dịch là hợp đồng tương lai chỉ số VN30 vào ngày 10/8/2017 và cho đến ngày 04/7/2019, sản phẩm thứ hai là hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm mới chính thức được giao dịch.

Ngoài ra, thanh khoản trên thị trường khá thấp. Một trong những thước đo được dùng để đo lường tính thanh khoản của thị trường là tỉ lệ số ngày có khối lượng giao dịch bằng 0, đây là một thước đo ngược của hoạt động giao dịch. Vào năm 2010, tỉ lệ số ngày có khối lượng giao dịch bằng 0 rất thấp, chỉ khoảng 3%. Tuy nhiên, kể từ năm 2011 trở đi, tỉ lệ này tăng lên rất nhanh và vào năm 2016, tỉ lệ này đã tăng lên đến 31%<sup>3</sup>.

Bên cạnh đó, thị trường tài chính phát triển chưa đồng bộ và đang chịu sự chi phối của hệ thống tổ chức tín dụng. Trong thời gian gần đây, nhiều chính sách đã được thực hiện nhằm thúc đẩy thị trường chứng khoán nhằm giảm sự phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng. Cụ thể, Chính phủ tiếp tục hoàn thiện hệ thống các văn bản pháp lý nhằm tạo cơ sở cho việc chuyển sang giai đoạn phát triển thị trường chứng khoán theo chiều sâu, hướng đến việc minh bạch thông tin và xử lý tranh chấp, tạo điều kiện

---

<sup>3</sup> Tỉ lệ số ngày có khối lượng giao dịch bằng 0 được trình bày ở Phụ lục 3.

thuận lợi trong việc thu hút dòng vốn gián tiếp nước ngoài, tạo cơ sở để triển khai các sản phẩm mới, thị trường chứng khoán phái sinh và thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Ngoài ra, công tác cổ phần hóa và thoái vốn ở các doanh nghiệp nhà nước được đẩy mạnh gắn với việc niêm yết và đăng ký giao dịch. Tuy nhiên, cho đến nay, thị trường chứng khoán vẫn chưa thể hiện được vai trò chủ đạo trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Nếu tính theo giá trị vốn hóa thị trường thì tỷ trọng cung ứng vốn danh nghĩa từ thị trường vốn chỉ chiếm khoảng 36,9% tổng cung ứng vốn cho nền kinh tế (Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia, 2018).

Với một bối cảnh thể chế như vậy, liệu rằng ở Việt Nam, nhà quản lý có ra quyết định trả cổ tức nhằm nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư hay không? Để trả lời câu hỏi này, luận án sẽ nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức ở Việt Nam với dữ liệu từ các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (Ho Chi Minh Stock Exchange - HSX) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (Ha Noi Stock Exchange - HNX).

Bên cạnh đó, ở một số công ty, tính minh bạch và chất lượng của thông tin, đặc biệt là thông tin kế toán, vẫn còn khá thấp. Nếu báo cáo tài chính bị bóp méo thì quyền lợi của nhà đầu tư có thể bị ảnh hưởng đáng kể. Trong thời gian qua, nhiều vụ gian lận kế toán đã xảy ra tại một số công ty. Chẳng hạn trong trường hợp công ty cổ phần Bibica, sau khi thủ thuật che giấu công nợ và chi phí bị phát hiện, công ty phải điều chỉnh khoản lỗ từ 5,4 tỉ đồng lên đến 12,3 tỉ đồng trong năm 2002. Một trường hợp khác ở công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết, khoản lợi nhuận hơn 2,2 tỉ đồng trong năm 2006 có được là do ghi không doanh thu, điều chỉnh giảm khấu hao và trích lập dự phòng. Bên cạnh đó, một sự cố khác ở công ty cổ phần Thiết bị Y tế Việt Nhật cũng khiến nhiều nhà đầu tư bất ngờ. Cụ thể, vào ngày 31/3/2015, công ty có số dư tiền mặt tại quỹ lên đến 496 tỉ đồng. Tuy nhiên, đến ngày 30/6/2015, con số này giảm xuống chỉ còn gần 68 tỉ đồng. Hơn nữa, khoản đầu tư tài chính ngắn hạn 285 tỉ đồng cũng biến mất. Ngoài ra, không thể không nhắc đến một sai phạm khác liên quan đến hàng tồn kho và các khoản phải thu ở công ty cổ phần Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường

Thành trong năm 2016. Sau khi sai phạm này bị phát hiện, công ty phải điều chỉnh tăng giá vốn hàng bán, dẫn đến khoản lỗ đột ngột gần 1.100 tỉ đồng trong quý 2. Vì vậy, có thể thấy rằng chất lượng báo cáo tài chính nói chung và chất lượng lợi nhuận nói riêng của một số công ty niêm yết ở Việt Nam chưa cao. Do đó, nếu dựa trên những thông tin được báo cáo sai lệch để ra quyết định, nhà đầu tư có thể phải chịu thiệt hại nặng nề.

Như vậy, liệu rằng ở Việt Nam, chỉ tiêu lợi nhuận được báo cáo của các công ty có chi trả cổ tức có đáng tin cậy hơn hay không? Để làm sáng tỏ vấn đề này, luận án tiếp tục sử dụng dữ liệu từ các công ty niêm yết trên HSX và HNX để nghiên cứu mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức ở Việt Nam. Nếu công ty có động cơ phát tín hiệu về chất lượng lợi nhuận thông qua chính sách cổ tức thì mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức của công ty là cùng chiều. Điều này có nghĩa là các công ty có chất lượng lợi nhuận cao trả cổ tức cao hơn.

Các nghiên cứu trước về chất lượng lợi nhuận đã được tiến hành xung quanh các sự kiện của công ty như chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng (Initial Public Offering – IPO) (Teoh và cộng sự, 1998a), phát hành chứng khoán sau IPO (Teoh và cộng sự, 1998b; Shivakumar, 2000) và mua lại công ty (Bergstresser và cộng sự, 2006; Louis, 2004; Karim và cộng sự, 2016) trong khi những nghiên cứu khác xem xét động cơ thúc đẩy nhà quản lý thực hiện hành vi thao túng lợi nhuận (Healy, 1985; Burns và Kedia, 2006).

Như vậy, khá nhiều nghiên cứu tập trung vào mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và quyết định đầu tư hay quyết định tài trợ của công ty. Do chính sách đầu tư, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có liên quan lẫn nhau nên chất lượng lợi nhuận cũng có khả năng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức. Tuy nhiên, bằng chứng về mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức còn khá hạn chế. Do đó, luận án sẽ cung cấp thêm bằng chứng về mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức trong bối cảnh một thị trường cận biên.

## **1.2 Mục tiêu nghiên cứu**

Cho đến nay, các nhà nghiên cứu vẫn chưa có được đáp án hoàn chỉnh cho câu đố cổ tức. Bên cạnh các lý thuyết tài chính tân cổ điển, lý thuyết tài chính hành vi cũng có những đóng góp nhất định vào tài liệu học thuật về chính sách chi trả cổ tức. Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm đạt được trong lĩnh vực này vẫn còn hạn chế và chưa thống nhất. Do đó, luận án được tiến hành nhằm mục tiêu giải thích động cơ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Để đạt được các mục tiêu nghiên cứu trên, luận án tập trung giải quyết hai câu hỏi nghiên cứu sau:

1. Các công ty có ra quyết định chi trả cổ tức nhằm nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư hay không?
2. Các công ty có ra quyết định chi trả cổ tức vì động cơ phát tín hiệu về chất lượng lợi nhuận của công ty cho nhà đầu tư hay không?

## **1.3 Câu hỏi nghiên cứu**

Để đạt được các mục tiêu nghiên cứu trên, luận án tập trung giải quyết hai câu hỏi nghiên cứu sau:

1. Các công ty có ra quyết định chi trả cổ tức nhằm nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư hay không?
2. Các công ty có ra quyết định chi trả cổ tức vì động cơ phát tín hiệu về chất lượng lợi nhuận của công ty cho nhà đầu tư hay không?

## **1.4 Đối tượng nghiên cứu và phạm vi nghiên cứu**

### **1.4.1 Đối tượng nghiên cứu**

Luận án nghiên cứu động cơ chi trả cổ tức của các công ty niêm yết tại Việt Nam thông qua mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức cũng như mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức của công ty. Để phân phối lợi nhuận, bên cạnh hình thức cổ tức tiền mặt, công ty còn có thể mua lại cổ phần. Trong thời kỳ nghiên cứu 2010 – 2016, tỉ lệ công ty mua lại cổ phần cao

nhất là 23% vào năm 2011. Tuy nhiên, kể từ năm 2012 trở đi, tỉ lệ này giảm liên tục và giảm rất mạnh. Đến năm 2016, chỉ có khoảng 5% số công ty niêm yết mua lại cổ phần<sup>4</sup>. Như vậy, so với hình thức chi trả cổ tức tiền mặt thì mua lại cổ phần ít phổ biến hơn. Do đó, luận án chỉ tập trung vào hình thức cổ tức bằng tiền mặt.

#### **1.4.2 Phạm vi nghiên cứu**

Luận án nghiên cứu chính sách cổ tức của 460 công ty niêm yết trên hai sàn HSX và HNX trong khoảng thời gian 2010 – 2016. Do mô hình nghiên cứu có biến trễ, đồng thời, thước đo chất lượng lợi nhuận chỉ có thể ước lượng được nếu có số liệu của năm liền trước, năm hiện tại và năm tiếp theo nên thời gian thu thập dữ liệu bắt đầu từ năm 2009 và kết thúc vào năm 2017. Dữ liệu từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty niêm yết cũng như các dữ liệu khác cần cho nghiên cứu được lấy từ cơ sở dữ liệu Datastream. Mẫu nghiên cứu sau cùng bao gồm 2.653 quan sát công ty – năm.

#### **1.5 Phương pháp nghiên cứu**

Để nghiên cứu về mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức cũng như mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức, luận án sử dụng tỉ suất cổ tức và tỉ lệ chi trả cổ tức để đại diện cho chính sách cổ tức. Trong khi đó, cảm tính nhà đầu tư được đo bằng phần bù cổ tức theo định nghĩa của Baker và Wurgler (2004a). Đối với chất lượng lợi nhuận, luận án sử dụng thước đo chất lượng dồn tích và dồn tích bất thường. Hai thước đo này lần lượt được ước lượng từ mô hình Dechow và Dichev (2002) được biến đổi bởi McNichols (2002), mô hình Jones (1991) và mô hình Jones (1991) được biến đổi bởi Dechow và cộng sự (1995). Ngoài ra, các yếu tố có thể ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của công ty bao gồm chính sách chi trả cổ tức năm trước, khả năng sinh lợi, quy mô công ty, các cơ hội đầu tư, vòng đời công ty, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản của cổ phiếu, đòn bẩy tài chính, dòng tiền tự do và rủi ro cũng được kiểm soát. Luận án dùng nhiều

---

<sup>4</sup> Số lượng và tỉ lệ các công ty mua lại cổ phần qua các năm được trình bày ở Phụ lục 4.

thước đo khác nhau cho cả biến phụ thuộc lẫn biến độc lập nhằm đảm bảo tính vững và đáng tin cậy của kết quả nghiên cứu.

Bên cạnh đó, luận án sử dụng phương pháp moment tổng quát hệ thống (SGMM – System Generalized Method of Moments) để ước lượng mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức cũng như mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức. Phương pháp này có thể giúp xử lý vấn đề nội sinh cũng như các khuyết tật khác của mô hình nghiên cứu như tự tương quan và phương sai thay đổi. Các kiểm định cần thiết được thực hiện nhằm đảm bảo kết quả ước lượng là đáng tin cậy, bao gồm kiểm định tương quan chuỗi bậc hai và kiểm định các ràng buộc xác định quá mức. Tất cả các ước lượng trong luận án đều được thực hiện dưới sự hỗ trợ của phần mềm Stata 13.

## **1.6 Tính mới và đóng góp của nghiên cứu**

### **1.6.1 Tính mới của nghiên cứu**

Luận án tiếp cận vấn đề chính sách chi trả cổ tức của công ty từ góc độ tài chính hành vi. Đây là một cách tiếp cận mới bên cạnh cách tiếp cận truyền thống. Hơn nữa, các nghiên cứu trước đây trong lĩnh vực này phần lớn được thực hiện ở các thị trường phát triển với bằng chứng thực nghiệm đạt được còn khá hạn chế và nhìn chung chưa thống nhất. Do thị trường Việt Nam có nhiều điểm khác biệt so với các thị trường phát triển về bối cảnh thể chế nên việc tiến hành nghiên cứu ở Việt Nam là cần thiết nhằm cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm và giúp tổng quát hóa kết quả nghiên cứu.

Ngoài ra, xét từ khía cạnh sở hữu nhà nước, luận án thấy rằng yếu tố sở hữu nhà nước có ảnh hưởng nhất định đến mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức. Cụ thể, đối với nhóm công ty có sở hữu nhà nước, tác động tích lũy của phần bù cổ tức đến tỉ suất cổ tức lớn hơn so với nhóm công ty không có sở hữu nhà nước. Đây là một phát hiện mới so với các nghiên cứu trước do đặc thù ở Việt Nam, phần lớn công ty niêm yết được hình thành từ quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước



và tỉ lệ các công ty có sở hữu nhà nước hiện vẫn cao hơn so với các công ty không có sở hữu nhà nước.

Bên cạnh đó, luận án sử dụng ba cách đo khi tính phần bù cổ tức, bao gồm trung bình giản đơn, trung bình có trọng số giá trị sổ sách của tổng tài sản và trung bình có trọng số giá trị thị trường của tổng tài sản. Hầu hết các nghiên cứu trước đây sử dụng một hoặc hai cách đo cho phần bù cổ tức. Do đó, để làm tăng tính vững của kết quả nghiên cứu, luận án dùng cả ba cách đo này khi tính phần bù cổ tức. Ngoài ra, luận án còn sử dụng nhiều thước đo cho chính sách cổ tức và chất lượng lợi nhuận. Điều này cũng góp phần làm tăng độ tin cậy của kết quả nghiên cứu.

### **1.6.2 Đóng góp về mặt học thuật**

Chính sách cổ tức là một trong những vấn đề cốt lõi của tài chính doanh nghiệp. Do đó, cả nhà đầu tư lẫn nhà quản lý đều quan tâm đến chính sách chi trả cổ tức của công ty. Bên cạnh cách tiếp cận truyền thống, một số nghiên cứu đã xem xét vấn đề từ góc độ tài chính hành vi theo lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư do Baker và Wurgler (2004a) đề xuất.

Theo lý thuyết này, chính sách chi trả cổ tức bị ảnh hưởng bởi cảm tính nhà đầu tư. Cụ thể, nhà quản lý nuông chiều nhà đầu tư bằng cách trả cổ tức khi nhà đầu tư thích các công ty có trả cổ tức hơn và ngược lại. Các nghiên cứu này hầu hết được tiến hành ở các thị trường phát triển và một số rất ít các nghiên cứu được tiến hành ở thị trường mới nổi. Tuy nhiên, bằng chứng đạt được vẫn còn khá hạn chế và nhìn chung vẫn chưa đồng thuận. Nhằm bổ sung vào tài liệu học thuật về chính sách chi trả cổ tức, luận án tiếp tục hướng nghiên cứu này trong một bối cảnh thể chế khác là Việt Nam, một thị trường cận biên.

Mặc dù chưa tìm được bằng chứng cho thấy nhà quản lý nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư khi ra quyết định về cổ tức, tuy nhiên, luận án đề xuất một lời giải thích cho quyết định này thông qua mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách

chi trả cổ tức. Cụ thể, luận án tìm thấy các công ty có chất lượng lợi nhuận cao trả cổ tức cao hơn. Như vậy, các công ty có thể phát tín hiệu về chất lượng lợi nhuận thông qua quyết định cổ tức. Qua đó, luận án góp phần giải thích lý do công ty vẫn trả cổ tức mặc dù chưa tìm thấy bằng chứng về sự hiện diện của động cơ nuông chiều.

### **1.6.3 Đóng góp về mặt thực tiễn**

Kết quả nghiên cứu của luận án giúp xác định những yếu tố có tác động đến chính sách cổ tức của công ty. Điều này có ý nghĩa quan trọng đối với cả nhà quản lý lẫn nhà đầu tư. Cụ thể, công ty có thể phát tín hiệu về chất lượng lợi nhuận thông qua quyết định trả cổ tức. Về phía nhà đầu tư, chính sách chi trả cổ tức là một nguồn thông tin đáng tham khảo đối với họ vì các công ty có trả cổ tức được kỳ vọng sẽ có chất lượng lợi nhuận cao hơn. Như vậy, hiểu rõ chính sách chi trả cổ tức của công ty có thể giúp nhà đầu tư ra quyết định chính xác hơn.

## **1.7 Cấu trúc luận án**

Luận án được cấu trúc thành 5 chương. Cụ thể, phần giới thiệu được trình bày trong chương 1. Chương tiếp theo trình bày khung lý thuyết và tổng quan nghiên cứu. Phương pháp nghiên cứu được làm rõ trong chương 3. Chương 4 trình bày và thảo luận kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, phần kết luận và một số hàm ý chính sách được trình bày trong chương 5.

## CHƯƠNG 2: KHUNG LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

### 2.1 CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Mặc dù các công ty đã trả cổ tức cho cổ đông trong bốn thế kỷ (Baskin, 1988), tuy nhiên, động cơ khiến các công ty trả cổ tức vẫn là một vấn đề gây nhiều tranh cãi trong cộng đồng học thuật. Mức cổ tức mà công ty chi trả cho các cổ đông có thể tác động đến định giá công ty, số tiền thuế mà các nhà đầu tư phải nộp, quyết định đầu tư của nhà quản lý và có thể cung cấp thông tin cho thị trường về hiệu quả hoạt động của công ty so với các đối thủ cạnh tranh.

John Lintner được xem là người đặt nền móng cho quan điểm hiện đại về chính sách cổ tức. Từ dữ liệu khảo sát các nhà quản lý từ 28 công ty trong 7 năm từ năm 1947 đến năm 1953, Lintner (1956) đã đưa ra giả thuyết chi trả mục tiêu, cho rằng cổ tức là một hàm số của thu nhập bền vững dài hạn. Theo Lintner, hành vi làm mượt cổ tức (smoothing behavior) là phổ biến vì nhà quản lý tin rằng thị trường đặt một phần bù lên các công ty có chính sách cổ tức ổn định. Do đó, các công ty sẽ không đưa ra chính sách cổ tức mới vào mỗi quý. Đối với quyết định tăng cổ tức, các nhà quản lý cân nhắc rất kỹ lưỡng, nhất là chỉ tiêu lợi nhuận vì đây là yếu tố quan trọng nhất ảnh hưởng đến chính sách cổ tức.

Nghiên cứu sau đó của Miller và Modigliani (1961) thì cho rằng trong các thị trường vốn hoàn hảo và hiệu quả, chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị của một công ty. Tiền đề cơ bản cho lập luận của họ là giá trị công ty được xác định bằng cách lựa chọn các khoản đầu tư tối ưu. Chi trả rỗng là chênh lệch giữa lợi nhuận và đầu tư. Với những giả định về “một thế giới hoàn hảo” của Miller và Modigliani, không có chính sách cổ tức nào có tác động đến giá trị của công ty. Như vậy, nhà đầu tư sẽ không trả một phần bù cho bất kỳ một chính sách chi trả cụ thể nào.

Một số hàm ý quan trọng có thể được rút ra từ mô hình này. Thứ nhất, trong các thị trường vốn hoàn hảo và hiệu quả, yếu tố quyết định duy nhất giá trị của một công ty là chính sách đầu tư chứ không phải là chính sách chi trả. Thứ hai, cấu trúc vốn không có tác động đến giá trị của một công ty. Như vậy, một khi chính sách đầu tư đã được lựa chọn, việc trả cổ tức bao nhiêu sẽ không ảnh hưởng đến giá trị công ty. Chi trả rỗng có thể được coi là dòng tiền còn lại sau khi các quyết định đầu tư đã được thực hiện. Công ty có thể chi trả bất kỳ mức cổ tức nào bởi vì việc phát hành chứng khoán có thể bù đắp cho mức độ chi trả đó. Thứ ba, hiểu được định đề của Miller và Modigliani sẽ giúp hiểu rõ hơn tại sao chính sách chi trả có thể ảnh hưởng đến giá trị công ty. Điều này chỉ xảy ra nếu một hoặc nhiều giả định nền tảng của Miller và Modigliani bị vi phạm. Nhìn chung, định đề không liên quan của Miller và Modigliani chỉ có giá trị trong các thị trường vốn hoàn hảo và hiệu quả. Cụ thể, mô hình của Miller và Modigliani dựa trên một số giả định quan trọng như sau:

- (i) Không có thuế
- (ii) Thông tin đối xứng giữa tất cả những người tham gia thị trường
- (iii) Khả năng ký kết hợp đồng hoàn chỉnh
- (iv) Không có chi phí giao dịch hoặc chi phí phát hành
- (v) Thị trường sản phẩm và thị trường tài chính cạnh tranh
- (vi) Các nhà đầu tư và các nhà quản lý là duy lý

Rõ ràng, các giả định này hiếm khi đúng. Đối với giả định thứ nhất, trong thực tế, cả cổ tức và lãi vốn đều phải chịu thuế. Hơn nữa, thuế suất thay đổi theo thời gian và chênh lệch về thuế suất giữa cổ tức và lãi vốn cũng khác nhau giữa các nhóm nhà đầu tư. Sự khác biệt này có thể ảnh hưởng đến hình thức và mức độ chi trả.

Giả định thứ hai về thông tin đối xứng giữa tất cả những người tham gia thị trường cũng hiếm khi đúng. Trong thực tế, những người tham gia thị trường không có thông tin giống hệt nhau, những người trong nội bộ công ty có thể sẽ có nhiều thông tin hơn những người tham gia thị trường khác, dẫn đến vấn đề bất đối xứng thông tin. Một hàm ý của bất đối xứng thông tin là một công ty có thể không có khả năng phát hành

chứng khoán ở giá trị hợp lý vì vấn đề lựa chọn ngược. Một hàm ý khác là chính sách chi trả cổ tức có thể được dùng để truyền đạt thông tin về giá trị của công ty cho những người bên ngoài.

Về giả định thứ ba, hợp đồng hoàn chỉnh hiếm khi tồn tại và mâu thuẫn lợi ích giữa những người đại diện và chủ sở hữu xuất hiện trong nhiều tình huống, có thể là giữa nhà quản lý với cổ đông, giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ hoặc giữa cổ đông và trái chủ. Những mâu thuẫn lợi ích này có thể ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức và giá trị công ty (Easterbrook, 1984). Chẳng hạn, khi không có khả năng ký kết hợp đồng hoàn chỉnh, quyết định trả cổ tức có thể đảm bảo rằng các hành động của nhà quản lý đều vì lợi ích của cổ đông. Một tỷ lệ chi trả cổ tức tương đối cao có thể khiến cho ban quản lý có kỷ luật hơn trong việc sử dụng các nguồn lực của công ty, từ đó làm tăng giá trị công ty.

Ở giả định thứ tư, cả chi phí giao dịch và chi phí phát hành đều ảnh hưởng đến định đề không liên quan của Miller và Modigliani. Cụ thể, các nhà đầu tư có thể có sự ưa thích đối với một dòng tiền cụ thể khi giao dịch là tốn kém. Với sự hiện diện của chi phí giao dịch, một công ty có chính sách cổ tức phù hợp với nhu cầu tiêu dùng của nhà đầu tư sẽ được định giá cao hơn. Ngoài ra, chi phí phát hành tạo ra một khoảng cách giữa chính sách chi trả và chính sách chi trả rỗng. Chẳng hạn, không giống như trong thế giới của Miller và Modigliani, các công ty không thể trả cổ tức mà không tốn kém và sau đó điều chỉnh cấu trúc vốn của họ bằng cách phát hành cổ phiếu mà không tốn kém.

Giả định thứ năm là một thành phần quan trọng của mô hình “các thị trường vốn hoàn hảo và hiệu quả”. Giả định này cho rằng cả thị trường vốn và thị trường sản phẩm đều cạnh tranh. Các lực cạnh tranh có thể được sử dụng để hạn chế số đặc quyền của các nhà quản lý. Theo đó, chính sách chi trả của một công ty cũng có thể là một thiết bị kỷ luật, có thể tương tác với mức độ cạnh tranh trên thị trường sản phẩm. Trong một thị trường sản phẩm không cạnh tranh, việc công ty không trả cổ tức và tích lũy

tiền vì các lý do chiến lược, chẳng hạn để ngăn chặn không bị thôn tóm (Bolton và Scharfstein, 1990), có thể làm cho chính sách chi trả có liên quan đến giá trị công ty.

Cuối cùng là giả định về sự duy lý hoàn hảo của tất cả những người tham gia thị trường. Trong thực tế, sự duy lý là ít hoàn hảo hơn đối với một số hoặc tất cả những người tham gia thị trường. Một số nhà đầu tư có thể có sự ưa thích không duy lý đối với cổ tức (Shefrin và Statman, 1984) hoặc các nhà quản lý có thể khai thác định giá sai hay định giá không duy lý của các nhà đầu tư và mua lại cổ phần khi định giá của công ty thấp.

Bằng cách nói lòng một số giả định trong mô hình của Miller và Modigliani, bốn lý thuyết lớn đã được phát triển nhằm giải thích cho chính sách chi trả cổ tức của công ty, bao gồm lý thuyết về thuế, lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết phát tín hiệu và lý thuyết hành vi. Dưới đây sẽ lần lượt trình bày từng lý thuyết này.

### **Thuế và chính sách cổ tức**

Trong thế giới lý tưởng của Miller và Modigliani (1961), cổ đông sẽ trung lập giữa cổ tức và lãi vốn. Tuy nhiên, khi có sự hiện diện của thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân, liệu chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị công ty hay không? Để trả lời câu hỏi này, Farrar và Selwyn (1967) sử dụng mô hình cân bằng một phần và giả định rằng cổ đông tối đa hóa thu nhập sau thuế. Họ thấy rằng khi thuế lãi vốn bằng thuế cổ tức, cổ đông sẽ trung lập giữa cổ tức và lãi vốn. Tuy nhiên, khi thuế suất đánh trên lãi vốn thấp hơn thuế suất đánh trên cổ tức, cổ đông là nhà đầu tư duy lý sẽ thích được nhận thu nhập dưới hình thức lãi vốn hơn so với cổ tức và ngược lại.

Bởi vì nhà đầu tư cá nhân thường chịu thuế suất đánh trên cổ tức cao hơn so với lãi vốn nên các công ty về mặt lý thuyết sẽ không trả cổ tức nếu họ muốn tối đa hóa giá trị công ty. Thay vào đó, các công ty sẽ mua lại cổ phần để phân phối lợi nhuận, điều này cho phép các cổ đông không phải đóng thuế thu nhập cao hơn đối với cổ tức.

Mặc dù vậy, trong thực tế, các công ty vẫn tiếp tục chi trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông và nhà đầu tư vẫn mất một khoản tiền lớn để nộp thuế cổ tức (Feenberg, 1981; Peterson và cộng sự, 1985).

Tuy nhiên, không phải tất cả các nhà đầu tư đều chịu ảnh hưởng như nhau từ thuế cổ tức. Các nhà đầu tư phải nộp thuế sẽ ưa thích lãi vốn hơn so với cổ tức còn các nhà đầu tư được miễn thuế sẽ ưa thích các công ty có trả cổ tức hơn. Do đó, các công ty có chính sách cổ tức khác nhau sẽ thu hút các nhóm nhà đầu tư khác nhau tùy thuộc vào khung thuế và tình trạng thanh khoản của các nhóm nhà đầu tư này. Vì vậy, các nhà quản lý có thể nâng cao giá cổ phần thông qua quyết định cổ tức. Chetty và Saez (2005) và Brav và cộng sự (2008) liên kết cổ tức với quản trị công ty và đề xuất rằng sự ưa thích của cổ đông kiểm soát có thể ảnh hưởng đến phản ứng của công ty với những thay đổi về chính sách thuế.

### **Lý thuyết phát tín hiệu**

Lý thuyết này bắt nguồn từ nghiên cứu của Lintner (1956), giải thích cách phản ứng của giá thị trường với những thay đổi trong tỉ lệ chi trả. Khi xem xét khả năng của tác động phát tín hiệu, Miller và Modigliani (1961) lập luận rằng mặc dù chính sách cổ tức không có tác động đến giá trị của công ty, nhận thức của thị trường về sự thay đổi chính sách cổ tức có thể tác động đến giá cổ phiếu. Theo họ, sự không hợp lý có hệ thống trên một phần của giới đầu tư có thể giải thích lý do tại sao cổ phiếu của các công ty có mức cổ tức thấp được bán với giá thấp. Thị trường có thể đánh giá lại giá trị cổ phần khi công ty có sự thay đổi về chính sách chi trả cổ tức bởi vì cổ tức phát tín hiệu về sự gia tăng dòng tiền trong tương lai.

Ross (1977) là người đầu tiên khai thác lập luận phát tín hiệu dựa trên thông điệp của Miller và Modigliani (1961). Mô hình của Ross (1977) hướng đến những thay đổi trong cấu trúc vốn. Bằng việc sử dụng nợ, nhà quản lý phát tín hiệu về khả năng trang trải các nghĩa vụ nợ của công ty sẽ tăng lên. Kalay (1980) chỉ ra rằng mô hình của Ross (1977) có thể được mở rộng đối với các thông báo về chính sách cổ tức. Theo

đó, thông qua quyết định tăng cổ tức, nhà quản lý có thể phát tín hiệu rằng triển vọng lợi nhuận là tích cực (Kalay, 1980).

Bhattacharya (1979) đã phát triển và mở rộng mô hình của Ross (1977) nhằm giải thích lý do tại sao các công ty vẫn trả cổ tức mặc dù có những bất lợi về thuế. Giả định các nhà đầu tư bên ngoài có thông tin không hoàn hảo về khả năng sinh lợi của công ty và thuế cổ tức cao hơn so với thuế lãi vốn, Bhattacharya (1979) chỉ ra tín hiệu tích cực nhận được từ các công ty tăng cổ tức sẽ bù đắp chi phí cận biên cao hơn của thu nhập từ cổ tức. Vì vậy, Bhattacharya (1979) cho rằng cổ tức là một thiết bị phát tín hiệu đối với các cổ đông.

Ngoài ra, mô hình của Miller và Rock (1985) cũng được phát triển dựa trên giả định rằng nhà quản lý biết nhiều hơn các nhà đầu tư bên ngoài về bản chất của thu nhập trong hiện tại của công ty. Miller và Rock (1985) kết luận rằng thông báo lợi nhuận, cổ tức và tài trợ có liên quan chặt chẽ với nhau, ngoài ra, xu hướng trả cổ tức trong hiện tại là cơ sở để thị trường dự phóng thu nhập trong tương lai.

Như vậy, theo lý thuyết phát tín hiệu, các công ty bị định giá thấp sẽ điều chỉnh cổ tức để phát tín hiệu về triển vọng của họ. Cụ thể, quyết định tăng cổ tức thường phát tín hiệu rằng công ty sẽ hoạt động tốt hơn và ngược lại. Do đó, lý thuyết này có thể giải thích tại sao các công ty phân phối phần lớn lợi nhuận của họ dưới dạng cổ tức và tại sao thị trường phản ứng tích cực với thông báo tăng mức chi trả cổ tức của công ty.

### **Lý thuyết chi phí đại diện và dòng tiền tự do**

Trong một công ty lớn có quyền sở hữu phân tán, hầu hết nhà đầu tư không thể hoặc không có động cơ để giám sát và kiểm soát tất cả các hoạt động của nhà quản lý. Trong trường hợp không có hợp đồng đầy đủ và hoàn toàn khả thi, nhà quản lý có thể thực hiện các hoạt động không vì lợi ích tốt nhất của nhà đầu tư. Sự đầu tư quá mức thường xảy ra ở các công ty có mức dòng tiền tự do cao nhưng các cơ hội đầu tư lại hạn chế. Các nhà quản lý vì lợi ích bản thân sẽ có động cơ đầu tư tiền mặt dư thừa



vào các hoạt động phá hủy giá trị công ty. Những hành động này bao gồm những đặc quyền không cần thiết hoặc mua lại và mở rộng qui mô công ty mà không có cơ sở. Do đó, các nhà nghiên cứu thường gọi kịch bản này là vấn đề đầu tư quá mức. Một giải pháp khả thi cho vấn đề này là giảm dòng tiền tự do của công ty. Là người đề xuất chính của lý thuyết dòng tiền tự do, Jensen (1986) cho rằng việc trả cổ tức có thể giúp thực hiện mục tiêu này. Easterbrook (1984) cũng đưa ra lập luận tương tự.

Cụ thể, Jensen (1986) lập luận rằng các nhà quản lý có thể mở rộng công ty ra ngoài qui mô tối ưu bởi vì qui mô lớn hơn đòi hỏi phải tăng nguồn lực dưới sự kiểm soát của họ và các khoản thù lao kèm theo sẽ cao hơn. Vì động cơ phục vụ bản thân này, các nhà quản lý có thể đầu tư vào những dự án làm giảm giá trị hoặc có giá trị hiện tại ròng (Net Present Value – NPV) âm. Bởi vì các nhà quản lý rất miễn cưỡng khi phải tiếp cận nguồn tài trợ bên ngoài trong việc đầu tư vào các dự án có NPV âm nhằm tránh sự giám sát chặt chẽ hơn của thị trường nên họ thường dựa vào nguồn tài trợ nội bộ. Sự hiện diện của dòng tiền tự do đáng kể cho phép các nhà quản lý đầu tư quá mức. Các nhà đầu tư nhận thức được vấn đề đại diện này và phản ứng tích cực với quyết định bắt đầu chi trả cổ tức hoặc tăng cổ tức vì khả năng đầu tư quá mức tiềm tàng sẽ giảm xuống. Ngược lại, thông báo giảm cổ tức sẽ tạo ra một phản ứng thị trường tiêu cực. Bên cạnh đó, phản ứng của thị trường đối với thông báo thay đổi cổ tức là lớn hơn đối với các công ty có khả năng đầu tư quá mức cao.

### **Lý thuyết hành vi**

Trong lý thuyết tân cổ điển, nhà đầu tư cá nhân biết rằng chính sách cổ tức không tác động đến giá trị công ty trong một thế giới không có thuế, không có chi phí giao dịch và thông tin đối xứng. Do đó, các lý thuyết tân cổ điển về chính sách cổ tức thường tập trung vào vai trò của thuế, chi phí giao dịch và thông tin bất đối xứng. Tuy nhiên, lý thuyết tân cổ điển lại không giải thích được những gì các nhà đầu tư cá nhân suy nghĩ, nói và làm.

Các vấn đề liên quan đến tình trạng về hưu, các khoản tiết kiệm không đủ, sự miễn cưỡng khi phải đụng đến tiền gốc và nhận thức về cổ tức bằng tiền mặt như một con chim trong bàn tay, tất cả về bản chất đều là các yếu tố tâm lý. Tuy các yếu tố này không đóng một vai trò quan trọng trong lý thuyết cổ tức tân cổ điển nhưng lại là trung tâm của lý thuyết hành vi về cổ tức. Mô hình hành vi được xây dựng để giải thích vai trò của cổ tức trong các quyết định năng động của hộ gia đình về tiêu dùng và lựa chọn danh mục đầu tư. Mô hình này đưa ra nhiều dự báo khác nhau về tác động của tuổi tác, tình trạng nghỉ hưu và thu nhập của nhà đầu tư lên việc nắm giữ các cổ phiếu có chia cổ tức.

Lý thuyết hành vi về sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư được Shefrin và Statman (1984) phát triển dựa trên các lý do về tâm lý như sự không thích hối tiếc, tính toán bất hợp lý, lý thuyết triển vọng và các vấn đề tự kiểm soát nhằm giải thích tại sao các nhà đầu tư cá nhân thấy cổ tức hấp dẫn. Cụ thể, lý thuyết này giải thích tác động của tuổi tác, tình trạng nghỉ hưu và thu nhập lên mối quan hệ giữa chi tiêu tiêu dùng và sự ưa thích cổ tức, đồng thời cũng giải thích cho mối quan hệ giữa mức độ chấp nhận rủi ro và sự ưa thích cổ tức. Shefrin và Statman (1984) cho rằng các hộ gia đình đôi khi phải bán cổ phiếu để tài trợ cho tiêu dùng có thể phải hối tiếc nếu cổ phiếu đã bán tăng giá sau khi bán. Do đó, tài trợ cho tiêu dùng bằng cổ tức nhận được có thể gây ra ít hối tiếc hơn so với bán cổ phiếu.

Từ ý tưởng của Shefrin và Statman (1984), Baker và Wurgler (2004a) phát triển lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư. Công ty lựa chọn chính sách chi trả nhằm đáp ứng cảm tính của nhà đầu tư. Cụ thể, khi sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư giảm, các công ty phản ứng bằng cách không chia cổ tức. Ngược lại, khi sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư tăng, các công ty phản ứng bằng cách chia cổ tức. Phần dưới đây sẽ trình bày chi tiết về mối quan hệ này.

## 2.2 CẢM TÍNH NHÀ ĐẦU TƯ VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

### 2.2.1 Cảm tính nhà đầu tư

#### 2.2.1.1 Khái niệm

Cảm tính nhà đầu tư (investor sentiment) là cách các nhà đầu tư hình thành kỳ vọng về thu nhập trong tương lai (Barberis và cộng sự, 1998). Cảm tính nhà đầu tư còn được định nghĩa là sự lạc quan hoặc bi quan về cổ phiếu nói chung (Baker và Wurgler, 2006). Quyết định của các nhà đầu tư có thể bị ảnh hưởng bởi cảm tính (de Long và cộng sự, 1990) và việc đánh cược với các nhà đầu tư cảm tính rất tốn kém và rủi ro (Shleifer và Vishny, 1997). Do đó, các nhà đầu tư duy lý hoặc các nhà kinh doanh chênh lệch giá không thể đưa giá cổ phiếu quay trở về giá trị cơ bản.

Cổ phiếu nhạy cảm nhất với cảm tính nhà đầu tư là cổ phiếu của các công ty non trẻ, có quy mô nhỏ, độ biến động cao, chưa có khả năng sinh lợi, không trả cổ tức, khánh kiệt tài chính hoặc đang tăng trưởng. Những cổ phiếu như vậy có xu hướng tốn kém hơn khi mua và bán không (D'Avolio, 2002). Các cổ phiếu này còn có độ biến động đặc thù cao về tỉ suất sinh lợi nên có rủi ro cao hơn (Wurgler và Zhuravskaya, 2002). Ngoài ra, việc không trả cổ tức cũng làm cho giá của các cổ phiếu này bị lệch khỏi giá trị cơ bản trong tương lai, vì vậy, chúng thường bị đầu cơ (Pontiff, 1996). Ngược lại, cổ phiếu của một công ty có lịch sử lợi nhuận lâu dài, có nhiều tài sản hữu hình và cổ tức ổn định thường ít nhạy cảm hơn với cảm tính nhà đầu tư.

Trong mô hình hành vi về thị trường chứng khoán của de Long và cộng sự (1990), các nhà đầu tư được chia thành hai loại, bao gồm những người kinh doanh chênh lệch giá duy lý không bị ảnh hưởng bởi cảm tính và những người giao dịch không duy lý bị ảnh hưởng bởi cảm tính. Họ cạnh tranh trên thị trường và thiết lập giá cùng với tỉ suất sinh lợi kỳ vọng. Tuy nhiên, những người kinh doanh chênh lệch giá duy lý bị hạn chế theo nhiều cách khác nhau do tầm nhìn ngắn hạn hoặc do chi phí và rủi ro của giao dịch và bán không. Điều này làm cho giá chứng khoán không phản ánh đúng giá trị cơ bản của chúng. Trong mô hình này, định giá sai phát sinh từ sự kết hợp của

hai yếu tố, đó là sự thay đổi trong cảm tính của một bộ phận những người giao dịch không duy lý và sự hạn chế đối với kinh doanh chênh lệch giá.

### ***2.2.1.2 Đo lường***

Cảm tính nhà đầu tư không dễ để có thể đo lường một cách chính xác (Baker và cộng sự, 2012). Một số thước đo đã được đề xuất để đo lường cảm tính nhà đầu tư bao gồm khảo sát nhà đầu tư, tâm trạng nhà đầu tư, giao dịch của nhà đầu tư nhỏ lẻ, các dòng vốn đi vào và đi ra của quỹ tương hỗ, suất chiết khấu quỹ đóng, độ biến động hàm ý của quyền chọn, tỉ suất sinh lợi trong ngày đầu tiên IPO, khối lượng IPO, tỉ lệ cổ phiếu được phát hành trên tổng phát hành mới và giao dịch nội gián. Dưới đây sẽ trình bày tổng quát về các thước đo của cảm tính nhà đầu tư này.

#### ***Khảo sát nhà đầu tư***

Một thước đo khác cho cảm tính nhà đầu tư sử dụng dữ liệu khảo sát niềm tin người tiêu dùng của Hội đồng Hội nghị (Conference Board) và Trung tâm nghiên cứu khảo sát Đại học Michigan. Các cuộc khảo sát này thăm dò ý kiến của một số lượng lớn các hộ gia đình về tình hình tài chính cá nhân, kỳ vọng về nền kinh tế Mỹ và xu hướng tiêu dùng đồ gia dụng lớn của họ. Lemmon và Portniaguina (2006) chỉ ra rằng những thay đổi trong thước đo niềm tin tiêu dùng tương quan rất cao với tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu nhỏ và tỉ suất sinh lợi của các công ty được nắm giữ chủ yếu bởi các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Ngoài ra, một chỉ số cảm tính khác cũng được sử dụng để đo lường mức độ lạc quan của nhà đầu tư là Investors Intelligence của Chartcraft. Đây là một chỉ số được tính toán dựa trên khảo sát các phóng viên của các bản tin tài chính. Brown và Cliff (2005) đã sử dụng thước đo này để dự báo tỉ suất sinh lợi của thị trường. Họ thấy rằng trong các kỳ có cảm tính cao, sự lạc quan quá mức đẩy giá tài sản lên cao hơn giá trị nội tại, tuy nhiên, tỉ suất sinh lợi ở những kỳ sau đó sẽ thấp do giá thị trường quay trở về giá trị cơ bản.

#### ***Tâm trạng nhà đầu tư***

Khi kết nối giá cổ phiếu với những thay đổi ngoại sinh trong cảm xúc của con người, Kamstra và cộng sự (2003) thấy rằng tỉ suất sinh lợi của thị trường trung bình thấp hơn trong suốt mùa thu và mùa đông. Họ cho rằng nguyên nhân là do sự rối loạn cảm xúc theo mùa và sự rối loạn trầm cảm có liên quan với sự sụt giảm số giờ có ánh sáng ban ngày. Kết quả nghiên cứu từ các vĩ độ khác nhau và từ cả hai bán cầu đều thống nhất với cách giải thích này. Ngoài ra, Edmans và cộng sự (2007) còn sử dụng kết quả của các trận bóng đá quốc tế làm biến tâm trạng và thấy rằng kết quả thua trong các trận đấu lớn dự báo tỉ suất sinh lợi thấp vào ngày hôm sau ở quốc gia bị thua, đặc biệt đối với các cổ phiếu nhỏ.

### ***Giao dịch của nhà đầu tư nhỏ lẻ***

Các nhà đầu tư nhỏ lẻ hoặc các nhà đầu tư cá nhân thiếu kinh nghiệm bị ảnh hưởng bởi cảm tính nhiều hơn so với các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Cụ thể, các nhà đầu tư trẻ tuổi có nhiều khả năng mua cổ phiếu vào lúc đỉnh điểm của bong bóng Internet<sup>5</sup> hơn các nhà đầu tư lớn tuổi (Greenwood và Nagel, 2009). Ngoài ra, Barber và cộng sự (2009) và Kumar và Lee (2006) còn tìm thấy trong dữ liệu giao dịch rằng các nhà đầu tư nhỏ lẻ cùng mua và cùng bán cổ phiếu, thống nhất với cảm tính hệ thống. Do đó, Kumar và Lee (2006) đề xuất xây dựng các thước đo cảm tính cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ dựa trên quyết định mua hay bán của họ.

### ***Các dòng vốn đi vào và đi ra của quỹ tương hỗ***

Các nhà đầu tư quỹ tương hỗ thường theo đuổi các khoản đầu tư có tỉ suất sinh lợi cao trong thời kỳ gần nhất (Warther, 1995). Vì vậy, liệu rằng các quyết định phân bổ của họ có thực sự dẫn đến định giá sai hay không? Sử dụng các dòng vốn đi vào và đi ra của quỹ tương hỗ để đại diện cho cảm tính nhà đầu tư cá nhân đối với các cổ phiếu khác nhau, Frazzini và Lamont (2008) tìm thấy một số bằng chứng cho rằng cổ phiếu có cảm tính cao sẽ có tỉ suất sinh lợi trong tương lai thấp.

---

<sup>5</sup> Bong bóng Internet hình thành do sự gia tăng quá nhanh về định giá cổ phiếu ở Mỹ từ các khoản đầu tư vào các công ty hoạt động dựa trên Internet trong giai đoạn thị trường tăng trưởng vào cuối những năm 1990.

### ***Suất chiết khấu quỹ đóng***

Suất chiết khấu quỹ đóng là chênh lệch giữa giá trị tài sản ròng của danh mục chứng khoán thực tế và giá trị thị trường của quỹ. Zweig (1973), Lee và cộng sự (1991) và Neal và Wheatley (1998) lập luận rằng nếu quỹ đóng chủ yếu được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nhỏ lẻ thì suất chiết khấu trung bình của các quỹ cổ phiếu đóng có thể là một chỉ số cảm tính với suất chiết khấu tăng lên khi các nhà đầu tư nhỏ lẻ dự đoán giá sẽ giảm.

### ***Độ biến động hàm ý của quyền chọn***

Giá quyền chọn tăng lên khi giá trị của tài sản cơ sở có biến động kỳ vọng lớn hơn và các mô hình định giá quyền chọn chẳng hạn như công thức Black-Scholes có thể được đảo ngược để tạo ra độ biến động hàm ý là một hàm số của giá quyền chọn. Chỉ số độ biến động thị trường (VIX) đo lường độ biến động hàm ý của các quyền chọn trên chỉ số 100 cổ phiếu của Standard & Poor's, thường được gọi là "Thước đo sự sợ hãi của nhà đầu tư". Theo Whaley (2000), VIX là một thước đo đáng tin cậy cho sự sợ hãi với VIX càng cao thì mức độ sợ hãi càng lớn.

### ***Tỉ suất sinh lợi trong ngày đầu tiên IPO***

Việc chào bán công khai lần đầu ra công chúng đôi khi tạo ra một tỉ suất sinh lợi đáng chú ý vào ngày giao dịch đầu tiên do sự phấn khích của nhà đầu tư. Tuy nhiên, tỉ suất sinh lợi ngày đầu tiên IPO không đặc thù. Tỉ suất sinh lợi bình quân ngày đầu tiên cho thấy đỉnh và đáy tương quan cao với khối lượng IPO và các đại diện cảm tính khác về cơ bản không có liên quan.

### ***Khối lượng IPO***

Nhu cầu cơ bản cho việc chào bán lần đầu ra công chúng thường được cho là cực kỳ nhạy cảm với cảm tính nhà đầu tư. Các ngân hàng đầu tư cho rằng "cửa sổ cơ hội" cho một đợt chào bán công khai lần đầu mở và đóng một cách thất thường. Sự thất

thường như vậy có thể giải thích tại sao khối lượng IPO lại cho thấy sự biến động lớn với tỷ lệ trên 100 đợt phát hành mỗi tháng trong một số thời kỳ và không có đợt phát hành nào mỗi tháng trong một số thời kỳ khác.

### ***Tỷ lệ cổ phiếu được phát hành trên tổng phát hành mới***

Khi cảm tính nhà đầu tư làm cho cổ phiếu bị định giá cao, nhà quản lý thích phát hành cổ phiếu hơn. Do đó, tỷ lệ phát hành cổ phiếu trong tổng phát hành cổ phiếu và nợ mới là một nhân tố dự báo mạnh cho tỉ suất sinh lợi của thị trường cổ phiếu (Baker và Wurgler, 2000). Cụ thể, các công ty phát hành cổ phần tương đối nhiều hơn so với nợ chỉ trước các kỳ mà thị trường có tỉ suất sinh lợi thấp. Đây là một thước đo rộng hơn về hoạt động tài trợ vốn cổ phần và thước đo này đo lường tất cả các đợt phát hành cổ phiếu chứ không chỉ là các đợt IPO.

### ***Giao dịch nội gián***

So với nhà đầu tư bên ngoài, các nhà điều hành công ty có thông tin tốt hơn về giá trị thật của công ty. Vì vậy, danh mục đầu tư cá nhân của họ cũng có thể tiết lộ quan điểm của họ về định giá sai công ty. Nếu cảm tính dẫn đến định giá sai có tương quan giữa các công ty, các mẫu hình giao dịch nội gián có thể chứa một thành phần cảm tính có hệ thống.

Ngoài những thước đo cảm tính nhà đầu tư trên, Baker và Wurgler (2004a) đã đề xuất một thước đo khác, đó là phần bù cổ tức (Dividend Premium – DP). Thước đo này mô tả định giá thị trường tương đối của các công ty có trả cổ tức với các công ty không trả cổ tức. Dựa trên cảm tính nhà đầu tư, Baker và Wurgler (2004a) đã phát triển và kiểm định lý thuyết nuông chiều về cổ tức, cho rằng nhà quản lý nuông chiều nhu cầu nhà đầu tư bằng cách trả cổ tức khi nhà đầu tư ưa thích các công ty có trả cổ tức hơn và ngược lại. Lý thuyết này sẽ được trình bày cụ thể hơn ở phần dưới đây.

## 2.2.2 Môi quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức

### 2.2.2.1 Lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư

Lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư được Baker và Wurgler (2004a) phát triển dựa trên ý tưởng của Shefrin và Statman (1984), theo đó, các công ty lựa chọn chính sách cổ tức nhằm đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư. Cụ thể, các công ty nuông chiều nhà đầu tư bằng cách trả cổ tức khi nhà đầu tư đặt một phần bù giá cổ phiếu lên các công ty có trả cổ tức. Ngược lại, các công ty sẽ không trả cổ tức khi nhà đầu tư thích các công ty không trả cổ tức hơn.

Lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức có ba thành phần cơ bản. Đầu tiên, lý thuyết thừa nhận nhu cầu nhà đầu tư đối với các công ty có trả cổ tức tiền mặt là do thiếu thông tin. Thứ hai, các giới hạn về kinh doanh chênh lệch giá cho phép nhu cầu này tác động lên giá cổ phiếu hiện tại. Thứ ba, nhà quản lý cân nhắc một cách duy lý lợi ích ngắn hạn của việc nuông chiều đối với định giá sai trong hiện tại với chi phí dài hạn và sau đó ra quyết định về chính sách cổ tức.

Để đo lường giá tương đối của các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức, Baker và Wurgler (2004a) sử dụng một thước đo định giá sai gọi là phần bù cổ tức. Đó là chênh lệch giữa tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách bình quân của các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức. Baker và Wurgler (2004a) lập luận rằng cảm tính nhà đầu tư một phần tạo ra phần bù cổ tức. Chẳng hạn, khi nhà đầu tư lạc quan về các cơ hội tăng trưởng, họ thích cổ phiếu không chia cổ tức hơn và sự ưa thích như vậy làm cho giá của các cổ phiếu này tăng lên. Ngược lại, khi các nhà đầu tư tìm kiếm sự an toàn, họ sẽ làm tăng giá của các cổ phiếu có chia cổ tức. Với dữ liệu của các công ty niêm yết ở Mỹ trong giai đoạn 1962-2000, Baker và Wurgler (2004a) thấy rằng phần bù cổ tức tương quan dương với tỉ lệ bắt đầu chi trả, tiếp tục chi trả và chi trả cổ tức bởi các công ty mới niêm yết.

Động cơ nuông chiều thay đổi qua thời gian đã làm sáng tỏ rất nhiều về hiện tượng cổ tức biến mất được dẫn chứng trong nghiên cứu của Fama và French (2001). Cụ



thê, ở Mỹ, tỷ lệ phần trăm các công ty có trả cổ tức đã giảm từ 67% trong năm 1978 xuống chỉ còn 21% trong năm 1999. Fama và French (2001) lập luận rằng sự sụt giảm mạnh này một phần là do sự gia tăng của các công ty mới niêm yết. Đó thường là các công ty nhỏ với lợi nhuận thấp và cơ hội tăng trưởng nhiều, do vậy, những công ty này ít có khả năng trả cổ tức. Tuy nhiên, ngay cả sau khi đã kiểm soát tác động này, khả năng trả cổ tức của các công ty vẫn thấp.

Xem xét hiện tượng cổ tức biến mất từ quan điểm nuông chiều nhà đầu tư, Baker và Wurgler (2004b) dẫn chứng rằng phần bù cổ tức đã đổi dấu từ dương sang âm trong năm 1978 và tiếp tục âm cho đến năm 1999. Như vậy, cổ tức biến mất có thể được giải thích một phần là do các công ty có trả cổ tức liên tục bị định giá thấp hơn trong cả giai đoạn 1978-1999. Phân tích dữ liệu trong giai đoạn 1963-1977 trước đó cũng ủng hộ ý tưởng này.

Baker và Wurgler (2004a) lập luận rằng phần bù cổ tức phản ánh cảm tính nhà đầu tư đối với các công ty tăng trưởng không trả cổ tức có mức rủi ro cao hơn các công ty có trả cổ tức an toàn, vì phần bù cổ tức giảm xuống trong thời kỳ bong bóng cổ phiếu tăng trưởng và tăng lên trong thời kỳ thị trường sụp đổ. Nhà đầu tư nhận thấy sự an toàn của cổ tức trong thời kỳ thị trường ảm đạm, điều đó đã khiến cho giá của các công ty có trả cổ tức bị đẩy lên. Ngoài ra, theo Fuller và Goldstein (2011), công ty có trả cổ tức hoạt động tốt hơn khi thị trường suy thoái.

#### ***2.2.2.2 Lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm trước đây***

Mô hình thực nghiệm của Baker và Wurgler (2004a) là một mô hình rời rạc, trong đó các công ty được phân thành hai loại là có trả cổ tức và không trả cổ tức. Cụ thể, nhà quản lý chỉ quyết định liệu rằng công ty có trả cổ tức hay không mà không quyết định mức cổ tức cụ thể là bao nhiêu và nhà đầu tư chỉ phân các công ty thành hai loại dựa trên chính sách cổ tức của công ty. Theo Li và Lie (2006), các nhà quản lý phải đối mặt với các quyết định về thay đổi mức cổ tức nhiều hơn các quyết định về bắt đầu trả cổ tức và ngừng trả cổ tức. Do đó, họ đã mở rộng lý thuyết nuông chiều nhà đầu

tư của Baker và Wurgler (2004a) bằng cách xem xét quyết định tăng hoặc giảm cổ tức của các công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy cả quyết định thay đổi cổ tức và độ lớn của sự thay đổi đều có liên quan đến phần bù cổ tức. Cụ thể, mối quan hệ giữa tăng cổ tức và phần bù cổ tức là cùng chiều trong khi mối quan hệ giữa giảm cổ tức và phần bù cổ tức là ngược chiều. Tuy nhiên, do mẫu các công ty giảm cổ tức không bao gồm các công ty ngừng chia cổ tức và mẫu các công ty tăng cổ tức không bao gồm các công ty bắt đầu chia cổ tức nên nghiên cứu của Li và Lie (2006) chưa bao quát tất cả các trường hợp chia cổ tức của công ty.

Ngoài ra, khi nghiên cứu về việc xác định thời điểm bắt đầu chi trả cổ tức và tầm quan trọng của sự kiện bắt đầu chi trả cổ tức trong vòng đời của một công ty, Bulan và cộng sự (2007) thấy rằng các công ty có khả năng bắt đầu chi trả cổ tức cao khi phần bù cổ tức cao. Tương tự, Kale và cộng sự (2012) cũng tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa phần bù cổ tức và quyết định bắt đầu trả cổ tức. Nghiên cứu gần đây của Liu và Chen (2015) cũng thấy rằng các nhà quản lý thay đổi chính sách cổ tức để đáp ứng sự ưa thích của nhà đầu tư nhằm đạt được lợi ích thị trường khi nhà đầu tư sẵn sàng trả cao hơn cho cổ phiếu của công ty. Như vậy, với dữ liệu của các công ty niêm yết ở Mỹ, bằng chứng thực nghiệm đạt được nhìn chung ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư của Baker và Wurgler (2004a). Bên cạnh đó, theo Ferris và cộng sự (2006), sự thay đổi trong động cơ nuông chiều có khả năng giải thích cho những thay đổi trong chính sách cổ tức ở Anh trong giai đoạn 1988-2002.

Ngoài ra, nhìn từ khía cạnh cổ đông thiểu số, Lee (2010) lập luận rằng các nhà quản lý xem xét sự ưa thích cổ tức của cổ đông thiểu số nhỏ lẻ khi ra quyết định về chính sách chi trả cổ tức khi cổ đông thiểu số chiếm tỷ lệ cao hơn trong tổng cơ sở cổ đông và có ảnh hưởng lớn hơn lên danh tiếng của công ty. Bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa sự ưa thích của cổ đông thiểu số nhỏ lẻ và chính sách cổ tức của các công ty ở Úc cho thấy các nhà quản lý nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư nhỏ lẻ

trong quyết định trả cổ tức, ngay cả khi họ là cổ đông thiểu số, miễn là cổ đông nhỏ lẻ chiếm tỷ lệ tương đối cao trong tổng cơ sở cổ đông.

Khi thảo luận về năm nguyên nhân cơ bản dẫn đến sự sụt giảm về số lượng các công ty công nghiệp ở Mỹ có trả cổ tức, Julio và Ikenberry (2004) có đề cập đến động cơ nuôi chiều nhà đầu tư. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy bằng chứng ủng hộ thực nghiệm rất hạn chế đối với lý thuyết này sau khi kiểm soát quy mô và tuổi của công ty.

Ngoài ra, xem xét câu đố cổ tức biến mất từ khía cạnh rủi ro, Hoberg và Prabhala (2009) thấy rằng rủi ro là một yếu tố quyết định quan trọng của xu hướng chi trả cổ tức và yếu tố này giải thích khoảng 40% cho hiện tượng cổ tức biến mất ở Mỹ. Bên cạnh đó, Hoberg và Prabhala (2009) tìm thấy rất ít sự ủng hộ đối với quan điểm cho rằng cổ tức biến mất phản ánh sự nuôi chiều của công ty đối với sự ưa thích nhất thời về cổ tức của nhà đầu tư. Cụ thể, khi không kiểm soát rủi ro, các biến đại diện cho sự ưa thích nhất thời có tác động đến xu hướng chi trả cổ tức, tuy nhiên, các biến đại diện này lại không có ý nghĩa thống kê khi rủi ro được kiểm soát. Hoberg và Prabhala (2009) lập luận rằng phần bù cổ tức đo lường sự khác biệt giữa rủi ro của các công ty có trả cổ tức với rủi ro của các công ty không trả cổ tức. Tương tự, Li và Zhao (2008) cũng tìm thấy các ước lượng hệ số phần bù cổ tức mang dấu âm, điều này mâu thuẫn với lập luận của Baker và Wurgler (2004a). Tuy nhiên, khi loại trừ biến rủi ro công ty ra khỏi mô hình, hệ số phần bù cổ tức mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê.

Một bằng chứng khác cũng chống lại lý thuyết nuôi chiều nhà đầu tư là nghiên cứu của Renneboog và Trojanowski (2011). Với dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường cổ phiếu London trong giai đoạn 1992 – 2004, họ thấy rằng mặc dù trong thực tế, rất nhiều công ty ở Anh đã trả cổ tức cho cổ đông, tuy nhiên, đại diện cho phần bù cổ tức thị trường cổ phiếu lại mang dấu âm không chỉ trong mẫu gộp mà còn trong hầu hết các năm trong thời kỳ mẫu. Nghiên cứu sau đó của Geiler và Renneboog

(2015) cũng cho thấy các công ty ở Anh dường như không nuông chiều sự ưa thích đối với cổ tức vì phần bù cổ tức không có ý nghĩa thống kê.

Nghiên cứu trên phạm vi quốc tế, von Eije và Megginson (2008) thấy rằng ở 15 quốc gia là thành viên của Liên minh châu Âu, cảm tính nhà đầu tư không phải là một nhân tố quan trọng tác động đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty vì hệ số của biến nuông chiều trong các hồi quy luôn có giá trị âm. Ngoài ra, ở các thị trường tài chính phát triển bao gồm Mỹ, Canada, Anh, Đức, Pháp và Nhật, kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa xu hướng trả cổ tức và phần bù cổ tức của Denis và Osobov (2008) không tìm thấy nhiều bằng chứng ủng hộ giả thuyết nuông chiều, nghĩa là xu hướng trả cổ tức không liên quan đến sự thay đổi trong cảm tính của nhà đầu tư đối với các cổ phiếu có trả cổ tức. Hơn nữa, kết quả cũng chỉ ra có rất ít bằng chứng cho thấy các công ty bắt đầu trả cổ tức hoặc ngừng trả cổ tức để phản ứng lại với định giá tương đối của thị trường đối với các công ty có chi trả cổ tức. Tương tự, ở 24 quốc gia OECD, Alzahrani và Lasfer (2012) cũng thấy rằng biến phần bù cổ tức hoặc không có ý nghĩa thống kê hoặc có ý nghĩa thống kê nhưng mang dấu âm. Bên cạnh đó, với mẫu nghiên cứu lớn ở 23 quốc gia, Ferris và cộng sự (2009) còn tìm thấy các công ty ở các quốc gia theo thông luật (common law) nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư trong khi các công ty ở các quốc gia theo pháp luật dân sự (civil law) thì không. Họ lập luận rằng cổ đông ở các quốc gia theo thông luật thường được hưởng sự bảo vệ pháp lý tốt hơn, do đó, nhà quản lý nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư nhiều hơn dẫn đến sự hiện diện của động cơ nuông chiều ở những quốc gia này. Nghiên cứu sau đó của Kuo và cộng sự (2013) ở 18 quốc gia cũng chỉ ra động cơ nuông chiều chỉ hiện diện ở các quốc gia theo thông luật. Tuy nhiên, sau khi điều chỉnh rủi ro, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều ngay cả ở các quốc gia theo thông luật, tương tự Li và Zhao (2008) và Hoberg và Prabhala (2009).

Như vậy, hầu hết các nghiên cứu về tác động của cảm tính nhà đầu tư đến chính sách cổ tức đều được tiến hành ở các thị trường phát triển. Còn đối với các thị trường mới nổi, bằng chứng đạt được còn hạn chế và nhìn chung ủng hộ lý thuyết nuông chiều

nhà đầu tư về cổ tức. Chẳng hạn, nghiên cứu của Boulton và cộng sự (2012), Tangjitprom (2013) và Wang và cộng sự (2016) ở Brazil, Thái Lan và Đài Loan đều cho thấy các công ty nông chiều nhu cầu nhà đầu tư. Tóm lại, các nghiên cứu vẫn chưa đạt được sự đồng thuận về tác động của cảm tính nhà đầu tư đến chính sách cổ tức. Các nghiên cứu này được tóm tắt trong bảng dưới đây.

**Bảng 2.1 – Tóm tắt các nghiên cứu trước đây**

Tác giả	Quốc gia	Thời kỳ mẫu	Bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư
Baker và Wurgler (2004a)	Mỹ	1962-2000	Có
Baker và Wurgler (2004b)	Mỹ	1963-2000	Có
Li và Lie (2006)	Mỹ	1963-2000	Có
Bulan và cộng sự (2007)	Mỹ	1963-2001	Có
Kale và cộng sự (2012)	Mỹ	1979-2005	Có
Liu và Chen (2015)	Mỹ	1981-2009	Có
Ferris và cộng sự (2006)	Anh	1988-2002	Có
Lee (2010)	Úc	2004-2008	Có
Julio và Ikenberry (2004)	Mỹ	1984-2004	Không
Hoberg và Prabhala (2009)	Mỹ	1963-2004	Không
Li và Zhao (2008)	Mỹ	1983-2003	Không
Renneboog và Trojanowski (2011)	Anh	1992-2004	Không
Geiler và Renneboog (2015)	Anh	1997-2007	Không
von Eije và Megginson (2008)	15 quốc gia thuộc liên minh châu Âu	1989-2005	Không
Denis và Osobov (2008)	Mỹ, Canada, Anh, Đức, Pháp và Nhật	1989-2002	Không
Alzahrani và Lasfer (2012)	24 quốc gia OECD	2000-2007	Không
Ferris và cộng sự (2009)	23 quốc gia	1996-2004	Ủng hộ đối với các quốc gia theo thông luật nhưng không ủng hộ đối với các quốc gia theo pháp luật dân sự

Kuo và cộng sự (2013)	18 quốc gia	1989-2011	Ủng hộ đối với các quốc gia theo thông luật nhưng không ủng hộ đối với các quốc gia theo pháp luật dân sự. Tuy nhiên, sau khi điều chỉnh rủi ro, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều ngay cả ở các quốc gia theo thông luật
Boulton và cộng sự (2012)	Brazil	1996-2007	Có
Tangjitprom (2013)	Thái Lan	1992-2009	Có
Wang và cộng sự (2016)	Đài Loan	1992-2011	Có

*Nguồn: Tác giả tổng hợp.*

Trong thời gian gần đây, chính sách cổ tức cũng là một đề tài thu hút sự chú ý của giới học thuật ở Việt Nam. Nhìn chung, các nghiên cứu này được chia thành hai nhánh. Nhánh thứ nhất xem xét các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của công ty với những nghiên cứu tiêu biểu gần đây có thể kể đến như Võ Xuân Vinh (2013, 2015), Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2014), Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bầy (2015), Trần Thị Tuấn Anh (2016), Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh (2016), Tô Thị Thanh Trúc (2017), Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017), Bùi Kim Phương (2018). Nhánh thứ hai tập trung vào tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu, chẳng hạn như nghiên cứu của Tran (2011), Võ Xuân Vinh (2014), Nguyễn Thị Minh Huệ (2015), Võ Xuân Vinh và Đoàn Thị Minh Thái (2015), Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016) và Nguyen và cộng sự (2017).

Trong đó, nhánh nghiên cứu thứ nhất chủ yếu phân tích tác động của các đặc tính cơ bản của công ty đến cổ tức, cụ thể bao gồm khả năng sinh lợi, quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng (Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường, 2014; Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bầy, 2015; Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh, 2016). Ngoài ra, các nghiên cứu còn xem xét các yếu tố khác có thể tác động đến chính sách cổ tức

của công ty như đòn bẩy tài chính (Trần Thị Tuấn Anh, 2016), tính thanh khoản của cổ phiếu (Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương, 2017; Bùi Kim Phương, 2019), rủi ro (Võ Xuân Vinh, 2013), vòng đời công ty (Bùi Kim Phương, 2018) và mức độ nắm giữ tiền mặt (Võ Xuân Vinh, 2015; Tô Thị Thanh Trúc, 2017).

Như vậy, liệu rằng ở Việt Nam, nhà quản lý có ra quyết định trả cổ tức nhằm nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư hay không? Để trả lời câu hỏi này, luận án nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức của các công ty niêm yết ở Việt Nam. Bên cạnh đó, luận án tiếp tục nghiên cứu xem liệu rằng công ty có động cơ phát tín hiệu về chất lượng lợi nhuận thông qua chính sách chi trả cổ tức hay không? Theo Koo và cộng sự (2017), chất lượng lợi nhuận có tác động đến chính sách cổ tức. Cụ thể, các công ty có chất lượng lợi nhuận cao chi trả cổ tức cao hơn. Để làm rõ vấn đề này, mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và cổ tức sẽ được trình bày chi tiết trong phần tiếp theo.

## **2.3 CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN VÀ CỔ TỨC**

### **2.3.1 Chất lượng lợi nhuận**

#### **2.3.1.1 Khái niệm**

Chất lượng lợi nhuận (earnings quality) là 1 chỉ báo về chất lượng của việc lập báo cáo tài chính (Lev, 1989)<sup>6</sup>. Theo Francis và cộng sự (2004, 2005), chất lượng lợi nhuận bao gồm thành phần không có khả năng điều chỉnh và thành phần có khả năng điều chỉnh. Trong đó, thành phần không có khả năng điều chỉnh của chất lượng lợi nhuận do môi trường và mô hình kinh doanh quyết định còn thành phần có khả năng điều chỉnh phụ thuộc vào quá trình lập báo cáo tài chính, bao gồm:

---

<sup>6</sup> Chất lượng của việc lập báo cáo tài chính là khả năng chứa đựng thông tin của các báo cáo tài chính về các hoạt động kinh tế cơ bản của công ty.

- (i) Các quyết định thực hiện lập báo cáo tài chính của ban giám đốc, bao gồm các phán đoán và ước tính
- (ii) Chất lượng của các hệ thống thông tin được dùng để hỗ trợ cho việc lập báo cáo tài chính
- (iii) Các hoạt động giám sát, bao gồm kiểm toán nội bộ và kiểm toán độc lập
- (iv) Các hành động quản trị, bao gồm các hành động của hội đồng quản trị, thỏa thuận lương thưởng và cấu trúc sở hữu
- (v) Sự giám sát pháp lý
- (vi) Các chuẩn mực lập báo cáo, chẳng hạn như các nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung.

Theo Healy và Wahlen (1999), có ba nhóm động cơ dẫn đến hành vi can thiệp vào chỉ tiêu lợi nhuận, bao gồm:

- (i) Các động cơ thị trường vốn: Các công ty hoặc các nhà quản lý có xu hướng phải gánh chịu chi phí cao hơn khi báo cáo lợi nhuận giảm hoặc thua lỗ
- (ii) Các động cơ trong ký kết hợp đồng: Do sự tồn tại của các điều khoản được áp đặt trong hợp đồng nếu công ty không đạt được các con số kế toán đã đề ra
- (iii) Các động cơ chống độc quyền hoặc quy định của chính phủ, chẳng hạn như động cơ của các ngân hàng là tránh vượt quá các tỷ số thanh khoản đã được áp đặt bởi cơ quan điều hành hoặc động cơ của các công ty là được cấp bảo hộ cao hơn từ nhập khẩu.

Lợi nhuận chất lượng cao phản ánh chính xác hiệu quả hoạt động hiện tại hay giá trị nội tại của công ty. Do đó, lợi nhuận chất lượng cao còn được gọi là lợi nhuận bền vững (Black, 1980). Ngoài ra, theo Schipper và Vincent (2003), lợi nhuận có chất lượng cao khi phản ánh chính xác hiệu quả hoạt động dài hạn của công ty, ngược lại, lợi nhuận có chất lượng thấp khi bị quản lý. Lợi nhuận bị quản lý là kết quả của sự can thiệp có chủ đích của các nhà quản lý vào quá trình lập báo cáo tài chính thông qua các tùy chọn kế toán nhằm đạt được lợi ích hoặc cho bản thân hoặc cho công ty (Schipper, 1989).



Nhà quản lý có khả năng can thiệp vào quá trình lập báo cáo tài chính và cấu trúc các giao dịch để thay đổi báo cáo tài chính nhằm làm cho một số bên liên quan hiểu sai về hiệu quả kinh tế cơ bản của công ty hoặc tác động đến kết quả hợp đồng phụ thuộc vào các số liệu kế toán được báo cáo (Healy và Wahlen, 1999). Có nhiều cách để các nhà quản lý có thể thực hiện thao túng lợi nhuận. Chẳng hạn, nhà quản lý cần ước tính nhiều sự kiện kinh tế trong tương lai như thời gian hữu dụng và giá trị thu hồi ước tính của tài sản dài hạn, các nghĩa vụ trợ cấp hưu trí, thuế hoãn lại, thiệt hại từ nợ xấu hoặc hư hỏng tài sản... Nhà quản lý cũng phải lựa chọn một trong các phương pháp kế toán được chấp nhận để báo cáo một nghiệp vụ kinh tế, chẳng hạn như phương pháp khấu hao đường thẳng hay khấu hao nhanh hoặc phương pháp đánh giá hàng tồn kho nhập trước xuất trước hay bình quân. Ngoài ra, các nhà quản lý còn phải quản lý vốn luân chuyển, chẳng hạn như quyết định mức tồn kho, thời gian giao hàng hoặc mua hàng và chính sách thu tiền... Những quyết định này sẽ ảnh hưởng đến việc phân bổ chi phí và doanh thu thuần. Nhà quản lý cũng phải lựa chọn sẽ thực hiện hay trì hoãn chi tiêu, chẳng hạn như hoạt động nghiên cứu và phát triển sản phẩm, quảng cáo hoặc bảo trì. Bên cạnh đó, họ còn phải quyết định cách cấu trúc các giao dịch của công ty. Chẳng hạn, hợp đồng thuê tài sản có thể được cấu trúc thành thuê tài chính hoặc thuê hoạt động, từ đó, các nghĩa vụ đi kèm sẽ được thể hiện trên bảng cân đối kế toán hoặc không.

Như vậy, nhà quản lý có thể chọn một hay nhiều cách trên nhằm che giấu hiệu quả kinh tế cơ bản của công ty. Điều này có thể xảy ra khi các nhà quản lý tin rằng các bên liên quan không có khả năng lập lại báo cáo tài chính mà lợi nhuận không bị quản lý hoặc khi họ có quyền truy cập những thông tin không có sẵn cho các bên liên quan ở ngoài công ty, do đó, những người bên ngoài có thể không biết về hành vi thao túng lợi nhuận này. Các bên liên quan chỉ có thể dự đoán lợi nhuận của công ty và buộc phải chấp nhận một khoản lợi nhuận nhất định bị thao túng.

Theo Dichev và cộng sự (2013), mặc dù thuật ngữ “chất lượng lợi nhuận” được sử dụng phổ biến trong cả giới học thuật lẫn thực hành nhưng cho đến nay vẫn chưa có

sự đồng thuận về định nghĩa và ý nghĩa của thuật ngữ này. Trong một số nghiên cứu, lợi nhuận chất lượng cao được định nghĩa và đo lường như sau:

- (i) có tính duy trì, do đó, đây là dự báo tốt nhất cho lợi nhuận bền vững dài hạn trong tương lai (Penman và Zhang, 2002)
- (ii) có tính ổn định (Francis và cộng sự, 2004)
- (iii) dự báo lợi nhuận trong tương lai tốt hơn (Schipper và Vincent, 2003)
- (iv) không có các khoản mục đặc biệt hoặc không thường xuyên (McVay, 2006)
- (v) phát sinh do các nguyên tắc kế toán thận trọng hoặc việc áp dụng thận trọng các nguyên tắc có liên quan (Watts, 2003a, b)
- (vi) dựa trên dòng tiền quá khứ, hiện tại hoặc tương lai (Sloan, 1996; Dechow và Dichev, 2002);
- (vii) có những thay đổi nhỏ trong tổng dồn tích không liên quan đến các yếu tố cơ bản (Jones, 1991).

Giả định về một mối quan hệ ngược chiều giữa quản trị lợi nhuận và chất lượng lợi nhuận hàm ý rằng các đại lượng đo lường được áp dụng để phát hiện hành vi quản trị lợi nhuận có xu hướng cũng được dùng để đánh giá chất lượng lợi nhuận (Schipper và Vincent, 2003). Cơ sở để phát hiện quản trị lợi nhuận là các thủ thuật luôn để lại dấu vết trong các thành phần lợi nhuận. Lợi nhuận là tổng của dòng tiền tự do và dồn tích. Cả hai thành phần này đều có thể được quản lý nhằm đạt được mục tiêu lợi nhuận đã đề ra, tuy nhiên, dồn tích linh hoạt hơn và có chi phí quản lý thấp hơn so với dòng tiền (Healy, 1985). Điều này giải thích lý do tại sao hầu hết các mô hình được xây dựng đều nhắm vào thành phần dồn tích.

Theo Francis và cộng sự (2004), rủi ro kinh doanh cũng như việc lựa chọn và áp dụng các chế độ kế toán của công ty sẽ tác động đến chất lượng lợi nhuận. Trong đó, rủi ro kinh doanh bao gồm tác động của các yếu tố mang tính chu kỳ và các yếu tố khác đến mức lợi nhuận, sự ổn định, nguồn gốc và sự thay đổi của lợi nhuận. Bằng các chiến lược quản lý khéo léo, công ty có thể giảm rủi ro kinh doanh. Khi rủi ro kinh doanh càng thấp thì chất lượng lợi nhuận càng cao. Ngoài ra, sự lựa chọn các nguyên tắc kế

toán cũng tác động đáng kể đến chất lượng lợi nhuận của công ty. Sự lựa chọn này có thể lạc quan hoặc thận trọng. Lợi nhuận được xác định một cách thận trọng được coi là có chất lượng cao hơn bởi vì khả năng bị thổi phồng trong hiện tại và tương lai thấp hơn so với lợi nhuận được xác định một cách lạc quan (Watts, 2003a).

Tuy nhiên, việc thận trọng quá mức có thể làm giảm độ tin cậy và mức độ liên quan của lợi nhuận trong dài hạn. Bên cạnh đó, nhà quản lý còn có thể thao túng lợi nhuận bằng cách áp dụng các nguyên tắc kế toán khi xác định doanh thu và chi phí. Chẳng hạn, các khoản chi phí như quảng cáo, tiếp thị, sửa chữa, bảo trì, nghiên cứu và phát triển có thể được điều chỉnh để thay đổi mức lợi nhuận được báo cáo.

### **2.3.1.2 Đo lường**

Vì là một khái niệm đa chiều nên việc lựa chọn một thước đo chất lượng lợi nhuận sẽ tùy thuộc câu hỏi nghiên cứu, sự sẵn có của dữ liệu và các mô hình ước lượng. Một số câu hỏi nghiên cứu đòi hỏi một thước đo chất lượng lợi nhuận có liên quan đến nhận thức của các nhà đầu tư về lợi nhuận, chẳng hạn, nghiên cứu của Francis và Schipper (1999), Collins và cộng sự (1997), Bushman và cộng sự (2004) đã kiểm định mức độ liên quan đến giá trị của lợi nhuận cho rằng lợi nhuận là hữu ích đối với các nhà đầu tư vì họ phán đoán và ra quyết định dựa trên giá và tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu. Ngược lại, các câu hỏi nghiên cứu khác tập trung vào các thước đo trực tiếp của chất lượng lợi nhuận được xây dựng bằng cách chỉ dùng dữ liệu kế toán (He và cộng sự, 2017; Skinner và Soltes, 2011; Eliwa và cộng sự, 2016). Ngoài ra, còn một khía cạnh quan trọng khác của chất lượng lợi nhuận cũng được xem xét nhiều, đó là sự phân biệt giữa tổng số, thành phần có khả năng điều chỉnh và thành phần không có khả năng điều chỉnh của chất lượng lợi nhuận.

Có 7 thước đo chất lượng lợi nhuận phổ biến (Francis và cộng sự, 2004). 7 thước đo này được phân thành hai loại là thước đo dựa trên kế toán (accounting-based) hoặc thước đo dựa trên thị trường (market-based) tùy thuộc vào các giả định cơ bản về chức năng của việc lập báo cáo tài chính. Các thước đo dựa trên kế toán bao gồm chất

lượng dồn tích (accruals quality), tính bền vững (persistence), khả năng dự báo (predictability) và tính ổn định (smoothness). Các thước đo này lấy tiền hoặc lợi nhuận làm cấu trúc tham chiếu, được ước lượng với dữ liệu kế toán. Trong khi đó, các thước đo dựa trên thị trường bao gồm mức độ liên quan đến giá trị (value relevance), tính kịp thời (timeliness) và tính thận trọng (conservatism). Các thước đo này lấy tỷ suất sinh lợi hoặc giá làm cấu trúc tham chiếu và sử dụng cả dữ liệu kế toán và dữ liệu tỉ suất sinh lợi để ước lượng. Dưới đây sẽ trình bày khái quát 7 thước đo của chất lượng lợi nhuận.

### **Chất lượng dồn tích (Accruals quality)**

Chất lượng dồn tích là một thước đo của chất lượng lợi nhuận dựa trên quan điểm cho rằng lợi nhuận có liên quan chặt chẽ hơn với dòng tiền sẽ có chất lượng tốt hơn. Thước đo chất lượng dồn tích của Dechow và Dichev (2002) được ước lượng bằng một mô hình liên kết dồn tích vốn luân chuyển với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong quá khứ, hiện tại và tương lai như sau:

$$\Delta WC_t = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_{t-1} + \gamma_2 CFO_t + \gamma_3 CFO_{t+1} + \eta_t \quad (2.1)$$

Trong đó,

- $\Delta WC$ : Thay đổi trong vốn luân chuyển của công ty từ năm t-1 đến năm t
- $CFO$ : Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

Phần dư từ hồi quy phản ánh dồn tích không có liên quan đến dòng tiền và độ lệch chuẩn của phần dư là một thước đo của chất lượng dồn tích công ty cụ thể với độ lệch chuẩn càng cao thì chất lượng dồn tích càng thấp. Một thước đo khác của chất lượng dồn tích ở mức độ công ty-năm là giá trị tuyệt đối của phần dư trong năm đó. Giá trị tuyệt đối của phần dư càng lớn thì chất lượng dồn tích càng thấp. Như vậy, để có được một thước đo chất lượng dồn tích chuỗi thời gian cho một công ty cụ thể, phương trình (2.1) được ước lượng trong một khoảng thời gian nhất định với mỗi ước lượng tạo ra phần dư công ty và năm,  $\hat{v}_{j,t}^{time-series}$ .

Trong khi đó, để có được một đại lượng đo lường chất lượng đòn tích chéo cho một công ty cụ thể, phương trình (2.1) được ước lượng mỗi năm ở mức độ ngành, với mỗi ước lượng tạo ra phần dư công ty và năm,  $\hat{v}_{j,t}^{cross-sectional}$ .

Thảo luận của McNichols (2002) về mô hình của Dechow và Dichev (2002) đề xuất đưa thêm các biến mô tả sự thay đổi trong doanh thu và tài sản cố định như sau:

$$\Delta WC_t = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_{t-1} + \gamma_2 CFO_t + \gamma_3 CFO_{t+1} + \gamma_4 \Delta REV_t + \gamma_5 PPE_t + \eta_t \quad (2.2)$$

Trong đó,

- REV: Doanh thu
- PPE: Tài sản cố định hữu hình

McNichols (2002) lập luận rằng sự thay đổi về doanh thu và tài sản cố định rất quan trọng trong việc hình thành các kỳ vọng về đòn tích ngắn hạn ngoài những ảnh hưởng của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Việc đưa thêm các biến này vào hồi quy làm tăng đáng kể khả năng giải thích của mô hình, từ đó làm giảm sai số trong đo lường.

Một thước đo khác của chất lượng lợi nhuận cũng có phương pháp ước lượng tương tự chất lượng đòn tích, đó là đòn tích bất thường. Thước đo này dựa trên quan điểm cho rằng các khoản đòn tích không được giải thích tốt bởi các khoản mục cơ bản của kế toán (tài sản cố định và doanh thu), do đó, đây cũng là một thước đo ngược của chất lượng lợi nhuận. Thước đo đòn tích bất thường hay được ước lượng bằng cách sử dụng một số phiên bản của phương pháp Jones (1991). Tương tự mô hình Dechow và Dichev (2002), các ước lượng của đòn tích bất thường sử dụng cả phương pháp tiếp cận chuỗi thời gian cho từng công ty cụ thể hoặc phương pháp tiếp cận chéo theo ngành-năm, để có được phần dư từ hồi quy sau đây:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \times \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.3)$$

Trong đó,

- $TA_{i,t}$ : Tổng đòn tích của công ty i trong năm t
- $\Delta REV_{i,t}$ : Doanh thu năm t - Doanh thu năm t-1 đối với công ty i

- $PPE_{i,t}$ : Nguyên giá tài sản cố định hữu hình của công ty  $i$  trong năm  $t$
- $A_{i,t-1}$ : Tổng tài sản năm  $t-1$  của công ty  $i$

Bất kể cách tiếp cận là chuỗi thời gian hay chéo, các ước lượng tham số từ phương trình trên được sử dụng để ước lượng dồn tích bình thường cho công ty cụ thể (Normal Accruals – NA) theo tỉ lệ phần trăm của tổng tài sản năm trước:

$$NA_{i,t} = \hat{\beta}_0 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \hat{\beta}_1 \times \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (2.4)$$

Dồn tích bất thường (Abnormal Accruals – AA) trong năm  $t$  được tính như sau:

$$AA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NA_{i,t} \quad (2.5)$$

Dồn tích bất thường còn gọi là dồn tích có khả năng điều chỉnh cho thấy sự điều chỉnh trong quá trình lập báo cáo tài chính của ban quản lý. Khi xem xét về chất lượng lợi nhuận, các nhà nghiên cứu có xu hướng tập trung vào giá trị tuyệt đối của dồn tích bất thường ( $|AA_{i,t}|$ ). Giá trị tuyệt đối của dồn tích bất thường là một đại diện dựa trên dồn tích cho chất lượng lợi nhuận, với  $|AA_{i,t}|$  có giá trị lớn hơn cho thấy chất lượng dồn tích kém hơn.

Mô hình Jones (1991) ban đầu đã được mở rộng theo hai cách. Cách thứ nhất đưa thêm thay đổi trong các khoản phải thu khi ước lượng dồn tích bình thường (Dechow và cộng sự, 1995). Cách thứ hai là điều chỉnh dồn tích bất thường theo hiệu quả hoạt động (Kothari và cộng sự, 2005; McNichols, 2000). Tuy nhiên, theo Francis và cộng sự (2005), hai cách mở rộng này mang lại kết quả tương tự nhau.

### **Tính bền vững của lợi nhuận (Earnings persistence)**

Tính bền vững là một thước đo của chất lượng lợi nhuận được xác định dựa trên quan điểm cho rằng lợi nhuận bền vững hơn có chất lượng cao hơn. Ở hình thức

đơn giản nhất, tính bền vững của lợi nhuận được đo bằng ước lượng hệ số độ dốc,  $\phi_{1,i}$ , từ mô hình tự hồi quy bậc một (AR1) của lợi nhuận trên mỗi cổ phần ( $X_{i,t}$ ):

$$X_{i,t} = \phi_{0,i} + \phi_{1,i}X_{i,t-1} + v_{i,t} \quad (2.6)$$

Phương trình trên được ước lượng theo chuỗi thời gian cho từng công ty, sử dụng phương pháp ước lượng hợp lý tối đa. Kết quả ước lượng của  $\phi_{1,i}$  cho thấy tính bền vững của lợi nhuận của công ty  $i$ . Giá trị của  $\phi_{1,i}$  gần bằng 1 hàm ý lợi nhuận bền vững (chất lượng cao), trong khi giá trị của  $\phi_{1,i}$  gần bằng 0 có nghĩa là lợi nhuận chỉ có tính chất tạm thời và không bền vững (chất lượng thấp).

### **Khả năng dự báo (Predictability)**

Khả năng dự báo là một thước đo của chất lượng lợi nhuận dựa trên quan điểm cho rằng lợi nhuận có xu hướng lặp lại là lợi nhuận có chất lượng cao. Quan điểm này cho rằng lợi nhuận chất lượng cao có tính đại diện, do đó, đây là một nhân tố dự báo tốt cho lợi nhuận trong tương lai. Một thước đo phổ biến của khả năng dự báo của lợi nhuận được lấy từ cùng một mô hình công ty cụ thể được dùng để ước lượng tính bền vững của lợi nhuận, cụ thể, thước đo này là căn bậc hai của phương sai sai số từ phương trình (2.3). Như vậy, khả năng dự báo được đo bằng  $\sqrt{\sigma^2(v_i)}$  với giá trị của khả năng dự báo càng thấp thì chất lượng lợi nhuận càng cao và ngược lại.

### **Tính ổn định (Smoothness)**

Tính ổn định của lợi nhuận thường được đo cùng với một số thước đo dòng tiền. Thước đo này sử dụng dòng tiền làm cấu trúc tham chiếu cho lợi nhuận không ổn định và giả định rằng dòng tiền không bị quản lý. Là một chỉ báo cho chất lượng lợi nhuận, tính ổn định phản ánh ý tưởng cho rằng các nhà quản lý sử dụng thông tin riêng của họ về triển vọng lợi nhuận để làm giảm những biến động tạm thời và từ đó đạt được một con số lợi nhuận được báo cáo mang tính đại diện hơn. Lợi nhuận ổn định hơn là lợi nhuận có chất lượng cao hơn.

Tính ổn định có thể được đo bằng nhiều cách như sau:

- (1) tỷ lệ độ lệch chuẩn của lợi nhuận ròng trước các khoản mục bất thường chia cho tổng tài sản đầu năm trên độ lệch chuẩn của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chia cho tổng tài sản đầu năm
- (2) tỷ lệ độ lệch chuẩn của lợi nhuận hoạt động chia cho tổng tài sản trên độ lệch chuẩn của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chia cho tổng tài sản
- (3) tỷ lệ độ lệch chuẩn của lợi nhuận ròng không thể điều chỉnh (bằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cộng dồn tích không thể điều chỉnh) trên độ lệch chuẩn của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

### **Mức độ liên quan đến giá trị (Value relevance)**

Mức độ liên quan đến giá trị là một thước đo của chất lượng lợi nhuận dựa trên ý tưởng cho rằng các con số kế toán có khả năng giải thích cho sự biến động về tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu. Lợi nhuận có khả năng giải thích cao hơn cho tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu sẽ có chất lượng cao hơn. Theo Bushman và cộng sự (2004), mức độ liên quan đến giá trị được tính dựa trên khả năng giải thích ( $R^2$  điều chỉnh) của hồi quy tỉ suất sinh lợi theo mức độ và thay đổi trong lợi nhuận sau đây:

$$RET_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}EARN_{i,t} + \beta_{2,i}\Delta EARN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.7)$$

Trong đó,

- $RET_{i,t}$ : Tỉ suất sinh lợi 15 tháng của công ty  $i$  kết thúc 3 tháng sau khi kết thúc năm tài chính  $t$
- $EARN_{i,t}$ : Lợi nhuận trước những khoản mục bất thường của công ty  $i$  trong năm  $t$ , chia cho giá trị thị trường vào cuối năm  $t-1$
- $\Delta EARN_{i,t}$ : Thay đổi trong lợi nhuận trước những khoản mục bất thường của công ty  $i$  trong năm  $t$ , chia cho giá trị thị trường vào cuối năm  $t-1$ .

### **Tính kịp thời (Timeliness)**



Tính kịp thời tương tự với mức độ liên quan đến giá trị, trong đó, cấu trúc tham chiếu cho thước đo này là tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu. Tính kịp thời nắm bắt được khả năng mà lợi nhuận có thể phản ánh tin tốt và tin xấu chứa trong tỷ suất sinh lợi và được đo lường bằng khả năng giải thích của hồi quy lợi nhuận với tỷ suất sinh lợi. Theo Ball và cộng sự (2000), thước đo tính kịp thời là  $R^2$  điều chỉnh từ phương trình dưới đây:

$$EARN_{i,t} = \alpha_{0,i} + \alpha_{1,i}NEG_{i,t} + \beta_{1,i}RET_{i,t} + \beta_{2,i}NEG_{i,t} \cdot RET_{i,t} + \zeta_{i,t} \quad (2.8)$$

Trong đó,  $NEG_{i,t} = 1$  nếu  $RET_{i,t} < 0$  và bằng 0 nếu ngược lại.

Thước đo này có giá trị càng nhỏ thì lợi nhuận có chất lượng càng thấp. Phương trình (2.8) được ước lượng trên cơ sở một công ty cụ thể theo chuỗi thời gian.

### **Tính thận trọng (Conservatism)**

Ball và cộng sự (2000) định nghĩa tính thận trọng là khả năng mà lợi nhuận kế toán có thể phản ánh tổn thất kinh tế (được đo bằng tỉ suất sinh lợi cổ phiếu âm) so với lợi ích kinh tế (được đo bằng tỉ suất sinh lợi cổ phiếu dương). Theo đó, Ball và cộng sự (2000) đo mức độ thận trọng bằng tỉ số các hệ số độ dốc của tỉ suất sinh lợi âm trên các hệ số độ dốc của tỉ suất sinh lợi dương trong hồi quy lợi nhuận với tỉ suất sinh lợi ở phương trình (2.8).

## **2.3.2 Mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức**

### **2.3.2.1 Các lý thuyết giải thích cho mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức**

Cổ tức thường xuyên biểu hiện cam kết phân phối tiền mặt mà các nhà quản lý không muốn phá vỡ (Lintner, 1956). Qua đó, các nhà quản lý có thể phát tín hiệu cho nhà đầu tư về chất lượng của con số lợi nhuận được báo cáo. Vì vậy, các nhà quản lý sẽ không ra quyết định tăng cổ tức trừ phi họ tin rằng cổ tức có thể được duy trì ở mức mới. Thay vào đó, họ có xu hướng làm mượt cổ tức nhằm bảo đảm một dòng cổ tức liên tục. Brav và cộng sự (2005) cũng chỉ ra rằng các nhà quản lý sẵn sàng bán tài sản, sa thải nhân viên, huy động vốn bên ngoài hoặc thậm chí bỏ qua những dự án có

NPV dương trước khi cắt giảm cổ tức. Họ còn cho rằng sự ổn định của lợi nhuận trong tương lai và sự thay đổi bền vững trong lợi nhuận là hai yếu tố quan trọng nhất có tác động đến chính sách cổ tức của công ty. Lợi nhuận được báo cáo gian lận thường đảo ngược vào các kỳ trong tương lai (Dechow và cộng sự, 1996), do đó, đây không phải là lợi nhuận bền vững. Do đó, các công ty không gian lận sẽ ít có khả năng ra quyết định tăng cổ tức.

Theo giả thuyết nội dung thông tin của cổ tức do Miller và Modigliani (1961) đề xuất, các quyết định về chính sách cổ tức của các nhà quản lý truyền đạt thông tin về triển vọng lợi nhuận của các công ty, nghĩa là cổ tức tăng báo hiệu tin tốt và cổ tức giảm báo hiệu tin xấu. Theo Brav và cộng sự (2005), nhà quản lý tin rằng cổ tức truyền đạt thông tin nhưng họ không sử dụng cổ tức một cách rõ ràng và hữu ý như một tín hiệu tổn kém để thay đổi nhận thức của thị trường liên quan đến triển vọng lợi nhuận trong tương lai.

Chất lượng lợi nhuận có thể ảnh hưởng đến chính sách cổ tức bằng cách giảm thiểu vấn đề dòng tiền tự do. Theo Jensen (1986), vấn đề này là một trong những mâu thuẫn đại diện nghiêm trọng nhất. Thay vì hoàn trả dòng tiền tự do cho nhà đầu tư, nhà quản lý có thể trả cổ tức thấp, thậm chí không trả cổ tức và chi tiêu dòng tiền tự do nhằm tối đa hóa các lợi ích riêng với chi phí do cổ đông gánh chịu, chẳng hạn như tài trợ cho các dự án làm phá hủy giá trị công ty hoặc tăng thù lao, quyền lực và uy tín của chính họ. Việc trả cổ tức có khả năng làm giảm vấn đề dòng tiền tự do vì khi đó, không còn nhiều cơ hội để lãng phí đối với các nhà quản lý. Đồng thời, việc trả cổ tức cũng có thể buộc các công ty phải tiếp cận nguồn tài trợ bên ngoài thường xuyên hơn trong tương lai và phải chịu sự giám sát của thị trường vốn (Easter Brook, 1984).

Có hai quan điểm trái ngược nhau giải thích cho nguyên nhân tại sao chất lượng lợi nhuận có thể tác động đến chính sách cổ tức. Quan điểm thành quả (outcome view) của Jensen (1986) và La Porta và cộng sự (2000) khẳng định rằng cổ tức là kết quả của cơ chế quản trị hiệu quả. Quan điểm này nhấn mạnh động cơ của nhà quản lý

trong việc nắm giữ tiền mặt quá mức nhằm chi tiêu cho các lợi ích cá nhân. Cơ chế quản trị mạnh có thể làm giảm vấn đề dòng tiền tự do vì rất khó khăn và tốn kém đối với nhà quản lý trong việc theo đuổi và tiếp tục đầu tư vào các dự án thua lỗ, dẫn đến động cơ nắm giữ tiền mặt quá mức của nhà quản lý sẽ giảm xuống và khả năng trả cổ tức của công ty sẽ tăng lên. Báo cáo tài chính là một nguồn thông tin quan trọng mà nhà đầu tư có thể dùng để giám sát nhà quản lý. Nếu báo cáo tài chính có chất lượng cao, nhiều thông tin về giá trị của các dự án đầu tư sẽ được truyền tải đến nhà đầu tư. Khi đó, họ có thể phát hiện ra dự án nào đang phá hủy giá trị công ty. Hơn nữa, khi báo cáo tài chính có chất lượng cao, nhà đầu tư có thể ký kết hợp đồng với nhà quản lý theo hướng kết nối lợi ích giữa họ chặt chẽ hơn, từ đó làm giảm động cơ lãng phí dòng tiền tự do vào các dự án không có khả năng sinh lợi của nhà quản lý. Tóm lại, theo quan điểm thành quả, nếu công ty có chất lượng lợi nhuận cao, động cơ trả cổ tức thấp của nhà quản lý và lãng phí dòng tiền tự do vào các dự án phá hủy giá trị sẽ giảm xuống. Khi đó, các công ty sẽ trả cổ tức cao hơn. Vì vậy, quan điểm thành quả dự báo mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và cổ tức là cùng chiều.

Trong khi đó, quan điểm thay thế (substitute view) của Rozeff (1982) và La Porta và cộng sự (2000) cho rằng chính sách cổ tức sẽ thay thế cho cơ chế quản trị mạnh. Do công ty có nhu cầu tiếp cận thị trường vốn trong tương lai nên nhà quản lý có động cơ trong việc thiết lập một danh tiếng tốt với thị trường rằng họ sẽ không chi tiêu dòng tiền tự do vào các dự án phá hủy giá trị của công ty bởi vì một danh tiếng tốt có thể giúp họ huy động vốn từ bên ngoài với chi phí thấp hơn trong tương lai. Tuy nhiên, do cơ chế quản trị mạnh đã hạn chế vấn đề dòng tiền tự do nên động cơ sử dụng cổ tức để xây dựng danh tiếng sẽ giảm xuống. Khi đó, lợi ích biên của việc trả cổ tức sẽ nhỏ hơn, vì vậy, công ty sẽ ít có khả năng ra quyết định trả cổ tức hơn. Do đó, quan điểm thay thế dự báo một mối quan hệ ngược chiều giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức.

Ngoài ra, sự bất đối xứng thông tin giữa nhà quản lý và các nhà đầu tư bên ngoài gây ra vấn đề lựa chọn ngược và hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài của công ty (Myers và Majluf, 1984). Do đó, nhà quản lý có động cơ giữ lại lợi nhuận trong công ty nhiều hơn thay vì trả cổ tức cho cổ đông. Nếu công ty có chất lượng lợi nhuận cao thì mức độ bất đối xứng thông tin sẽ giảm xuống, làm cho chi phí sử dụng vốn cũng giảm theo. Khi đó, các công ty có khả năng sẽ chi trả cổ tức cao hơn. Như vậy, nếu xét từ khía cạnh bất đối xứng thông tin, mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức là cùng chiều, tương tự quan điểm thành quả về vấn đề dòng tiền tự do.

Bên cạnh đó, theo giả thuyết cuộc sống yên tĩnh (the quiet life hypothesis), khi không được giám sát chặt chẽ, các nhà quản lý có thể ưa thích một cuộc sống yên tĩnh hơn và từ bỏ các dự án đầu tư có NPV dương để tránh những nỗ lực tốn kém khi phải xác định, thực hiện và kiểm soát những dự án này (Bertrand và Mullainathan, 2003). Việc bỏ qua những khoản đầu tư làm tăng dòng tiền có sẵn và công ty có thể dùng dòng tiền này để trả cổ tức. Vì vậy, vấn đề đầu tư dưới mức có thể khiến các nhà quản lý chi trả cổ tức cao hơn mức tối ưu. Việc đánh giá chất lượng lợi nhuận có thể làm giảm hành vi ưa thích cuộc sống yên tĩnh của nhà quản lý vì qua đó, nhà đầu tư có thể thúc đẩy và giám sát nhà quản lý tốt hơn (Bushman và Smith, 2001). Do đó, các nhà quản lý phải làm việc chăm chỉ hơn trong việc xác định và đầu tư vào các dự án làm tăng giá trị công ty. Khi đó, các hoạt động của nhà quản lý cũng trở nên minh bạch hơn đối với hội đồng quản trị lẫn cổ đông. Nhìn chung, nếu lợi nhuận có chất lượng cao, khả năng các nhà quản lý dùng các khoản tiền nhàn rỗi để trả cổ tức quá cao sẽ giảm xuống. Do đó, theo giả thuyết cuộc sống yên tĩnh, mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và cổ tức là ngược chiều, tương tự quan điểm thay thế về vấn đề dòng tiền tự do.

### ***2.3.2.2 Lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm trước đây***

Xem xét nội dung thông tin của cổ tức bằng cách kiểm định liệu rằng chính sách chi trả cổ tức có cung cấp thông tin về chất lượng lợi nhuận hay không, Tong và Miao (2011) thấy rằng tình trạng trả cổ tức là chỉ báo về chất lượng lợi nhuận và một phần thông tin có thể được cung cấp bởi cổ tức có liên quan với chất lượng lợi nhuận. Tương tự, Skinner và Soltes (2011) cũng thấy rằng cổ tức cung cấp nhiều thông tin hơn về lợi nhuận bền vững và đòi hỏi dòng tiền ổn định hơn, do đó, các công ty có trả cổ tức có lợi nhuận bền vững hơn so với các công ty không trả cổ tức. Ngoài ra, Skinner và Soltes (2011) còn thấy rằng các công ty ở Mỹ không muốn cắt giảm cổ tức và họ làm mượt cổ tức nhằm duy trì một dòng cổ tức liên tục, do đó, mối quan hệ giữa cổ tức và tính bền vững của lợi nhuận ổn định đáng kể trong giai đoạn nghiên cứu hơn ba mươi năm. Bên cạnh đó, các công ty có trả cổ tức ít có khả năng báo cáo lỗ và những khoản lỗ này chỉ có tính chất tạm thời do các khoản mục đặc biệt. Hơn nữa, mối quan hệ giữa lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận tương lai mạnh hơn đối với các công ty có trả cổ tức.

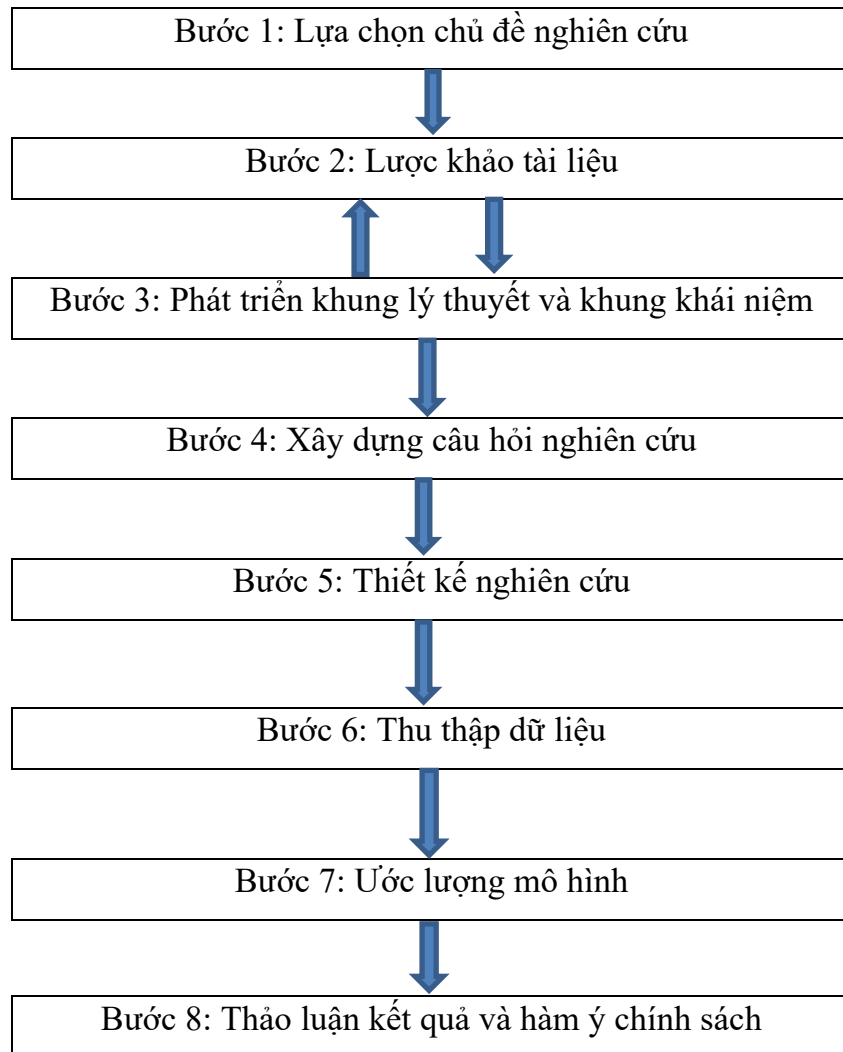
Tuy nhiên, một công ty có chi trả cổ tức không có nghĩa là công ty đó không gian lận kế toán và hành động vì lợi ích của cổ đông. Trong số 330 công ty bị cáo buộc gian lận trên báo cáo thu nhập từ năm 1982 đến năm 2005, Caskey và Hanlon (2013) phát hiện thấy có 72 công ty đã chi gần 20 tỷ đô la để trả cổ tức. Mặc dù vậy, kết quả nghiên cứu tổng thể cho thấy các công ty bị cáo buộc gian lận ít có khả năng trả cổ tức hơn và ít có khả năng tăng cổ tức hoặc duy trì mối quan hệ bền vững giữa lợi nhuận và khả năng chi trả cổ tức. Bằng chứng này ủng hộ lập luận cho rằng cổ tức là chỉ báo cho chất lượng lợi nhuận của Skinner và Soltes (2011) và Tong và Miao (2011). Ngoài ra, các công ty có trả cổ tức ít có khả năng thực hiện gian lận vì họ không thể duy trì chính sách cổ tức của mình. Nghiên cứu gần đây của Koo và cộng sự (2017) cũng cho thấy chất lượng lợi nhuận có tác động đến chính sách cổ tức của công ty. Cụ thể, các công ty có chất lượng lợi nhuận cao trả cổ tức cao hơn.

Ở Việt Nam, trong những năm gần đây, quản trị lợi nhuận hay chất lượng lợi nhuận cũng là một vấn đề thu hút được sự chú ý của giới học thuật. Trong đó, phần lớn nghiên cứu đề xuất và áp dụng các mô hình để phát hiện hành vi quản trị lợi nhuận của công ty, chẳng hạn như nghiên cứu của Phạm Thị Bích Vân (2012, 2015), Nguyễn Công Phương và Nguyễn Trần Nguyên Trân (2014), Đặng Ngọc Hùng (2015), Hoàng Khánh và Trần Thị Thu Hiền (2015), Nguyễn Công Phương (2017), Nguyễn Thị Phương Hồng (2017) và Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2018). Bên cạnh đó, một số nghiên cứu lại tập trung vào phân tích các nhân tố tác động tới chất lượng lợi nhuận như Dương Nguyễn Thanh Tâm (2013), Bùi Thị Mai Hoài và Nguyễn Thị Tuyết Hoa (2015), Hoàng Khánh (2016), Bùi Văn Dương và Ngô Hoàng Điệp (2017), Hoàng Thị Việt Hà và Đặng Ngọc Hùng (2018) và Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2018).

Theo La Porta và cộng sự (2000), các công ty ở các nước có thể chế yếu có tỉ lệ trả cổ tức thấp hơn, đồng thời, quản trị lợi nhuận cũng phổ biến hơn ở các nền kinh tế đang phát triển so với các nền kinh tế phát triển (Leuz và cộng sự, 2003). Như vậy, liệu rằng ở Việt Nam, các công ty có ra quyết định trả cổ tức vì động cơ phát tín hiệu về chất lượng lợi nhuận của công ty cho nhà đầu tư hay không? Để trả lời câu hỏi này, luận án nghiên cứu mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức của các công ty niêm yết ở Việt Nam.

Tóm lại, trong chương này, luận án đã trình bày khung lý thuyết và tổng quan nghiên cứu về mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức cũng như mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức của công ty. Chương 3, chương 4 và chương 5 sẽ lần lượt trình bày các bước kế tiếp trong qui trình nghiên cứu dưới đây.

### Quy trình nghiên cứu



## CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### 3.1 MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Để nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức, luận án sử dụng giá trị trễ 1 kỳ của phần bù cổ tức, ký hiệu là DPEW để đại diện cho cảm tính nhà đầu tư. Ngoài ra, các yếu tố khác có khả năng ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức cũng được kiểm soát, bao gồm chính sách cổ tức của năm trước, khả năng sinh lợi, các cơ hội đầu tư, qui mô công ty, vòng đời công ty, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản của cổ phiếu, đòn bẩy tài chính, dòng tiền tự do và rủi ro. Như vậy, ngoài phần bù cổ tức là biến trễ, mô hình còn có thêm biến trễ của biến phụ thuộc. Do đó, mô hình thực nghiệm có dạng sau:

$$DY_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPEW_{i,t-1} + \beta_2 DY_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DAA_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 LNNTA_{i,t} + \beta_7 RETA_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 CASHA_{i,t} + \beta_{10} TOR_{i,t} + \beta_{11} FCFTA_{i,t} + \beta_{12} LTDA_{i,t} + \beta_{13} SYS_{i,t} + \beta_{14} IDIO_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (3.1)$$

Để nghiên cứu mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức, luận án sử dụng giá trị tuyệt đối của phần dư từ mô hình Dechow và Dichev (2002) được biến đổi bởi McNichols (2002), ký hiệu là EQDDM để đại diện cho chất lượng lợi nhuận. Ngoài ra, các yếu tố khác có khả năng ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức cũng được kiểm soát, tương tự mô hình (3.1). Do đó, mô hình thực nghiệm có dạng sau:

$$DY_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 EQDDM_{i,t} + \gamma_2 DY_{i,t-1} + \gamma_3 ROA_{i,t} + \gamma_4 DAA_{i,t} + \gamma_5 MB_{i,t} + \gamma_6 LNNTA_{i,t} + \gamma_7 RETA_{i,t} + \gamma_8 AGE_{i,t} + \gamma_9 CASHA_{i,t} + \gamma_{10} TOR_{i,t} + \gamma_{11} FCFTA_{i,t} + \gamma_{12} LTDA_{i,t} + \gamma_{13} SYS_{i,t} + \gamma_{14} IDIO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$



## 3.2 CÁC BIẾN ĐƯỢC SỬ DỤNG TRONG MÔ HÌNH

### 3.2.1 Biến phụ thuộc

Khi nghiên cứu về chính sách cổ tức của công ty, nhiều thước đo đã được dùng để đại diện cho chính sách cổ tức. Trong đó, tỉ suất cổ tức được dùng trong khá nhiều nghiên cứu như Bradford và cộng sự (2013), Koo và cộng sự (2017). Ngoài ra, một số nghiên cứu ở Việt Nam cũng sử dụng thước đo này để đại diện cho chính sách cổ tức (Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường, 2014; Võ Xuân Vinh, 2015). Vì vậy, tỉ suất cổ tức cũng được dùng trong luận án đối với mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức của công ty. Biến phụ thuộc này được tính bằng cách lấy cổ tức trên mỗi cổ phần chia cho giá đóng cửa vào ngày giao dịch cuối cùng trong năm và được ký hiệu là  $DY_{it}$ .

Bên cạnh đó, để làm tăng tính vững của kết quả nghiên cứu, một đại diện khác cho chính sách cổ tức là tỉ lệ chi trả cổ tức cũng được xem xét. Các nghiên cứu của Jabbouri (2016), Jiang và cộng sự (2017), Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bảy (2015) và Trần Thị Tuấn Anh (2016) cũng sử dụng tỉ lệ chi trả cổ tức. Tương tự các nghiên cứu trước, thước đo này được tính bằng cách lấy cổ tức trên mỗi cổ phần chia cho lợi nhuận trên mỗi cổ phần và được ký hiệu là  $DIVE_{it}$ .

### 3.2.2 Biến độc lập

#### 3.2.2.1 Cảm tính nhà đầu tư

Để nghiên cứu xem liệu rằng ở Việt Nam, động cơ nuông chiều có hiện diện không hay nói cách khác, nhà quản lý có chiều theo sự ưa thích của nhà đầu tư không khi ra quyết định về chính sách cổ tức, luận án sử dụng biến trễ của phần bù cổ tức theo định nghĩa của Baker và Wurgler (2004a) để đại diện cho cảm tính nhà đầu tư và nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức của công ty. Tương tự Baker và Wurgler (2004a), phần bù cổ tức (DP – Dividend Premium) được đo bằng chênh lệch về tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản trung bình giữa công ty có chia cổ tức và công ty không chia cổ tức như sau:

$$DP_t = \ln \left( \sum_i w_{ii}^d \frac{V_{ii}^d}{A_{ii}^d} \right) - \ln \left( \sum_i w_{ii}^{nd} \frac{V_{ii}^{nd}}{A_{ii}^{nd}} \right) \quad (3.3)$$

Trong đó,

$DP_t$  : Phần bù cổ tức trong năm t

$w_{ii}^d$  : Trọng số của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty có chi trả cổ tức trong năm t

$V_{ii}^d$  : Giá trị thị trường của tổng tài sản của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty có chi trả cổ tức trong năm t

$A_{ii}^d$  : Giá trị sổ sách của tổng tài sản của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty có chi trả cổ tức trong năm t

$w_{ii}^{nd}$  : Trọng số của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty không chi trả cổ tức trong năm t

$V_{ii}^{nd}$  : Giá trị thị trường của tổng tài sản của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty không chi trả cổ tức trong năm t

$A_{ii}^{nd}$  : Giá trị sổ sách của tổng tài sản của công ty i trong tập hợp con gồm các công ty không chi trả cổ tức trong năm t

Cụ thể, phần bù cổ tức được tính toán qua các bước sau:

1. Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu = Giá đóng cửa vào ngày giao dịch cuối cùng trong năm x Số lượng cổ phần đang lưu hành.
2. Tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản = (Giá trị sổ sách của tổng tài sản - Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu + Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu) / Giá trị sổ sách của tổng tài sản.

3. Tính giá trị trung bình giản đơn hoặc trung bình có trọng số của tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản riêng cho các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức trong mỗi năm.
4. Phần bù cổ tức ( $DP_t$ ) là chênh lệch về log của tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách trung bình giản đơn hoặc trung bình có trọng số giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức.

Baker và Wurgler (2004a, b) đo lường phần bù cổ tức theo hai cách, đó là trung bình giản đơn và trung bình có trọng số với trọng số là giá trị sổ sách của tổng tài sản. Nhiều nghiên cứu sau đó sử dụng một trong hai hoặc cả hai cách đo này khi tính phần bù cổ tức, chẳng hạn như Denis và Osobov (2008), Hoberg và Prabhala (2009), Ferris và cộng sự (2009), Kale và cộng sự (2012), Kuo và cộng sự (2013) và Geiler và Renneboog (2015). Bên cạnh đó, trong nghiên cứu của Liu và Chen (2015), phần bù cổ tức còn được đo với trọng số là giá trị thị trường của tổng tài sản. Vậy, để làm tăng tính vững của kết quả nghiên cứu, luận án sẽ dùng cả ba cách đo này khi tính phần bù cổ tức.

Cụ thể, phần bù cổ tức tính theo trung bình giản đơn được ký hiệu là DPEW (Dividend Premium – Equally Weighted), trung bình có trọng số giá trị sổ sách của tổng tài sản là DPBV (Dividend Premium – Book value Weighted) và trung bình có trọng số giá trị thị trường của tổng tài sản là DPMV (Dividend Premium – Market value Weighted).

Theo lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư, nguyên nhân dẫn đến sự khác nhau về giá trị thị trường giữa các công ty có chi trả cổ tức và các công ty không chi trả cổ tức là do cảm tính nhà đầu tư. Họ đặt một phần bù lên các công ty có trả cổ tức hoặc các công ty không trả cổ tức tùy theo sự ưa thích của họ đối với cổ tức. Các công ty sẽ dựa trên phần bù cổ tức này và ra quyết định nhằm đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư. Do đó, nếu động cơ nuông chiều hiện diện thì phần bù cổ tức sẽ mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê.

### 3.2.2.2 *Chất lượng lợi nhuận*

Sự không chắc chắn trong các khoản dồn tích được nắm bắt tốt nhất bởi thước đo chất lượng dồn tích (Francis và cộng sự, 2005). Thước đo này dựa trên quan điểm cho rằng lợi nhuận có liên quan chặt chẽ hơn với dòng tiền sẽ có chất lượng tốt hơn và thể hiện được quá trình chuyển đổi của dồn tích vốn luân chuyển thành dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của kỳ trước, kỳ hiện tại và kỳ tiếp theo. Vì thời gian nghiên cứu không dài nên trong luận án, thước đo chất lượng dồn tích được ước lượng chéo theo ngành.

Do mỗi thước đo của chất lượng lợi nhuận đều có điểm mạnh và điểm yếu riêng (Dechow và cộng sự, 2011) nên hầu hết các nghiên cứu thường dùng đồng thời nhiều thước đo khác nhau cho chất lượng lợi nhuận. Vì vậy, luận án sẽ sử dụng thêm hai thước đo khác cho chất lượng lợi nhuận. Cụ thể, thước đo thứ hai của chất lượng lợi nhuận là dồn tích bất thường. Thước đo này cũng được ước lượng chéo theo ngành từ mô hình Jones (1991). Ngoài ra, từ mô hình Jones (1991) được biến đổi bởi Dechow và cộng sự (1995), có thể ước lượng thêm một thước đo khác của chất lượng lợi nhuận. Ba thước đo của chất lượng lợi nhuận này cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Daniel và cộng sự (2008), Tong và Miao (2011), Atieh và Hussain (2012) và Koo và cộng sự (2017). Dưới đây sẽ trình bày chi tiết cách ước lượng của ba thước đo chất lượng lợi nhuận.

Thước đo thứ nhất của chất lượng lợi nhuận là giá trị tuyệt đối của phần dư từ mô hình Dechow và Dichev (2002) được biến đổi bởi McNichols (2002), ký hiệu là EQDDM (Earnings Quality – Dechow-Dichev-McNichols) và được ước lượng theo từng nhóm ngành cho từng năm qua các bước sau:

1. Thay đổi trong vốn luân chuyển ( $\Delta WC_{i,t}$ ) và thay đổi trong doanh thu ( $\Delta REV_{i,t}$ ) được tính qua hai năm liên tiếp  $t-1$  và  $t$ .
2. Chia  $\Delta WC_{i,t}$ ,  $CFO_{i,t-1}$ ,  $CFO_{i,t}$ ,  $CFO_{i,t+1}$ ,  $\Delta REV_{i,t}$  và tài sản cố định, ký hiệu là  $PPE_{i,t}$ , cho tổng tài sản bình quân ( $A_{bq}$ ).

3. Ở mỗi nhóm ngành, hồi quy  $\frac{\Delta WC_{i,t}}{A_{bq}}$  theo  $\frac{CFO_{i,t-1}}{A_{bq}}$ ,  $\frac{CFO_{i,t}}{A_{bq}}$ ,  $\frac{CFO_{i,t+1}}{A_{bq}}$ ,  $\frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{bq}}$  và  $\frac{PPE_{i,t}}{A_{bq}}$  thu được các hệ số  $\gamma_0, \gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4$  và  $\gamma_5$
4. Ước lượng thước đo thứ nhất của chất lượng lợi nhuận, EQDDM, cho từng công ty trong mỗi nhóm ngành như sau:

$$EQDDM_{i,t} = \frac{\Delta WC_{i,t}}{A_{bq}} - \gamma_0 - \gamma_1 \frac{CFO_{i,t-1}}{A_{bq}} - \gamma_2 \frac{CFO_{i,t}}{A_{bq}} - \gamma_3 \frac{CFO_{i,t+1}}{A_{bq}} - \gamma_4 \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{bq}} - \gamma_5 \frac{PPE_{i,t}}{A_{bq}} \quad (3.4)$$

Thước đo thứ hai là đòn tích bất thường được ước lượng từ mô hình Jones (1991) ký hiệu là EQJ (Earnings Quality – Jones) và được ước lượng chéo theo từng nhóm ngành cho từng năm qua các bước sau:

1. Tính tổng đòn tích ( $TA_{i,t}$ ) cho từng công ty bằng cách lấy lợi nhuận ròng trừ đi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.
2. Thay đổi trong doanh thu ( $\Delta REV_{i,t}$ ) được tính qua hai năm liên tiếp t-1 và t.
3. Chia  $TA_{i,t}$ ,  $\Delta REV_{i,t}$  và  $PPE_{i,t}$ , cho tổng tài sản năm trước ( $A_{i,t-1}$ ).
4. Ở mỗi nhóm ngành, hồi quy  $\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}}$  theo  $\frac{1}{A_{i,t-1}}$ ,  $\frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}}$  và  $\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}}$  thu được các hệ số  $\beta_0, \beta_1$  và  $\beta_2$ .
5. Ước lượng đòn tích bình thường cho từng công ty trong mỗi nhóm ngành như sau:

$$NA_{i,t} = \beta_0 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \times \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (3.5)$$

6. Ước lượng thước đo thứ hai của chất lượng lợi nhuận (EQJ) cho từng công ty trong mỗi nhóm ngành như sau:

$$EQJ_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NA_{i,t} \quad (3.6)$$

Thước đo thứ ba là đòn tích bất thường được ước lượng từ mô hình Jones (1991) được biến đổi bởi Dechow và cộng sự (1995), ký hiệu là EQMJ (Earnings Quality – Modified Jones) và được ước lượng chéo theo từng nhóm ngành cho từng năm qua các bước sau:

1. Tính tổng đòn tích ( $TA_{i,t}$ ) cho từng công ty bằng cách lấy lợi nhuận ròng trừ đi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.
2. Thay đổi trong doanh thu ( $\Delta REV_{i,t}$ ) và thay đổi khoản phải thu ngắn hạn ( $\Delta REC_{i,t}$ ) được tính qua hai năm liên tiếp  $t-1$  và  $t$ .
3. Chia  $TA_{i,t}$ , ( $\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}$ ) và  $PPE_{i,t}$  cho tổng tài sản năm trước ( $A_{i,t-1}$ ).
4. Ở mỗi nhóm ngành, hồi quy  $\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}}$  theo  $\frac{1}{A_{i,t-1}}$ ,  $\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}}$  và  $\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}}$  thu được các hệ số  $\beta_0$ ,  $\beta_1$  và  $\beta_2$ .
5. Ước lượng đòn tích bình thường cho từng công ty trong mỗi nhóm ngành như sau:

$$NA_{i,t} = \beta_0 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \times \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (3.7)$$

6. Ước lượng thước đo thứ ba của chất lượng lợi nhuận (EQMJ) cho từng công ty trong mỗi nhóm ngành như sau:

$$EQMJ_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NA_{i,t} \quad (3.8)$$

Vì cả ba thước đo vừa trình bày đều là những thước đo ngược của chất lượng lợi nhuận nên khi giá trị của ba thước đo này càng thấp thì lợi nhuận có chất lượng càng cao. Do thời gian nghiên cứu không đủ dài nên cả ba thước đo chất lượng lợi nhuận đều được ước lượng chéo theo ngành. Hiện nay, ở Việt Nam cũng như trên thế giới, nhiều hệ thống phân ngành được áp dụng đồng thời. Trong đó, các tiêu chuẩn phân ngành đang được dùng phổ biến trên thế giới bao gồm:

- ISIC (International Standard Industrial Classification) do Liên hợp quốc xây dựng;
- SIC (Standard Industrial Classification) và NAICS (North American Industry Classification System) do Mỹ xây dựng;
- ICB (Industry Classification Benchmark) do FTSE Group và DowJones xây dựng;
- GICS (Global Industry Classification Standard) do Morgan Stanley và Standard & Poor's xây dựng.

Theo Ủy ban chứng khoán nhà nước, tiêu chuẩn phân ngành phổ biến nhất hiện nay là ICB<sup>7</sup>. ICB phân chia các ngành kinh tế thành 4 cấp, bao gồm: 10 nhóm ngành (Industries), 19 phân ngành lớn (Super sectors), 41 phân ngành chính (Sectors) và 114 phân ngành phụ (Sub sectors). Cụ thể, 10 nhóm ngành trong ICB bao gồm: Công nghệ thông tin, công nghiệp, dầu khí, dịch vụ tiêu dùng, dược phẩm và y tế, hàng tiêu dùng, nguyên vật liệu, tài chính, tiện ích cộng đồng và viễn thông. Các sở giao dịch chứng khoán lớn như Euronext, LSE, NASDAQ và NYSE luôn cập nhật dữ liệu từ ICB để giúp cho các nhà đầu tư theo dõi được sự biến động của thị trường chứng khoán.

Tại Việt Nam, hệ thống phân ngành kinh tế Việt Nam VSIC 2007 đang được chính thức áp dụng. Hệ thống VSIC 2007 gồm 21 ngành cấp 1, 88 ngành cấp 2, 242 ngành cấp 3, 437 ngành cấp 4 và 642 ngành cấp 5. Tuy nhiên, để đảm bảo số quan sát tối thiểu trong mỗi ngành ở mỗi năm khi ước lượng ba thước đo của chất lượng lợi nhuận, luận án chọn tiêu chuẩn phân ngành ICB.

### 3.2.3 Các biến kiểm soát

Ngoài cảm tính nhà đầu tư và chất lượng lợi nhuận, luận án còn kiểm soát các yếu tố khác có khả năng tác động đến chính sách cổ tức, bao gồm khả năng sinh lợi, quy mô công ty, các cơ hội đầu tư, vòng đời công ty, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản

---

<sup>7</sup> ICB (Industry Classification Benchmark) là chuẩn phân ngành được công nhận toàn cầu, do FTSE Russell vận hành và quản lý.

của cổ phiếu, dòng tiền tự do, đòn bẩy tài chính, rủi ro và chính sách cổ tức năm trước. Các yếu tố này sẽ được mô tả chi tiết hơn trong phần dưới đây:

#### *Khả năng sinh lợi*

Theo giả thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986), các công ty có xu hướng tăng chi trả cổ tức khi khả năng sinh lợi tăng và hạn chế giữ lại lợi nhuận trong công ty. Do đó, khả năng sinh lợi của công ty là một nhân tố quyết định của chính sách cổ tức. Hầu hết các nghiên cứu đều cho thấy khả năng trả cổ tức của công ty tương quan dương với khả năng sinh lợi (Fama và French, 2001; DeAngelo và cộng sự, 2006; Bulan và cộng sự, 2007; Li và Zhao, 2008; Alzahrani và Lasfer, 2012; Jiang và cộng sự, 2017). Ngoài ra, nhiều nghiên cứu ở Việt Nam cũng thống nhất về tác động cùng chiều của khả năng sinh lợi đến chính sách cổ tức (Võ Xuân Vinh, 2015; Trần Thị Tuấn Anh, 2016; Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương, 2017; Tô Thị Thanh Trúc, 2017).

#### *Cơ hội đầu tư*

Do quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định chi trả cổ tức phụ thuộc lẫn nhau (Pruitt và Gitman, 1991) nên động cơ trả cổ tức của công ty và mức cổ tức sẽ phụ thuộc vào chính sách đầu tư và tiềm năng tăng trưởng. Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng các cơ hội đầu tư sẵn có sẽ làm cạn kiệt nguồn tiền có thể được dùng để trả cổ tức của công ty (Faccio và cộng sự, 2001; Fama và French, 2001; Gaver và Kenneth, 1993; Smith và Watts, 1992). Các công ty tăng trưởng cao thường giữ lại hầu hết lợi nhuận để giảm sự phụ thuộc vào nguồn tài trợ vốn kém từ bên ngoài (Alli và cộng sự, 1993). Các nghiên cứu của von Eije và Megginson (2008), Renneboog và Trojanowski (2011), de Cesari và Huang-Meier (2015), Jabbouri (2016), Võ Xuân Vinh (2013, 2015) và Tô Thị Thanh Trúc (2017) đều tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa cơ hội đầu tư và chính sách cổ tức.

#### *Qui mô công ty*



Theo Jensen và Meckling (1976), nhà quản lý có quyền kiểm soát nhiều hơn trong các công ty lớn hơn với quyền sở hữu được phân tán nhiều hơn. Ở các công ty này, cổ đông ít có động lực và khả năng giám sát. Do đó, mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện và bất đối xứng thông tin tăng lên. Các công ty có thể gửi tín hiệu tích cực nhưng tổn kém cho cổ đông về triển vọng của công ty, thiện ý của ban quản lý và mức độ mâu thuẫn đại diện thấp thông qua một tỉ lệ trả cổ tức cao (Lloyd và cộng sự, 1985). Nhiều nghiên cứu ủng hộ lập luận này, chẳng hạn như de Cesari và Huang-Meier (2015), Jabbouri (2016), Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bảy (2015) và Tô Thị Thanh Trúc (2017). Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác lại tìm thấy tác động ngược chiều của qui mô công ty đến cổ tức. Cụ thể, Yoon và Starks (1995) đã dẫn chứng rằng phản ứng của giá cổ phiếu ở các công ty nhỏ đối với thông báo cổ tức cao hơn phản ứng ở các công ty lớn. Ngoài ra, qui mô của công ty càng lớn thì lượng thông tin công khai càng nhiều và mức độ bất đối xứng thông tin sẽ càng thấp (Eddy và Seifert, 1988). Vì vậy, các nghiên cứu này hàm ý rằng sức mạnh phát tín hiệu của cổ tức càng giảm khi qui mô công ty càng lớn.

#### *Vòng đời công ty*

Theo DeAngelo và cộng sự (2006), các công ty non trẻ có cơ hội đầu tư tương đối nhiều nhưng lợi nhuận tạo ra không đủ để có thể đáp ứng tất cả các nhu cầu tài trợ. Ngoài ra, công ty còn phải đối mặt với rào cản đáng kể trong việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài. Kết quả là công ty sẽ tiết kiệm tiền bằng cách bỏ qua việc trả cổ tức. Tuy nhiên, khi đạt tới giai đoạn trưởng thành, cơ hội đầu tư của công ty bị thu hẹp, tốc độ tăng trưởng và khả năng sinh lợi không cao, rủi ro hệ thống giảm và công ty tạo ra nhiều tiền từ nội bộ hơn so với tiền được đầu tư vào các dự án có khả năng sinh lợi. Cuối cùng, công ty bắt đầu trả cổ tức để phân phối thu nhập cho cổ đông. Bằng chứng ủng hộ lý thuyết vòng đời công ty về cổ tức cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Bulan và cộng sự (2007), Denis và Osobov (2008), Ferris và cộng sự (2009), Kale và cộng sự (2012), Kuo và cộng sự (2013) và Bùi Kim Phương (2018).

#### *Mức độ nắm giữ tiền*

Khi đang nắm giữ một lượng tiền mặt lớn thì khả năng công ty ra quyết định trả cổ tức sẽ cao. Bulan và cộng sự (2007), de Cesari và Huang–Meier (2015), Jiang và cộng sự (2017), Võ Xuân Vinh (2015), Bradford và cộng sự (2013) và Tô Thị Thanh Trúc (2017) đều tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa mức độ nắm giữ tiền và chính sách chi trả cổ tức của công ty. Tuy nhiên, công ty cũng có thể nâng tỉ lệ nắm giữ tiền mặt để tích lũy cho các dự án đầu tư trong tương lai. Như vậy, tác động của mức độ nắm giữ tiền đến cổ tức có khả năng là ngược chiều. Trong khi đó, DeAngelo và cộng sự (2006) và Becker và cộng sự (2011) tìm thấy bằng chứng hỗn hợp về tác động của mức độ nắm giữ tiền đến chính sách chi trả cổ tức của công ty.

#### *Tính thanh khoản của cổ phiếu*

Khi chi phí giao dịch tồn tại trong các thị trường tài chính, một hàm ý của định đề không liên quan của Miller và Modigliani (1961) là với các yếu tố khác không đổi, các công ty có cổ phiếu thanh khoản kém sẽ có khả năng trả cổ tức nhiều hơn. Vì vậy, về mặt lý thuyết, tính thanh khoản của cổ phiếu và khả năng trả cổ tức của các công ty có tương quan ngược chiều. Cụ thể, khi các nhà đầu tư duy lý ưa thích các công ty có tính thanh khoản cao, họ sẽ định giá thấp cổ phiếu có tính thanh khoản kém. Do đó, để làm tăng định giá của mình, các công ty mà cổ phiếu có tính thanh khoản kém có nhiều khả năng sẽ ra quyết định trả cổ tức. Có khá nhiều nghiên cứu tìm thấy mối liên hệ giữa tính thanh khoản của cổ phiếu và chính sách chi trả cổ tức. Cụ thể, Banerjee và cộng sự (2007), Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017) và Bùi Kim Phương (2019) đưa ra bằng chứng về mối quan hệ ngược chiều giữa tính thanh khoản thị trường cổ phiếu và chính sách cổ tức. Bulan và cộng sự (2007), Kale và cộng sự (2012) còn tìm thấy tỉ lệ bắt đầu trả cổ tức là tương đối cao hơn đối với công ty kém thanh khoản. Sử dụng dữ liệu quốc tế, Kuo và cộng sự (2013) cũng thấy rằng tính thanh khoản của cổ phiếu có tác động đến chính sách chi trả cổ tức.

#### *Dòng tiền tự do*

Các công ty có mức dòng tiền tự do cao thì khả năng đầu tư quá mức sẽ tăng lên. Khi đó, để làm giảm chi phí đại diện của dòng tiền tự do, công ty có thể ra quyết định trả cổ tức. Ngoài ra, các công ty có chi phí tài trợ biên tương đối thấp cũng có thể phân phối nhiều tiền hơn cho cổ đông nhằm tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc huy động vốn trong tương lai. Fenn và Liang (2001), Lee (2010), Geiler và Renneboog (2015), Kuo và cộng sự (2017) đều tìm thấy tác động của dòng tiền tự do đến chính sách cổ tức là cùng chiều.

#### *Đòn bẩy tài chính*

Các công ty có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao sẽ có rủi ro khánh kiệt tài chính và chi phí tài trợ từ bên ngoài cao hơn. Vì vậy, động cơ và khả năng trả cổ tức ở những công ty này sẽ thấp hơn (Fama và French, 2002). Bradford và cộng sự (2013), Breuer và cộng sự (2014), Jabbouri (2016) và Trần Thị Tuấn Anh (2016) cũng tìm thấy tác động của đòn bẩy tài chính đến chính sách cổ tức là ngược chiều. Trong khi đó, một số nghiên cứu khác lại thấy rằng đòn bẩy tài chính có tác động cùng chiều đến chính sách cổ tức như Kuo và cộng sự (2013) cho trường hợp Canada và Võ Xuân Vinh (2015).

#### *Rủi ro*

Theo lý thuyết trưởng thành của Venkatesh (1989), ở một công ty trưởng thành, rủi ro sẽ thấp hơn và xác suất trả cổ tức sẽ cao hơn. Ngoài ra, Grullon và cộng sự (2002) cũng ủng hộ lý thuyết trưởng thành vì khi công ty có sự gia tăng về cổ tức thì rủi ro hệ thống giảm. Bên cạnh đó, Hoberg và Prabhala (2009) thấy rằng sau khi đưa yếu tố rủi ro vào mô hình thì động cơ ngược chiều không còn khả năng giải thích cho chính sách cổ tức nữa. Vì vậy, họ lập luận rằng phân bù cổ tức không phản ánh sự ưa thích nhất thời về hành vi mà đo lường sự khác biệt giữa rủi ro của các công ty có trả cổ tức với rủi ro của các công ty không trả cổ tức. Li và Zhao (2008) cũng tìm thấy kết quả tương tự. Ngoài ra, Kuo và cộng sự (2013) chỉ ra rằng sau khi kiểm soát rủi ro thì động cơ ngược chiều không còn khả năng giải thích cho xu hướng trả cổ tức nữa,

thậm chí ở những quốc gia theo thông luật. Do đó, họ ủng hộ lập luận của Hoberg và Prabhala (2009) cho rằng động cơ nuông chiều thể hiện sự khác biệt giữa rủi ro của công ty không trả cổ tức và rủi ro của công ty có trả cổ tức. Ngược lại, Kale và cộng sự (2012), Bulan và cộng sự (2007) thấy rằng cảm tính nhà đầu tư vẫn có tác động đến quyết định bắt đầu trả cổ tức, ngay cả sau khi đã kiểm soát yếu tố này.

### *Chính sách cổ tức năm trước*

Lintner (1956) đã khảo sát 28 nhà quản lý ở Mỹ và kết luận rằng chính sách cổ tức trong quá khứ có tác động đến chính sách cổ tức trong hiện tại. Theo Lintner (1956), các công ty không muốn tăng tỉ lệ chi trả cổ tức đến một mức khó giữ vững mà họ chỉ muốn duy trì chính sách chi trả ổn định. Ferris và cộng sự (2009) và Lee (2010) cũng thống nhất với kết luận này. Bên cạnh đó, một số nghiên cứu ở Việt Nam cũng tìm thấy tác động của cổ tức trong quá khứ đến cổ tức trong hiện tại là cùng chiều (Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường, 2014; Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bày, 2015; Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh, 2016).

Vậy, liệu rằng khả năng sinh lợi, các cơ hội đầu tư, qui mô công ty, vòng đời công ty, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản của cổ phiếu, đòn bẩy tài chính, dòng tiền tự do, rủi ro và chính sách cổ tức năm trước có tác động đến chính sách cổ tức hay không? Để làm sáng tỏ vấn đề này, luận án sẽ đưa các yếu tố trên vào mô hình hồi quy để phân tích.

Cụ thể, ký hiệu và cách tính của các biến kiểm soát trên như sau:

(a) khả năng sinh lợi

$$ROA = \text{Lợi nhuận ròng} / \text{Tổng tài sản bình quân}$$

(b) cơ hội đầu tư, gồm hai thước đo:

❖ tốc độ tăng trưởng tổng tài sản

$$DAA = [\text{Tổng tài sản năm } (t) - \text{Tổng tài sản năm } (t-1)] / \text{Tổng tài sản năm } (t-1)$$

❖ tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản

$MB = (\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản} - \text{Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu} + \text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu}) / \text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}$

(c) qui mô công ty

$LNTA = Ln(\text{Tổng tài sản})$

(d) vòng đời công ty, gồm hai thước đo:

❖  $RETA = \text{Lợi nhuận giữ lại} / \text{Tổng tài sản}$

❖  $AGE = \text{Số năm kể từ khi công ty được niêm yết chính thức trên HSX hoặc HNX}$

(e) mức độ nắm giữ tiền

$CASHA = \text{Tiền và các khoản tương đương tiền} / \text{Tổng tài sản}$

(f) tính thanh khoản của cổ phiếu

$TOR = \text{Khối lượng cổ phần được giao dịch} / \text{Số lượng cổ phần lưu hành bình quân}$

(g) dòng tiền tự do

$FCFTA = (\text{Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh} - \text{Chi tiêu vốn}^8) / \text{Tổng tài sản bình quân}$

(h) đòn bẩy tài chính

$LTDA = \text{Nợ dài hạn} / \text{Tổng tài sản bình quân}$

(i) rủi ro bao gồm rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO)

rủi ro hệ thống là hệ số độ dốc từ hồi quy CAPM và rủi ro đặc thù là độ lệch chuẩn của phần dư từ hồi quy CAPM. Tuy nhiên, ở Việt Nam, do không có đầy đủ dữ liệu để sử dụng CAPM (Nguyễn Thị Minh Huệ, 2015) nên rủi ro hệ thống và rủi ro đặc thù của công ty được ước lượng bằng mô hình thị trường:

---

<sup>8</sup> Đây là dòng tiền chi ra để mua sắm, xây dựng tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác, thuộc dòng tiền từ hoạt động đầu tư.

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3.9)$$

Trong đó,

- ❖  $R_{it}$  là tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu  $i$  trong năm  $t$
- ❖  $R_{mt}$  là tỉ suất sinh lợi của danh mục thị trường trong năm  $t$  với chỉ số VN-Index được dùng để đại diện cho danh mục thị trường.

Cụ thể, rủi ro hệ thống và rủi ro đặc thù của mỗi công ty trong từng năm được tính qua các bước sau:

1. Tỉ suất sinh lợi ngày  $k$  của cổ phiếu = [Giá đóng cửa ngày ( $k$ ) - Giá đóng cửa ngày ( $k-1$ )] / Giá đóng cửa ngày ( $k-1$ )
2. Tính tỉ suất sinh lợi bình quân hàng tuần của cổ phiếu.
3. Tỉ suất sinh lợi ngày  $k$  của danh mục thị trường = [VN-Index ngày ( $k$ ) - VN-Index ngày ( $k-1$ )] / VN-Index ngày ( $k-1$ )
4. Tính tỉ suất sinh lợi bình quân hàng tuần của danh mục thị trường. Do một năm có khoảng 52 tuần giao dịch nên chuỗi dữ liệu của tỉ suất sinh lợi bình quân hàng tuần của mỗi cổ phiếu cũng như của danh mục thị trường có khoảng 52 quan sát ở mỗi năm.
5. Từng năm, hồi quy chuỗi thời gian tỉ suất sinh lợi bình quân hàng tuần của mỗi cổ phiếu với tỉ suất sinh lợi bình quân hàng tuần của danh mục thị trường theo mô hình thị trường.
6. Từ các hệ số được ước lượng của mô hình hồi quy, tính rủi ro hệ thống và rủi ro đặc thù của mỗi công ty trong từng năm.

Các biến có trong hai mô hình (3.1) và (3.2) được tóm tắt trong bảng 3.1 dưới đây.

**Bảng 3.1 – Định nghĩa các biến được sử dụng trong hai mô hình (3.1) và (3.2)**

	Ký hiệu	Tên biến	Cách tính	Nghiên cứu trước	Dấu kỳ vọng
Biến phụ thuộc	DY <sub>it</sub>	Tỉ suất cổ tức	$\frac{\text{Cổ tức trên mỗi cổ phần}}{\text{Giá đóng cửa vào ngày giao dịch cuối cùng trong năm}}$	Bradford và cộng sự (2013) Jabbouri (2016)	
	DIVE <sub>it</sub>	Tỉ lệ chi trả cổ tức	$\frac{\text{Cổ tức trên mỗi cổ phần}}{\text{Lợi nhuận trên mỗi cổ phần}}$	Koo và cộng sự (2017) Jiang và cộng sự (2017)	
Biến độc lập	DP <sub>it</sub>	Phần bù cổ tức	DPEW – Thước đo không có trọng số	Baker và Wurgler (2004a)	-
			DPBV – Thước đo có trọng số là giá trị sổ sách của tổng tài sản	Li và Lie (2006)	
			DPMV – Thước đo có trọng số là giá trị thị trường của tổng tài sản	Kale và cộng sự (2012) Liu và Chen (2015)	
	EQ	Chất lượng lợi nhuận	EQDDM – Chất lượng dồn tích, được ước lượng từ mô hình (3.4)	Koo và cộng sự (2017)	-
			EQJ – Dồn tích bất thường, được ước lượng từ mô hình (3.6)	Daniel và cộng sự (2008)	
			EQMJ – Dồn tích bất thường, được ước lượng từ mô hình (3.8)	Atieh và Hussain (2012)	
Biến kiểm soát	ROA <sub>it</sub>	Khả năng sinh lợi	$\frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$		+
	MB <sub>it</sub>	Cơ hội đầu tư	$\frac{\text{Giá trị thị trường của tổng tài sản}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$	Fama và French (2001) de Cesari và Huang-Meier (2015)	-
	DAA <sub>it</sub>		$\frac{\text{Tổng tài sản năm } t - \text{Tổng tài sản năm } (t - 1)}{\text{Tổng tài sản năm } (t - 1)}$	Alzahrani và Lasfer (2012) Ferris và cộng sự (2009)	-
	LNTA <sub>it</sub>	Qui mô công ty	Ln(Tổng tài sản của công ty i trong năm t)		+/-
	RETA <sub>it</sub>		$\frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Tổng tài sản}}$	DeAngelo và DeAngelo (2006)	+

	AGE <sub>it</sub>	Vòng đời công ty	Năm t – Năm niêm yết + 1	Ferris và cộng sự (2009) Kale và cộng sự (2012) Alzahrani và Lasfer (2012)	
	CASHA <sub>it</sub>	Mức độ nắm giữ tiền	$\frac{\text{Tiền và các khoản tương đương tiền}}{\text{Tổng tài sản}}$	Bulan và cộng sự (2007) Bradford và cộng sự (2013) de Cesari và Huang-Meier (2015) Jiang và cộng sự (2017)	+/-
	TOR <sub>it</sub>	Tính thanh khoản của cổ phiếu	$\frac{\text{Khối lượng cổ phần được giao dịch}}{\text{Số lượng cổ phần lưu hành bình quân}}$	Kuo và cộng sự (2013) Kale và cộng sự (2012) Bulan và cộng sự (2007) Barnerjee và cộng sự (2007)	-
	FCFTA <sub>it</sub>	Dòng tiền tự do	$\frac{\text{Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh – Chi tiêu vốn}}{\text{Tổng tài sản}}$	Lee (2010) Geiler và Renneboog (2015) Koo và cộng sự (2017) Fenn và Liang (2001)	+
	LTDA	Đòn bẩy tài chính	$\frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$	Jabbouri (2016) Bradford và cộng sự (2013) Kale và cộng sự (2012) Alzahrani và Lasfer (2012)	+/-
	SYS <sub>it</sub>	Rủi ro	Rủi ro hệ thống – Hệ số độ dốc từ hồi quy mô hình thị trường	Bulan và cộng sự (2007) Kale và cộng sự (2012)	-
	IDIO <sub>it</sub>		Rủi ro đặc thù – Độ lệch chuẩn của phần dư từ hồi quy mô hình thị trường	Kuo và cộng sự (2013) Li và Zhao (2008)	

Nguồn: Tác giả tổng hợp.



### 3.3 DỮ LIỆU

Do chính sách cổ tức được thiết lập căn cứ trên lợi nhuận hàng năm (Watts, 1973) nên luận án dùng dữ liệu theo năm để nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách trả cổ tức cũng như mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và cổ tức. Dữ liệu được thu thập từ các công ty niêm yết trên hai sàn HSX và HNX. Các công ty được đưa vào mẫu nghiên cứu phải có đủ dữ liệu kế toán và tài chính để tính toán các biến trong mô hình. Mẫu nghiên cứu bao gồm cả các công ty có trả cổ tức lẫn các công ty không trả cổ tức nhưng không bao gồm các công ty bị hủy niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu.

Theo Renneboog và Trojanowski (2011), vì công ty thuộc nhóm ngành tài chính có chuẩn mực lập báo cáo tài chính khác so với các nhóm ngành còn lại và các công ty thuộc nhóm ngành tiện ích có chính sách chi trả và việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài được quy định chặt chẽ nên họ loại trừ hai nhóm ngành này ra khỏi mẫu nghiên cứu. Tương tự Renneboog và Trojanowski (2011) cũng như nhiều nghiên cứu khác (Kale và cộng sự, 2012; Kuo và cộng sự, 2013; de Cesari và Huang-Meier, 2015; Koo và cộng sự, 2017), mẫu nghiên cứu của luận án không bao gồm các công ty thuộc nhóm ngành tài chính và tiện ích. Bên cạnh đó, chỉ có thể ước lượng được thước đo chất lượng lợi nhuận khi có tối thiểu 5 quan sát cho mỗi hồi quy ở mỗi nhóm ngành trong từng năm (Daniel và cộng sự, 2008). Để đáp ứng yêu cầu này, hai nhóm ngành dầu khí và viễn thông không được đưa vào mẫu nghiên cứu do không đủ số quan sát tối thiểu.

Ngoài ra, theo Ferris và cộng sự (2009), để đảm bảo rằng phần bù cổ tức được tính toán dựa trên một số lượng tối thiểu các công ty, yêu cầu phải có ít nhất 10 công ty có chia cổ tức và 10 công ty không chia cổ tức mỗi năm. Như vậy, để đáp ứng yêu cầu này thì phần bù cổ tức chỉ có thể tính được từ năm 2007. Do phần bù cổ tức là biến trễ nên đối với mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức, thời gian nghiên cứu chỉ có thể bắt đầu từ năm 2008. Ngoài ra, do thước đo thứ

nhất là chất lượng dồn tích chỉ có thể ước lượng được khi có dữ liệu của năm hiện tại, năm liền trước và năm tiếp theo nên các công ty được đưa vào mẫu nghiên cứu phải có thời gian niêm yết tối thiểu là ba năm. Đồng thời, để đáp ứng yêu cầu về số quan sát tối thiểu khi ước lượng các thước đo của chất lượng lợi nhuận, thời gian thực hiện nghiên cứu chỉ có thể bắt đầu từ năm 2010 đối với mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức. Tóm lại, thời gian nghiên cứu của luận án bắt đầu từ năm 2010 và kết thúc vào năm 2016 còn thời gian thu thập dữ liệu bắt đầu từ năm 2009 và kết thúc vào năm 2017.

Như vậy, mẫu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 460 công ty với thời gian nghiên cứu kéo dài 7 năm từ năm 2010 đến năm 2016, tạo thành 2.653 quan sát công ty-năm, thuộc 6 nhóm ngành, bao gồm công nghệ thông tin (21 công ty), công nghiệp (224 công ty), dịch vụ tiêu dùng (48 công ty), dược phẩm và y tế (18 công ty), hàng tiêu dùng (75 công ty) và nguyên vật liệu (74 công ty).

Đối với mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức, cần phải thu thập các dữ liệu từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty niêm yết trên hai sàn HSX và HNX. Cụ thể, dữ liệu cần thu thập bao gồm tổng tài sản, nợ dài hạn, nguồn vốn chủ sở hữu, tiền và các khoản tương đương tiền, lợi nhuận giữ lại, lợi nhuận ròng, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và chi tiêu vốn. Ngoài ra, cần phải thu thập thêm các dữ liệu tài chính khác bao gồm cổ tức tiền mặt, giá đóng cửa của cổ phiếu, VN-Index, khối lượng cổ phần được giao dịch và số lượng cổ phần đang lưu hành. Bên cạnh đó, để có thể ước lượng được các thước đo của chất lượng lợi nhuận, cần phải thu thập thêm các dữ liệu khác, cụ thể bao gồm tài sản ngắn hạn, các khoản phải thu ngắn hạn, tài sản cố định hữu hình, nợ ngắn hạn và doanh thu thuần. Trong các dữ liệu được thu thập, yêu cầu chỉ tiêu tổng tài sản, tài sản ngắn hạn, các khoản phải thu ngắn hạn, nợ ngắn hạn, doanh thu thuần phải có số liệu trong hai năm tài chính liên tiếp. Riêng chỉ tiêu dòng tiền từ hoạt động kinh doanh yêu cầu phải có số liệu trong ba năm tài chính liên tiếp và các chỉ tiêu còn lại chỉ cần có số liệu trong năm hiện tại.

Các dữ liệu cần để tính thước đo tính thanh khoản của cổ phiếu, rủi ro hệ thống và rủi ro đặc thù bao gồm giá đóng cửa của cổ phiếu, VN-Index, khối lượng cổ phần được giao dịch và số cổ phần đang lưu hành được thu thập theo ngày. Các dữ liệu còn lại được thu thập theo năm.

Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ Datastream. Đây là nền tảng dữ liệu về kinh tế vĩ mô và tài chính toàn cầu bao gồm dữ liệu về cổ phiếu, các chỉ số thị trường cổ phiếu, tiền tệ, các chỉ tiêu cơ bản của công ty, chứng khoán có thu nhập cố định và các chỉ báo kinh tế quan trọng cho 175 quốc gia và 60 thị trường.

Trong cả hai mô hình (3.1) và (3.2), tất cả các biến liên tục đều được xử lý bằng kỹ thuật Winsor. Đây là kỹ thuật biến đổi thống kê nhằm hạn chế tác động của các giá trị khác biệt (outliers) trong dữ liệu. Nếu phân phối của dữ liệu thống kê bị ảnh hưởng bởi các giá trị khác biệt thì kết quả hồi quy có thể bị chệch và không hiệu quả. Theo kỹ thuật Winsor, tất cả các giá trị khác biệt được thay thế bởi giá trị ở phân vị gần nhất. Trong nghiên cứu này, tất cả những điểm dữ liệu thấp hơn phân vị thứ nhất sẽ được thay thế bằng giá trị ở phân vị thứ nhất và tất cả những điểm dữ liệu cao hơn phân vị thứ 99 sẽ được thay thế bằng giá trị ở phân vị thứ 99. Trong việc làm sạch dữ liệu, kỹ thuật này có ưu điểm hơn so với kỹ thuật loại bỏ dữ liệu khác biệt do không làm giảm số quan sát. Ngoài ra, để tối đa hóa số quan sát, luận án dùng dữ liệu bảng không cân bằng. Kết quả hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng được trình bày ở phần kiểm định tính vững cho thấy kết quả nghiên cứu hầu như không bị ảnh hưởng do cấu trúc không cân bằng của dữ liệu.

### 3.4 PHƯƠNG PHÁP ƯỚC LƯỢNG

Trong cả hai mô hình (3.1) và (3.2), biến trễ của biến phụ thuộc đóng vai trò là biến độc lập, do đó, mô hình có dạng bảng động như sau:

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + x_{it}'\beta + \mu_i + v_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (3.10)$$

Do  $y_{it}$  là một hàm số của  $\mu_i$  nên  $y_{i,t-1}$  cũng là một hàm số của  $\mu_i$ . Vì vậy,  $y_{i,t-1}$  có tương quan với sai số. Điều này làm cho ước lượng bình phương bé nhất thông thường (Ordinary Least Square – OLS) bị chệch và không vững ngay cả khi  $v_{it}$  không có tương quan chuỗi. Đối với ước lượng tác động cố định, biến đổi within làm mất  $\mu_i$  nhưng  $(y_{i,t-1} - \bar{y}_{i-1})$  với  $\bar{y}_{i-1} = \sum_{t=2}^T y_{i,t-1} / (T-1)$  sẽ vẫn tương quan với  $(v_{it} - \bar{v}_i)$  ngay cả khi  $v_{it}$  không có tương quan chuỗi. Điều này là do  $y_{i,t-1}$  có tương quan với  $\bar{v}_i$ . Do đó, ước lượng within cũng bị chệch và không vững.

Ước lượng bình phương bé nhất tổng quát (Generalized Least Square – GLS) tác động ngẫu nhiên cũng bị chệch trong mô hình dữ liệu bảng động. Một cách biến đổi khác có thể làm mất đi các tác động cá thể là lấy sai phân bậc nhất. Cụ thể, Anderson và Hsiao (1981) đã đề xuất lấy sai phân bậc nhất mô hình để loại bỏ  $\mu_i$  và sau đó sử dụng  $y_{i,t-2}$  làm công cụ đối với  $\Delta y_{i,t-1} = (y_{i,t-1} - y_{i,t-2})$ . Các công cụ này sẽ không tương quan với  $\Delta v_{it} = v_{i,t} - v_{i,t-1}$  miễn là  $v_{it}$  không có tương quan chuỗi. Phương pháp ước lượng biến công cụ này tạo ra các ước lượng vững nhưng không hiệu quả của các tham số trong mô hình. Để khắc phục điều này, Arellano và Bond (1991) đề xuất phương pháp moment tổng quát (Generalized Method of Moments - GMM). Arellano và Bond (1991) lập luận rằng các công cụ bổ sung có thể có được trong một mô hình dữ liệu bảng động nếu sử dụng các điều kiện trực giao tồn tại giữa các giá trị trễ của  $y_{it}$  và  $v_{it}$ . Phương pháp này hiệu quả hơn ước lượng của Anderson và Hsiao (1981) và được gọi là GMM sai phân.

Sau đó, Arellano–Bover (1995)/Blundell–Bond (1998) đã bổ sung ước lượng của Arellano và Bond (1991) bằng cách đưa thêm một giả định rằng sai phân bậc nhất của các biến công cụ không tương quan với các tác động cố định. Điều này cho phép đưa thêm nhiều công cụ hơn và có thể cải thiện đáng kể tính hiệu quả của ước lượng. Phương pháp này xây dựng một hệ hai phương trình, bao gồm phương trình ban đầu và phương trình đã biến đổi, và được gọi là GMM hệ thống. Cả GMM sai phân và

GMM hệ thống đều là những ước lượng tổng quát được thiết kế cho bảng có T nhỏ và N lớn. Tuy nhiên, ước lượng GMM hệ thống được chứng minh là có tính hiệu quả gia tăng đáng kể so với GMM sai phân bậc nhất.

Ngoài ra, trong hai mô hình (3.1) và (3.2), vấn đề nội sinh còn có thể xảy ra do chính sách cổ tức có khả năng giải thích cho một số biến độc lập. Chẳng hạn, Jensen và cộng sự (1992) đã tìm thấy mối quan hệ nhân quả đi từ chính sách cổ tức đến đòn bẩy tài chính. Bên cạnh đó, Deng và cộng sự (2017), Tong và Miao (2011) và He và cộng sự (2017) còn tìm thấy chính sách cổ tức có tác động đến chất lượng lợi nhuận. Do đó, vấn đề nội sinh cần được kiểm soát do mối quan hệ nhân quả ngược có thể tồn tại giữa chính sách cổ tức và một số biến độc lập trong mô hình.

Một vấn đề khác có thể ảnh hưởng đến tính hiệu quả của các ước lượng hệ số hồi quy là hiện tượng tự tương quan hay tương quan chuỗi của các sai số qua các thời kỳ. Có nhiều kiểm định tự tương quan của sai số trong các mô hình dữ liệu bảng đã được đề xuất, tuy nhiên, do kiểm định Wooldridge dựa trên ít giả định hơn và dễ thực hiện (Drukker, 2003) nên luận án chọn kiểm định này để phát hiện hiện tượng tự tương quan trong dữ liệu bảng. Cụ thể, Wooldridge (2002) đề xuất kiểm định tự tương quan AR(1) với giả thuyết  $H_0$  dưới đây:

$$H_0: \sigma_\gamma^2 = 0 \text{ (không có tự tương quan bậc nhất)}$$

Ngoài ra, tính hiệu quả của các ước lượng hệ số hồi quy còn có thể bị ảnh hưởng bởi phương sai thay đổi. Nếu không được xử lý, phương sai thay đổi có thể gây ra những vấn đề nghiêm trọng trong suy luận kết quả ước lượng, tương tự hiện tượng tự tương quan (Green, 2018). Do đó, luận án thực hiện kiểm định Breusch-Pagan/Cook-Weisberg để xét xem phương sai thay đổi có khả năng xảy ra trong mô hình nghiên cứu không với giả thuyết  $H_0$  là:

$$H_0: \sigma_i^2 = \sigma^2 \text{ với mọi } i \text{ (phương sai không đổi)}$$

Kiểm định Wooldridge và kiểm định Breusch-Pagan/Cook-Weisberg được trình bày ở bảng 3.2 dưới đây.

**Bảng 3.2 – Kiểm định Wooldridge và kiểm định Breusch-Pagan/Cook-Weisberg ở hai mô hình (3.1) và (3.2)**

	Mô hình (3.1)	Mô hình (3.2)
Kiểm định Wooldridge đối với tự tương quan trong dữ liệu bảng	F (1, 444) = 9,585 Prob > F = 0,0021	F (1, 444) = 11,144 Prob > F = 0,0009
Kiểm định Breusch-Pagan/Cook-Weisberg đối với phương sai thay đổi	chi2(1) = 727,18 Prob > chi2 = 0,0000	chi2(1) = 612,39 Prob > chi2 = 0,0000

*Nguồn: Kết quả kiểm định từ phần mềm Stata 13*

Vì p-value của cả hai kiểm định đều nhỏ hơn 0,05 nên giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ, như vậy, hiện tượng tự tương quan lẫn hiện tượng phương sai thay đổi đều xảy ra trong cả hai mô hình (3.1) và (3.2). Do đó, luận án sử dụng GMM hệ thống để xử lý vấn đề nội sinh cũng như vấn đề tự tương quan và phương sai thay đổi trong mô hình.

Ngoài ra, để đảm bảo kết quả ước lượng là đáng tin cậy, luận án còn tiến hành một số kiểm định cần thiết khác. Cụ thể, Arellano và Bond (1991) đề xuất một kiểm định giả thuyết rằng không có tương quan chuỗi bậc hai đối với sai số của phương trình sai phân bậc nhất. Kiểm định này quan trọng bởi vì tính vững của ước lượng GMM dựa trên điều kiện  $E[\Delta v_{it} \Delta v_{i,t-2}] = 0$ . Giả thuyết này đúng nếu  $v_{it}$  không có tương quan chuỗi hoặc theo một bước ngẫu nhiên. Ngoài ra, Arellano và Bond (1991) còn đề xuất kiểm định Sargan đối với các ràng buộc xác định quá mức với giả thuyết không cho rằng các công cụ có giá trị. Cụ thể, nếu p-value >  $\alpha$  thì các công cụ có giá trị. Bên cạnh đó, trong trường hợp mô hình bị phương sai thay đổi, có thể sử dụng kiểm định Hansen để kiểm định các ràng buộc xác định quá mức thay cho kiểm định Sargan. Kết quả kiểm định được trình bày ở bảng 3.2 cho thấy có hiện tượng phương sai thay đổi xảy ra trong cả hai mô hình (3.1) và (3.2). Do đó, luận án sử dụng kiểm định Hansen để kiểm định các ràng buộc xác định quá mức.

## CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### 4.1 MỐI QUAN HỆ GIỮA CẢM TÍNH NHÀ ĐẦU TƯ VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

#### 4.1.1 Thống kê mô tả

**Bảng 4.1 – Thống kê mô tả các biến có trong mô hình (3.1)**

Biến	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị tối thiểu	Giá trị tối đa
DY	0,076	0,068	0,085	0,000	1,163
DIVE	0,437	0,437	0,401	0,000	2,147
DPEW	0,145	0,156	0,087	0,008	0,255
DPBV	0,162	0,182	0,113	0,010	0,370
DPMV	0,290	0,308	0,218	0,025	0,733
ROA	0,063	0,047	0,075	-0,128	0,345
DAA	0,066	0,062	0,179	-0,532	0,564
MB	0,945	0,892	0,322	0,378	2,414
LNTA	13,038	12,937	1,426	9,515	17,781
RETA	0,058	0,046	0,092	-0,287	0,349
AGE	6,159	6,000	2,838	3,000	18,000
CASHA	0,092	0,053	0,103	0,001	0,505
TOR	0,826	0,274	1,325	0,004	6,981
LTDA	0,085	0,026	0,127	0,000	0,578
FCFTA	0,055	0,045	0,127	-0,272	0,454
SYS	0,345	0,301	0,174	0,107	0,937
IDIO	0,013	0,012	0,005	0,005	0,027
Số công ty	460				
Số quan sát	2.653				

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

Bảng 4.1 trình bày thống kê mô tả bao gồm giá trị trung bình, trung vị, độ lệch chuẩn cũng như giá trị tối thiểu và giá trị tối đa của các biến được sử dụng trong mô hình. Bảng 4.1 cho thấy ở cả ba cách đo, phần bù cổ tức (DPEW, DPBV và DPMV) luôn

có giá trị dương trong suốt thời kỳ nghiên cứu 2010 – 2016. Ngoài ra, tỉ suất cổ tức và tỉ lệ trả cổ tức trung bình của các công ty trong mẫu lần lượt là 7,6% và 43,7%.

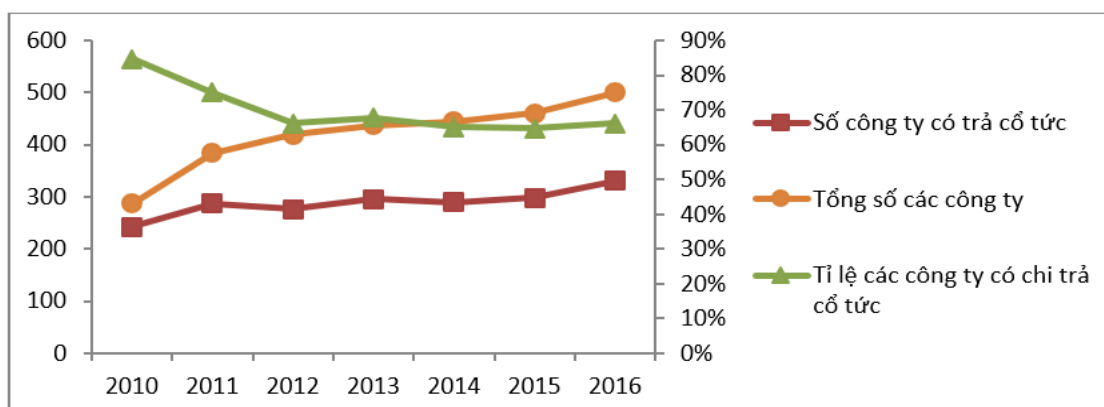
Trong giai đoạn nghiên cứu 2010 – 2016, nền kinh tế Việt Nam đã trải qua nhiều biến động, do đó, các công ty buộc phải có những điều chỉnh về chính sách điều hành nói chung và chính sách cổ tức nói riêng để thích ứng với những sự thay đổi này. Bảng 4.2 dưới đây sẽ cho thấy rõ hơn về sự điều chỉnh chính sách cổ tức của các công ty theo từng năm trong giai đoạn phân tích.

**Bảng 4.2 – Số lượng và tỉ lệ các công ty có trả cổ tức hoặc không trả cổ tức và tổng số công ty theo từng năm trong giai đoạn 2010 – 2016.**

Năm	Số công ty có chi trả cổ tức		Số công ty không chi trả cổ tức		Tổng số công ty
	Số lượng	Tỉ lệ	Số lượng	Tỉ lệ	
2010	243	85%	44	15%	287
2011	288	75%	96	25%	384
2012	277	66%	142	34%	419
2013	296	68%	141	32%	437
2014	290	65%	155	35%	445
2015	298	65%	162	35%	460
2016	331	66%	169	34%	500

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

**Hình 4.1 – Số lượng và tỉ lệ các công ty có trả cổ tức trong tổng số công ty trong giai đoạn 2010 – 2016.**



*Nguồn: Tính toán của tác giả.*



Bảng 4.2 và hình 4.1 trình bày số lượng và tỉ lệ các công ty có trả cổ tức hoặc không trả cổ tức cũng như tổng số công ty theo từng năm trong giai đoạn 2010 – 2016. Trong hình 4.1, trục tung bên trái thể hiện số lượng công ty và trục tung bên phải thể hiện tỉ lệ phần trăm các công ty có trả cổ tức.

Theo bảng 4.2 và hình 4.1, tỉ lệ các công ty có trả cổ tức trong giai đoạn 2010–2016 chia làm hai xu hướng rõ rệt. Cụ thể, trong năm 2010, các công ty có trả cổ tức chiếm tỉ lệ rất cao, khoảng 85%, trên tổng số các công ty. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2011 – 2012, tỉ lệ phần trăm các công ty có trả cổ tức sụt giảm rất mạnh xuống chỉ còn 66%. Ở những năm sau đó, tỉ lệ này có xu hướng đi ngang và cũng chỉ dao động quanh mức 66%. Như vậy, tỉ lệ các công ty có trả cổ tức vẫn tiếp tục giảm và hoàn toàn chưa có dấu hiệu phục hồi tăng trở lại như giai đoạn ban đầu. Tuy nhiên, xét trong cả thời kỳ nghiên cứu, các công ty trả cổ tức vẫn luôn chiếm ưu thế hơn với tỉ lệ công ty trả cổ tức thấp nhất là 65%.

Để hiểu rõ hơn về chính sách cổ tức của các công ty niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2010-2016, các công ty có trả cổ tức tiếp tục được phân thành bốn nhóm nhỏ, bao gồm tăng cổ tức, bắt đầu chia cổ tức<sup>9</sup>, giảm cổ tức và giữ nguyên mức cổ tức. Trong khi đó, các công ty không trả cổ tức được phân thành hai nhóm là ngừng chia cổ tức và tiếp tục không chia cổ tức. Cách phân loại các công ty thành sáu nhóm cổ tức được trình bày cụ thể trong phụ lục 5.

Bảng 4.3 trình bày số lượng công ty phân theo 6 nhóm cổ tức trong khi bảng 4.4 và hình 4.2 trình bày tỉ lệ phần trăm tương ứng. Bảng 4.4 còn trình bày giá trị trung bình của các tỉ lệ hàng năm cho toàn bộ thời kỳ mẫu. Theo đó, các công ty tăng cổ tức chiếm tỉ lệ rất cao là 35,9% trong năm 2010 nhưng giảm mạnh xuống mức 22,4% trong năm 2011.

---

<sup>9</sup> Trong đó, nhóm bắt đầu chia cổ tức bao gồm cả trường hợp bắt đầu chia trở lại sau một hoặc nhiều năm không chia.

**Bảng 4.3 – Số lượng công ty phân theo các nhóm cổ tức trong giai đoạn 2010 – 2016.**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tăng	103	86	62	76	97	104	98
Bắt đầu chia	17	18	13	34	26	27	34
Giảm	63	101	121	94	91	75	97
Giữ nguyên mức cổ tức	59	83	81	92	76	92	102
Ngừng chia	18	54	51	27	36	30	35
Tiếp tục không chia	27	42	91	114	119	132	134
Tổng số công ty	287	384	419	437	445	460	500

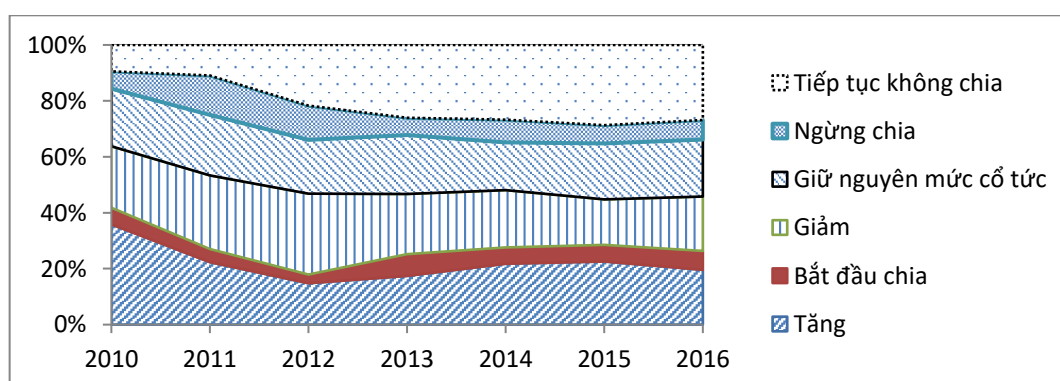
*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

**Bảng 4.4 – Tỷ lệ các công ty phân theo các nhóm cổ tức trong giai đoạn 2010 – 2016.**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Trung bình
Tăng	35,9%	22,4%	14,8%	17,4%	21,8%	22,6%	19,6%	22,1%
Bắt đầu chia	5,9%	4,7%	3,1%	7,8%	5,8%	5,9%	6,8%	5,7%
Giảm	22,0%	26,3%	28,9%	21,5%	20,4%	16,3%	19,4%	22,1%
Giữ nguyên mức cổ tức	20,6%	21,6%	19,3%	21,1%	17,1%	20,0%	20,4%	20,0%
Ngừng chia	6,3%	14,1%	12,2%	6,2%	8,1%	6,5%	7,0%	8,6%
Tiếp tục không chia	9,4%	10,9%	21,7%	26,1%	26,7%	28,7%	26,8%	21,5%

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

**Hình 4.2 – Tỷ lệ các công ty phân theo các nhóm cổ tức trong giai đoạn 2010 – 2016.**



*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

Trong năm 2012, tỉ lệ các công ty tăng cổ tức tiếp tục giảm xuống chỉ còn 14,8%, đây cũng là mức thấp nhất trong cả giai đoạn nghiên cứu. Những năm sau đó, cả số lượng lẫn tỉ lệ các công ty ở nhóm cổ tức này đều có xu hướng tăng dần lên nhưng mức tăng không nhiều, do đó, khoảng cách so với năm 2010 vẫn còn khá xa. Ngược lại, tỉ lệ các công ty giảm cổ tức tăng liên tục trong giai đoạn 2010–2012 từ 22,0% lên đến 28,9%. Tuy nhiên, kể từ năm 2013 trở đi, tỉ lệ này có xu hướng giảm dần.

Trong sáu nhóm cổ tức, số công ty bắt đầu chia cổ tức hoặc bắt đầu chia cổ tức trở lại luôn chiếm tỉ lệ thấp nhất trên tổng số công ty trong cả giai đoạn nghiên cứu. Do các công ty luôn muốn duy trì một chính sách cổ tức ổn định (Lintner, 1956) nên nhà quản lý công ty phải xem xét rất cẩn thận đối với quyết định bắt đầu chia cổ tức hoặc bắt đầu chia cổ tức trở lại sau một hoặc một vài năm không chia do họ e ngại rằng lợi nhuận đạt được ở những năm sau đó không đủ để tiếp tục chia cổ tức. Trong toàn bộ thời kỳ nghiên cứu, tỉ lệ các công ty bắt đầu chia cổ tức biến động không nhiều và chỉ chiếm trung bình khoảng 5,7%.

Ngoài ra, một khi đã ra quyết định chi trả thì các công ty rất miễn cưỡng trong việc phải cắt giảm cổ tức (Lintner, 1956). Bảng 4.4 và Hình 4.2 cũng cho thấy các công ty ngừng chia cổ tức chiếm tỉ lệ khá thấp. Xét cả giai đoạn bảy năm thì nhóm công ty ra quyết định ngừng chia cổ tức chỉ chiếm một tỉ lệ khá khiêm tốn, khoảng 8,6% trong tổng số các công ty.

Bên cạnh đó, tỉ lệ ở nhóm công ty tiếp tục không chia cổ tức tăng liên tục trong cả giai đoạn 2010-2015 từ 9,4% lên đến 28,7% và giảm nhẹ vào năm 2016. Từ năm 2013 đến năm 2016, quyết định tiếp tục không chia cổ tức luôn chiếm tỉ lệ cao nhất trong tất cả các lựa chọn chính sách chi trả cổ tức. Phần lớn các công ty niêm yết ở Việt Nam đều đang ở giai đoạn khởi sự và tăng trưởng, vì vậy, ở các công ty này, chính sách đầu tư có nhiều khả năng sẽ được ưu tiên hơn so với chính sách cổ tức. Hơn nữa, trong giai đoạn nghiên cứu, nền kinh tế cũng đang phải đối mặt với khá nhiều khó khăn nên đối với phần lớn các công ty, việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài không được thuận lợi. Do đó, các công ty thường dựa vào nguồn vốn được tạo ra từ

nội bộ để đầu tư vào các dự án, dẫn đến số công ty quyết định tiếp tục không chia cổ tức chiếm tỉ lệ khá cao trong những năm gần đây. Trong khi đó, nhóm các công ty giữ nguyên mức cổ tức duy trì tương đối ổn định ở tỉ lệ khoảng 20% trong suốt giai đoạn 2010-2016.

Trong cả thời kỳ nghiên cứu, năm 2012 được ghi nhận là năm ảm đạm nhất đối với thị trường chứng khoán với chỉ số VN-Index giảm xuống mức thấp nhất là 337 điểm vào ngày 06/01/2012<sup>10</sup>. Sự khó khăn của nền kinh tế không chỉ ảnh hưởng đến các hoạt động cơ bản của công ty mà còn ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà quản lý. Do khả năng huy động vốn trên thị trường quốc tế còn hạn chế nên khi tình trạng nền kinh tế thay đổi theo chiều hướng bất lợi, các công ty ở các thị trường mới nổi hoặc thị trường cận biên sẽ phải gánh chịu nhiều tác động tiêu cực hơn các công ty ở thị trường phát triển. Vì vậy, ở những công ty này, việc thay đổi chính sách cổ tức để thích ứng với những thay đổi trong các điều kiện kinh tế gần như là một yêu cầu bắt buộc.

Tóm lại, trong giai đoạn nghiên cứu, các công ty đã có sự điều chỉnh chính sách cổ tức cho phù hợp với các điều kiện kinh tế cũng như chiến lược phát triển của công ty. Vậy, liệu rằng định giá thị trường có bị ảnh hưởng bởi chính sách chi trả cổ tức của công ty hay không? Để làm rõ vấn đề này, tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách trung bình của hai nhóm công ty có trả cổ tức và không trả cổ tức cũng như phần bù cổ tức theo từng năm được tính toán và trình bày trong bảng 4.5.

Bảng 4.5 và hình 4.3 cho thấy tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách trung bình của các công ty có trả cổ tức với các công ty không trả cổ tức dao động khá nhiều nhưng nhìn chung, chúng có cùng xu hướng biến động. Cụ thể, tỉ số này giảm mạnh trong giai đoạn 2010 – 2011. Từ năm 2012 trở đi, đối với các công ty có trả cổ tức, tỉ số này có xu hướng tăng dần lên.

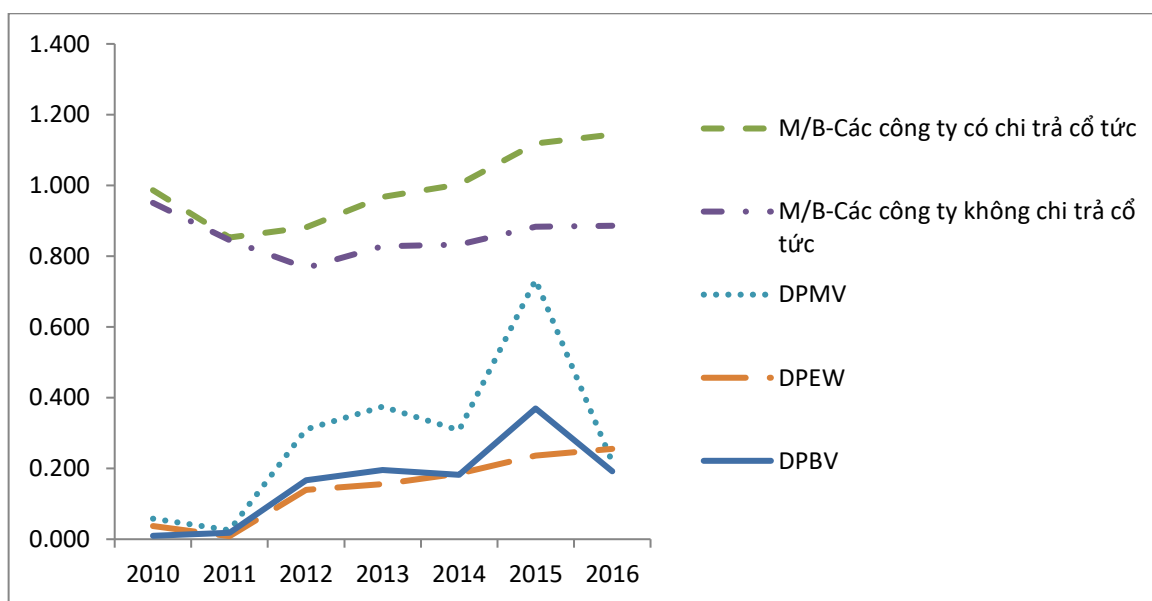
<sup>10</sup> Diễn biến của chỉ số VN-Index được trình bày ở Phụ lục 6.

**Bảng 4.5 – Tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và phần bù cổ tức trong giai đoạn 2010 – 2016.**

Năm	Tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách		Phần bù cổ tức		
	Các công ty có chi trả cổ tức	Các công ty không chi trả cổ tức	DPEW	DPBV	DPMV
2010	0,987	0,951	0,037	0,010	0,058
2011	0,853	0,846	0,008	0,018	0,025
2012	0,881	0,767	0,139	0,167	0,311
2013	0,968	0,828	0,156	0,195	0,375
2014	1,003	0,833	0,186	0,182	0,308
2015	1,118	0,883	0,236	0,370	0,733
2016	1,144	0,886	0,255	0,192	0,219

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

**Hình 4.3 – Tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và phần bù cổ tức trong giai đoạn 2010 – 2016.**



*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

Ở nhóm các công ty không chi trả cổ tức, tỉ số này tiếp tục giảm trong năm 2012 và sau đó mới bắt đầu tăng lên. Bên cạnh đó, đối với các công ty có trả cổ tức, tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách thấp hơn 1 trong giai đoạn 2010 – 2013 và cao hơn

1 kể từ năm 2014 trở đi. Còn đối với các công ty không trả cổ tức, tỉ số này luôn thấp hơn 1 trong cả giai đoạn 2010 – 2016.

Ngoài ra, bảng 4.5 và hình 4.3 cũng cho thấy tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của các công ty có trả cổ tức luôn cao hơn, dẫn đến phần bù cổ tức luôn có giá trị dương. Trong các nghiên cứu của de Cesari và Huang-Meier (2015), Kuo và cộng sự (2013) và Alzahrani và Lasfer (2012), phần bù cổ tức thay đổi theo thời gian cả về độ lớn và dấu, còn ở Việt Nam, độ lớn của phần bù cổ tức cũng thay đổi theo thời gian nhưng luôn mang dấu dương. Do sự bất đối xứng thông tin giữa những người trong nội bộ công ty và những người ở bên ngoài nên thông báo chia cổ tức là một kênh thông tin đáng tham khảo cho nhà đầu tư khi ra quyết định mua bán cổ phiếu. Ngoài ra, như trong phần 1.1 đã trình bày, trong giai đoạn nghiên cứu 2010 – 2016, thanh khoản thị trường khá thấp làm cho chi phí giao dịch tăng cao. Điều này có thể khiến cho nhà đầu tư muốn có thu nhập dưới hình thức cổ tức hơn so với lãi vốn, dẫn đến cổ phiếu có trả cổ tức luôn được định giá cao hơn.

Bảng 4.5 còn cho thấy trong hai năm đầu, chênh lệch về tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức không nhiều, vì vậy, phần bù cổ tức khá thấp. Tuy nhiên, trong giai đoạn kể từ năm 2012 trở đi, chênh lệch định giá giữa hai nhóm công ty này ngày càng lớn dẫn đến phần bù cổ tức có xu hướng tăng liên tục. Như vậy, khi nền kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng đang trong giai đoạn khó khăn và chứa đựng sự bất ổn, cổ tức trở thành một nguồn thông tin khá quan trọng đối với nhà đầu tư. Vì vậy, họ định giá cổ phiếu của các công ty có trả cổ tức cao hơn hẳn. Kết quả này thống nhất với nghiên cứu của Fuller và Goldstein (2011), cho rằng cổ đông có quan tâm đến cổ tức và mức độ quan tâm sẽ nhiều hơn khi thị trường giảm điểm so với khi thị trường tăng điểm.

Như vậy, định giá thị trường của các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức sẽ khác nhau. Tuy nhiên, ngoài định giá thị trường, còn có những đặc điểm khác biệt nào giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức nữa hay không? Luận án tiếp tục phân tích các đặc tính cơ bản của hai nhóm công ty này, bao

gồm khả năng sinh lợi (ROA), các cơ hội đầu tư (DAA và MB), qui mô công ty (LNTA), vòng đời công ty (RETA và AGE), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), đòn bẩy tài chính (LTDA), dòng tiền tự do (FCFTA), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO). Bảng 4.6 trình bày giá trị trung bình và trung vị của tất cả các biến được kiểm soát trong mô hình và mức ý nghĩa thống kê của sự khác biệt giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức.

**Bảng 4.6 – So sánh sự khác biệt về các đặc tính công ty giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức.**

Biến	Các công ty có trả cổ tức			Các công ty không trả cổ tức			Kiểm định sự khác biệt	
	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Trung bình	Trung vị
ROA	1.877	0,088	0,068	776	0,016	0,009	0,072***	0,059***
DAA	1.877	0,087	0,086	776	0,040	0,030	0,047***	0,056***
MB	1.877	0,972	0,913	776	0,842	0,836	0,130***	0,077***
LNTA	1.877	13,007	12,918	776	12,926	12,775	0,081	0,143
RETA	1.877	0,082	0,061	776	0,000	0,012	0,082***	0,049***
AGE	1.877	5,581	5,000	776	5,633	5,000	-0,052	0,000
CASHA	1.877	0,115	0,077	776	0,057	0,029	0,058***	0,048***
TOR	1.877	0,806	0,301	776	1,222	0,446	-0,416***	-0,145***
LTDA	1.877	0,080	0,024	776	0,102	0,037	-0,022***	-0,013***
FCFTA	1.877	0,073	0,063	776	0,022	0,014	0,051***	0,049***
SYS	1.877	0,279	0,244	776	0,361	0,321	-0,082***	-0,077***
IDIO	1.877	0,012	0,011	776	0,014	0,014	-0,002***	-0,003***

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng.

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Trong bảng 4.6, hai cột cuối cùng trình bày kiểm định t đối với sự khác biệt về giá trị trung bình và kiểm định Wilcoxon đối với sự khác biệt về giá trị trung vị giữa hai nhóm công ty này. Trong đó, kiểm định t được thực hiện để kiểm định xem hai nhóm công ty có trả cổ tức và không trả cổ tức có khác nhau về giá trị trung bình của các biến độc lập hay không và kiểm định Wilcoxon được dùng để kiểm định xem hai

nhóm công ty này có cùng phân phối hay không. Theo bảng 4.6, cả kiểm định t và kiểm định Wilcoxon đều cho thấy sự khác biệt có ý nghĩa thống kê ở hầu hết các biến có trong mô hình giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức. Cụ thể, giữa các công ty có trả cổ tức với các công ty không trả cổ tức luôn có sự khác biệt về khả năng sinh lợi (ROA), các cơ hội đầu tư (DAA và MB), vòng đời công ty (RETA), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), đòn bẩy tài chính (LTDA), dòng tiền tự do (FCFTA), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO). Tuy nhiên, giữa hai nhóm công ty này lại không có sự khác biệt về qui mô công ty (LNTA) và tuổi công ty (AGE).

Các công ty có trả cổ tức có giá trị trung bình và trung vị của khả năng sinh lợi (ROA) cao hơn đáng kể, thống nhất với Fama và French (2001). Tuy nhiên, các công ty có trả cổ tức lại có nhiều cơ hội đầu tư (DAA và MB) hơn. Nghiên cứu của Denis và Osobov (2008) ở Đức và Pháp cũng như nghiên cứu của Ferris và cộng sự (2006) ở Anh cũng cho thấy các công ty có trả cổ tức có nhiều cơ hội đầu tư hơn.

Ngoài ra, theo DeAngelo và cộng sự (2006), xu hướng trả cổ tức tương quan dương rất mạnh với thành phần lợi nhuận giữ lại của vốn chủ sở hữu. Bảng 4.6 cũng cho thấy các công ty có trả cổ tức có tỉ lệ lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản (RETA) cao hơn đáng kể so với các công ty không trả cổ tức, thống nhất với lý thuyết vòng đời công ty về cổ tức. Ngoài ra, nhóm công ty có trả cổ tức còn có mức độ nắm giữ tiền (CASHA) và dòng tiền tự do (FCFTA) cao hơn.

Ngược lại, các công ty có trả cổ tức có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính (LTDA) và tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR) thấp hơn. Ngoài ra, cả rủi ro hệ thống (SYS) lẫn rủi ro đặc thù (IDIO) cũng thấp hơn ở nhóm công ty có chia cổ tức, tương tự Kale và cộng sự (2012). Trong khi đó, ở hai nhóm công ty này không có sự khác biệt về qui mô (LNTA) và tuổi công ty (AGE).

Tiếp theo, bảng 4.7 trình bày hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình. Theo Baker và Wurgler (2004a), nếu nhà quản lý nông chiều nhu cầu nhà đầu tư thì phần



bù cổ tức sẽ tương quan dương với cổ tức. Tuy nhiên, bảng 4.7 lại cho thấy hệ số tương quan giữa phần bù cổ tức (DPEW) và chính sách cổ tức (DY) mang dấu âm.

Ngoài ra, chính sách cổ tức (DY) cũng tương quan ngược chiều với hai thước đo của cơ hội đầu tư (DAA và MB), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), qui mô công ty (LNNTA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO). Ngược lại, tương quan giữa chính sách cổ tức (DY) với khả năng sinh lợi (ROA), vòng đời công ty (RETA và AGE), đòn bẩy tài chính (LTDA) và dòng tiền tự do (FCFTA) là dương. Bảng 4.7 còn cho thấy hệ số tương quan cặp giữa tất cả các biến giải thích trong mô hình tương đối thấp, trong đó, cao nhất là giữa khả năng sinh lợi (ROA) và vòng đời công ty (RETA), 0,719. Do đó, có thể kết luận rằng không có đa cộng tuyến giữa các biến độc lập.

**Bảng 4.7 – Ma trận tương quan giữa các biến có trong mô hình (3.1)**

	DY	DPEW	ROA	DAA	MB	LNTA	RETA	LTDA	TOR	CASHA	FCFTA	AGE	SYS
DPEW	-0,217***												
ROA	0,337***	-0,091***											
DAA	-0,065***	-0,111***	0,287***										
MB	-0,102***	0,101***	0,414***	0,150***									
LNTA	-0,071***	0,045**	-0,053***	0,187***	0,126***								
RETA	0,269***	-0,046**	0,719***	0,204***	0,289***	0,029							
LTDA	0,067***	-0,034*	-0,224***	0,110***	0,003	0,366***	-0,174***						
TOR	-0,104***	-0,088***	-0,076***	0,127***	-0,063***	0,066***	-0,101***	0,006					
CASHA	-0,168***	0,006	0,399***	0,061***	0,187***	-0,108***	0,353***	-0,233***	-0,099***				
FCFTA	0,137***	0,032*	0,367***	-0,204***	0,185***	-0,065***	0,233***	-0,031	-0,090***	0,220***			
AGE	0,127***	0,447***	-0,042**	-0,076***	0,009	0,122***	-0,028	-0,057***	-0,148***	0,038**	-0,018		
SYS	-0,176***	0,434***	-0,206***	-0,126***	-0,059***	-0,225***	-0,209***	-0,048**	-0,060***	-0,061***	-0,062***	0,178***	
IDIO	-0,119***	0,018	-0,182***	-0,043**	-0,079***	-0,348***	-0,239***	-0,014	0,161***	-0,123***	-0,049**	-0,137***	0,704***

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng.

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Bên cạnh đó, để đánh giá một cách trực tiếp hơn liệu rằng mẫu dữ liệu có bị đa cộng tuyến hay không thì nhân tử phóng đại phương sai (VIF – Variance Inflation Factors) đối với mỗi biến giải thích được tính toán và trình bày trong bảng 4.8. Đại lượng thống kê này được tính toán cho từng hệ số hồi quy, chỉ ra mức độ tương quan giữa một biến độc lập với các biến độc lập khác trong mô hình. VIF lớn nhất cao hơn 10 cho thấy có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích (Field, 2013). Tuy nhiên, kết quả ở bảng 4.8 cho thấy tất cả các giá trị VIF tương đối thấp và cao nhất chỉ là 3,41. Vì vậy, vấn đề đa cộng tuyến không ảnh hưởng đến các kết quả hồi quy, thống nhất với phân tích ở bảng 4.7.

**Bảng 4.8 – Nhân tử phóng đại phương sai (VIF) của các biến độc lập có trong mô hình (3.1)**

<b>Biến</b>	<b>VIF</b>
SYS	3,41
IDIO	3,14
ROA	3,00
RETA	2,17
DPEW	1,78
LNTA	1,48
DAA	1,37
FCFTA	1,37
AGE	1,35
LTDA	1,32
MB	1,29
CASHA	1,27
TOR	1,17
Mean VIF	1,86

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

#### 4.1.2 Kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức

Để nghiên cứu xem liệu rằng nhà quản lý có nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư khi ra quyết định trả cổ tức hay không, tỉ suất cổ tức (DY) được hồi quy theo phần bù cổ tức (DPEW), đại diện cho cảm tính nhà đầu tư. Ngoài ra, mô hình còn đưa thêm các biến kiểm soát vào để xét xem liệu rằng chính sách chi trả cổ tức cũng như mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức có bị tác động bởi các yếu tố này hay không. Cụ thể, mô hình phân tích thêm tác động của chính sách cổ tức năm trước (L1.DY), khả năng sinh lợi (ROA), cơ hội đầu tư (DAA và MB), qui mô công ty (LNTA), vòng đời công ty (RETA và AGE), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), đòn bẩy tài chính (LTDA), dòng tiền tự do (FCFTA), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO) đến chính sách cổ tức của công ty.

Các kết quả hồi quy cho dữ liệu bảng được trình bày ở bảng 4.9. Trong đó, mô hình M1 phân tích tác động của phần bù cổ tức đến chính sách cổ tức, đồng thời kiểm soát các yếu tố khác có khả năng tác động đến chính sách cổ tức, bao gồm chính sách cổ tức năm trước (L1.DY), khả năng sinh lợi (ROA), cơ hội đầu tư (DAA và MB), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), vòng đời công ty (AGE và RETA), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO). Mô hình M2, M3 và M4 mở rộng mô hình M1, bổ sung dòng tiền tự do (FCFTA), qui mô công ty (LNTA) và đòn bẩy tài chính (LTDA).

Kết quả kiểm định được trình bày trên bảng 4.9 cho thấy không có tương quan chuỗi bậc hai trong mô hình. Ngoài ra, thống kê J Hansen về các ràng buộc xác định quá mức cũng cho thấy không có tương quan giữa các công cụ và sai số. Bên cạnh đó, trong tất cả các mô hình, số công cụ luôn nhỏ hơn số nhóm. Như vậy, các công cụ được sử dụng có giá trị.

**Bảng 4.9 – Môi quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức.**

	M1	M2	M3	M4
L1.DY	0,346*** (0,056)	0,349*** (0,056)	0,348*** (0,057)	0,337*** (0,055)
DPEW	-0,079*** (0,027)	-0,079*** (0,027)	-0,083*** (0,027)	-0,090*** (0,026)
ROA	0,417*** (0,064)	0,414*** (0,065)	0,416*** (0,066)	0,436*** (0,068)
DAA	-0,002 (0,010)	-0,002 (0,011)	0,002 (0,010)	-0,003 (0,011)
MB	-0,063*** (0,007)	-0,062*** (0,007)	-0,059*** (0,007)	-0,060*** (0,007)
CASHA	-0,038 (0,024)	-0,036 (0,023)	-0,043* (0,026)	-0,041 (0,026)
TOR	-0,005*** (0,001)	-0,004*** (0,001)	-0,004*** (0,001)	-0,004*** (0,001)
AGE	0,009** (0,004)	0,009** (0,004)	0,009** (0,004)	0,009** (0,004)
RETA	-0,011 (0,028)	-0,011 (0,028)	-0,010 (0,028)	-0,005 (0,029)
SYS	-0,012 (0,018)	-0,012 (0,018)	-0,011 (0,018)	-0,008 (0,018)
IDIO	0,019 (0,596)	0,014 (0,598)	-0,294 (0,651)	-0,370 (0,660)
FCFTA		-0,005 (0,013)	-0,005 (0,013)	-0,010 (0,013)
LNTA			-0,003 (0,002)	-0,004** (0,002)
LTDA				0,052** (0,022)
Hằng số	0,097*** (0,009)	0,095*** (0,009)	0,130*** (0,027)	0,149*** (0,029)
Số công cụ (Số nhóm)	311 (460)	312 (460)	346 (460)	380 (460)
F-test (p-value)	0,000	0,000	0,000	0,000
AR(1) test (p-value)	0,000	0,000	0,000	0,000
AR(2) test (p-value)	0,985	0,982	0,999	0,969
Hansen J test (p-value)	0,162	0,169	0,174	0,263

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong ngoặc đơn là sai số chuẩn.

Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm Stata 13

Theo Baker và Wurgler (2004a), giá thị trường của các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức bị ảnh hưởng bởi cảm tính nhà đầu tư. Cụ thể, khi nhà đầu tư có sự ưa thích đối với cổ tức, họ sẽ đặt một phần bù lên cổ phiếu của các công ty có trả cổ tức. Nhà quản lý nuông chiều nhà đầu tư bằng cách ra quyết định trả cổ tức. Ngược lại, nhà quản lý sẽ bỏ qua cổ tức khi nhà đầu tư định giá các công ty không trả cổ tức cao hơn. Baker và Wurgler (2004a) gọi định giá tương đối này giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức là phần bù cổ tức. Như vậy, theo lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư do Baker và Wurgler (2004a) đề xuất, mối quan hệ giữa phần bù cổ tức và chính sách cổ tức là cùng chiều.

Tuy nhiên, kết quả hồi quy được trình bày ở bảng 4.9 cho thấy hệ số của phần bù cổ tức (DPEW), đại diện cho cảm tính nhà đầu tư, lại mang dấu âm trong cả bốn mô hình. Điều này trái với lập luận của Baker và Wurgler (2004), cho rằng nếu nhà quản lý chiều theo sự ưa thích của nhà đầu tư thì phần bù cổ tức phải mang dấu dương. Như vậy, nghiên cứu chưa tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư, tương tự nghiên cứu của Li và Zhao (2008), von Eije và Megginson (2008), Alzahrani và Lasfer (2012) và Geiler và Renneboog (2015).

Phân tích trong phần 4.1.1 cho thấy mặc dù tỉ lệ các công ty có trả cổ tức có xu hướng giảm trong suốt giai đoạn nghiên cứu 2010-2016, tuy nhiên, các công ty có trả cổ tức vẫn luôn chiếm ưu thế so với các công ty không trả cổ tức với tỉ lệ thấp nhất là 65%. Như vậy, nếu không vì động cơ nuông chiều nhà đầu tư thì tại sao các công ty có trả cổ tức vẫn luôn chiếm tỉ lệ cao hơn?

Theo Aivazian và cộng sự (2003), ở các quốc gia phụ thuộc nhiều vào hệ thống ngân hàng và không có bảo vệ nhà đầu tư mạnh, các công ty vẫn trả cổ tức nếu họ muốn thu hút vốn cổ phần. Đây có thể là một trong những nguyên nhân khiến cho số lượng và tỷ lệ các công ty có trả cổ tức luôn chiếm ưu thế hơn vì thị trường tài chính của

Việt Nam hiện đang bị chi phối bởi nợ (Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia, 2018), đồng thời, việc bảo vệ nhà đầu tư thiểu số ở Việt Nam cũng chưa mạnh<sup>11</sup>.

Ngoài ra, quyết định trả cổ tức sẽ gửi tín hiệu tích cực nhưng tổn kém cho cổ đông về triển vọng của công ty, thiện ý của nhà quản lý và mức độ mâu thuẫn đại diện thấp (Jensen và Meckling, 1976). Ngoài ra, Sawicki (2009) còn thấy rằng, ở các quốc gia Đông Á, tỉ lệ trả cổ tức cao là một cách hiệu quả trong việc xây dựng hoặc nâng cao danh tiếng của công ty về quản trị tốt. Do đó, nhà quản lý có thể ra quyết định trả cổ tức để phát tín hiệu cho cổ đông về triển vọng của công ty đồng thời làm giảm mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện và thông tin bất đối xứng. Đây có thể là những nguyên nhân khiến cho phần lớn công ty ở Việt Nam vẫn trả cổ tức cho cổ đông mặc dù động cơ nuông chiều không hiện diện.

Bên cạnh đó, bảng 4.9 còn cho thấy tác động của các yếu tố khác đến chính sách cổ tức. Cụ thể, giá trị trễ của biến phụ thuộc (L1.DY) mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong tất cả bốn mô hình. Như vậy, chính sách cổ tức năm trước có tác động đáng kể đến chính sách cổ tức năm nay, thống nhất với Ferris và cộng sự (2009), Lee (2010) và Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2014). Kết quả này ủng hộ lập luận của Lintner (1956), cho rằng các nhà quản lý muốn chính sách cổ tức được duy trì ổn định theo thời gian.

Tương tự, hệ số của ROA cũng luôn mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong cả bốn mô hình. Như vậy, mối quan hệ giữa khả năng sinh lợi và cổ tức là cùng chiều, nghĩa là các công ty có khả năng sinh lợi tốt thì tỉ suất cổ tức sẽ cao. Kuo và cộng sự (2013), de Cesari và Huang-Meier (2015), Võ Xuân Vinh (2015) và Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017) cũng tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa khả năng sinh lợi và chính sách chi trả cổ tức. Ngoài ra, hệ số của đòn bẩy tài chính (LTDA) cũng mang dấu dương, như vậy, công ty dùng đòn bẩy tài chính càng nhiều thì tỉ suất cổ tức càng cao, thống nhất với Võ Xuân Vinh (2015). Trong

---

<sup>11</sup> Các chỉ số về bảo vệ nhà đầu tư thiểu số ở Việt Nam và các nền kinh tế khác được trình bày ở Phụ lục 8.

hai biến đại diện cho vòng đời công ty (RETA và AGE), chỉ có biến AGE có ý nghĩa thống kê. Điều này có nghĩa là những công ty có lịch sử hoạt động lâu dài sẽ có mức cổ tức cao, thống nhất với kết quả nghiên cứu của von Eije và Megginson (2008), Kale và cộng sự (2012), Alzahrani và Lasfer (2012) và Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh (2016).

Trong hai biến đại diện cho cơ hội đầu tư (DAA và MB), chỉ có biến MB có ý nghĩa thống kê. Như vậy, ở các công ty có nhiều cơ hội đầu tư, tỉ suất cổ tức sẽ thấp, thống nhất với Fama và French (2001), Renneboog và Trojanowski (2011), Alzahrani và Lasfer (2012) và Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017). Ngoài ra, hệ số của biến TOR cũng mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong cả bốn mô hình. Như vậy, ở các công ty mà cổ phiếu có tính thanh khoản thấp, tỉ suất cổ tức sẽ cao hơn. Kale và cộng sự (2012), Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017), Kuo và cộng sự (2013) và Bùi Kim Phương (2019) cũng tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tính thanh khoản của cổ phiếu và chính sách cổ tức. Bên cạnh đó, tương quan giữa qui mô công ty (LNTA) và chính sách cổ tức là âm. Như vậy, qui mô công ty càng lớn thì tỉ suất cổ tức sẽ càng thấp<sup>12</sup>. Võ Xuân Vinh (2015) và Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Thị Thùy Linh (2016) cũng tìm thấy tương quan ngược chiều giữa qui mô công ty và chính sách cổ tức.

Trong khi đó, hệ số của các biến CASHA, SYS, IDO và FCFTA lại không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, luận án chưa tìm được bằng chứng thống kê về tác động của các yếu tố bao gồm mức độ nắm giữ tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro đặc thù và dòng tiền tự do đến chính sách trả cổ tức.

Tóm lại, các kết quả nghiên cứu được trình bày trong phần 4.1.2 cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa phần bù cổ tức, đại diện cho cảm tính nhà đầu tư, và chính sách cổ tức. Hệ số của phần bù cổ tức mang dấu âm, trái với kỳ vọng của lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư do Baker và Wurgler (2004a) đề xuất. Do đó, luận án chưa tìm được

---

<sup>12</sup> Kết quả đạt được tương tự khi sử dụng logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường hoặc bách phân vị của vốn hóa thị trường làm đại diện cho qui mô công ty.



bằng chứng cho thấy nhà quản lý nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư khi quyết định trả cổ tức.

#### **4.1.3 Các kiểm định tính vững**

Phần này trình bày các kiểm định tính vững nhằm đảm bảo rằng kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức được trình bày trên bảng 4.9 là đáng tin cậy. Đầu tiên, hồi quy tỉ suất cổ tức (DY) với hai cách đo khác của phần bù cổ tức (DPBV và DPMV). Sau đó, sử dụng tỉ lệ chi trả cổ tức (DIVE) làm biến phụ thuộc thay cho tỉ suất cổ tức (DY) và lần lượt hồi quy với cả ba cách đo của phần bù cổ tức (DPEW, DPBV và DPMV).

Mặc dù tỉ lệ các công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu chiếm tỉ lệ khá thấp trong giai đoạn nghiên cứu, tuy nhiên, để đảm bảo tính tổng quát của nghiên cứu, luận án sẽ xem xét thêm tác động của quyết định chia cổ tức bằng cổ phiếu đến chính sách cổ tức tiền mặt.

Ngoài ra, để tối đa hóa số quan sát, luận án sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng. Như vậy, liệu rằng kết quả nghiên cứu có bị ảnh hưởng bởi cấu trúc không cân bằng của dữ liệu hay không? Để trả lời câu hỏi này, luận án chạy lại mô hình hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng.

Bên cạnh đó, ở Việt Nam, phần lớn các công ty niêm yết được hình thành từ quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Trong thời gian vừa qua, quá trình cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước đang diễn ra tại nhiều doanh nghiệp, tuy nhiên, do tiến độ còn chậm nên quá trình này vẫn chưa đạt được mục tiêu đề ra. Như vậy, có thể thấy cổ đông nhà nước vẫn có ảnh hưởng đáng kể đến quyết định trả cổ tức của nhiều công ty niêm yết. Để làm rõ vấn đề này, luận án đưa thêm biến sở hữu nhà nước vào mô hình. Tất cả các kiểm định tính vững được trình bày trong phần 4.1.3 đều được thực hiện bằng cách lặp lại mô hình cơ sở M4 ở bảng 4.9. Dưới đây sẽ trình bày cụ thể các kiểm định này.

#### **4.1.3.1 Kết quả hồi quy với hai cách đo khác của phần bù cổ tức**

Kiểm định tính vững đầu tiên được thực hiện bằng cách hồi quy tỉ suất cổ tức (DY) với hai cách đo khác của phần bù cổ tức là DPBV và DPMV. Trong đó, DPBV là thước đo có trọng số giá trị sổ sách của tổng tài sản còn DPMV là thước đo có trọng số giá trị thị trường của tổng tài sản. Bảng 4.10 trình bày kết quả nghiên cứu với kỹ thuật hoàn toàn tương tự như ở bảng 4.9. Bảng 4.10 cho thấy với hai cách đo này, kết quả nghiên cứu không thay đổi, biến phần bù cổ tức vẫn mang dấu âm. Như vậy, khi sử dụng hai cách đo khác để tính phần bù cổ tức, luận án vẫn chưa tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức.

**Bảng 4.10 – Kết quả hồi quy tỉ suất cổ tức với hai cách đo khác của phần bù cổ tức.**

	BV	MV
L1.DY	0,348*** (0,053)	0,353*** (0,052)
DP	-0,053*** (0,017)	-0,018** (0,008)
ROA	0,431*** (0,069)	0,435*** (0,068)
DAA	-0,005 (0,011)	-0,005 (0,011)
MB	-0,061*** (0,007)	-0,062*** (0,008)
CASHA	-0,043 (0,026)	-0,042 (0,027)
TOR	-0,005*** (0,001)	-0,005*** (0,001)
AGE	0,009** (0,004)	0,009** (0,004)
RETA	-0,002 (0,029)	-0,004 (0,028)
SYS	-0,008 (0,019)	-0,025 (0,018)
IDIO	-0,322 (0,675)	0,182 (0,632)
FCFTA	-0,009 (0,014)	-0,009 (0,014)
LNTA	-0,003* (0,002)	-0,004* (0,002)
LTDA	0,051** (0,022)	0,050** (0,022)
Hằng số	0,142*** (0,030)	0,141*** (0,029)
Số công cụ (Số nhóm)	380 (460)	380 (460)
F-test (p-value)	0,000	0,000
AR(1) test (p-value)	0,000	0,000
AR(2) test (p-value)	0,961	0,969
Hansen J test (p-value)	0,214	0,222

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong ngoặc đơn là sai số chuẩn.

Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm Stata 13

#### **4.1.3.2 Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là tỉ lệ chi trả cổ tức**

Kết quả ở bảng 4.9 và 4.10 có được khi hồi quy tỉ suất cổ tức (DY) theo ba cách đo của phần bù cổ tức (DPEW, DPBV và DPMV). Vậy, liệu rằng với một đại diện khác của chính sách cổ tức thì kết quả nghiên cứu có thay đổi hay không? Để làm rõ vấn đề này, tỉ lệ chi trả cổ tức (DIVE) được dùng làm biến phụ thuộc thay cho tỉ suất cổ tức (DY) và hồi quy theo ba cách đo của phần bù cổ tức.

Bảng 4.11 trình bày kết quả khi hồi quy với tỉ lệ chi trả cổ tức (DIVE) làm biến phụ thuộc. Ngoài ra, mô hình còn bao gồm các biến kiểm soát tương tự mô hình (3.1). Bảng 4.11 cho thấy ở cả ba cách đo, phần bù cổ tức (DPEW, DPBV và DPMV) đều mang dấu dương nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, kết quả nghiên cứu vẫn chưa tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư trong trường hợp sử dụng tỉ lệ chi trả cổ tức làm biến phụ thuộc.

**Bảng 4.11 – Kết quả hồi quy với tỉ lệ chi trả cổ tức làm biến phụ thuộc.**

	EW	BV	MV
L1.DIVE	0,430*** (0,051)	0,431*** (0,050)	0,431*** (0,050)
DP	0,103 (0,141)	0,019 (0,093)	0,016 (0,045)
ROA	-0,297 (0,212)	-0,299 (0,213)	-0,296 (0,213)
DAA	-0,062 (0,054)	-0,061 (0,054)	-0,061 (0,054)
MB	0,049 (0,030)	0,035 (0,040)	0,033 (0,040)
CASHA	-0,019 (0,116)	-0,027 (0,117)	-0,025 (0,118)
TOR	-0,009 (0,007)	-0,008 (0,007)	-0,009 (0,007)
AGE	0,059*** (0,022)	0,060*** (0,022)	0,060*** (0,022)
RETA	0,703*** (0,128)	0,701*** (0,127)	0,701*** (0,127)
SYS	-0,044 (0,102)	-0,011 (0,111)	-0,022 (0,107)
IDIO	-5,816 (3,843)	-6,844* (3,904)	-6,500* (3,763)
FCFTA	-0,092 (0,080)	-0,094 (0,081)	-0,095 (0,081)
LNTA	-0,027*** (0,010)	-0,027*** (0,010)	-0,027*** (0,010)
LTDA	-0,062 (0,131)	-0,067 (0,131)	-0,069 (0,132)
Hằng số	0,600*** (0,145)	0,602*** (0,144)	0,598*** (0,143)
Số công cụ (Số nhóm)	380 (460)	380 (460)	380 (460)
F-test (p-value)	0,000	0,000	0,000
AR(1) test (p-value)	0,000	0,000	0,000
AR(2) test (p-value)	0,196	0,197	0,195
Hansen J test (p-value)	0,156	0,147	0,144

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong ngoặc đơn là sai số chuẩn.

Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm Stata 13

#### 4.1.3.3 Kết quả hồi quy khi đưa thêm biến giả cổ tức cổ phiếu vào mô hình

Bên cạnh hình thức chia cổ tức bằng tiền mặt, các công ty còn có thể sử dụng cổ tức bằng cổ phiếu để phát tín hiệu về thành quả hoạt động trong tương lai (Al-Yahyaee, 2014a). Ngoài ra, các công ty có chia cổ tức bằng cổ phiếu có giá cao hơn so với các công ty trong cùng ngành nhưng không chia cổ tức bằng cổ phiếu (Al-Yahyaee, 2014b). Do đó, giá cổ phiếu phản ứng tích cực với thông báo chia cổ tức bằng cổ phiếu của công ty (Khanal và Mishra, 2017). Nếu tương quan giữa cổ tức bằng tiền mặt và cổ tức bằng cổ phiếu là dương thì hai hình thức này sẽ bổ sung cho nhau trong chiến lược cổ tức của các công ty. Ngược lại, nếu tương quan này là âm thì chúng sẽ thay thế cho nhau (Bradford và cộng sự, 2013).

Ở Việt Nam, tỉ lệ các công ty có chia cổ tức bằng cổ phiếu giảm mạnh từ 14% trong năm 2010 xuống chỉ còn 7% trong năm 2013 và tăng lên lại trong giai đoạn sau đó. Tuy nhiên, tính trung bình cả giai đoạn 2010-2016, số lượng các công ty có chia cổ tức bằng cổ phiếu chỉ chiếm khoảng 11% tổng số các công ty niêm yết<sup>13</sup>. Như vậy, liệu rằng việc chia cổ tức bằng cổ phiếu có ảnh hưởng đến quyết định chia cổ tức bằng tiền mặt của các công ty hay không? Để trả lời câu hỏi này, luận án đưa thêm biến giả cổ tức bằng cổ phiếu (SDIVD) vào mô hình. Đây là một biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu công ty có trả cổ tức bằng cổ phiếu trong năm và nhận giá trị 0 nếu công ty không trả cổ tức bằng cổ phiếu trong năm đó.

Bảng 4.12 trình bày kết quả hồi quy khi biến giả cổ tức bằng cổ phiếu (SDIVD) được bổ sung vào mô hình. Theo đó, hệ số của biến SDIVD không có ý nghĩa thống kê trong cả ba mô hình. Ngoài ra, biến phần bù cổ tức vẫn mang dấu âm khi mô hình có thêm biến SDIVD. Như vậy, luận án chưa tìm thấy quyết định chia cổ tức bằng cổ phiếu có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt, đồng thời, mối quan hệ giữa phần bù cổ tức và chính sách cổ tức cũng không bị tác động bởi cổ tức cổ phiếu.

<sup>13</sup> Số lượng và tỉ lệ các công ty có chia cổ tức bằng cổ phiếu được trình bày ở Phụ lục 9.

**Bảng 4.12 – Kết quả hồi quy khi bổ sung biến giả cổ tức cổ phiếu**

	EW	BV	MV
L1.DY	0,358*** (0,054)	0,372*** (0,051)	0,376*** (0,051)
L.DP	-0,104*** (0,031)	-0,055*** (0,019)	-0,017** (0,009)
ROA	0,313*** (0,069)	0,319*** (0,069)	0,328*** (0,069)
DAA	0,020 (0,022)	0,006 (0,021)	0,005 (0,020)
MB	-0,042*** (0,008)	-0,045*** (0,008)	-0,047*** (0,008)
CASHA	-0,070*** (0,027)	-0,073*** (0,028)	-0,070** (0,028)
TOR	-0,003* (0,002)	-0,003** (0,002)	-0,003** (0,002)
AGE	0,013*** (0,003)	0,012*** (0,004)	0,011** (0,004)
RETA	0,038 (0,031)	0,042 (0,030)	0,037 (0,030)
SYS	-0,005 (0,020)	-0,007 (0,022)	-0,028 (0,021)
IDIO	-1,123 (0,787)	-0,912 (0,787)	-0,366 (0,765)
SDIVD	-0,002 (0,004)	-0,002 (0,004)	-0,002 (0,004)
FCFTA	0,004 (0,020)	0,002 (0,019)	0,000 (0,019)
LNTA	-0,006*** (0,002)	-0,005*** (0,002)	-0,006*** (0,002)
LTDA	0,060* (0,031)	0,061** (0,029)	0,062** (0,030)
Hằng số	0,166*** (0,032)	0,158*** (0,032)	0,161*** (0,031)
Số công cụ (Số nhóm)	304 (460)	304 (460)	304 (460)
F-test (p-value)	0,000	0,000	0,000
AR (1) test (p-value)	0,000	0,000	0,000
AR (2) test (p-value)	0,967	0,988	0,996
Hansen J test (p-value)	0,113	0,115	0,113

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong ngoặc đơn là sai số chuẩn.

*Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm Stata 13*

#### ***4.1.3.4 Kết quả hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng***

Nhằm tối đa hóa số quan sát, luận án dùng dữ liệu bảng không cân bằng. Để kiểm định xem kết quả nghiên cứu có bị ảnh hưởng bởi cấu trúc không cân bằng của dữ liệu hay không, luận án chạy lại mô hình với dữ liệu cân bằng. Bảng 4.13 trình bày kết quả hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng từ 221 công ty trong giai đoạn 2010-2016, tạo thành 1.547 quan sát. Bảng 4.13 cho thấy kết quả hầu như không có sự khác biệt đáng kể so với khi dùng dữ liệu bảng không cân bằng. Như vậy, kết quả nghiên cứu không bị ảnh hưởng bởi cấu trúc không cân bằng của dữ liệu.



**Bảng 4.13 – Kết quả với dữ liệu bảng cân bằng**

	EW	BV	MV
L1.DY	0,388*** (0,069)	0,403*** (0,068)	0,403*** (0,068)
DP	-0,110*** (0,035)	-0,057** (0,023)	-0,019* (0,011)
ROA	0,326*** (0,125)	0,324** (0,126)	0,338*** (0,127)
DAA	0,031 (0,039)	0,009 (0,038)	0,006 (0,039)
MB	-0,037*** (0,013)	-0,043*** (0,013)	-0,045*** (0,013)
CASHA	-0,104** (0,048)	-0,107** (0,048)	-0,104** (0,050)
TOR	-0,002 (0,003)	-0,003 (0,002)	-0,003 (0,002)
AGE	0,013** (0,006)	0,013** (0,006)	0,013** (0,006)
RETA	0,103 (0,066)	0,116* (0,064)	0,112* (0,065)
SYS	-0,011 (0,025)	-0,017 (0,025)	-0,035 (0,025)
IDIO	-1,983* (1,167)	-1,496 (1,179)	-1,079 (1,212)
FCFTA	0,022 (0,029)	0,016 (0,029)	0,013 (0,029)
LNTA	-0,009** (0,004)	-0,008** (0,004)	-0,008** (0,004)
LTDA	0,135** (0,055)	0,135** (0,057)	0,140** (0,058)
Hằng số	0,203*** (0,057)	0,188*** (0,057)	0,192*** (0,058)
Số công cụ (Số nhóm)	143 (221)	143 (221)	143 (221)
F-test (p-value)	0,000	0,000	0,000
AR(1) test (p-value)	0,000	0,000	0,000
AR(2) test (p-value)	0,474	0,496	0,497
Hansen J test (p-value)	0,173	0,144	0,147

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong ngoặc đơn là sai số chuẩn.

Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm Stata 13

#### ***4.1.3.5 Kết quả hồi quy khi bổ sung biến sở hữu nhà nước vào mô hình***

Khi nghiên cứu về tác động của cấu trúc sở hữu đến chính sách cổ tức, Gugler (2003) thấy rằng các công ty có sở hữu nhà nước có xu hướng làm mượt cổ tức và rất miễn cưỡng trong việc cắt giảm cổ tức. Ngoài ra, Wang và cộng sự (2011) còn thấy rằng cả tỉ lệ chi trả cổ tức lẫn xác suất chi trả cổ tức đều tăng lên theo sở hữu nhà nước. Do bị hạn chế nhiều hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài và vay nợ dài hạn nên các công ty do tư nhân kiểm soát phụ thuộc nhiều vào vốn nội bộ để đầu tư vào các dự án. Vì vậy, các công ty này trả cổ tức thấp hơn các công ty do nhà nước kiểm soát (Bradford và cộng sự, 2013). Trong khi đó, Wei và Xiao (2009) không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa tỉ lệ cổ phần nhà nước và xác suất trả cổ tức.

Ở Việt Nam, trong giai đoạn 2010-2016, ở nhóm công ty có trả cổ tức, các công ty có sở hữu nhà nước chiếm đến 59%<sup>14</sup>. Còn ở nhóm không trả cổ tức, chỉ có 14% công ty có sở hữu nhà nước. Ngoài ra, ở hai nhóm trả cổ tức cao và liên tục, các công ty có sở hữu nhà nước chiếm đến 65% và 73% tương ứng. Như vậy, có thể thấy cổ đông nhà nước có ảnh hưởng nhất định đến chính sách chi trả cổ tức.

Các nghiên cứu trước ở Việt Nam của Võ Xuân Vinh (2015), Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bầy (2015), Trần Thị Tuấn Anh (2016), Le và Le (2017) và Phạm và Jung (2018) đều tìm thấy tác động cùng chiều của sở hữu nhà nước đến mức cổ tức chi trả cho cổ đông. Vì vậy, luận án cũng đưa thêm biến sở hữu nhà nước vào mô hình để kiểm soát nhằm làm rõ tác động của yếu tố này đến chính sách cổ tức.

Tương tự nghiên cứu của Bradford và cộng sự (2013), Chen và cộng sự (2009), Le và Le (2017), Phạm và Jung (2018), luận án sử dụng biến nhị phân để đại diện cho sở hữu nhà nước. Biến này nhận giá trị 1 nếu công ty có sở hữu nhà nước và nhận giá trị 0 nếu công ty không có sở hữu nhà nước và được ký hiệu là STATED.

---

<sup>14</sup> Số lượng và tỉ lệ các công ty có sở hữu nhà nước hoặc không có sở hữu nhà nước được trình bày ở Phụ lục 7.

Ngoài ra, luận án tiếp tục xem xét liệu rằng tình trạng sở hữu nhà nước có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức hay không? Để làm sáng tỏ vấn đề này, luận án đưa thêm biến tương tác giữa sở hữu nhà nước và phần bù cổ tức (DPEW\*STATED) vào mô hình.

Cột (1) và (2) của bảng 4.14 lần lượt trình bày kết quả hồi quy khi bổ sung biến sở hữu nhà nước (STATED) và biến tương tác giữa sở hữu nhà nước và phần bù cổ tức (DPEW\*STATED) vào mô hình nghiên cứu. Kết quả ở cột (1) cho thấy biến STATED mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này thống nhất với nghiên cứu của Bradford và cộng sự (2013), Võ Xuân Vinh (2015), Trần Thị Hải Lý và Đỗ Thị Bảy (2015) và Trần Thị Tuấn Anh (2016), Le và Le (2017), Pham và Jung (2018). Như vậy, để đảm bảo lợi ích của mình, cổ đông nhà nước có thể gây áp lực buộc các công ty phải trả cổ tức. Đây có thể là lý do khiến cho phần lớn các công ty niêm yết ở Việt Nam vẫn trả cổ tức cho cổ đông mặc dù chưa có bằng chứng về sự hiện diện của động cơ nuông chiều.

Ngoài ra, kết quả ở cột (2) cho thấy biến tương tác giữa sở hữu nhà nước và phần bù cổ tức (STATED\*DPEW) mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê. Như vậy, tình trạng sở hữu nhà nước có tác động nhất định đến mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức. Cụ thể, đối với nhóm công ty có sở hữu nhà nước, tác động tích lũy của phần bù cổ tức đến tỉ suất cổ tức lớn hơn. Sự khác biệt này có thể do đặc thù ở Việt Nam, các công ty sử dụng vốn nhà nước thường được Bộ Tài Chính đề nghị trả cổ tức khi hoạt động kinh doanh có lợi nhuận.

**Bảng 4.14 – Kết quả hồi quy khi bổ sung biến sở hữu nhà nước và biến tương tác giữa sở hữu nhà nước và phân bù cổ tức.**

	(1)	(2)
LI.DY	0,332*** (0,056)	0,336*** (0,055)
DPEW	-0,096*** (0,026)	-0,104*** (0,027)
ROA	0,429*** (0,069)	0,444*** (0,068)
DAA	0,000 (0,011)	-0,002 (0,011)
MB	-0,061*** (0,007)	-0,061*** (0,007)
CASHA	-0,043 (0,026)	-0,041 (0,026)
TOR	-0,004*** (0,001)	-0,004*** (0,001)
AGE	0,010** (0,004)	0,010** (0,004)
RETA	-0,004 (0,029)	-0,010 (0,029)
SYS	-0,005 (0,018)	-0,011 (0,018)
IDIO	-0,410 (0,647)	-0,289 (0,669)
STATED	0,009** (0,004)	
STATED*DPEW		0,031** (0,015)
FCFTA	-0,008 (0,013)	-0,011 (0,013)
LNTA	-0,003* (0,002)	-0,004** (0,002)
LTDA	0,042* (0,021)	0,056** (0,021)
Hằng số	0,135*** (0,028)	0,145*** (0,029)
Số công cụ	381	381
F-test (p-value)	0,000	0,000
AR(1) test (p-value)	0,000	0,000
AR(2) test (p-value)	0,968	0,973
Hansen J test (p-value)	0,267	0,264

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong ngoặc đơn là sai số chuẩn.

Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm Stata 13

Như vậy, phần 4.1 đã trình bày kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức. Cụ thể, hai đại diện cho chính sách cổ tức là tỉ suất cổ tức và tỉ lệ chi trả cổ tức (DY và DIVE) lần lượt được hồi quy theo ba cách đo của phần bù cổ tức (DPW, DPBV và DPMV). Ngoài ra, mô hình còn kiểm soát các yếu tố có khả năng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức cũng như mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức bao gồm chính sách cổ tức năm trước (L1.DY, L1.DIVE), khả năng sinh lợi (ROA), cơ hội đầu tư (DAA và MB), qui mô công ty (LNTA), vòng đời công ty (AGE và RETA), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), đòn bẩy tài chính (LTDA), dòng tiền tự do (FCFTA), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO). Bên cạnh đó, luận án còn xem xét quyết định chia cổ tức bằng cổ phiếu, sở hữu nhà nước cũng như cấu trúc dữ liệu. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu được trình bày ở các bảng 4.9, 4.10, 4.11, 4.12, 4.13 và 4.14 vẫn chưa tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức do Baker và Wurgler (2004a) đề xuất vì phần bù cổ tức (DPW, DPBV và DPMV) mang dấu âm, trái với kỳ vọng của lý thuyết này.

Tóm lại, các kết quả đạt được chưa tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức. Nhà quản lý ra quyết định trả cổ tức không nhằm nuông chiều sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư. Vậy, tại sao các công ty có trả cổ tức vẫn luôn chiếm tỉ lệ cao hơn so với các công ty không trả cổ tức trong khi động cơ nuông chiều không hiện diện? Luận án tiếp tục xem xét vấn đề này từ khía cạnh chất lượng lợi nhuận.

Cụ thể, các công ty có chất lượng lợi nhuận cao có khả năng sẽ trả cổ tức cao hơn (Koo và cộng sự, 2017). Như vậy, các công ty có thể phát tín hiệu cho nhà đầu tư biết về chất lượng lợi nhuận thông qua chính sách cổ tức. Liệu rằng đây có phải là động cơ khiến cho phần lớn các công ty niêm yết tại Việt Nam vẫn trả cổ tức cho cổ đông hay không? Để trả lời câu hỏi này, trong phần 4.2, luận án sẽ phân tích mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức.

## 4.2 MỐI QUAN HỆ GIỮA CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN VÀ CHÍNH SÁCH CHI TRẢ CỔ TỨC

### 4.2.1 Thống kê mô tả

**Bảng 4.15 – Thống kê mô tả các biến có trong mô hình (3.2)**

Biến	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị tối thiểu	Giá trị tối đa
EQDDM	0,069	0,050	0,063	0,001	0,330
EQJ	0,099	0,069	0,100	0,001	0,562
EQMJ	0,101	0,070	0,102	0,001	0,579
Số công ty	460				
Số quan sát	2.653				

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Bảng 4.1 đã trình bày thống kê mô tả của biến phụ thuộc (DY và DIVE) và các biến kiểm soát (ROA, DAA, MB, LNTA, RETA, AGE, CASHA, TOR, LTDA, FCFTA, SYS và IDIO). Do đó, bảng 4.15 chỉ trình bày thống kê mô tả ba thước đo của chất lượng lợi nhuận (EQDDM, EQJ và EQMJ). Theo đó, cả ba thước đo của chất lượng lợi nhuận này luôn dương trong suốt thời kỳ nghiên cứu 2010-2016. Như vậy, tuy mức độ có khác nhau nhưng tất cả các công ty trong mẫu đều quản trị lợi nhuận.

Thước đo chất lượng dồn tích được ước lượng từ mô hình Dechow và Dichev (2002) được biến đổi bởi McNichols (2002) cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Deng và cộng sự (2017) và Tong và Miao (2011). Kết quả của hai nghiên cứu này cho thấy các công ty ở Việt Nam có chất lượng lợi nhuận cao hơn so với các công ty ở Trung Quốc nhưng lại thấp hơn các công ty ở Mỹ. Với thước đo dồn tích bất thường được ước lượng từ mô hình Jones (1991) được biến đổi bởi Dechow và cộng sự (1995), kết quả nghiên cứu của Nguyễn Thị Phương Hồng (2017) cũng cho thấy so với một số quốc gia khác trên thế giới, các công ty ở Việt Nam có chất lượng lợi nhuận ở mức trung bình.

Bên cạnh đó, chất lượng lợi nhuận của các công ty hoạt động trong những ngành khác nhau có thể khác nhau do đặc thù ngành. Để thấy rõ điều này, giá trị trung bình của ba thước đo chất lượng lợi nhuận (EQDDM, EQJ và EQMJ) theo sáu nhóm ngành được trình bày trên bảng 4.16 dưới đây.

**Bảng 4.16 – Giá trị trung bình của ba thước đo chất lượng lợi nhuận theo sáu nhóm ngành.**

Nhóm ngành	EQDDM	EQJ	EQMJ	Số quan sát	Tỉ lệ số quan sát
Công nghệ thông tin	0,063	0,098	0,098	125	5%
Công nghiệp	0,095	0,094	0,094	1.286	49%
Dịch vụ tiêu dùng	0,049	0,086	0,086	268	10%
Dược phẩm và y tế	0,043	0,074	0,074	106	4%
Hàng tiêu dùng	0,073	0,114	0,114	459	17%
Nguyên vật liệu	0,073	0,114	0,114	409	15%
<b>Tổng cộng</b>				<b>2.653</b>	<b>100%</b>

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Bảng 4.16 cho thấy ở cả ba thước đo này, nhóm ngành dược phẩm và y tế có chất lượng lợi nhuận cao nhất. Bên cạnh đó, dịch vụ tiêu dùng cũng là nhóm ngành có chất lượng lợi nhuận tương đối cao. Ngược lại, bốn nhóm ngành còn lại bao gồm nguyên vật liệu, công nghệ thông tin, công nghiệp và hàng tiêu dùng có chất lượng lợi nhuận thấp hơn. Ngoài ra, bảng 4.16 còn cho thấy số công ty thuộc nhóm ngành công nghiệp chiếm tỉ lệ cao nhất trong sáu nhóm ngành, khoảng 49% số quan sát trong khi hai nhóm ngành dược phẩm và y tế và công nghệ thông tin chiếm tỉ lệ thấp nhất, chỉ khoảng từ 4% đến 5%.

Trong phần 4.1, bảng 4.6 đã cho thấy sự khác biệt giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức về khả năng sinh lợi, các cơ hội đầu tư, qui mô công ty, vòng đời công ty, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản của cổ phiếu, đòn bẩy tài chính, dòng tiền tự do, rủi ro hệ thống và rủi ro đặc thù. Vậy, liệu rằng giữa hai nhóm công ty này có sự khác biệt về chất lượng lợi nhuận hay không? Để làm rõ vấn đề này, giá trị trung bình và trung vị của ba thước đo chất lượng lợi nhuận được tính toán cho từng nhóm công ty. Kết quả được trình bày trong bảng 4.17 dưới đây.

Bảng 4.17 so sánh các công ty có trả cổ tức với các công ty không trả cổ tức qua các kiểm định đơn biến về sự khác biệt giữa hai nhóm công ty này. Các biến được kiểm định bao gồm ba thước đo của chất lượng lợi nhuận (EQDDM, EQJ và EQMJ). Tương tự bảng 4.6, bảng 4.17 trình bày kiểm định t đối với sự khác biệt về giá trị trung bình và kiểm định Wilcoxon đối với sự khác biệt về giá trị trung vị giữa các công ty có trả cổ tức với các công ty không trả cổ tức.

**Bảng 4.17 – So sánh sự khác biệt về chất lượng lợi nhuận giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức.**

Biến	Các công ty có trả cổ tức			Các công ty không trả cổ tức			Kiểm định sự khác biệt	
	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Trung bình	Trung vị
EQDDM	1.877	0,069	0,049	776	0,077	0,057	-0,008***	-0,008**
EQJ	1.877	0,067	0,048	776	0,073	0,053	-0,006**	-0,005**
EQMJ	1.877	0,100	0,067	776	0,103	0,071	-0,003**	-0,004**

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng.

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Cả kiểm định t và kiểm định Wilcoxon đều cho thấy sự khác nhau có ý nghĩa thống kê giữa các công ty có trả cổ tức và các công ty không trả cổ tức ở cả ba thước đo của chất lượng lợi nhuận (EQDDM, EQJ và EQMJ). Như vậy, phân tích đơn biến này cho thấy cả các công ty có trả cổ tức lẫn các công ty không trả cổ tức đều quản trị lợi nhuận, tuy nhiên, các công ty có trả cổ tức quản trị lợi nhuận ít hơn so với các công ty không trả cổ tức. Cụ thể, ở các công ty có trả cổ tức, EQDDM, EQJ và EQMJ luôn có giá trị trung bình và trung vị thấp hơn các công ty không trả cổ tức. Điều này có nghĩa là các công ty không trả cổ tức quản trị lợi nhuận nhiều hơn hay có chất lượng lợi nhuận thấp hơn so với các công ty có trả cổ tức. Sự khác nhau về độ lớn của ba thước đo chất lượng lợi nhuận giữa hai nhóm công ty này cho thấy bằng chứng ban đầu về mối quan hệ cùng chiều giữa chính sách cổ tức và chất lượng lợi nhuận của công ty. Tong và Miao (2011) và He và cộng sự (2017) cũng tìm thấy kết quả tương tự.



**Bảng 4.18 – Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình (3.2)**

	DY	EQDDM	ROA	DAA	MB	LNTA	RETA	LTDA	TOR	CASHA	FCFTA	AGE	SYS
EQDDM	-0,058***												
ROA	0,337***	-0,009											
DAA	-0,065***	0,135***	0,287***										
MB	-0,102***	0,025	0,414***	0,150***									
LNTA	-0,071***	-0,031	-0,053***	0,187***	0,126***								
RETA	0,269***	-0,065***	0,719***	0,204***	0,289***	0,029							
LTDA	0,067***	-0,042**	-0,224***	0,110***	0,003	0,366***	-0,174***						
TOR	-0,104***	0,121***	-0,076***	0,127***	-0,063***	0,066***	-0,101***	0,006					
CASHA	-0,168***	-0,043**	0,399***	0,061***	0,187***	-0,108***	0,353***	-0,233***	-0,099***				
FCFTA	0,137***	-0,041**	0,367***	-0,204***	0,185***	-0,065***	0,233***	-0,031	-0,090***	0,220***			
AGE	0,127***	-0,064***	-0,042**	-0,076***	0,009	0,122***	-0,028	-0,057***	-0,148***	0,038**	-0,018		
SYS	-0,176***	0,058***	-0,206***	-0,126***	-0,059***	-0,225***	-0,209***	-0,048**	-0,060***	-0,061***	-0,062***	0,178***	
IDIO	-0,119***	0,111***	-0,182***	-0,043**	-0,079***	-0,348***	-0,239***	-0,014	0,161***	-0,123***	-0,049**	-0,137***	0,704***

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng.

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Bảng 4.18 trình bày hệ số tương quan của các biến có trong mô hình. Theo đó, thước đo của chất lượng lợi nhuận (EQDDM) tương quan ngược chiều với tỉ suất cổ tức (DY). Phân tích này tiếp tục cho thấy bằng chứng rằng các công ty có chất lượng lợi nhuận cao trả cổ tức cao hơn. Bên cạnh đó, tương quan cặp giữa tất cả các biến trong mô hình tương đối thấp, vì vậy, chưa có bằng chứng cho thấy kết quả nghiên cứu bị ảnh hưởng bởi vấn đề đa cộng tuyến.

Bảng 4.19 trình bày nhân tử phóng đại phương sai (VIF – Variance Inflation Factors) đối với mỗi biến giải thích. Theo đó, tất cả các giá trị VIF đều tương đối nhỏ và cao nhất chỉ là 2,97. Vì vậy, có thể kết luận rằng vấn đề đa cộng tuyến không ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu, thống nhất với phân tích trên bảng 4.18.

**Bảng 4.19 – Nhân tử phóng đại phương sai (VIF) của các biến độc lập có trong mô hình (3.2)**

Biến	VIF
ROA	2,97
IDIO	2,77
SYS	2,52
RETA	2,18
LNTA	1,48
DAA	1,40
FCFTA	1,36
LTDA	1,32
CASHA	1,27
MB	1,26
AGE	1,23
TOR	1,16
EQDDM	1,06
Mean VIF	1,69

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

#### **4.2.2 Kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức**

Kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức được trình bày trong bảng 4.20. Trong đó, biến phụ thuộc là tỉ suất cổ tức (DY). Biến giải thích chính là thước đo thứ nhất của chất lượng lợi nhuận (EQDDM), là giá trị tuyệt đối của phần dư hồi quy được ước lượng từ mô hình Dechow và Dichev (2002) được biến đổi bởi McNichols (2002).

Ngoài ra, mô hình hồi quy còn kết hợp nhiều biến kiểm soát, bao gồm chính sách cổ tức năm trước (L1.DY), khả năng sinh lợi (ROA), cơ hội đầu tư (DAA và MB), qui mô công ty (LNTA), vòng đời công ty (RETA và AGE), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), đòn bẩy tài chính (LTDA), dòng tiền tự do (FCFTA), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO).

Trên bảng 4.20, mô hình M1 phân tích mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức, đồng thời kiểm soát các yếu tố bao gồm chính sách cổ tức năm trước (L1.DY), khả năng sinh lợi (ROA), cơ hội đầu tư (DAA và MB), qui mô công ty (LNTA), vòng đời công ty (RETA và AGE), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), dòng tiền tự do (FCFTA). Mô hình M2, M3 và M4 mở rộng mô hình M1, kiểm soát thêm các yếu tố khác có thể tác động đến chính sách cổ tức, bao gồm đòn bẩy tài chính (LTDA), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO).

**Bảng 4.20 – Mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức.**

	M1	M2	M3	M4
L1.DY	0,604*** (0,038)	0,585*** (0,040)	0,606*** (0,041)	0,619*** (0,038)
EQDDM	-0,123** (0,052)	-0,126** (0,052)	-0,137*** (0,051)	-0,156*** (0,054)
ROA	1,098*** (0,191)	1,122*** (0,201)	1,214*** (0,198)	1,284*** (0,201)
DAA	0,047 (0,043)	0,044 (0,045)	0,049 (0,044)	0,060 (0,046)
MB	-0,039 (0,024)	-0,038 (0,024)	-0,048* (0,025)	-0,067*** (0,024)
LNTA	-0,001 (0,010)	0,003 (0,011)	-0,001 (0,010)	-0,014 (0,009)
RETA	0,400*** (0,137)	0,401*** (0,142)	0,357*** (0,137)	0,288** (0,138)
AGE	0,005** (0,002)	0,005** (0,003)	0,006*** (0,003)	0,006** (0,003)
CASHA	0,056 (0,074)	0,058 (0,082)	0,057 (0,084)	0,049 (0,089)
TOR	-0,007 (0,007)	-0,007 (0,007)	-0,005 (0,007)	-0,001 (0,007)
FCFTA	0,015 (0,059)	0,032 (0,060)	0,029 (0,059)	0,029 (0,066)
LTDA		-0,044 (0,125)	0,007 (0,112)	0,074 (0,110)
SYS			-0,032 (0,043)	0,067 (0,070)
IDIO				-4,918* (2,756)
Hằng số	0,202 (0,126)	0,167 (0,133)	0,207* (0,123)	0,400*** (0,121)
Số công cụ (Số nhóm)	285 (460)	319 (460)	353 (460)	387 (460)
F-test (p-value)	0,000	0,000	0,000	0,000
AR(1) test (p-value)	0,000	0,000	0,000	0,000
AR(2) test (p-value)	0,215	0,224	0,209	0,192
Hansen J test (p-value)	0,137	0,143	0,207	0,338

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong dấu ngoặc đơn là sai số chuẩn.

Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm Stata 13

Các kiểm định được trình bày trên bảng 4.20 cho thấy không có tương quan chuỗi bậc hai trong mô hình. Ngoài ra, thống kê J Hansen về các ràng buộc xác định quá mức cũng cho thấy không có tương quan giữa các công cụ và sai số. Bên cạnh đó, trong tất cả các mô hình, số công cụ luôn nhỏ hơn số nhóm. Như vậy, các công cụ được sử dụng có giá trị.

Trên báo cáo tài chính, chỉ tiêu lợi nhuận được nhà đầu tư quan tâm khá nhiều. Tuy nhiên, chỉ tiêu này có thể bị bóp méo và phản ánh không đúng hiệu quả hoạt động thực sự của công ty. Chất lượng lợi nhuận đề cập đến mức độ liên quan của lợi nhuận trong việc đo lường hiệu quả hoạt động của công ty và có thể được đánh giá thông qua phân tích nhiều yếu tố chẳng hạn như hoạt động kinh doanh, chế độ kế toán, số lượng và chất lượng của thông tin được công bố, hiệu quả và danh tiếng của nhà quản lý cũng như cơ hội và động cơ can thiệp vào lợi nhuận.

Khi nhà quản lý can thiệp vào quá trình lập báo cáo tài chính, lợi nhuận sẽ có chất lượng thấp. Đây là một chỉ báo cho chất lượng của việc lập báo cáo tài chính, một chỉ báo cho hiệu quả hoạt động trong tương lai, đồng thời còn là một công cụ hữu ích cho việc xác định giá trị công ty. Do đó, chất lượng lợi nhuận của một công ty có tác động đáng kể đến quyết định của các bên liên quan, bao gồm cổ đông, trái chủ, ngân hàng, nhà hoạch định chính sách, nhà cung cấp và các đối thủ cạnh tranh. Công ty có chất lượng lợi nhuận cao nếu thông tin trên báo cáo tài chính mô tả chính xác hiệu quả của hoạt động kinh doanh.

Bảng 4.20 cho thấy hệ số của biến chất lượng lợi nhuận (EQDDM) mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê trong tất cả bốn mô hình. Như vậy, các công ty có chất lượng lợi nhuận cao hơn sẽ chi trả cổ tức cao hơn, thống nhất với Koo và cộng sự (2017). Nguyên nhân có thể là do các công ty có chi trả cổ tức thường có dòng tiền ổn định hơn, dẫn đến lợi nhuận có chất lượng tốt hơn. Ngoài ra, khi môi trường thông tin kém minh bạch, những người trong nội bộ công ty có cơ hội giữ lại nhiều tiền hơn để phục vụ cho lợi ích riêng mà không bị phát hiện. Ngược lại, khi môi trường thông tin minh bạch hơn, thông báo không trả cổ tức sẽ làm ảnh hưởng xấu đến danh tiếng của công

ty, đồng thời làm giảm khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài. Kết quả nghiên cứu này cũng ủng hộ quan điểm thành quả về vấn đề dòng tiền tự do của Jensen (1986) và La Porta và cộng sự (2000).

Tóm lại, khi kiểm soát các yếu tố có thể có ảnh hưởng đến chính sách cổ tức, kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty có chất lượng lợi nhuận cao sẽ trả cổ tức cao hơn. Khi công ty trả cổ tức, các lợi ích kiểm soát cá nhân đối với những người trong nội bộ công ty bị hạn chế và họ có ít cơ hội hơn để tiêu thụ những lợi ích này. Ngược lại, khi ra quyết định không trả cổ tức, nhà quản lý sẽ có nhiều lợi ích kiểm soát cá nhân hơn, đồng thời, họ cũng có thể che giấu những lợi ích này thông qua hành vi quản trị lợi nhuận. Như vậy, các công ty có thể phát tín hiệu cho nhà đầu tư biết về chất lượng lợi nhuận qua thông báo trả cổ tức.

#### **4.2.3 Các kiểm định tính vững của mô hình**

Phần này trình bày các kiểm định tính vững nhằm đảm bảo rằng kết quả nghiên cứu được trình bày trên bảng 4.20 về mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức là đáng tin cậy. Đầu tiên, hồi quy tỉ suất cổ tức (DY) với hai thước đo còn lại của chất lượng lợi nhuận (EQJ và EQMJ). Sau đó, tỉ lệ chi trả cổ tức (DIVE) được dùng làm biến phụ thuộc thay cho tỉ suất cổ tức (DY) và lần lượt hồi quy với cả ba thước đo của chất lượng lợi nhuận (EQDDM, EQJ và EQMJ).

Các kiểm định tính vững được thực hiện bằng cách lặp lại mô hình cơ sở M4 ở bảng 4.20 với các kỹ thuật hồi quy hoàn toàn tương tự. Các yếu tố bao gồm chính sách cổ tức năm trước (L1.DY), khả năng sinh lợi (ROA), cơ hội đầu tư (DAA và MB), qui mô công ty (LNTA), vòng đời công ty (RETA và AGE), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), đòn bẩy tài chính (LTDA), dòng tiền tự do (FCFTA), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO) tiếp tục được kiểm soát. Dưới đây sẽ trình bày cụ thể kết quả của các kiểm định này.

#### **4.2.3.1 Kết quả hồi quy với hai thước đo khác của chất lượng lợi nhuận**

Bảng 4.21 trình bày kết quả khi hồi quy tỉ suất cổ tức (DY) với hai thước đo khác của chất lượng lợi nhuận (EQJ và EQMJ). Hai thước đo của chất lượng lợi nhuận này là dồn tích bất thường được ước lượng từ mô hình Jones (1991) và mô hình Jones (1991) được biến đổi bởi Dechow và cộng sự (1995). Bảng 4.21 cho thấy hệ số của EQJ và EQMJ đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê, tương tự kết quả đạt được với thước đo thứ nhất của chất lượng lợi nhuận (EQDDM). Như vậy, với hai thước đo khác của chất lượng lợi nhuận, kết quả nghiên cứu vẫn không thay đổi so với khi sử dụng thước đo thứ nhất.

**Bảng 4.21 – Kết quả hồi quy với hai thước đo khác của chất lượng lợi nhuận.**

	EQJ	EQMJ
L1.DY	0,613*** (0,041)	0,630*** (0,040)
EQ	-0,154* (0,087)	-0,118* (0,067)
ROA	1,296*** (0,190)	1,332*** (0,187)
DAA	0,036 (0,046)	0,033 (0,045)
MB	-0,059** (0,023)	-0,063*** (0,022)
LNTA	-0,014 (0,009)	-0,013* (0,008)
RETA	0,273** (0,137)	0,254* (0,132)
AGE	0,006** (0,003)	0,006** (0,003)
CASHA	0,055 (0,081)	0,052 (0,084)
TOR	-0,001 (0,007)	0,000 (0,007)
FCFTA	0,023 (0,060)	0,019 (0,062)
LTDA	0,079 (0,122)	0,124 (0,116)
SYS	0,062 (0,073)	0,059 (0,071)
IDIO	-4,975* (2,650)	-4,296 (2,696)
Hằng số	0,392*** (0,119)	0,376*** (0,115)
Số công cụ (Số nhóm)	387 (460)	387 (460)
F-test (p-value)	0,000	0,000
AR(1) test (p-value)	0,000	0,000
AR(2) test (p-value)	0,201	0,186
Hansen J test (p-value)	0,409	0,406

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong dấu ngoặc đơn là sai số chuẩn.

Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm Stata 13



#### 4.2.3.2 Kết quả hồi quy với tỉ lệ chi trả cổ tức

Kết quả ở bảng 4.20 và 4.21 có được khi hồi quy tỉ suất cổ tức (DY) theo ba thước đo của chất lượng lợi nhuận (EQDDM, EQJ và EQMJ). Luận án tiếp tục sử dụng tỉ lệ chi trả cổ tức (DIVE) làm biến phụ thuộc thay cho tỉ suất cổ tức (DY) và lần lượt hồi quy theo ba thước đo của chất lượng lợi nhuận.

Bảng 4.22 trình bày kết quả khi hồi quy với tỉ lệ chi trả cổ tức (DIVE) là biến phụ thuộc. Ngoài ra, mô hình còn bao gồm các biến kiểm soát tương tự mô hình M4 ở bảng 4.20. Bảng 4.22 cho thấy hệ số của cả ba thước đo (EQDDM, EQJ và EQMJ) đều mang dấu âm. Như vậy, kết quả nghiên cứu vẫn cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức trong trường hợp tỉ lệ chi trả cổ tức được dùng làm biến phụ thuộc.

**Bảng 4.22 – Kết quả hồi quy với tỉ lệ chi trả cổ tức.**

	EQJ	EQMJ	EQDDM
L1.DIVE	0,433*** (0,053)	0,430*** (0,050)	0,449*** (0,050)
EQ	-0,173* (0,097)	-0,091* (0,049)	-0,144* (0,085)
ROA	-0,311 (0,221)	-0,255 (0,155)	-0,283 (0,209)
DAA	-0,047 (0,055)	-0,038 (0,054)	-0,045 (0,056)
MB	-0,024** (0,010)	-0,025** (0,011)	-0,026** (0,010)
LNTA	-0,027** (0,011)	-0,029*** (0,011)	-0,030*** (0,011)
RETA	0,700*** (0,138)	0,753*** (0,131)	0,705*** (0,130)
CASHA	0,145 (0,095)	0,150 (0,097)	0,151 (0,097)
TOR	-0,007 (0,008)	-0,008 (0,008)	-0,006 (0,008)
FCFTA	-0,097 (0,077)	-0,096 (0,079)	-0,098 (0,080)
AGE	0,001 (0,004)	0,001 (0,004)	0,001 (0,003)
LTDA	-0,091 (0,133)	-0,051 (0,126)	-0,010 (0,126)
SYS	0,018 (0,074)	0,011 (0,076)	-0,011 (0,073)
IDIO	-7,321** (2,903)	-6,969** (2,848)	-6,409** (2,789)
Hàng số	0,624*** (0,150)	0,625*** (0,146)	0,643*** (0,152)
Số công cụ (Số nhóm)	376 (460)	376 (460)	376 (460)
F-test (p-value)	0,000	0,000	0,000
AR(1) test (p-value)	0,000	0,000	0,000
AR(2) test (p-value)	0,214	0,207	0,194
Hansen test (p-value)	0,124	0,114	0,170

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong dấu ngoặc đơn là sai số chuẩn.

Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm Stata 13

Phần 4.2 trình bày kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách chi trả cổ tức. Tỷ suất cổ tức (DY) và tỷ lệ chi trả cổ tức (DIVE) tiếp tục được sử dụng để đại diện cho chính sách chi trả cổ tức. Trong khi đó, ba thước đo của chất lượng lợi nhuận (EQDDM, EQJ và EQMJ) là chất lượng dồn tích và dồn tích bất thường. Ba thước đo này lần lượt được ước lượng từ mô hình Dechow và Dichev (2002) được biến đổi bởi McNichols (2002), mô hình Jones (1991) và mô hình Jones (1991) được biến đổi bởi Dechow và cộng sự (1995). Ngoài ra, mô hình cũng kiểm soát các yếu tố có khả năng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức cũng như mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức bao gồm chính sách cổ tức năm trước (L1.DY, L1.DIVE), khả năng sinh lợi (ROA), cơ hội đầu tư (DAA và MB), qui mô công ty (LNTA), vòng đời công ty (AGE và RETA), mức độ nắm giữ tiền (CASHA), tính thanh khoản của cổ phiếu (TOR), đòn bẩy tài chính (LTDA), dòng tiền tự do (FCFTA), rủi ro hệ thống (SYS) và rủi ro đặc thù (IDIO).

Kết quả nghiên cứu được trình bày trong phần 4.2 cho thấy hệ số của cả ba thước đo cho chất lượng lợi nhuận đều mang dấu âm, hàm ý mối quan hệ cùng chiều giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức của công ty. Kết quả nghiên cứu này cũng thống nhất với quan điểm thành quả về vấn đề dòng tiền tự do của Jensen (1986) và La Porta và cộng sự (2000). Như vậy, các công ty có chất lượng lợi nhuận cao sẽ trả cổ tức cao hơn. Điều này có nghĩa là các công ty có thể phát tín hiệu cho nhà đầu tư về chất lượng lợi nhuận thông qua chính sách cổ tức. Do đó, các nhà đầu tư có thể dựa vào chính sách cổ tức để đánh giá sức khỏe tài chính của công ty vì các công ty có trả cổ tức được xem là an toàn hơn và chỉ tiêu lợi nhuận trên báo cáo kết quả kinh doanh cũng đáng tin cậy hơn.

### **4.3 KẾT LUẬN**

Các kết quả nghiên cứu được trình bày trong phần 4.1 cho thấy ở Việt Nam, trong cả thời kỳ nghiên cứu 2010 – 2016, các công ty có trả cổ tức luôn chiếm ưu thế hơn so với các công ty không trả cổ tức. Liệu rằng có phải động cơ khiến phần lớn công ty

trả cổ tức là để nuông chiều nhà đầu tư hay không? Sử dụng dữ liệu từ các công ty niêm yết ở Việt Nam, luận án chưa tìm được bằng chứng ủng hộ đối với lý thuyết nuông chiều nhà đầu tư về cổ tức vì phần bù cổ tức luôn mang dấu âm, trái với lập luận của Baker và Wurgler (2004a). Như vậy, nếu động cơ nuông chiều không hiện diện ở thị trường Việt Nam thì tại sao tỉ lệ các công ty có trả cổ tức luôn cao hơn? Xét từ khía cạnh chất lượng lợi nhuận, nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức, cho thấy các công ty có chất lượng lợi nhuận cao trả cổ tức cao hơn.

Do đó, qua việc chia cổ tức cho cổ đông, các công ty có thể xây dựng danh tiếng cho mình nhằm tạo điều kiện thuận lợi hơn trong việc tiếp cận thị trường vốn trong tương lai. Ngoài ra, ở các thị trường phát triển, do bảo vệ nhà đầu tư mạnh nên cổ đông thiểu số có thể dùng quyền lợi hợp pháp của họ để hạn chế khả năng những người trong nội bộ chiếm đoạt tiền của công ty. Còn ở một thị trường cận biên như Việt Nam với bảo vệ nhà đầu tư chưa mạnh, nhà quản lý có nhiều cơ hội chiếm đoạt tài sản của cổ đông, điều này làm tăng sự lo ngại của nhà đầu tư. Vì vậy, để làm giảm mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện và thông tin bất đối xứng giữa những người trong nội bộ công ty và các nhà đầu tư bên ngoài, các công ty có thể ra quyết định trả cổ tức cho cổ đông nhằm củng cố niềm tin của họ.

## CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

### 5.1 KẾT LUẬN

Theo lý thuyết nông chiều nhà đầu tư do Baker và Wurgler (2004a) đề xuất, nhà quản lý sẽ ra quyết định trả cổ tức nếu nhà đầu tư có sự ưa thích hơn đối với các công ty có trả cổ tức và ngược lại. Cho đến nay, bằng chứng thực nghiệm đạt được đối với lý thuyết này còn hạn chế. Trong đó, hầu hết các nghiên cứu được tiến hành ở các thị trường phát triển và chỉ có rất ít các nghiên cứu được thực hiện ở các thị trường mới nổi. Nhìn chung, các nghiên cứu này vẫn chưa đạt được sự thống nhất về kết quả. Như vậy, ở một thị trường cận biên với nhiều điểm khác biệt về bối cảnh thể chế như Việt Nam, liệu rằng nhà quản lý có nông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư khi ra quyết định về chính sách chi trả cổ tức hay không?

Để trả lời câu hỏi này, luận án nghiên cứu mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức với dữ liệu từ 460 công ty niêm yết trên hai sàn HSX và HNX trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2016, tạo thành một mẫu gồm 2.653 quan sát công ty-năm. Luận án sử dụng phần bù cổ tức theo định nghĩa của Baker và Wurgler (2004a) làm đại diện cho cảm tính nhà đầu tư. Bên cạnh đó, các biến kiểm soát bao gồm khả năng sinh lợi, qui mô công ty, các cơ hội đầu tư, vòng đời công ty, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản của cổ phiếu, đòn bẩy tài chính, dòng tiền tự do, rủi ro hệ thống, rủi ro đặc thù và chính sách cổ tức năm trước cũng được đưa vào mô hình phân tích.

Kết quả nghiên cứu cho thấy tỉ lệ các công ty có trả cổ tức luôn cao hơn. Tuy nhiên, động cơ khiến cho phần lớn các công ty trả cổ tức không phải là nhằm nông chiều nhà đầu tư vì hệ số của biến phần bù cổ tức mang dấu âm. Điều này trái với lập luận của Baker và Wurgler (2004a), cho rằng mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách chi trả cổ tức là cùng chiều. Như vậy, kết quả nghiên cứu chưa tìm thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết nông chiều nhà đầu tư do Baker và Wurgler (2004a)

đề xuất, nghĩa là nhà quản lý không nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư khi ra quyết định trả cổ tức.

Ở Việt Nam, thị trường chứng khoán còn khá non trẻ và vẫn chưa thể hiện được vai trò là kênh dẫn vốn quan trọng và hiệu quả cho nền kinh tế, vì vậy, thị trường tài chính Việt Nam hiện đang bị chi phối bởi nợ. Do đó, đối với hầu hết các công ty, các quyết định tài chính nói chung và quyết định chi trả cổ tức nói riêng đều chịu ảnh hưởng đáng kể bởi nhà cung cấp vốn lớn nhất là ngân hàng. Bên cạnh đó, ở những nước có bảo vệ nhà đầu tư mạnh, nhà quản lý sẽ đáp ứng nhiều hơn đối với sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư. Còn ở Việt Nam, do quyền của nhà đầu tư chưa được bảo vệ tốt nên cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số, có ảnh hưởng khá hạn chế đối với các quyết định của công ty. Vì vậy, nhà đầu tư muốn các công ty trả cổ tức nhằm giảm bớt mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện. Tuy nhiên, vì phần lớn các công ty ở Việt Nam bị chi phối bởi các cổ đông kiểm soát nên nhà quản lý hầu như không quan tâm đến việc làm hài lòng các cổ đông thiểu số.

Bên cạnh đó, mặc dù động cơ nuông chiều không hiện diện nhưng phần lớn các công ty vẫn ra quyết định trả cổ tức. Điều này có thể là do tỉ lệ các công ty có sở hữu nhà nước khá cao nên dưới áp lực từ phía cổ đông nhà nước, các công ty vẫn ra quyết định chi trả cổ tức.

Ngoài ra, luận án tiếp tục xem xét vấn đề này từ khía cạnh chất lượng lợi nhuận. Cụ thể, luận án tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức của công ty. Điều này có nghĩa là các công ty có chất lượng lợi nhuận cao trả cổ tức cao hơn. Do lợi nhuận của các công ty có chi trả cổ tức đáng tin cậy hơn nên cổ phiếu có chi trả cổ tức được xem là an toàn hơn. Như vậy, các công ty cũng có thể sử dụng chính sách cổ tức để phát tín hiệu cho nhà đầu tư biết về chất lượng lợi nhuận. Kết quả nghiên cứu này góp phần giải thích lý do tại sao đa số các công ty vẫn trả cổ tức mặc dù động cơ nuông chiều không hiện diện.

Nhằm đảm bảo kết quả nghiên cứu đạt được là đáng tin cậy, nghiên cứu sử dụng nhiều đại diện khác nhau cho cả biến phụ thuộc lẫn biến độc lập. Cụ thể, chính sách cổ tức được đại diện bởi tỉ suất cổ tức và tỉ lệ chi trả cổ tức. Trong khi đó, cảm tính nhà đầu tư được đại diện bởi ba cách đo của phần bù cổ tức. Đồng thời, khi nghiên cứu mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức, luận án sử dụng ba thước đo cho chất lượng lợi nhuận. Bên cạnh đó, các yếu tố có khả năng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức cũng được kiểm soát. Do đó, có thể kết luận rằng kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức cũng như mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức là vững và đáng tin cậy.

## **5.2 MỘT SỐ HÀM Ý CHÍNH SÁCH**

### **5.2.1 Đối với nhà quản lý công ty**

Quyết định chi trả cổ tức đóng vai trò là một thiết bị phát tín hiệu cho nhà đầu tư về triển vọng của công ty. Đồng thời, quyết định này cũng góp phần làm giảm mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện và tình trạng thông tin bất đối xứng giữa những người trong nội bộ công ty và những nhà đầu tư bên ngoài. Bên cạnh đó, quyết định chi trả cổ tức còn là một chỉ báo cho chất lượng lợi nhuận của công ty. Thông qua quyết định trả cổ tức, nhà quản lý có thể thiết lập hoặc nâng cao uy tín cho công ty. Do đó, một chính sách chi trả cổ tức tiền mặt ổn định sẽ giúp công ty củng cố niềm tin của nhà đầu tư, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi hơn cho công ty trong việc huy động vốn cổ phần trong tương lai.

Ngoài ra, ở một thị trường mà mức độ bất đối xứng thông tin còn cao và bảo vệ nhà đầu tư chưa mạnh như Việt Nam, quyết định chia cổ tức bằng tiền mặt rất được các nhà đầu tư hoan nghênh vì các thông báo này truyền đạt thông tin có liên quan đến hiệu quả hoạt động của công ty. Do đó, khi công ty có hiệu quả hoạt động tốt, nhà quản lý có thể xem xét việc bắt đầu chi trả, tiếp tục chi trả hoặc tăng mức cổ tức. Còn khi công ty gặp khó khăn về tài chính hay đang có nhu cầu đầu tư vào các dự án có khả năng sinh lợi trong tương lai, công ty có thể thay đổi chính sách chi trả cổ tức

cho phù hợp với tình hình hoạt động. Tuy nhiên, trong trường hợp này, công ty nên cung cấp thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư để giữ chân họ ở lại với công ty.

### **5.2.2 Đối với nhà đầu tư**

Mặc dù kết quả nghiên cứu chưa tìm được bằng chứng cho thấy nhà quản lý ra quyết định trả cổ tức nhằm nuông chiều sự ưa thích của nhà đầu tư, tuy nhiên, chính sách cổ tức vẫn là một nguồn thông tin đáng tham khảo đối với nhà đầu tư vì các công ty có trả cổ tức được kỳ vọng sẽ có chất lượng lợi nhuận cao hơn. Như vậy, các công ty có trả cổ tức có thể được xem là an toàn hơn. Do đó, khi lựa chọn cổ phiếu vào danh mục, các nhà đầu tư có mức độ chấp nhận rủi ro thấp có thể chọn cổ phiếu của công ty có trả cổ tức. Ngoài ra, đối với các công ty hoạt động trong cùng một ngành, nếu chọn cổ phiếu của các công ty có sở hữu nhà nước, nhà đầu tư có khả năng được nhận cổ tức cao hơn.

Bên cạnh đó, ở các công ty có lịch sử chi trả cổ tức ổn định hay trưởng thành hơn trong vòng đời với khả năng sinh lợi cao và các cơ hội đầu tư ngày càng hạn chế, chính sách cổ tức được dự báo sẽ ổn định hơn và là một tín hiệu đáng tin cậy hơn so với các công ty không có các đặc điểm này. Ngoài ra, trong vòng đời của một công ty, có những giai đoạn chính sách chi trả cổ tức của công ty không phù hợp với nhu cầu của nhà đầu tư. Tuy nhiên, nếu công ty có giải trình đầy đủ và minh bạch những thông tin có liên quan thì nhà đầu tư nên cân nhắc thêm về khả năng nhận được thu nhập cao hơn trong tương lai để có thể đưa ra quyết định hợp lý nhất.

## **5.3 HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG MỞ RỘNG NGHIÊN CỨU TRONG TƯƠNG LAI**

Nhiều thước đo đã được đề xuất để đo lường cảm tính nhà đầu tư và chất lượng lợi nhuận của công ty. Trong nghiên cứu này, cảm tính nhà đầu tư được đại diện bởi phần bù cổ tức còn chất lượng lợi nhuận được đại diện bằng chất lượng dồn tích và dồn tích bất thường. Do không có đủ dữ liệu nên luận án không sử dụng những thước đo



khác cho cảm tính nhà đầu tư cũng như chất lượng lợi nhuận của công ty và đây cũng là hạn chế của nghiên cứu.

Ngoài cổ tức tiền mặt, các công ty còn có thể mua lại cổ phần để phân phối lợi nhuận cho cổ đông. Do đó, nghiên cứu trong tương lai có thể tiếp cận hình thức phân phối này để làm sáng tỏ liệu rằng ở Việt Nam, các công ty có ra quyết định mua lại cổ phần để nuông chiều nhà đầu tư hay không. Bên cạnh đó, trong những năm sắp tới, thị trường chứng khoán Việt Nam có thể được nâng hạng lên thị trường mới nổi. Vì vậy, trong tương lai, nghiên cứu còn có thể được mở rộng theo hướng so sánh ảnh hưởng của cảm tính nhà đầu tư đến động cơ chi trả cổ tức của công ty trước và sau khi thị trường được nâng hạng.

## DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ

### Đề tài nghiên cứu khoa học

Chủ nhiệm đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường: “Mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức”, ĐH Kinh tế TP.HCM. Đề tài nghiệm thu tháng 7/2019. Mã số NCS-2018-13.

### Các bài báo

Nguyễn Thị Ngọc Trang, & Bùi Kim Phương. (2017). Nghiên cứu các yếu tố quyết định đến chính sách chi trả cổ tức bằng kỹ thuật hồi quy Fama-MacBeth: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 28(9), 04–24.

Bùi Kim Phương. (2018). Tác động của vòng đời công ty đến chính sách cổ tức – trường hợp các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 150, 54–61.

Nguyễn Thị Ngọc Trang, & Bùi Kim Phương. (2018). Các yếu tố ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(7), 05–20.

Nguyễn Thị Ngọc Trang, & Bùi Kim Phương. (2019). Mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và chính sách cổ tức: Bằng chứng tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh châu Á*, 30(1), 05–25.

Bùi Kim Phương. (2019). Tính thanh khoản của cổ phiếu và chính sách cổ tức. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 267, 42–49.

Nguyen, T. & Bui, P. (2019). Dividend policy and earnings quality in Vietnam. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26(2), 301-312.

## TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

- Bùi Kim Phương, 2018. Tác động của vòng đời công ty đến chính sách cổ tức của công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, số 150, trang 54–61.
- Bùi Kim Phương. (2019). Tính thanh khoản của cổ phiếu và chính sách cổ tức. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 267, trang 42–49.
- Bùi Thị Mai Hoài, & Nguyễn Thị Tuyết Hoa, 2015. Các nhân tố quyết định hành vi điều chỉnh thu nhập làm giảm thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp: Trường hợp Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, số 22(32), trang 41–49.
- Bùi Văn Dương, & Ngô Hoàng Điệp, 2017. Đặc điểm hội đồng quản trị và hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP.HCM*, số 54 (3), trang 71–84.
- Dương Nguyễn Thanh Tâm, 2013. Tác động của cấu trúc nợ đến chất lượng lợi nhuận của doanh nghiệp. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, số 85(4), trang 51–59.
- Đặng Ngọc Hùng, 2015. Nghiên cứu xu hướng quản trị lợi nhuận do thay đổi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 21(219), trang 46–54.
- Đinh Bảo Ngọc, & Nguyễn Chí Cường, 2014. Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 25(4), trang 42–60.

- Đinh Bảo Ngọc, & Nguyễn Chí Cường, 2016. Tác động của chính sách cổ tức tiền mặt đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 22(232), trang 49–59.
- Hoàng Khánh, 2016. Các nhân tố tác động tới chất lượng chỉ tiêu lợi nhuận trong báo cáo tài chính doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 22(230), trang 71–80.
- Hoàng Khánh, & Trần Thị Thu Hiền, 2015. Phát hiện sai phạm báo cáo tài chính của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 21(218), trang 42–50.
- Hoàng Thị Việt Hà, & Đặng Ngọc Hùng, 2018. Yếu tố ảnh hưởng đến quản trị lợi nhuận: Nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học & Công nghệ - Đại học Công nghiệp Hà Nội*, số 46(6), trang 60–67.
- Nguyễn Công Phương, 2017. Áp dụng mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo: Nghiên cứu hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết khi phát hành thêm cổ phiếu. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, số 28(3), trang 32–49.
- Nguyễn Công Phương, & Nguyễn Trần Nguyên Trân, 2014. Mô hình Beneish dự đoán sai sót trọng yếu trong báo cáo tài chính. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 20(206), trang 54–60.
- Nguyễn Khắc Quốc Bảo, & Nguyễn Thị Thùy Linh, 2016. Những nhân tố tác động đến vấn đề làm trơn cổ tức của các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 27(4), trang 63–80.
- Nguyễn Thị Minh Huệ, 2015. Tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 26(5), trang 44–59.

- Nguyễn Thị Ngọc Trang, & Bùi Kim Phương, 2017. Nghiên cứu các yếu tố quyết định đến chính sách chi trả cổ tức bằng kỹ thuật hồi quy Fama-MacBeth: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 28(9), trang 04–24.
- Nguyễn Thị Ngọc Trang, & Bùi Kim Phương. 2018. Các yếu tố ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, số 29(7), trang 05–20.
- Nguyễn Thị Phương Hồng, 2017. Phân tích thực trạng mức quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng mô hình Jones điều chỉnh. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 23(245), trang 46–57.
- Phạm Thị Bích Vân, 2012. Mô hình nhận diện điều chỉnh lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 23(258), trang 35–42.
- Phạm Thị Bích Vân, 2015. Nghiên cứu quản trị lợi nhuận thông qua biến kế toán dồn tích và sự dàn xếp các giao dịch thực của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 21(218), trang 74–82.
- Tô Thị Thanh Trúc, 2017. Tình hình chi trả cổ tức tiền mặt của các công ty niêm yết trên HOSE. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, số 134, trang 58–71.
- Trần Thị Hải Lý, & Đỗ Thị Bảy, 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*, số 23(33), trang 72–78.
- Trần Thị Tuấn Anh, 2016. Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 27(2), trang 108–127.

Ủy ban chứng khoán nhà nước. Thị trường chứng khoán Việt Nam có những cách phân ngành nào? Truy cập từ [http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/vi/chitietthongtindaotao.jsp?dDocName=APPSSCGOVVN162071850&\\_afrLoop=49849533637750902&\\_afrWindowMode=0&\\_afrWindowId=null#%40%3F\\_afrWindowId%3Dnull%26\\_afrLoop%3D49849533637750902%26dDocName%3DAPPSSCGOVVN162071850%26\\_afrWindowMode%3D0%26\\_adf.ctrl-state%3D314rs04td\\_99](http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/vi/chitietthongtindaotao.jsp?dDocName=APPSSCGOVVN162071850&_afrLoop=49849533637750902&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=null#%40%3F_afrWindowId%3Dnull%26_afrLoop%3D49849533637750902%26dDocName%3DAPPSSCGOVVN162071850%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3D314rs04td_99).

Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia. (2018). *Báo cáo tóm tắt tổng quan thị trường tài chính Việt Nam năm 2018*. Truy cập từ [http://nfsc.gov.vn/wp-content/uploads/2018/12/BC-Public-t%E1%BA%A1i-H%E1%BB%99i-th%E1%BA%A3o-v%C3%A0-website%E1%BB%A6y-ban\\_191218.pdf](http://nfsc.gov.vn/wp-content/uploads/2018/12/BC-Public-t%E1%BA%A1i-H%E1%BB%99i-th%E1%BA%A3o-v%C3%A0-website%E1%BB%A6y-ban_191218.pdf)

Võ Xuân Vinh, 2013. Các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 19(197), trang 36–43.

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 & Phát triển*, số 20(203), trang 48–55.

Võ Xuân Vinh, 2015. Cơ cấu sở hữu và cổ tức trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 21(211), trang 34–44.

Võ Xuân Vinh, & Đoàn Thị Minh Thái, 2015. Phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức-Nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 21(219), trang 55–65.

## **TÀI LIỆU TIẾNG ANH**

Aivazian, V., Booth, L. & Cleary, S. (2003) 'Do emerging market firms follow different dividend?', *The Journal of Financial Research*, 26(3), pp. 371–387.

- Alli, K. L., Khan, A. Q. & Ramirez, G. G. (1993) 'Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis', *Financial Review*, 28(4), pp. 523–547.
- Al-Yahyaee, K. H. (2014a) 'Shareholder wealth effects of stock dividends in a unique environment', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 28, pp. 66–81.
- Al-Yahyaee, K. H. (2014b) 'Stock dividend ex-day effect and market microstructure in a unique environment', *International Economics*, 139, pp. 71–79.
- Alzahrani, M. & Lasfer, M. (2012) 'Investor protection, taxation, and dividends', *Journal of Corporate Finance*, 18(4), pp. 745–762.
- Anderson, T. W. & Hsiao C. (1981) 'Estimation of dynamic models with error components', *Journal of the American Statistical Association*, 76, pp. 598–606.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991) 'Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations', *Review of Economic Studies*, 58, pp. 277–297.
- Arellano, M. & Bover, O. (1995) 'Another look at the instrumental variables estimation of error-component models', *Journal of Econometrics*, 68, pp. 29–51.
- Atieh, A., Hussain, S. (2012) 'Do UK firms manage earnings to meet dividend thresholds?', *Accounting and Business Research*, 42(1), pp. 77–94.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2000) 'The equity share in new issues and aggregate stock returns', *The Journal of Finance*, 55(5), pp. 2219–2257.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004a) 'A Catering Theory of Dividends', *Journal of*

- Finance*, 59(3), pp. 1125–1165.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004b) 'Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives', *Journal of Financial Economics*, 73(2), pp. 271–288.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2006) 'Investor sentiment and the cross-section of stock returns', *Journal of Finance*, 61(4), pp. 1645–1680.
- Baker, M., Wurgler, J., & Yuan, Y. (2012) 'Global, local, and contagious investor sentiment', *Journal of Financial Economics*, 104, pp. 272–287.
- Ball, R., Kothari, S. P. & Robin, A. (2000) 'The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 29, pp. 1–51.
- Banerjee, S., Gatchev, V. A., & Spindt, P. (2007) 'Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), pp. 369–397.
- Barber, B. M., Odean, T. & Zhu, N. (2009) 'Systematic noise', *Journal of Financial Markets*, 12(4), pp. 547–569.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998) 'A Model of Investor Sentiment', *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 307–343.
- Baskin, J. (1988) 'The development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600–1914: Overcoming asymmetric information', *Business History Review*, 62(2), pp. 199–237.
- Becker, B., Ivkovic, Z., & Weisbenner, S. (2011) 'Local dividend clienteles', *The Journal of Finance*, 66(2), 655–683.
- Bergstresser, D., Desai, M. & Rauh, J. (2006) 'Earnings manipulation and managerial investment decisions: evidence from sponsored pension plans', *Quarterly Journal of Economics*, 121, pp. 157–196.



- Bertrand, M. & Mullainathan, S. (2003) 'Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences', *Journal of Political Economy*, 111(5), pp. 1043–1075.
- Bhattacharya, S. (1979) 'Imperfect information, dividend policy, and “The bird in the hand” fallacy', *The Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 259–270.
- Black, F. (1980) 'The magic in earnings: Economic earnings versus accounting earnings', *Financial Analysts Journal*, 36(6), pp. 19–24.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998) 'Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models', *Journal of Econometrics*, 87, pp. 115–143.
- Bolton, P., Scharfstein, D. S. (1990) 'A theory of predation based on agency problems in financial contracting', *The American Economic Review*, 80(1), pp. 93–106.
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V. & Shastri, K. (2012) 'Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity', *Journal of Corporate Finance*, 18(4), pp. 968–979.
- Bradford, W., Chen, C. & Zhu, S. (2013) 'Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China', *International Review of Economics and Finance*, 27, pp. 445–464.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michealy, R. (2005) 'Payout policy in the 21st century', *Journal of Financial Economics*, 77(3), pp. 483–527.
- Brav, A., John, G., Campbell, H., & Roni, M. (2008) 'Managerial response to the May 2003 dividend tax cut', *Financial Management*, 37(4), pp. 611–624.
- Breuer, W., Rieger, M. O., & Soypak, K. C. (2014) 'The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis', *Journal of Banking and*

*Finance*, 42, pp. 247–265.

- Brown, G. W. & Cliff, M. T. (2005) 'Investor sentiment and asset valuation', *Journal of Business*, 78(2), pp. 405–440.
- Bulan, L., Subramanian, N., & Tanlu, L. (2007) 'On the timing of dividend initiations', *Financial Management*, 36(4), pp. 31–65.
- Burns, N. & Kedia, S. (2006) 'The impact of performance-based compensation on misreporting', *Journal of Financial Economics*, 79, pp. 35–67.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004) 'Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems', *Journal of Accounting and Economics*, 37, pp. 167–201.
- Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2001) 'Financial accounting information and corporate governance', *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp. 237–333,
- Caskey, J. & Hanlon, M. (2013) 'Dividend policy at firms accused of accounting fraud', *Contemporary Accounting Research*, 10(10), pp. 1–33.
- Chen, D., Jian, M., & Xu, M. 'Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China', *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, pp. 209–223.
- Chetty, R. & Saez, E. (2005) 'Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut', *Quarterly Journal of Economics*, 120(3), pp. 791–833.
- Collins, D. W., Maydew, E. L. & Weiss, I. S. (1997) 'Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty years', *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), pp. 39–67.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006) 'Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory', *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp. 227–254.

- Daniel, N. D., Denis, D. J. & Naveen, L. (2008) 'Do firms manage earnings to meet dividend thresholds?', *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), pp. 2–26.
- D'Avolio, G. (2002) 'The Market for Borrowing Stock', *Journal of Financial Economics*, 66, pp. 271–306.
- de Cesari, A. & Huang-Meier, W. (2015) 'Dividend changes and stock price informativeness', *Journal of Corporate Finance*, 35, pp. 1–17.
- Dechow, P., Dichev, I. (2002) 'The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors', *The Accounting Review*, 77, pp. 35–59.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995) 'Detecting earnings management', *The Accounting Review*, 70(2), pp. 193–225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996) 'Causes and consequences of earnings manipulations: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC', *Contemporary Accounting Research*, 13(1), pp. 1–36.
- Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2011) 'Predicting material accounting misstatements', *Contemporary Accounting Research*, 28(1), pp. 17–82.
- de Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990) 'Noise Trader Risk in Financial Markets', *The Journal of Political Economy*, 98(4), pp. 703–738.
- Deng, L., Li, S. & Liao, M. (2017) 'Dividends and earnings quality: Evidence from China', *International Review of Economics and Finance*, 48, pp. 255–268.
- Denis, D. J. & Osobov, I. (2008) 'Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy', *Journal of Financial*

*Economics*, 89(1), pp. 62–82.

- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopalan, S. (2013) 'Earnings quality: Evidence from the field', *Journal of Accounting and Economics*, 56, pp. 1–33.
- Drukker, D. M. (2003) 'Testing for serial correlation in linear panel-data models', *The Stata Journal*, 3(2), pp. 168–177.
- Easterbrook, F. H. (1984) 'Two agency-cost explanations of dividends', *American Economic Review*, 74(4), pp. 650–659.
- Eddy, A., & Seifert, B. (1988) 'Firm size and dividend announcements', *The Journal of Financial Research*, 11(4), pp. 295–302.
- Edmans, A., Garcia, D., & Norli, Y. (2007) 'Sports sentiment and stock returns', *The Journal of Finance*, 62, pp. 1967–1998.
- Eliwa, Y., Haslam, J., & Abraham, S. (2016) 'The association between earnings quality and the cost of equity capital: Evidence from the UK', *International Review of Financial Analysis*, 48, pp. 125–139.
- Faccio, M., Lang, L. H. P. & Young, L. (2001) 'Dividends and expropriation', *The American Economic Review*, 91(1), pp. 54–78.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2001) 'Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay', *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 3–43.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002) 'Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt', *The Review of Financial Studies*, 15(1), pp. 1–33.
- Farrar, D. E. & Selwyn, L. L. (1967). 'Taxes, corporate financial policy and return to investors', *National Tax Journal*, 19, pp. 444–454.

- Feenberg, D. (1981). 'Does the Investment Interest Limitation Explain the Existence of Dividends?', *Journal of Financial Economics*, 9(3), pp. 265–269.
- Fenn, G. W. & Liang, N. (2001) 'Corporate payout policy and managerial stock incentives', *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 45–72.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2009) 'Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence', *Journal of Banking & Finance*, 33(9), pp. 1730–1738.
- Ferris, S. P., Sen, N., & Yui, H. P. (2006) 'God save the queen and her dividends: Corporate payouts in the United Kingdom', *The Journal of Business*, 79(3), pp. 1149–1173.
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS Statistics* 4th ed. London: SAGE Publications.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M. & Schipper, K. (2004) 'Costs of equity and earnings attributes', *The Accounting Review*, 79(4), pp. 967–1010.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M. & Schipper, K. (2005) 'The market pricing of accruals quality', *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp. 295–327.
- Francis, J. & Schipper, K. (1999) 'Have financial statements lost their relevance?', *Journal of Accounting Research*, 37(2), pp. 319–352.
- Frazzini, A. & Lamont, O. A. (2008) 'Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns', *Journal of Financial Economics*, 88(2), pp. 299–322.
- Fuller, K. P. & Goldstein, M. A. (2011) 'Do dividends matter more in declining markets?', *Journal of Corporate Finance*, 17(3), pp. 457–473.
- Gaver, J. J. & Kenneth, M. G. (1993) 'Additional evidence on the association

between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies', *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp. 125–160.

Geiler, P. & Renneboog, L. (2015) 'Taxes, earnings payout, and payout channel choice', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 37, pp. 178–203.

Greene, W. H. (2018) *Econometric analysis* 8<sup>th</sup> ed. New York: Pearson Education.

Greenwood, R. & Nagel, S. (2009) 'Inexperienced investors and bubbles', *Journal of Financial Economics*, 93(2), pp. 239–258.

Grullon, G. & Michaely, R. (2002) 'Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis', *The Journal of Finance*, 57(4), pp. 1649–1684.

Gugler, K. (2003) 'Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment', *Journal of Banking & Finance*, 27, pp. 1297–1321.

He, W., Ng, L., Zaiats, N., & Zhang, B. (2017) 'Dividend policy and earnings management across countries', *Journal of Corporate Finance*, 42, pp. 267–286.

Healy, P. M. (1985) 'The effect of bonus schemes on accounting decisions', *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 85–107.

Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999) 'A review of the earnings management literature and its implications for standard setting', *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 365–383.

- Hoberg, G. & Prabhala, N. R. (2009) 'Disappearing dividends, catering, and risk', *Review of Financial Studies*, 22(1), pp. 79–116.
- Jabbouri, I. (2016) 'Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets', *Research in International Business and Finance*, 37, pp. 283–298.
- Jensen, G. R., Solberg D. P., & Zorn, T. S. (1992) 'Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, pp. 247-263.
- Jensen, M. C. (1986) 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *American Economic Review*, 76(2), pp. 323–329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) 'Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305–360.
- Jiang, F., Ma, Y. & Shi, B. (2017) 'Stock liquidity and dividend payouts', *Journal of Corporate Finance*, 42, pp. 295–314.
- Jones, J. J. (1991) 'Earnings management during import relief investigations', *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp. 193–228.
- Julio, B. & Ikenberry, D. L. (2004) 'Reappearing dividends', *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), pp. 89–100.
- Kalay, A. (1980) 'Signaling, information content, and the reluctance to cut dividends', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15(4), pp. 855–869.
- Kale, J. R., Kini, O., & Payne, J. D. (2012) 'The dividend initiation decision of newly public firms: Some evidence on signaling with dividends', *The*

*Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(02), pp. 365–396.

- Kamstra, M. J., Kramer, L. A., & Levi, M. D. (2003) 'Winter blues: A SAD stock market cycle', *The American Economic Review*, 93(1), pp. 324–343.
- Karim, M. A., Sarkar, S., & Zhang, S. (2016) 'Earnings management surrounding M&A: Role of economic development and investor protection', *Advances in Accounting*, 35, pp. 207–215.
- Khanal, A. R. & Mishra, A. K. (2017) 'Stock price reactions to stock dividend announcements: A case from a sluggish economic period', *The North American Journal of Economics and Finance*, 42, pp. 338–345.
- Koo, D. S., Ramalingegowda, S., & Yu, Y. (2017) 'The effect of financial reporting quality on corporate dividend policy', *Review of Accounting Studies*, 22(2), pp. 753–790.
- Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005) 'Performance matched discretionary accrual measures', *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp. 163–197.
- Kumar, A. & Lee, C. M. C. (2006) 'Retail investor sentiment and return comovements', *Journal of Finance*, 61(5), pp. 2451–2486.
- Kuo, J., Philip, D. & Zhang, Q. (2013) 'What drives the disappearing dividends phenomenon?', *Journal of Banking and Finance*, 37(9), pp. 3499–3514.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000) 'Agency problems and dividend policies around the world', *Journal of Finance*, 55(1), pp. 1–33.
- Le, T. V. & Le, T. H. (2017) 'Ownership and identities of the largest shareholders and dividend policy: Evidence from Vietnam', *Organizations and Markets in*



*Emerging Economies*, 8(1), pp. 86–104.

- Lee, C. M. C., Shleifer, A., & Thaler, R. H. (1991) 'Investor sentiment and the closed-end fund puzzle', *The Journal of Finance*, 46(1), pp. 75–109.
- Lee, K. F. (2010) 'Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia', *Pacific Basin Finance Journal*, 18(4), pp. 351–368.
- Lemmon, M. & Portniaguina, E. (2006) 'Consumer confidence and asset prices: Some empirical evidence', *Review of Financial Studies*, 19(4), pp. 1499–1529.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003) 'Earnings management and investor protection: An international comparison', *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp. 505–527.
- Lev, B. (1989) 'On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research', *Journal of Accounting Research*, 27, pp. 153–192.
- Li, K. & Zhao, X. (2008) 'Asymmetric information and dividend policy', *Financial Management*, 37(4), pp. 673–694.
- Li, W. & Lie, E. (2006) 'Dividend changes and catering incentives', *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 293–308.
- Lintner, J. (1956) 'Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes', *The American Economic Review*, 46(2), pp. 97–113.
- Liu, C. & Chen, A. S. (2015) 'Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis', *International Review of*

*Financial Analysis*, 37, pp. 194–207.

- Lloyd, W. P., Jahera, J. S., & Page, D. E. (1985) 'Agency costs and dividend payout ratios', *Financial Review*, 20(3), pp. 78–78.
- Louis, H. (2004) 'Earnings management and market performance of acquiring firms', *Journal of Financial Economics*, 74, pp. 121–148.
- McNichols, M. (2002) 'The quality earnings of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors: Discussion', *The Accounting Review*, 77, pp. 61–69.
- McNichols, M. F. (2000) 'Research design issues in earnings management studies', *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, pp. 313–345
- McVay, S. E. (2006) 'Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items', *The Accounting Review*, 81(3), pp. 501–531.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961) 'Dividend policy, growth, and the valuation of shares', *The Journal of Business*, 34(4), pp. 411–433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985) 'Dividend policy under asymmetric information', *Journal of Finance*, 40(4), pp. 1021–1051.
- MSCI. (2019a) Market classification. Retrieved from <https://www.msci.com/market-classification>
- MSCI. (2019b) MSCI Global market accessibility review. Retrieved from [https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI\\_Global\\_Market\\_Accessibility\\_Review\\_June\\_2019.pdf/511b8357-58a5-4992-3774-47f60baa1505](https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2019.pdf/511b8357-58a5-4992-3774-47f60baa1505)

- MSCI. (2019c) MSCI Market classification framework. Retrieved from [https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI\\_Global\\_Market\\_Framework\\_2019.pdf/57f021bc-a41b-f6a6-c482-8d4881b759bf](https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Framework_2019.pdf/57f021bc-a41b-f6a6-c482-8d4881b759bf)
- Myers, S. & Majluf, N. S. (1984) 'Corporate investment and financing policies when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187–221.
- Neal, R. & Wheatly, S. M. (1998) 'Do measures of investor sentiment predict returns?', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4), pp. 523–547.
- Nguyen, X. T., Dao, M. H. & Nguyen, T. V .A. (2017) 'Stock price reaction to cash dividend announcements in Vietnam', *Journal of Economic Development*, 24(2), pp. 74–89.
- Penman, S. H. & Zhang, X. (2002) 'The quality of earnings, and stock returns', *The accounting Review*, 77(2), pp. 237–264.
- Peterson, P. P., Peterson, D. R., & Ang, J. S. (1985) 'Direct evidence on the marginal rate taxation on dividend income', *Journal of Financial Economics*, 14(2), pp. 267–282.
- Pham, H. T. T. & Jung, S. C. (2018) 'The impact of government ownership on dividend policy: Case in Viet Nam', *The Korean Journal of Financial Management*, 35(4), pp. 131–161.
- Pontiff, J. (1996) 'Costly arbitrage: Evidence from closed-end funds', *Quarterly Journal of Economics*, 111(4), pp. 1135–1151.
- Pruitt, S. W. & Gitman, L. J. (1991) 'The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major U.S. firms', *The Financial Review*, 26(3), pp. 409–430.

- Renneboog, L. & Trojanowski, G. (2011) 'Patterns in payout policy and payout channel choice', *Journal of Banking and Finance*, 35(6), pp. 1477–1490.
- Ross, S. A. (1977) 'The determination of financial structure: The incentive-signaling approach', *The Bell Journal of Economics*, 8(1), pp. 23–40.
- Rozeff, M. S. (1982) 'Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios', *The Journal of Financial Research*, 5(3), pp. 249–259.
- Sawicki, J. (2009) 'Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis', *European Journal of Finance*, 15(2), pp. 211–230.
- Schipper, K. (1989) 'Commentary on earnings management', *Accounting Horizons*, pp. 91–102.
- Schipper, K. & Vincent, L. (2003) 'Earnings quality', *Accounting Horizons*, 85, pp. 97–110.
- Shefrin, H. M. & Statman, M. (1984) 'Explaining investor preference for cash dividends', *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 253–282.
- Shivakumar, L. (2000) 'Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings?', *Journal of Accounting and Economics*, 29, pp. 339–371.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997) 'The Limits of Arbitrage', *Journal of Finance*, 52(1), pp. 35–55.
- Skinner, D. J. & Soltes, E. (2011) 'What do dividends tell us about earnings quality?', *Review of Accounting Studies*, 16(1), pp. 1–28.
- Sloan, R. G. (1996) 'Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?', *Accounting Review*, 71(3), pp. 289–315.

- Smith, C. W. & Watts, R. L. (1992) 'The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies', *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 263–292.
- Tangjitprom, N. (2013) 'Propensity to pay dividends and catering incentives in Thailand', *Studies in Economics and Finance*, 30(1), pp. 45–55.
- Teoh, S., Welch, I., & Wong, T. (1998a) 'Earnings management and the long run market performance of initial public offerings', *Journal of Finance*, 53, pp. 1935–1974.
- Teoh, S., Welch, I., & Wong, T. (1998b) 'Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings', *Journal of Financial Economics*, 50, pp. 63–99.
- Tong, Y. H. & Miao, B. (2011) 'Are dividends associated with the quality of earnings?', *Accounting Horizons*, 25(1), pp. 183–205.
- Tran, T.H.L. (2011) 'Impacts of dividend policy on prices of stocks of Vietnamese firms', *Journal of Economic Development*, 207, pp. 54–61.
- Venkatesh, P. C. (1989) 'The impact of dividend initiation on the information content of earnings announcements and returns volatility', *Journal of Business*, 62(2), pp. 175–197.
- von Eije, H. & Megginson, W. L. (2008) 'Dividends and share repurchases in the European Union', *Journal of Financial Economics*, 89(2), pp. 347–374.
- Wang, M. H., Ke, M. C., Lin, F. Y., & Huang, Y. S. (2016) 'Dividend policy and the catering theory: evidence from the Taiwan Stock Exchange', *Managerial Finance*, 42(10), pp. 999–1016.
- Wang, X., Manry, D., & Wandler, S. (2011) 'The impact of government ownership

on dividend policy in China', *Advances in Accounting*, 27(2), pp. 366–372.

Warther, V.A. (1995) 'Aggregate mutual fund flows and security returns', *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 209–235.

Watts, R. (1973) 'The information content of dividends', *The Journal of Business*, 46(2), pp. 191–211.

Watts, R. L. (2003a) 'Conservatism in accounting part I: Explanations and implications', *Accounting Horizons*, 17(3), pp. 207–221.

Watts, R. L. (2003b) 'Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities', *Accounting Horizons*, 17(4), pp. 287–301.

Wei, G. & Xiao, J. Z. (2009) 'Equity ownership segregation, shareholder preferences, and dividend policy in China', *The British Accounting Review*, 41, pp. 169–183.

on dividend policy in China', *Advances in Accounting*, 27(2), pp. 366–372.

Warther, V.A. (1995) 'Aggregate mutual fund flows and security returns', *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 209–235.

Watts, R. (1973) 'The information content of dividends', *The Journal of Business*, 46(2), pp. 191–211.

Watts, R. L. (2003a) 'Conservatism in accounting part I: Explanations and implications', *Accounting Horizons*, 17(3), pp. 207–221.

Watts, R. L. (2003b) 'Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities', *Accounting Horizons*, 17(4), pp. 287–301.

Wei, G. & Xiao, J. Z. (2009) 'Equity ownership segregation, shareholder preferences, and dividend policy in China', *The British Accounting Review*, 41, pp. 169–183.

- Yoon, P. S. & Starks, L. T. (1995) 'Signaling, investment opportunities, and dividend announcements', *The Review of Financial Studies*, 8(4), pp. 995–1018.
- Zweig, M. E. (1973) 'An investor expectations stock price predictive model using closed-end fund premiums', *The Journal of Finance*, 28(1), pp. 67–78.

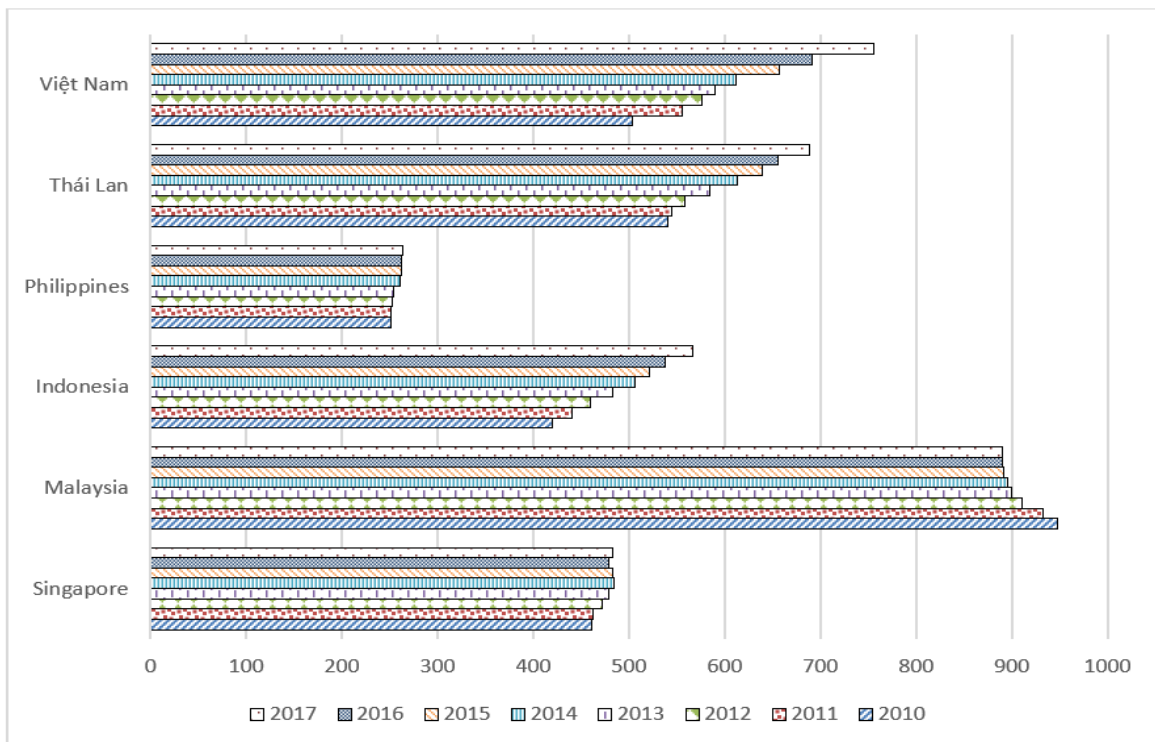
## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1 – Phân loại thị trường đối với các nước thuộc khu vực châu Á – Thái Bình Dương

Thị trường phát triển	Thị trường mới nổi	Thị trường cận biên
Úc	Trung Quốc	Bangladesh
Hồng Kông	Ấn Độ	Sri Lanka
Nhật Bản	Indonesia	Việt Nam
New Zealand	Hàn Quốc	
Singapore	Malaysia	
	Pakistan	
	Philippines	
	Đài Loan	
	Thái Lan	

Nguồn: MSCI 2019.

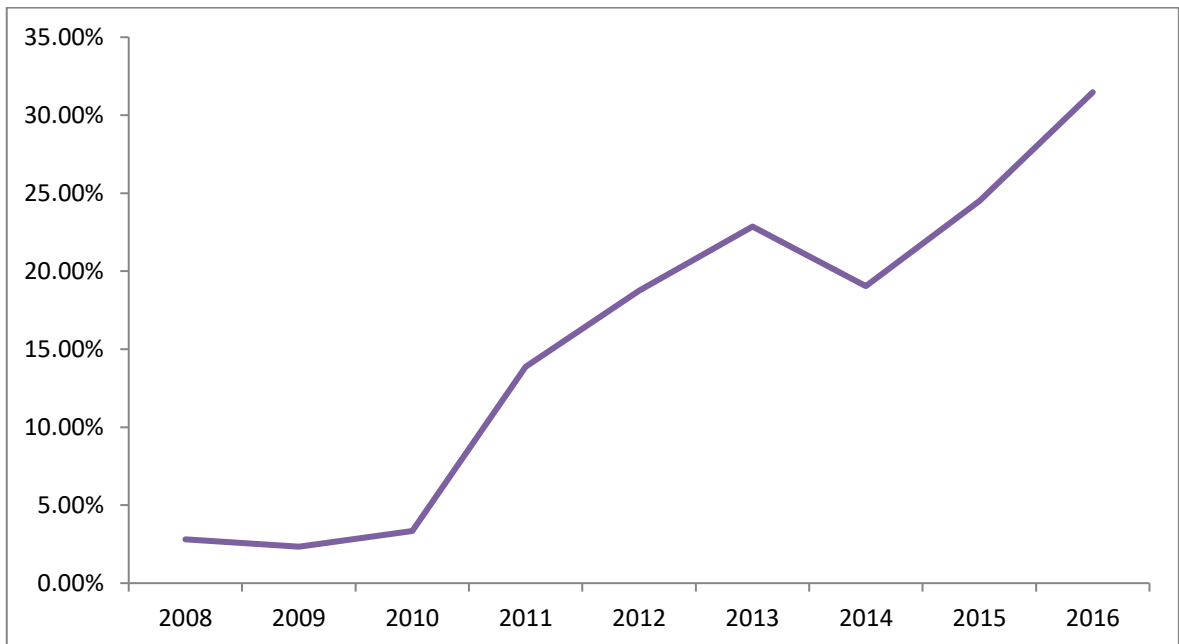
### Phụ lục 2 – Số lượng công ty niêm yết ở một số nước Đông Nam Á



Nguồn: Worldbank 2018

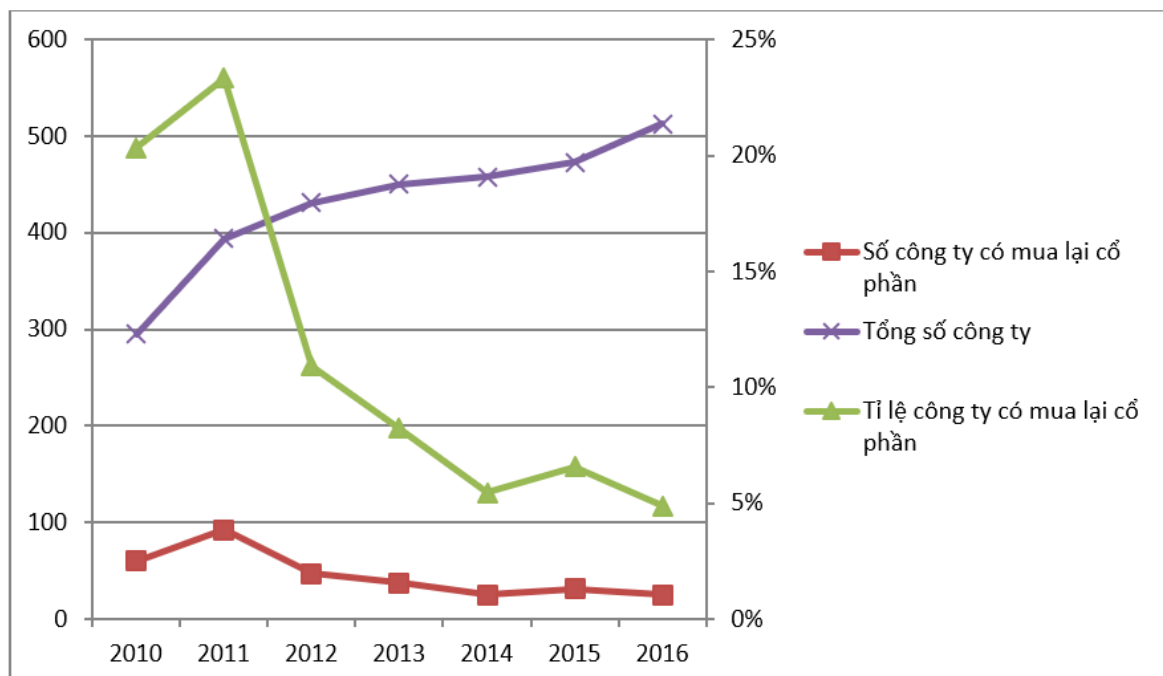


### Phụ lục 3 – Tỷ lệ số ngày có khối lượng giao dịch bằng 0.



Nguồn: Tác giả tính toán.

### Phụ lục 4 – Số lượng và tỷ lệ các công ty mua lại cổ phần.

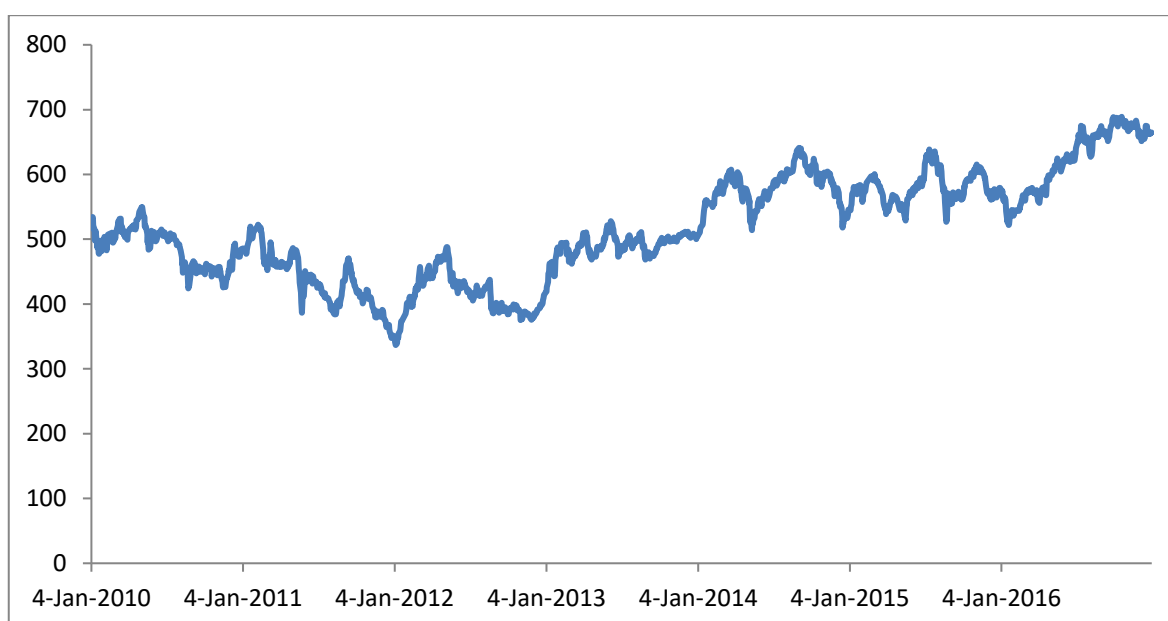


Nguồn: Tác giả tính toán.

### Phụ lục 5 - Cách phân loại các công ty thành sáu nhóm cổ tức.

Tăng	$DPS_{t-1} > 0, DPS_t > 0, DPS_{t-1} < DPS_t$
Bắt đầu chia	$DPS_{t-1} = 0, DPS_t > 0$
Giảm	$DPS_{t-1} > 0, DPS_t > 0, DPS_{t-1} > DPS_t$
Ngừng chia	$DPS_{t-1} > 0, DPS_t = 0$
Tiếp tục không chia	$DPS_{t-1} = 0, DPS_t = 0$
Giữ nguyên mức cổ tức	$DPS_{t-1} > 0, DPS_t > 0, DPS_{t-1} = DPS_t$

### Phụ lục 6 – Diễn biến của chỉ số VN-Index.



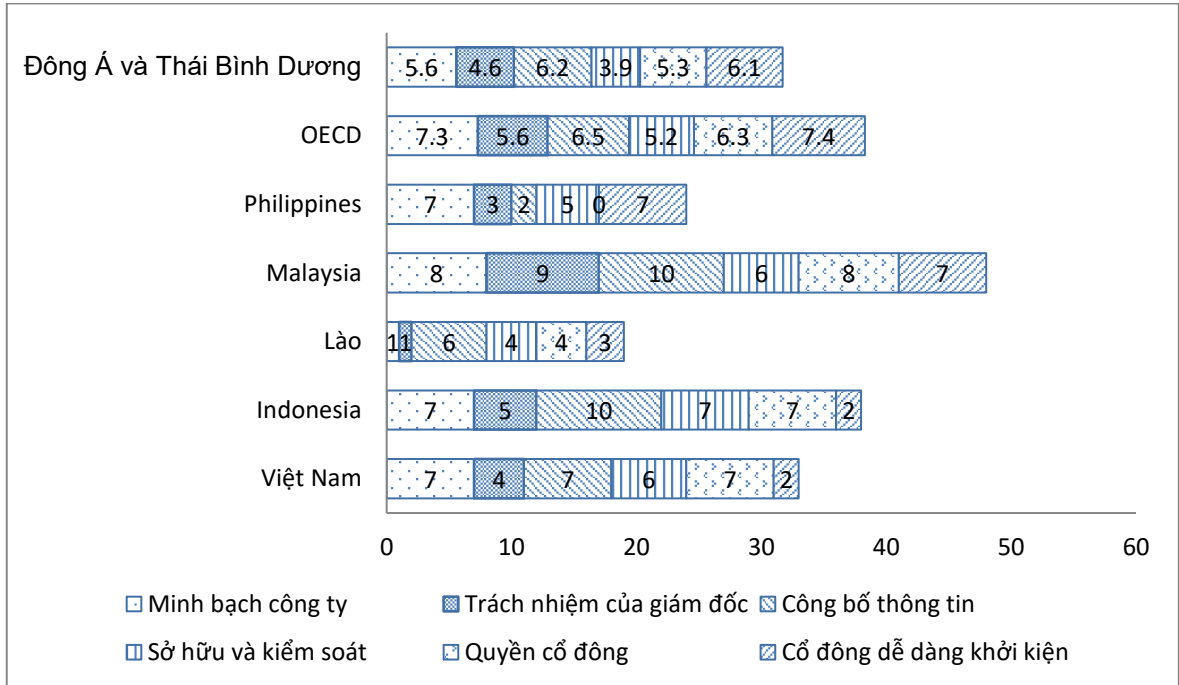
*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

### Phụ lục 7 – Số lượng và tỉ lệ các công ty có sở hữu nhà nước hoặc không có sở hữu nhà nước.

	Có sở hữu nhà nước		Không có sở hữu nhà nước		Tổng số công ty
	Số lượng	Tỉ lệ	Số lượng	Tỉ lệ	
Có trả cổ tức	249	59%	176	41%	425
Không trả cổ tức	5	14%	30	86%	35
Trả cổ tức cao	112	65%	60	35%	172
Trả cổ tức liên tục	135	73%	51	27%	186

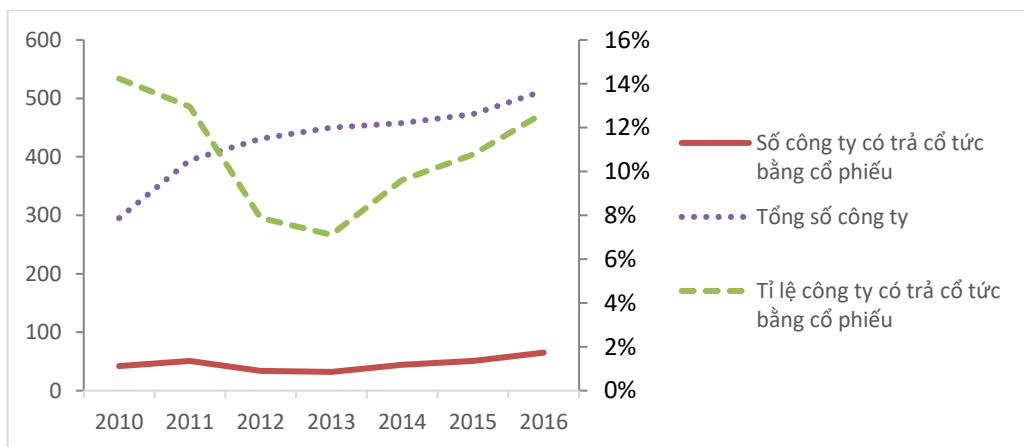
*Nguồn: Tác giả tính toán*

**Phụ lục 8 – Các chỉ số về bảo vệ nhà đầu tư thiểu số ở Việt Nam và các nền kinh tế khác.**



Nguồn: World Bank's Doing Business 2018

**Phụ lục 9 – Số lượng và tỉ lệ các công ty có chia cổ tức bằng cổ phiếu.**



Nguồn: Tác giả tính toán

### Phụ lục 10 – Kết quả bảng 4.9 – Cột M1

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock          Number of obs   =    2653
Time variable : year            Number of groups =    460
Number of instruments = 311      Obs per group: min =     1
F(10, 459) = 47.10              avg =          5.77
Prob > F = 0.000                max =          7
-----
```

	Corrected					
dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dy						
L1.	.3469624	.056123	6.18	0.000	.2366725	.4572524
dpew						
L1.	-.0797614	.0269761	-2.96	0.003	-.1327732	-.0267495
roa	.4179794	.0635126	6.58	0.000	.2931679	.5427908
daa	-.0021125	.0097046	-0.22	0.828	-.0211835	.0169585
mb	-.0636783	.0071581	-8.90	0.000	-.0777449	-.0496116
cash	-.0378306	.0240269	-1.57	0.116	-.085047	.0093858
tor	-.0050142	.0012949	-3.87	0.000	-.0075588	-.0024695
age	.0092078	.0036876	2.50	0.013	.0019611	.0164544
reta	-.0109767	.0278781	-0.39	0.694	-.0657611	.0438078
sys	-.0124976	.017936	-0.70	0.486	-.0477444	.0227492
idio	.0189583	.5955	0.03	0.975	-1.151286	1.189203
_cons	.0975314	.0092427	10.55	0.000	.0793682	.1156946

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.00 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.02 Pr > z = 0.985
-----
```

```
Sargan test of overid. restrictions: chi2(299) = 715.89 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(299) = 323.07 Prob > chi2 = 0.162
(Robust, but weakened by many instruments.)
```

## Phụ lục 11 – Kết quả ước lượng bảng 4.9 – Cột M2

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```

-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                   Number of groups =    460
Number of instruments = 312            Obs per group: min =    1
F(11, 459) = 43.39                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                       max =    7
-----

```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy	L1.	.3496645	.0562925	6.21	0.000	.2390416 .4602874
dpew	L1.	-.0793981	.0268931	-2.95	0.003	-.132247 -.0265492
roa		.4141812	.06526	6.35	0.000	.2859357 .5424266
daa		-.0021674	.0108803	-0.20	0.842	-.0235488 .019214
mb		-.0626113	.0069513	-9.01	0.000	-.0762716 -.048951
cash		-.0360268	.0232481	-1.55	0.122	-.0817127 .0096592
tor		-.0048768	.0013181	-3.70	0.000	-.0074671 -.0022865
age		.009232	.003571	2.59	0.010	.0022144 .0162496
reta		-.0105776	.0279661	-0.38	0.705	-.0655351 .0443799
sys		-.0118889	.0179603	-0.66	0.508	-.0471835 .0234056
idio		.0143355	.5977559	0.02	0.981	-1.160342 1.189013
fcfta		-.0046893	.0134538	-0.35	0.728	-.0311281 .0217494
_cons		.0959891	.0092419	10.39	0.000	.0778274 .1141509

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.01 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.02 Pr > z = 0.982

Sargan test of overid. restrictions: chi2(299) = 716.73 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(299) = 322.38 Prob > chi2 = 0.169

(Robust, but weakened by many instruments.)

## Phụ lục 12 – Kết quả ước lượng bảng 4.9 – Cột M3

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 346           Obs per group: min =    1
F(12, 459) = 37.03                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                       max =    7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy	L1.	.3482361	.0571337	6.10	0.000	.23596 .4605122
dpew	L1.	-.0834443	.0271741	-3.07	0.002	-.1368454 -.0300432
roa		.4163065	.0664556	6.26	0.000	.2857115 .5469016
daa		.0022693	.0103041	0.22	0.826	-.0179798 .0225183
mb		-.05942	.0073701	-8.06	0.000	-.0739033 -.0449366
cash		-.0435304	.0260606	-1.67	0.096	-.0947432 .0076824
tor		-.0046643	.0013393	-3.48	0.001	-.0072961 -.0020325
age		.0093466	.0039008	2.40	0.017	.0016809 .0170123
reta		-.0098162	.0279494	-0.35	0.726	-.0647407 .0451084
sys		-.0105148	.0178596	-0.59	0.556	-.0456115 .0245818
idio		-.2935146	.6513142	-0.45	0.652	-1.573442 .9864127
fcfta		-.0053878	.0128586	-0.42	0.675	-.0306567 .0198812
lnta		-.0025858	.0017682	-1.46	0.144	-.0060607 .000889
_cons		.1307887	.0268461	4.87	0.000	.0780322 .1835452

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.00 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.00 Pr > z = 0.999

Sargan test of overid. restrictions: chi2(332) = 771.59 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(332) = 356.03 Prob > chi2 = 0.174

(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 13 – Kết quả ước lượng bảng 4.9 – Cột M4

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 380           Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 34.10                   avg =    5.77
Prob > F = 0.000                     max =    7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy	L1.	.3377008	.0546974	6.17	0.000	.2302124 .4451893
dpew	L1.	-.0906387	.0264676	-3.42	0.001	-.1426515 -.038626
roa		.4366527	.0677715	6.44	0.000	.3034717 .5698336
daa		-.0029934	.0105603	-0.28	0.777	-.0237459 .017759
mb		-.0601358	.0073167	-8.22	0.000	-.0745142 -.0457573
cash		-.0410383	.026267	-1.56	0.119	-.0926568 .0105803
tor		-.0048437	.0013062	-3.71	0.000	-.0074106 -.0022769
age		.0097415	.0040609	2.40	0.017	.0017613 .0177217
reta		-.0047986	.0293122	-0.16	0.870	-.0624015 .0528042
sys		-.0084663	.0180686	-0.47	0.640	-.0439737 .0270412
idio		-.3697897	.6598074	-0.56	0.575	-1.666407 .926828
fcfta		-.0098127	.0133219	-0.74	0.462	-.0359921 .0163667
lnta		-.0042231	.0019933	-2.12	0.035	-.0081402 -.0003059
ltda		.0527294	.0215727	2.44	0.015	.0103359 .0951229
_cons		.1494427	.0291829	5.12	0.000	.0920941 .2067913

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.01 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.04 Pr > z = 0.969
-----
```

Sargan test of overid. restrictions: chi2(365) = 809.96 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(365) = 381.71 Prob > chi2 = 0.263  
(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 14 – Kết quả ước lượng bảng 4.10 – Thước đo DPBV

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 380           Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 34.23                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                       max =    7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy						
L1.		.3488173	.0528311	6.60	0.000	.2449966 .4526381
dpbv						
L1.		-.0534992	.0171565	-3.12	0.002	-.0872142 -.0197843
roa		.4318043	.0689179	6.27	0.000	.2963706 .567238
daa		-.0052574	.0109475	-0.48	0.631	-.0267709 .0162561
mb		-.0617061	.0074646	-8.27	0.000	-.0763751 -.047037
cash		-.0431407	.0263833	-1.64	0.103	-.0949877 .0087064
tor		-.0053702	.0012933	-4.15	0.000	-.0079118 -.0028287
age		.0091869	.0039908	2.30	0.022	.0013444 .0170294
sys		-.0082634	.0191609	-0.43	0.666	-.0459174 .0293906
idio		-.3223644	.6750035	-0.48	0.633	-1.648845 1.004116
reta		-.0019413	.0285444	-0.07	0.946	-.0580351 .0541526
fcfta		-.0085105	.0136503	-0.62	0.533	-.0353353 .0183143
lnta		-.0039046	.002059	-1.90	0.059	-.0079509 .0001417
ltda		.0510012	.021868	2.33	0.020	.0080274 .093975
_cons		.1429956	.0295919	4.83	0.000	.0848431 .201148

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.05 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.05 Pr > z = 0.961
-----
```

Sargan test of overid. restrictions: chi2(365) = 800.47 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(365) = 386.16 Prob > chi2 = 0.214  
(Robust, but weakened by many instruments.)



### Phụ lục 15 – Kết quả ước lượng bảng 4.10 – Thước đo DPMV

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 380           Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 35.28                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                       max =    7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy						
L1.		.3534966	.0521671	6.78	0.000	.2509806 .4560126
dpmv						
L1.		-.0181286	.0080368	-2.26	0.025	-.0339221 -.0023351
roa		.4358417	.0684167	6.37	0.000	.3013929 .5702904
daa		-.0052435	.0108852	-0.48	0.630	-.0266344 .0161475
mb		-.0629218	.0075318	-8.35	0.000	-.077723 -.0481207
cash		-.0415527	.0266489	-1.56	0.120	-.0939217 .0108162
tor		-.0054816	.0012996	-4.22	0.000	-.0080355 -.0029276
age		.009064	.0040292	2.25	0.025	.0011461 .016982
sys		-.0248348	.0179979	-1.38	0.168	-.0602032 .0105336
idio		.1815656	.6322327	0.29	0.774	-1.060864 1.423995
reta		-.0035995	.0283585	-0.13	0.899	-.0593281 .0521291
fcfta		-.0094076	.0136206	-0.69	0.490	-.0361741 .0173588
lnta		-.0040083	.0020468	-1.96	0.051	-.0080306 .000014
ltda		.0509954	.0218546	2.33	0.020	.0080479 .0939428
_cons		.1414885	.0294024	4.81	0.000	.0837086 .1992684

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.05 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.04 Pr > z = 0.969
-----
```

Sargan test of overid. restrictions: chi2(365) = 801.81 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(365) = 385.36 Prob > chi2 = 0.222  
(Robust, but weakened by many instruments.)

## Phụ lục 16 – Kết quả ước lượng bảng 4.11 – Thước đo DPEW

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 380           Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 28.92                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                      max =    7
-----
```

		Corrected				
dive	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dive						
L1.	.4307018	.0505629	8.52	0.000	.3313383 .5300653	
dpew						
L1.	.1027228	.1409544	0.73	0.467	-.174273 .3797187	
roa	-.297222	.2118496	-1.40	0.161	-.7135373 .1190933	
daa	-.0617248	.0536085	-1.15	0.250	-.1670734 .0436237	
mb	.0491571	.0302684	1.62	0.105	-.0103248 .108639	
cash	-.0192962	.1160796	-0.17	0.868	-.2474095 .208817	
tor	-.0094846	.0073414	-1.29	0.197	-.0239116 .0049424	
age	.0598207	.0224549	2.66	0.008	.0156935 .1039479	
sys	-.0436032	.1015504	-0.43	0.668	-.2431645 .1559582	
idio	-5.816193	3.84263	-1.51	0.131	-13.36752 1.735135	
reta	.7030058	.1275853	5.51	0.000	.4522822 .9537295	
fcfta	-.0924704	.0804413	-1.15	0.251	-.2505494 .0656085	
lnta	-.027684	.0100469	-2.76	0.006	-.0474276 -.0079404	
ltda	-.0624489	.1309338	-0.48	0.634	-.3197529 .1948551	
_cons	.6007557	.14485	4.15	0.000	.3161043 .8854071	

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -6.69 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.29 Pr > z = 0.196
-----
```

Sargan test of overid. restrictions: chi2(365) = 479.92 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(365) = 392.34 Prob > chi2 = 0.156  
(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 17 – Kết quả ước lượng bảng 4.11 – Thước đo DPBV

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                   Number of groups =    460
Number of instruments = 380             Obs per group: min =     1
F(13, 459) = 29.14                      avg =    5.77
Prob > F = 0.000                          max =     7
-----
```

	Corrected					
dive	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dive						
L1.	.4318809	.0504775	8.56	0.000	.3326853	.5310766
dpbv						
L1.	.0189748	.0926605	0.20	0.838	-.1631165	.2010662
roa	-.2994608	.2125903	-1.41	0.160	-.7172317	.1183101
daa	-.0607418	.0538078	-1.13	0.260	-.166482	.0449984
mb	.0352684	.0403208	0.87	0.382	-.0439678	.1145046
casha	-.0265998	.1172991	-0.23	0.821	-.2571097	.2039101
tor	-.0083824	.007197	-1.16	0.245	-.0225255	.0057607
age	.0603772	.0222843	2.71	0.007	.0165852	.1041691
sys	-.010637	.1114891	-0.10	0.924	-.2297293	.2084554
idio	-6.844425	3.904379	-1.75	0.080	-14.5171	.8282493
reta	.7015655	.1269104	5.53	0.000	.452168	.9509629
fcfta	-.0940809	.0806996	-1.17	0.244	-.2526673	.0645055
lnta	-.0271776	.0100119	-2.71	0.007	-.0468525	-.0075026
ltda	-.067283	.1307337	-0.51	0.607	-.3241937	.1896277
_cons	.6020447	.1435779	4.19	0.000	.3198932	.8841962

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -6.70 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.29 Pr > z = 0.197
-----
```

```
Sargan test of overid. restrictions: chi2(365) = 481.80 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(365) = 393.46 Prob > chi2 = 0.147
(Robust, but weakened by many instruments.)
```

### Phụ lục 18 – Kết quả ước lượng bảng 4.11 – Thước đo DPMW

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 380           Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 29.04                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                       max =    7
-----
```

		Corrected				
dive	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dive						
L1.	.431742	.0504059	8.57	0.000	.3326872 .5307969	
dpmv						
L1.	.0163207	.0454565	0.36	0.720	-.0730079 .1056493	
roa	-.29639	.2125446	-1.39	0.164	-.7140711 .121291	
daa	-.0608334	.0539186	-1.13	0.260	-.1667912 .0451245	
mb	.0331593	.0396951	0.84	0.404	-.0448473 .1111659	
casha	-.0252882	.1178498	-0.21	0.830	-.2568801 .2063038	
tor	-.0085646	.007206	-1.19	0.235	-.0227254 .0055962	
age	.0606846	.0222364	2.73	0.007	.0169867 .1043824	
sys	-.0216535	.1069995	-0.20	0.840	-.2319232 .1886162	
idio	-6.500505	3.76323	-1.73	0.085	-13.8958 .8947909	
reta	.7015756	.1269907	5.52	0.000	.4520204 .9511307	
fcfta	-.0950431	.08076	-1.18	0.240	-.2537482 .0636621	
lnta	-.0270321	.0099917	-2.71	0.007	-.0466672 -.007397	
ltda	-.0692571	.1317209	-0.53	0.599	-.3281079 .1895937	
_cons	.5986594	.1430248	4.19	0.000	.3175949 .879724	

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -6.71 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.30 Pr > z = 0.195
-----
```

Sargan test of overid. restrictions: chi2(365) = 481.76 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(365) = 393.72 Prob > chi2 = 0.144  
(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 19 – Kết quả ước lượng bảng 4.12 – Thước đo DPEW

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 304           Obs per group: min =    1
F(14, 459)    =    31.58                avg =    5.77
Prob > F      =    0.000                max =    7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy	L1.	.3580738	.0537405	6.66	0.000	.2524658 .4636817
dpew	L1.	-.1041166	.0306474	-3.40	0.001	-.1643433 -.04389
roa		.3133866	.0692038	4.53	0.000	.177391 .4493822
daa		.0198431	.0215501	0.92	0.358	-.0225061 .0621922
mb		-.0426173	.0080374	-5.30	0.000	-.058412 -.0268225
cash		-.070542	.0265063	-2.66	0.008	-.1226308 -.0184533
tor		-.0030372	.0017272	-1.76	0.079	-.0064314 .0003569
age		.0130701	.0034142	3.83	0.000	.0063608 .0197795
reta		.0376916	.0311698	1.21	0.227	-.0235616 .0989449
sys		-.004618	.0200831	-0.23	0.818	-.0440842 .0348483
idio		-1.123041	.7869837	-1.43	0.154	-2.669579 .4234961
sdivd		-.0018626	.0038523	-0.48	0.629	-.0094329 .0057077
fcfta		.0042621	.0198928	0.21	0.830	-.0348301 .0433544
lnta		-.0060401	.002043	-2.96	0.003	-.0100549 -.0020252
ltda		.0601163	.0305973	1.96	0.050	-.0000119 .1202445
_cons		.1667624	.0319034	5.23	0.000	.1040676 .2294572

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.04 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.04 Pr > z = 0.967

Sargan test of overid. restrictions: chi2(288) = 586.00 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(288) = 317.31 Prob > chi2 = 0.113

(Robust, but weakened by many instruments.)

## Phụ lục 20 – Kết quả ước lượng bảng 4.12 – Thước đo DPBV

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                   Number of groups =    460
Number of instruments = 304            Obs per group: min =    1
F(14, 459) = 33.46                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                      max =    7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy	L1.	.3725968	.0511548	7.28	0.000	.2720701 .4731235
dpbv	L1.	-.0557903	.019014	-2.93	0.004	-.0931556 -.018425
roa		.3199127	.0685144	4.67	0.000	.1852719 .4545534
daa		.0062706	.0207643	0.30	0.763	-.0345342 .0470755
mb		-.0450142	.0081205	-5.54	0.000	-.0609722 -.0290562
cash		-.0736326	.0275207	-2.68	0.008	-.1277149 -.0195504
tor		-.0037043	.0016866	-2.20	0.029	-.0070188 -.0003899
age		.0121838	.0036169	3.37	0.001	.0050761 .0192916
reta		.0420049	.0295047	1.42	0.155	-.0159761 .0999858
sys		-.0073128	.0217999	-0.34	0.737	-.0501527 .0355271
idio		-.9117647	.7871749	-1.16	0.247	-2.458678 .6351487
sdivd		-.0019408	.0038672	-0.50	0.616	-.0095405 .0056588
fcfta		.0015989	.0193718	0.08	0.934	-.0364694 .0396673
lnta		-.0057805	.001998	-2.89	0.004	-.009707 -.0018541
ltda		.0616584	.0294071	2.10	0.037	.0038691 .1194478
_cons		.1589086	.031594	5.03	0.000	.0968218 .2209953

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.09 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.01 Pr > z = 0.988

Sargan test of overid. restrictions: chi2(288) = 581.78 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(288) = 317.09 Prob > chi2 = 0.115

(Robust, but weakened by many instruments.)

## Phụ lục 21 – Kết quả ước lượng bảng 4.12 – Thước đo DPMV

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 304           Obs per group: min =    1
F(14, 459) = 33.59                   avg =    5.77
Prob > F = 0.000                      max =    7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy	L1.	.376905	.0507556	7.43	0.000	.2771629 .4766472
dpmv	L1.	-.0178	.0088883	-2.00	0.046	-.0352668 -.0003333
roa		.3281544	.0686175	4.78	0.000	.193311 .4629978
daa		.005392	.0203713	0.26	0.791	-.0346407 .0454246
mb		-.0472397	.0081548	-5.79	0.000	-.063265 -.0312143
cash		-.0703484	.0276117	-2.55	0.011	-.1246094 -.0160874
tor		-.0038611	.0016938	-2.28	0.023	-.0071896 -.0005326
age		.0119804	.0036515	3.28	0.001	.0048046 .0191561
reta		.0373168	.0302325	1.23	0.218	-.0220944 .096728
sys		-.0279286	.0205236	-1.36	0.174	-.0682605 .0124033
idio		-.3656045	.765092	-0.48	0.633	-1.869122 1.137913
sdivd		-.001601	.0038825	-0.41	0.680	-.0092308 .0060287
fcfta		-.0002411	.0191117	-0.01	0.990	-.0377984 .0373162
lnta		-.0061098	.0019863	-3.08	0.002	-.0100132 -.0022064
ltda		.0628564	.0296377	2.12	0.034	.0046141 .1210987
_cons		.1616132	.0314276	5.14	0.000	.0998534 .2233731

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.08 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.01 Pr > z = 0.996

Sargan test of overid. restrictions: chi2(288) = 586.16 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(288) = 317.33 Prob > chi2 = 0.113

(Robust, but weakened by many instruments.)

## Phụ lục 22 – Kết quả ước lượng bảng 4.13 – Thước đo DPEW

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock          Number of obs   =    1547
Time variable : year            Number of groups =     221
Number of instruments = 143      Obs per group: min =      7
F(13, 220) = 21.77              avg =          7.00
Prob > F = 0.000                max =          7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy	L1.	.3885496	.0692568	5.61	0.000	.2520578 .5250414
dpew	L1.	-.110095	.0351438	-3.13	0.002	-.1793566 -.0408333
roa		.3269492	.1248339	2.62	0.009	.0809259 .5729725
daa		.0313264	.0385905	0.81	0.418	-.0447281 .1073808
mb		-.037909	.0130444	-2.91	0.004	-.0636169 -.0122011
cash		-.1043103	.0484942	-2.15	0.033	-.1998829 -.0087377
tor		-.0017459	.0025088	-0.70	0.487	-.0066903 .0031985
age		.0131315	.0059462	2.21	0.028	.0014127 .0248503
reta		.1025195	.0659128	1.56	0.121	-.0273819 .2324209
sys		-.01148	.0247458	-0.46	0.643	-.0602491 .0372891
idio		-1.983376	1.167343	-1.70	0.091	-4.283983 .3172308
fcfta		.0220931	.0289952	0.76	0.447	-.0350508 .079237
lnta		-.0092382	.0038367	-2.41	0.017	-.0167996 -.0016769
ltda		.1353604	.0547415	2.47	0.014	.0274754 .2432453
_cons		.2035385	.0572295	3.56	0.000	.0907503 .3163267

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.94 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.72 Pr > z = 0.474
-----
```

Sargan test of overid. restrictions: chi2(128) = 380.80 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(128) = 142.97 Prob > chi2 = 0.173  
(Robust, but weakened by many instruments.)



### Phụ lục 23 – Kết quả ước lượng bảng 4.13 – Thước đo DPBV

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    1547
Time variable : year                   Number of groups =    221
Number of instruments = 143            Obs per group: min =    7
F(13, 220) = 22.30                    avg =    7.00
Prob > F = 0.000                       max =    7
-----
```

		Corrected				
dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dy						
L1.	.4032038	.068121	5.92	0.000	.2689505	.537457
dpbv						
L1.	-.0571311	.0226128	-2.53	0.012	-.1016965	-.0125658
roa	.3241317	.1262656	2.57	0.011	.0752868	.5729766
daa	.0093052	.0383568	0.24	0.809	-.0662887	.0848991
mb	-.0433051	.0125671	-3.45	0.001	-.0680724	-.0185378
cash	-.1075647	.0484183	-2.22	0.027	-.2029877	-.0121417
tor	-.0031667	.0023947	-1.32	0.187	-.0078862	.0015528
age	.0131037	.0058282	2.25	0.026	.0016173	.02459
reta	.1160478	.0643007	1.80	0.072	-.0106764	.242772
sys	-.0169694	.0247526	-0.69	0.494	-.0657521	.0318132
idio	-1.495781	1.178862	-1.27	0.206	-3.819089	.8275266
fcfta	.0156357	.0291273	0.54	0.592	-.0417685	.0730398
lnta	-.0083964	.0038489	-2.18	0.030	-.0159819	-.0008109
ltda	.1354893	.0573262	2.36	0.019	.0225105	.2484681
_cons	.1883231	.0566593	3.32	0.001	.0766587	.2999875

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.02 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.68 Pr > z = 0.496
-----
```

Sargan test of overid. restrictions: chi2(128) = 383.03 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(128) = 145.01 Prob > chi2 = 0.144  
(Robust, but weakened by many instruments.)

## Phụ lục 24 – Kết quả ước lượng bảng 4.13 – Thước đo DPMV

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    1547
Time variable : year                  Number of groups =    221
Number of instruments = 143           Obs per group:  min =    7
F(13, 220)    =    21.77                avg =    7.00
Prob > F      =    0.000                max =    7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy						
L1.		.4036711	.0680555	5.93	0.000	.2695469 .5377953
dpmv						
L1.		-.0198047	.011258	-1.76	0.080	-.0419921 .0023826
roa		.3380441	.1268336	2.67	0.008	.0880797 .5880085
daa		.0058867	.0386315	0.15	0.879	-.0702484 .0820219
mb		-.0455335	.012793	-3.56	0.000	-.070746 -.020321
cash		-.104596	.0495534	-2.11	0.036	-.2022561 -.0069359
tor		-.0034759	.0024173	-1.44	0.152	-.0082398 .0012881
age		.0130279	.0058993	2.21	0.028	.0014015 .0246542
reta		.1123671	.064739	1.74	0.084	-.0152209 .2399551
sys		-.0353643	.0245666	-1.44	0.151	-.0837802 .0130517
idio		-1.078751	1.211772	-0.89	0.374	-3.466917 1.309415
fcfta		.0127969	.0291038	0.44	0.661	-.044561 .0701548
lnta		-.008796	.0039308	-2.24	0.026	-.0165428 -.0010492
ltda		.1406648	.0577807	2.43	0.016	.0267902 .2545393
_cons		.1928069	.0581488	3.32	0.001	.078207 .3074069

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.04 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.68 Pr > z = 0.497
-----
```

Sargan test of overid. restrictions: chi2(128) = 385.76 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(128) = 144.82 Prob > chi2 = 0.147  
(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 25 – Kết quả ước lượng bảng 4.14 – Cột (1)

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock          Number of obs   =   2653
Time variable : year            Number of groups =   460
Number of instruments = 381      Obs per group: min =    1
F(14, 459) = 39.14              avg = 5.77
Prob > F = 0.000                max = 7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy	L1.	.3315869	.0558806	5.93	0.000	.2217734 .4414003
dpew	L1.	-.0957811	.026385	-3.63	0.000	-.1476314 -.0439308
roa		.4289767	.0685734	6.26	0.000	.2942201 .5637334
daa		-.0004627	.0105148	-0.04	0.965	-.0211258 .0202004
mb		-.0611524	.0072355	-8.45	0.000	-.0753713 -.0469335
cash		-.0430923	.0263133	-1.64	0.102	-.0948017 .0086172
tor		-.003927	.0013324	-2.95	0.003	-.0065453 -.0013087
age		.0096969	.0040956	2.37	0.018	.0016484 .0177454
reta		-.0035281	.0290857	-0.12	0.904	-.0606856 .0536295
sys		-.0048889	.0177755	-0.28	0.783	-.0398204 .0300426
idio		-.4101855	.6470248	-0.63	0.526	-1.681683 .8613125
stated		.0089853	.0037686	2.38	0.018	.0015794 .0163911
fcfta		-.0075662	.0134477	-0.56	0.574	-.0339929 .0188605
lnta		-.0033635	.0019437	-1.73	0.084	-.0071832 .0004562
ltda		.0422248	.0214907	1.96	0.050	-7.53e-06 .0844571
_cons		.1348718	.0284709	4.74	0.000	.0789224 .1908212

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.99 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.04 Pr > z = 0.968

Sargan test of overid. restrictions: chi2(365) = 807.85 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(365) = 381.35 Prob > chi2 = 0.267

(Robust, but weakened by many instruments.)

## Phụ lục 26 – Kết quả ước lượng bảng 4.14 – Cột (2)

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock          Number of obs   =   2653
Time variable : year            Number of groups =   460
Number of instruments = 381      Obs per group: min =    1
F(14, 459) = 33.98              avg = 5.77
Prob > F = 0.000                max = 7
-----
```

		Corrected				
	dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dy						
L1.		.3362144	.0546887	6.15	0.000	.228743 .4436857
dpew						
L1.		-.1037502	.0269432	-3.85	0.000	-.1566976 -.0508029
roa		.4438387	.0678065	6.55	0.000	.3105891 .5770883
daa		-.0019216	.0105129	-0.18	0.855	-.0225811 .0187379
mb		-.0608151	.0073348	-8.29	0.000	-.075229 -.0464012
cash		-.0409073	.0262703	-1.56	0.120	-.0925323 .0107176
tor		-.0044879	.0013159	-3.41	0.001	-.0070738 -.001902
age		.0096743	.0041076	2.36	0.019	.0016023 .0177463
reta		-.0096435	.0291915	-0.33	0.741	-.067009 .047722
sys		-.0111213	.0183963	-0.60	0.546	-.0472727 .02503
idio		-.2888664	.6692595	-0.43	0.666	-1.604059 1.026326
stateddpew		.0306368	.0153037	2.00	0.046	.0005628 .0607108
fcfta		-.0106883	.0133677	-0.80	0.424	-.0369577 .0155812
lnta		-.003986	.0019596	-2.03	0.043	-.0078369 -.0001351
ltda		.0557883	.0214507	2.60	0.010	.0136345 .0979421
_cons		.145242	.0286068	5.08	0.000	.0890255 .2014585

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.02 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.03 Pr > z = 0.973

Sargan test of overid. restrictions: chi2(365) = 811.13 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(365) = 381.63 Prob > chi2 = 0.264

(Robust, but weakened by many instruments.)

## Phụ lục 27 – Kết quả ước lượng bảng 4.20 – Cột M1

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                   Number of groups =    460
Number of instruments = 285            Obs per group: min =    1
F(10, 459) = 117.57                   avg =    5.77
Prob > F = 0.000                       max =    7
-----
```

		Corrected				
dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dy						
L1.	.6048119	.038312	15.79	0.000	.5295234	.6801005
eqddm	-.1235696	.0520738	-2.37	0.018	-.2259022	-.021237
roa	1.098923	.1912639	5.75	0.000	.7230616	1.474784
daa	.0466326	.043277	1.08	0.282	-.038413	.1316781
mb	-.0394605	.0242861	-1.62	0.105	-.0871863	.0082652
lnta	-.0008436	.0098841	-0.09	0.932	-.0202673	.0185802
reta	.400177	.1368276	2.92	0.004	.1312908	.6690632
age	.0058798	.0024515	2.40	0.017	.0010623	.0106973
cash	.055863	.0742687	0.75	0.452	-.0900858	.2018118
tor	-.0074551	.0072018	-1.04	0.301	-.0216077	.0066975
fcfta	.0150955	.0592227	0.25	0.799	-.1012857	.1314768
_cons	.2018954	.1263279	1.60	0.111	-.0463573	.4501482

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -8.74 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.24 Pr > z = 0.215

Sargan test of overid. restrictions: chi2(273) = 402.70 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(273) = 298.64 Prob > chi2 = 0.137

(Robust, but weakened by many instruments.)

## Phụ lục 28 – Kết quả ước lượng bảng 4.20 – Cột M2

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 319           Obs per group: min =    1
F(11, 459)    =    93.39                avg =    5.77
Prob > F      =    0.000                max =    7
-----
```

	Corrected					
dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dy						
L1.	.5854716	.0398764	14.68	0.000	.5071086	.6638346
eqddm	-.1268654	.0522351	-2.43	0.016	-.229515	-.0242158
roa	1.122451	.2009409	5.59	0.000	.7275726	1.517329
daa	.0444891	.0445481	1.00	0.318	-.0430545	.1320327
mb	-.037717	.0242556	-1.55	0.121	-.0853827	.0099487
lnta	.0028859	.011077	0.26	0.795	-.018882	.0246539
reta	.401087	.141921	2.83	0.005	.1221916	.6799824
age	.0056087	.0026452	2.12	0.035	.0004104	.0108069
casha	.0575646	.0824833	0.70	0.486	-.1045271	.2196562
tor	-.0067571	.006959	-0.97	0.332	-.0204325	.0069183
fcfta	.0319442	.0603205	0.53	0.597	-.0865944	.1504829
ltda	-.0436567	.1245017	-0.35	0.726	-.2883207	.2010073
_cons	.1668935	.1331839	1.25	0.211	-.0948323	.4286192

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -8.64 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.22 Pr > z = 0.224

Sargan test of overid. restrictions: chi2(306) = 443.71 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(306) = 332.43 Prob > chi2 = 0.143

(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 29 – Kết quả ước lượng bảng 4.20 – Cột M3

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                   Number of groups =    460
Number of instruments = 353            Obs per group: min =     1
F(12, 459) = 106.56                   avg =           5.77
Prob > F = 0.000                       max =           7
-----
```

		Corrected				
dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dy						
L1.	.606902	.040536	14.97	0.000	.527243	.6865611
eqddm	-.1379245	.0514351	-2.68	0.008	-.239002	-.036847
roa	1.214811	.198044	6.13	0.000	.8256255	1.603996
daa	.0486493	.0438907	1.11	0.268	-.0376024	.1349009
mb	-.0480427	.0248967	-1.93	0.054	-.0969684	.000883
lnta	-.0012979	.0096575	-0.13	0.893	-.0202762	.0176805
reta	.3570557	.1370014	2.61	0.009	.0878281	.6262834
age	.0069687	.0025223	2.76	0.006	.002012	.0119255
cash	.0573999	.0836397	0.69	0.493	-.1069643	.221764
tor	-.0048552	.0067776	-0.72	0.474	-.0181742	.0084638
fcfta	.0289015	.0590011	0.49	0.624	-.0870443	.1448473
ltda	.0068002	.1122419	0.06	0.952	-.2137716	.2273719
sys	-.0324749	.0431414	-0.75	0.452	-.1172541	.0523043
_cons	.2074272	.122917	1.69	0.092	-.0341227	.4489771

```
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -8.65 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.26 Pr > z = 0.209
-----
```

```
Sargan test of overid. restrictions: chi2(339) = 501.86 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(339) = 360.02 Prob > chi2 = 0.207
(Robust, but weakened by many instruments.)
```

### Phụ lục 30 – Kết quả ước lượng bảng 4.20 – Cột M4

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                   Number of groups =    460
Number of instruments = 387            Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 109.99                   avg =    5.77
Prob > F = 0.000                       max =    7
-----
```

		Corrected				
dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dy						
L1.	.6195898	.03798	16.31	0.000	.5449535	.6942261
eqddm	-.156331	.0540156	-2.89	0.004	-.2624796	-.0501824
roa	1.284933	.2006501	6.40	0.000	.8906268	1.67924
daa	.0602837	.0463263	1.30	0.194	-.0307543	.1513217
mb	-.0670277	.0239356	-2.80	0.005	-.1140645	-.0199908
lnta	-.0138983	.0088428	-1.57	0.117	-.0312757	.003479
reta	.2889259	.1381858	2.09	0.037	.0173708	.5604811
age	.006354	.0028003	2.27	0.024	.000851	.011857
cash	.0493704	.08916	0.55	0.580	-.125842	.2245828
tor	-.0001746	.006943	-0.03	0.980	-.0138186	.0134695
fcfta	.0292193	.066312	0.44	0.660	-.1010935	.1595321
ltda	.0736099	.1097603	0.67	0.503	-.1420851	.2893049
sys	.0669946	.0700667	0.96	0.339	-.0706967	.2046859
idio	-4.918768	2.756044	-1.78	0.075	-10.33479	.4972599
_cons	.4005718	.1212879	3.30	0.001	.1622234	.6389202

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -8.75 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.30 Pr > z = 0.192

Sargan test of overid. restrictions: chi2(372) = 529.74 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(372) = 382.87 Prob > chi2 = 0.338

(Robust, but weakened by many instruments.)



### Phụ lục 31 – Kết quả ước lượng bảng 4.21 – Thước đo EQJ

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                  Number of groups =    460
Number of instruments = 387           Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 108.38                   avg =    5.77
Prob > F = 0.000                       max =    7
-----
```

		Corrected				
dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dy						
L1.	.613833	.0410679	14.95	0.000	.5331286	.6945374
eqj	-.1540161	.0873418	-1.76	0.079	-.3256555	.0176233
roa	1.296967	.1903455	6.81	0.000	.9229102	1.671024
daa	.0355369	.0461907	0.77	0.442	-.0552345	.1263083
mb	-.059264	.0234557	-2.53	0.012	-.105358	-.01317
lnta	-.0135321	.008788	-1.54	0.124	-.0308017	.0037375
reta	.2736025	.1370115	2.00	0.046	.0043549	.5428502
age	.0060901	.0026587	2.29	0.022	.0008654	.0113147
cash	.0549897	.0811895	0.68	0.499	-.1045594	.2145389
tor	-.0003553	.0069706	-0.05	0.959	-.0140536	.0133429
fcfta	.0232983	.0601932	0.39	0.699	-.09499	.1415866
ltda	.0785024	.1222916	0.64	0.521	-.1618184	.3188232
sys	.0616401	.0728428	0.85	0.398	-.0815067	.2047869
idio	-4.975146	2.650339	-1.88	0.061	-10.18345	.2331556
_cons	.3921515	.1193807	3.28	0.001	.157551	.626752

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -8.62 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.28 Pr > z = 0.201

Sargan test of overid. restrictions: chi2(372) = 533.89 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(372) = 377.63 Prob > chi2 = 0.409

(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 32 – Kết quả ước lượng bảng 4.21 – Thước đo EQMJ

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock          Number of obs   =   2653
Time variable : year            Number of groups =   460
Number of instruments = 387      Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 110.54             avg = 5.77
Prob > F = 0.000                max = 7
-----
```

		Corrected				
dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dy						
L1.	.630086	.0403836	15.60	0.000	.5507263 .7094457	
eqmj	-.1185539	.0674545	-1.76	0.079	-.2511118 .0140039	
roa	1.332326	.1874941	7.11	0.000	.9638727 1.700779	
daa	.0329419	.0451654	0.73	0.466	-.0558147 .1216986	
mb	-.0637261	.0221894	-2.87	0.004	-.1073315 -.0201208	
lnta	-.0138403	.0083708	-1.65	0.099	-.0302903 .0026096	
reta	.2542514	.1319918	1.93	0.055	-.0051317 .5136345	
age	.0062477	.0026711	2.34	0.020	.0009987 .0114968	
cash	.0515667	.0842735	0.61	0.541	-.114043 .2171764	
tor	.0003768	.006907	0.05	0.957	-.0131965 .0139502	
fcfta	.0187008	.0621843	0.30	0.764	-.1035005 .140902	
ltda	.1237882	.1163571	1.06	0.288	-.1048704 .3524468	
sys	.0592425	.0710888	0.83	0.405	-.0804574 .1989423	
idio	-4.295503	2.695508	-1.59	0.112	-9.592569 1.001564	
_cons	.3765728	.1149721	3.28	0.001	.1506359 .6025097	

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -8.68 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.32 Pr > z = 0.186

Sargan test of overid. restrictions: chi2(372) = 530.56 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(372) = 377.87 Prob > chi2 = 0.406

(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 33 – Kết quả ước lượng bảng 4.22 – Thước đo EQJ

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                   Number of groups =    460
Number of instruments = 376            Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 23.85                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                      max =    7
-----
```

	Corrected					
dive	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dive						
L1.	.4329831	.0525603	8.24	0.000	.3296945	.5362717
eqj	-.1729414	.0969335	-1.78	0.075	-.3634299	.0175471
roa	-.3112136	.2213711	-1.41	0.160	-.7462401	.1238129
daa	-.0472109	.055333	-0.85	0.394	-.1559483	.0615265
mb	-.0241909	.0103599	-2.34	0.020	-.0445496	-.0038323
cash	.1445152	.0954082	1.51	0.131	-.0429759	.3320063
tor	-.007449	.0081458	-0.91	0.361	-.0234566	.0085586
age	.000904	.00356	0.25	0.800	-.0060919	.0078999
reta	.6998027	.1382425	5.06	0.000	.428136	.9714693
sys	.017722	.0743865	0.24	0.812	-.1284583	.1639022
idio	-7.321102	2.903455	-2.52	0.012	-13.02681	-1.61539
fcfta	-.0968375	.0770883	-1.26	0.210	-.2483271	.0546522
lnta	-.0274556	.010869	-2.53	0.012	-.0488147	-.0060965
ltda	-.0907669	.1332987	-0.68	0.496	-.3527182	.1711845
_cons	.6240572	.1499176	4.16	0.000	.3294473	.9186672

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -6.68 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.24 Pr > z = 0.214

Sargan test of overid. restrictions: chi2(361) = 493.11 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(361) = 392.26 Prob > chi2 = 0.124

(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 34 – Kết quả ước lượng bảng 4.22 – Thước đo EQMJ

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                   Number of groups =    460
Number of instruments = 376            Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 24.75                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                      max =    7
-----
```

	Corrected					
dive	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dive						
L1.	.4299169	.0504658	8.52	0.000	.3307442	.5290896
eqmj	-.090562	.0491315	-1.84	0.066	-.1871126	.0059885
roa	-.2545385	.1554982	-1.64	0.102	-.5601151	.0510381
daa	-.0381414	.0538314	-0.71	0.479	-.1439278	.0676451
mb	.0539472	.0272194	1.98	0.048	.0004571	.1074372
cash	.1498314	.096885	1.55	0.123	-.0405618	.3402246
tor	-.0082243	.008212	-1.00	0.317	-.024362	.0079134
age	.0012763	.0035456	0.36	0.719	-.0056914	.008244
reta	.7534065	.130998	5.75	0.000	.4959763	1.010837
sys	.0114415	.0757185	0.15	0.880	-.1373564	.1602395
idio	-6.969336	2.848308	-2.45	0.015	-12.56668	-1.371996
fcfta	-.0955121	.0785156	-1.22	0.224	-.2498067	.0587825
lnta	-.0286051	.0108066	-2.65	0.008	-.0498416	-.0073687
ltda	-.0505976	.1255816	-0.40	0.687	-.2973837	.1961886
_cons	.6245434	.146234	4.27	0.000	.3371723	.9119145

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -6.70 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.26 Pr > z = 0.207

Sargan test of overid. restrictions: chi2(361) = 481.44 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(361) = 393.64 Prob > chi2 = 0.114

(Robust, but weakened by many instruments.)

### Phụ lục 35 – Kết quả ước lượng bảng 4.22 – Thước đo EQDDM

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: idstock                Number of obs    =    2653
Time variable : year                   Number of groups =    460
Number of instruments = 376            Obs per group: min =    1
F(13, 459) = 28.76                    avg =    5.77
Prob > F = 0.000                      max =    7
-----
```

		Corrected				
	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dive						
L1.	.4491342	.0500115	8.98	0.000	.3508542	.5474142
eqddm	-.1437342	.084859	-1.69	0.091	-.3104946	.0230261
roa	-.2825051	.2088006	-1.35	0.177	-.6928287	.1278185
daa	-.044967	.0559442	-0.80	0.422	-.1549054	.0649714
mb	-.0257642	.0104409	-2.47	0.014	-.0462822	-.0052463
cash	.1511137	.0967021	1.56	0.119	-.03892	.3411474
tor	-.0061593	.0080581	-0.76	0.445	-.0219946	.0096761
age	.0012161	.0033273	0.37	0.715	-.0053224	.0077547
reta	.705401	.1304628	5.41	0.000	.4490226	.9617795
sys	-.0113816	.0728088	-0.16	0.876	-.1544616	.1316983
idio	-6.409316	2.788655	-2.30	0.022	-11.88943	-.9292026
fcfta	-.0984259	.0803666	-1.22	0.221	-.256358	.0595062
lnta	-.0303745	.0110796	-2.74	0.006	-.0521475	-.0086016
ltda	-.0099835	.1263311	-0.08	0.937	-.2582426	.2382755
_cons	.6429546	.1519376	4.23	0.000	.344375	.9415341

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -6.79 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.30 Pr > z = 0.194

Sargan test of overid. restrictions: chi2(361) = 487.16 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(361) = 386.52 Prob > chi2 = 0.170

(Robust, but weakened by many instruments.)

**Phụ lục 36 – Danh sách 460 công ty trong mẫu nghiên cứu**

<b>STT</b>	<b>MÃ CỔ PHIẾU</b>	<b>TÊN CÔNG TY</b>
1	AAA	An Phát Plastic
2	AAM	Thủy sản Mekong
3	ABT	Thủy sản Bến Tre
4	ACC	Bê tông Becamex
5	ACL	Thủy sản CL An Giang
6	ADC	Mĩ thuật và Truyền thông
7	AGF	Thủy sản An Giang
8	ALT	Văn hóa Tân Bình
9	AGM	XNK An Giang
10	ALV	Đầu tư Hạ tầng ALV
11	AMC	Khoáng sản Á Châu
12	AME	Alphanam Cơ điện
13	AMV	Dược-TB Y tế Việt Mỹ
14	ANV	Thủy sản Nam Việt
15	APC	Chiếu xạ An Phú
16	APP	Phụ gia và SP Dầu mỏ
17	ARM	XNK Hàng không
18	ASA	Hàng tiêu dùng Asa
19	ASM	Tập đoàn Sao Mai
20	BBC	Bánh kẹo BIBICA
21	BBS	Bao bì Xi măng Bút Sơn
22	BCC	Xi măng Bim Sơn
23	BCE	XD và GT Bình Dương
24	BDB	Sách Bình Định
25	BED	Sách Đà Nẵng
26	BKC	Khoáng sản Bắc Kạn
27	BLF	Thủy sản Bạc Liêu
28	BMP	Nhựa Bình Minh
29	BMC	Khoáng sản Bình Định
30	BPC	Bao bì Bim Sơn
31	BRC	Cao su Bến Thành
32	BSC	Dịch vụ Bến Thành
33	BST	BISATHICO

34	BTS	Xi măng Bút Sơn
35	BTT	TM - DV Bến Thành
36	BXH	Bao bì Xi măng HP
37	C32	Đầu tư Xây dựng 3-2
38	C47	Xây dựng 47
39	C92	XD & ĐT 492
40	CAN	Đồ hộp Hạ Long
41	CAP	Lâm nông sản Yên Bái
42	CAV	Dây cáp điện Việt Nam
43	CDC	Chương Dương Corp
44	CIG	Xây dựng COMA 18
45	CII	Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM
46	CJC	Cơ điện Miền Trung
47	CKV	CokyVina
48	CLC	Thuốc lá Cát Lợi
49	CLL	Cảng Cát Lái
50	CMC	Đầu tư CMC
51	CMG	Tập đoàn CMC
52	CMI	CMISTONE Việt Nam
53	CMS	Cavico CMS
54	CMT	CN mạng và Truyền thông
55	CMV	Thương nghiệp Cà Mau
56	CMX	CAMIMEX Group
57	COM	Vật tư Xăng dầu
58	CPC	Thuốc sát trùng Cần Thơ
59	CSM	Cao su Miền Nam
60	CT6	Công trình 6
61	CTA	Xây dựng Vinavico
62	CTB	Bơm Hải Dương
63	CTC	Gia Lai CTC
64	CTD	Xây dựng Cotecons
65	CTI	Cường Thuận IDICO
66	CTX	CONSTREXIM
67	CVT	CMC JSC
68	CX8	Constrexim số 8
69	DAE	Sách Đà Nẵng
70	DAD	Phát triển Giáo dục Đà Nẵng

71	DAG	Nhựa Đông Á
72	DBC	Tập đoàn DABACO
73	DBT	Dược phẩm Bến Tre
74	DC2	DIC Số 2
75	DC4	DIC - No4
76	DCL	Dược phẩm Cửu Long
77	DGC	Hóa chất Đức Giang
78	DHA	Hóa An
79	DHC	Đông Hải Bến Tre
80	DHG	Dược Hậu Giang
81	DHM	Thương mại & Khai thác Khoáng sản Dương Hiếu
82	DHP	Điện cơ Hải Phòng
83	DHT	Dược phẩm Hà Tây
84	DIC	ĐT và TM DIC
85	DID	DIC - Đồng Tiến
86	DIH	PT Xây dựng Hội An
87	DL1	Bến xe ĐLGL
88	DLG	Đức Long Gia Lai
89	DMC	Dược phẩm DOMESCO
90	DNM	Y tế Danameco
91	DNP	Nhựa Đồng Nai
92	DNY	Thép DANA Ý
93	DPC	Nhựa Đà Nẵng
94	DPM	Đạm Phú Mỹ
95	DPR	Cao su Đồng Phú
96	DQC	Bóng đèn Điện Quang
97	DRC	Cao su Đà Nẵng
98	DSN	Công viên nước Đầm Sen
99	DST	Đầu tư Sao Thăng Long
100	DTL	Đại Thiên Lộc
101	DTT	Kỹ nghệ & Nhựa Đô Thành
102	DVP	ĐT và PT Cảng Đình Vũ
103	DXP	Cảng Đoạn Xá
104	DXV	Xi măng & VLXD Đà Nẵng
105	DZM	Chế tạo máy Dژی An
106	ECI	Bản đồ và tranh ảnh Giáo dục
107	EBS	Sách Hà Nội



108	EID	Phát triển GD Hà Nội
109	ELC	Phát triển Công nghệ ĐT-VT
110	EMC	Cơ điện Thủ Đức
111	EVE	Everpia
112	FCM	Khoáng sản FECON
113	FCN	FECON CORP
114	FDT	Fiditour
115	FMC	Thủy sản Sao Ta
116	FPT	FPT Corp
117	GDT	Gỗ Đức Thành
118	GIL	XNK Bình Thạnh
119	GLT	KT Điện Toàn Cầu
120	GMC	May Sài Gòn
121	GMD	Gemadept
122	GMX	Gạch ngói Mỹ Xuân
123	GSP	Gas Shipping
124	GTA	Gỗ Thuận An
125	GTN	GTNFOODS
126	HAD	Bia Hà Nội - Hải Dương
127	HAG	Hoàng Anh Gia Lai
128	HAI	Nông Dược H.A.I
129	HAP	Tập đoàn Hapaco
130	HAS	Hacisco
131	HAT	TM Bia Hà Nội
132	HAX	Ô tô Hàng Xanh
133	HBC	Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình
134	HBE	Sách thiết bị Hà Tĩnh
135	HCC	Bê tông Hòa Cầm
136	HCT	TM-DV-VT Xi măng HP
137	HDA	Hãng sơn Đông Á
138	HEV	Sách Đại học - Dạy nghề
139	HGM	Khoáng sản Hà Giang
140	HHC	Bánh kẹo Hải Hà
141	HHG	Vận tải Hoàng Hà
142	HHS	Đầu tư DV Hoàng Huy
143	HLC	Than Hà Lâm
144	HLG	Tập đoàn Hoàng Long

145	HLY	Viglacera Hạ Long I
146	HMC	Kim khí TP.HCM
147	HMH	Tập đoàn Hải Minh
148	HNM	HANOIMILK
149	HOM	Xi măng VICEM Hoàng Mai
150	HOT	Du lịch - DV Hội An
151	HPG	Hòa Phát
152	HRC	Cao su Hòa Bình
153	HSG	Tập đoàn Hoa Sen
154	HST	Sách-TBTH Hưng Yên
155	HT1	Xi măng Hà Tiên 1
156	HTI	PT Hạ tầng IDICO
157	HTL	Ô tô Trường Long
158	HTP	In sách Hòa Phát
159	HTV	Vận tải Hà Tiên
160	HU1	Xây dựng HUD1
161	HU3	Xây dựng HUD3
162	HUT	Xây dựng TASCOT
163	HVT	Hóa chất Việt trì
164	HVG	Thủy sản Hùng Vương
165	HVX	Xi măng Vicem Hải Vân
166	ICG	Xây dựng Sông Hồng
167	ICF	Đầu tư & TM Thủy sản
168	IMP	IMEXPHARM
169	IDI	Đầu tư và PT
170	INC	Tư vấn Đầu tư IDICO
171	INN	In Nông Nghiệp
172	ITD	Công nghệ Tiên Phong
173	ITQ	Tập đoàn Thiên Quang
174	JVC	Thiết bị Y tế Việt Nhật
175	KDC	Tập đoàn KIDO
176	KHB	Khoáng sản Hòa Bình
177	KKC	Kim khí KKC
178	KLF	KLF Global
179	KMR	MIRAE
180	KMT	Kim khí Miền Trung
181	KSA	CN Khoáng sản Bình Thuận

182	KSB	Khoáng sản Bình Dương
183	KSD	Đầu tư DNA
184	KSH	Đầu tư và Phát triển KSH
185	KSK	Khoáng sản luyện kim màu
186	KSQ	Đầu tư KSQ
187	KST	KASATI
188	KTS	Đường Kon Tum
189	KTT	XL Điện Thiên Trường
190	L10	LILAMA 10
191	L14	Licogi 14
192	L18	LICOGI - 18
193	L35	Cơ khí Lilama
194	L43	LILAMA 45.3
195	L61	LILAMA 69-1
196	L62	LILAMA 69.2
197	LAF	Chế biến Hàng XK Long An
198	LAS	Hóa chất Lâm Thao
199	LBE	Sách & TBTH Long An
200	LBM	Khoáng sản Lâm Đồng
201	LCD	Thí nghiệm cơ điện
202	LCG	LICOGI 16
203	LCM	Khoáng sản Lào Cai
204	LCS	Licogi 16.6
205	LDP	Dược Lâm Đồng - Ladophar
206	LGC	Đầu tư Cầu đường CII
207	LHC	XD Thủy lợi Lâm Đồng
208	LIG	Licogi 13
209	LIX	Bột giặt Lix
210	LM7	LILAMA 7
211	LM8	LILAMA 18
212	LO5	LILAMA 5
213	LSS	Mía đường Lam Sơn
214	LTC	Điện nhẹ Viễn thông
215	LUT	ĐT & XD Lương Tài
216	MAC	MASERCO
217	MAS	Sân bay Đà Nẵng
218	MCC	Gạch ngói cao cấp

219	MCF	MECOFOOD
220	MCG	Cơ điện và XD VN
221	MCO	BDC Việt Nam
222	MCP	In và Bao bì Mỹ Châu
223	MDC	Than Mông Dương
224	MDG	Xây dựng Miền Đông
225	MEC	Lắp máy Sông Đà
226	MHC	Hàng hải Hà Nội
227	MHL	Minh Hữu Liên
228	MIM	Khoáng sản và Cơ khí
229	MKV	Dược Thú Y Cai Lậy
230	MNC	Mai Linh miền Trung
231	MWG	Thế giới di động
232	NAG	Tập đoàn Nagakawa
233	NAV	Tấm lợp và gỗ Nam Việt
234	NBC	Than Núi Béo
235	NDF	Nông sản XK Nam Định
236	NDX	Phát triển Nhà Đà Nẵng
237	NET	Bột giặt Net
238	NFC	Phân lân Ninh Bình
239	NGC	Thủy sản Ngô Quyền
240	NHC	Gạch ngói Nhị Hiệp
241	NKG	Thép Nam Kim
242	NNC	Đá Núi Nhỏ
243	NSC	Giống cây trồng TW
244	NST	Thuốc lá Ngân Sơn
245	NTP	Nhựa Tiền Phong
246	OCH	Khách sạn Đại Dương
247	ONE	Truyền thông Số 1
248	OPC	Dược phẩm OPC
249	PAC	PinẮc quy Miền Nam
250	PAN	Tập đoàn PAN
251	PCT	DVVT Dầu khí Cửu Long
252	PDC	Dầu khí Phương Đông
253	PDN	Cảng Đồng Nai
254	PEN	Xây lắp III Petrolimex
255	PET	PETROLSETCO

256	PGT	PGT Holdings
257	PHC	Phuc Hung Holdings
258	PHR	Cao su Phước Hòa
259	PIT	XNK PETROLIMEX
260	PJC	Thương mại và Vận tải Petrolimex HN
261	PJT	Vận tải thủy PETROLIMEX
262	PLC	Hóa dầu Petrolimex
263	PMC	Pharmedic
264	PMS	Cơ khí xăng dầu
265	PNC	Văn hóa Phương nam
266	PNJ	Vàng Phú Nhuận
267	POM	Thép Pomina
268	POT	Thiết bị Bưu điện Postef
269	PPE	PVPower Engineering
270	PPP	PP.Pharco
271	PPS	DVKT Điện lực Dầu khí
272	PRC	Vận tải Portserco
273	PSC	Vận tải Petrolimex SG
274	PSD	Phân phối Tổng hợp Dầu khí
275	PTB	Công ty Cổ phần Phú Tài
276	PTC	Xây lắp Bưu Điện PTIC
277	PTS	Vận tải Petrolimex HP
278	PVT	Vận tải Dầu khí PVTrans
279	PVV	Vinaconex 39
280	PVX	Xây lắp dầu khí VN
281	PXS	Lắp máy Dầu khí
282	PXI	XL CN và dân dụng Dầu khí
283	PXT	Xây lắp Đường ống Dầu khí
284	QBS	Xuất nhập khẩu Quảng Bình
285	QHD	Que hàn Việt Đức
286	QNC	Xi măng Quảng Ninh
287	QST	Sách Quảng Ninh
288	QTC	GTVT Quảng Nam
289	RAL	Bóng đèn & Phích Rạng Đông
290	RDP	Nhựa Rạng Đông
291	REE	Cơ Điện Lạnh REE
292	RIC	Quốc tế Hoàng Gia

293	S55	Sông Đà 505
294	S74	Sông Đà 7.04
295	S99	Sông Đà 9.09 (SCI)
296	SAF	Thực Phẩm SAFOCO
297	SAM	SAM Holdings
298	SAV	Savimex
299	SBT	Mía đường Thành Thành Công - Biên Hòa
300	SC5	Xây dựng Số 5
301	SCD	Giải khát Chương Dương
302	SCJ	Xi măng Sài Sơn
303	SCL	Sông Đà Cao Cường
304	SD2	Sông Đà 2
305	SD4	Sông Đà 4
306	SD5	Sông Đà 5
307	SD6	Sông Đà 6
308	SD9	Sông Đà 9
309	SDA	XKLD Sông Đà
310	SDC	Tư vấn Sông Đà
311	SDD	Xây lắp Sông Đà
312	SDE	Kỹ thuật điện Sông Đà
313	SDG	Sadico Cần Thơ
314	SDN	Son Đồng Nai
315	SDP	Công ty Cổ phần SDP
316	SDT	Sông Đà 10
317	SED	Phát triển GD Phương Nam
318	SFG	Phân bón Miền Nam
319	SFI	Vận tải SAFI
320	SFN	Dệt lưới Sài Gòn
321	SGC	Bánh phồng tôm Sa Giang
322	SGD	Sách GD TP.HCM
323	SGH	Khách sạn Sài Gòn
324	SGT	Sài Gòn Telecom
325	SHI	SONHA CORP
326	SIC	Công ty Cổ phần ANI
326	SHN	Đầu tư Tổng hợp Hà Nội
327	SII	Hạ tầng Nước Sài Gòn
329	SJ1	Nông nghiệp Hùng Hậu

330	SJC	Sông Đà 1.01
331	SJE	Sông Đà 11
332	SKG	Tàu Cao tốc Superdong
333	SLS	Mía đường Sơn La
334	SMC	Đầu tư & TM SMC
335	SMA	Thiết bị Phụ tùng Sài Gòn
336	SMT	SAMETEL
337	SPI	Đá Spilit
338	SPM	S.P.M CORP
339	SPP	Bao bì Nhựa SG
340	SRA	SARA Việt Nam
341	SRC	Cao su Sao Vàng
342	SRF	SEAREFICO
343	SSC	Giống cây trồng Miền Nam
344	SSM	Kết cấu Thép VNECO
345	ST8	Thiết bị Siêu Thanh
346	STC	Sách & TB TH TP.HCM
347	STG	Kho Vận Miền Nam
348	STP	CN Thương Mại Sông Đà
349	SVC	SAVICO
350	SVI	Bao bì Biên Hòa
351	SVN	Xây dựng SOLAVINA
352	SVT	Công nghệ SG Viễn Đông
353	TAC	Dầu Tường An
354	TBX	Xi măng Thái Bình
355	TC6	Than Cọc Sáu
356	TCL	Tan Cang Logistics
357	TCM	Dệt may Thành Công
358	TCO	Vận tải Duyên Hải
359	TCR	Gốm sứ TAICERA
360	TCS	Than Cao Sơn
361	TCT	Cáp treo Tây Ninh
362	TDC	Becamex TDC
363	TDN	Than Đèo Nai
364	TET	May mặc Miền Bắc
365	THB	Bia Thanh Hóa
366	THG	XD Tiền Giang

367	THS	Thanh Hoa Sông Đà
368	THT	Than Hà Tu
369	TIE	Điện tử TIE
370	TJC	TRANSCO
371	TKC	Địa ốc Tân Kỳ
372	TKU	Công nghiệp Tung Kuang
373	TLH	Thép Tiến Lên
374	TLG	Tập đoàn Thiên Long
375	TMS	Transimex
376	TMT	Ô tô TMT
377	TMX	Thương mại Xi măng
378	TNC	Cao su Thống Nhất
379	TNA	XNK Thiên Nam
380	TNG	ĐT & TM TNG
381	TNT	TAI NGUYEN CORP
382	TPC	Nhựa Tân Đại Hưng
383	TPH	In Sách giáo khoa TP.Hà Nội
384	TRA	Traphaco
385	TPP	Nhựa Tân Phú
386	TRC	Cao su Tây Ninh
387	TS4	Thủy sản số 4
388	TSB	Ắc quy Tia Sáng
389	TSC	Kỹ thuật NN Cần Thơ
390	TST	Dịch vụ KT Viễn Thông
391	TTC	Gạch men Thanh Thanh
392	TTF	Gỗ Trường Thành
393	TTZ	Xây dựng Tiến Trung
394	TV2	Tư vấn XD Điện 2
395	TV3	Tư vấn XD điện 3
396	TV4	Tư vấn XD Điện 4
397	TVD	Than Vàng Danh
398	TXM	Thạch cao Xi măng
399	TYA	Dây & Cáp điện TAYA
400	UDC	XD & PT Đô thị Tỉnh BR - VT
401	UIC	PT Nhà & Đô Thị IDICO
402	UNI	Viễn Liên
403	V12	VINACONEX 12



404	V21	Vinaconex 21
405	VAT	Viễn thông Vạn Xuân
406	VBC	Nhựa - Bao bì Vinh
407	VC1	Xây dựng số 1
408	VC2	Xây dựng Số 2
409	VC6	VINACONEX 6
410	VC7	Xây dựng Số 7
411	VC9	Xây dựng số 9
412	VCC	Vinaconex 25
413	VCF	Vinacafé Biên Hòa
414	VCG	VINACONEX
415	VCM	VINACONEX MEC
416	VCS	VICOSTONE
417	VDL	Thực phẩm Lâm Đồng
418	VE1	VNECO 1
419	VE2	Xây dựng Điện VNECO 2
420	VE3	Xây dựng điện VNECO 3
421	VE4	Xây dựng điện VNECO4
422	VE8	Xây dựng Điện Vneco 8
423	VE9	VNECO 9
424	VFG	Khử trùng Việt Nam
425	VGP	Cảng Rau Quả
426	VGS	Ổng thép Việt Đức
427	VHC	Thủy sản Vĩnh Hoàn
428	VHG	Đầu tư Cao su Quảng Nam
429	VHL	Viglacera Hạ Long
430	VID	VIỄN ĐÔNG
431	VIE	CN Viễn thông VI TE CO
432	VIS	Thép Việt Ý
433	VIP	Vận tải Xăng dầu VIPCO
434	VIT	Viglacera Tiên Sơn
435	VKC	Cáp nhựa Vĩnh Khánh
436	VLA	PT Công nghệ Văn Lang
437	VMC	VIMECO
438	VMD	Y Dược phẩm Vimedimex
439	VMI	KS và Đầu tư VISACO
440	VNC	VINACONTROL

441	VNE	Xây dựng điện Việt Nam
442	VNF	VINAFREIGHT
443	VNG	DL Thành Thành Công
444	VNL	Logistics Vinalink
445	VNM	VINAMILK
446	VNS	Ánh Dương Việt Nam
447	VNT	Vận tải ngoại thương
448	VOS	Vận tải Biển Việt Nam
449	VPK	Bao bì Dầu Thực vật
450	VSC	VICONSHIP
451	VSI	Đầu tư & XD Cấp thoát nước
452	VTB	Viettronics Tân Bình
453	VTC	Viễn thông VTC
454	VTH	Dây cáp điện Việt Thái
455	VTL	Vang Thăng Long
456	VTO	VITACO
457	VTs	Viglacera Từ Sơn
458	VTV	VICEMCOMATCE
459	VXB	VLXD Bến Tre
460	WCS	Bến xe Miền Tây