



## THE FACTORS AFFECTING THE DIVIDEND PAYOUT RATIO: EXPERIMENTAL RESEARCH OF CONSUMER GOODS COMPANIES

Nguyen Kim Phuoc<sup>1\*</sup>, Pham Minh Tien<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Ho Chi Minh City Open University

<sup>1</sup>University of Finance – Marketing

| ARTICLE INFO                                                                                                                                                                                                                                                          | ABSTRACT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>DOI:<br/>10.52932/jfm.vi65.211</p> <p><i>Received:</i><br/>September 04, 2021</p> <p><i>Accepted:</i><br/>October 01, 2021</p> <p><i>Published:</i><br/>October 25, 2021</p> <p><b>Keywords:</b><br/>Dividends;<br/>Dividend payout ratio;<br/>Consumer goods.</p> | <p>The study analyzes the factors affecting the dividend payout ratio of consumer goods companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE). Balanced panel data with 468 observations of 39 consumer goods companies listed on HOSE for 12 years (2009-2020) and panel data regression methods: POOL, FEM, REM, and FGLS are used to test the research model. The analysis results show that earnings per share positively influence the dividend payout ratio of consumer goods companies. On the other hand, revenue growth rate, state ownership, foreign ownership, and form of investment paid dividends in cash and shares. However, it was harmful from the debt-to-equity ratio and listing period. In addition, the study also found a significant difference between the two forms of dividend payment, in which companies often choose to pay dividends in cash only and pay a higher level than the form of payment in shares. Therefore, it is recommended that consumer goods companies consider a flexible dividend payment policy based on influencing factors to increase benefits for shareholders.</p> |

\*Corresponding author:

Email: [phuoc.nk@ou.edu.vn](mailto:phuoc.nk@ou.edu.vn)



## CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TỈ LỆ CHI TRẢ CỔ TỨC: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM CÁC CÔNG TY HÀNG TIÊU DÙNG

Nguyễn Kim Phước<sup>1\*</sup>, Phạm Minh Tiến<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh

<sup>2</sup>Trường Đại học Tài chính – Marketing

| THÔNG TIN                                                                                                                                                                                                                     | TÓM TẮT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>DOI:<br/>10.52932/jfm.vi65.211</p> <p>Ngày nhận:<br/>04/09/2021</p> <p>Ngày nhận lại:<br/>01/19/2021</p> <p>Ngày đăng:<br/>25/10/2021</p> <p><b>Từ khóa:</b><br/>Cổ tức;<br/>Tỉ lệ chi trả cổ tức;<br/>Hàng tiêu dùng.</p> | <p>Nghiên cứu nhằm phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty hàng tiêu dùng niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Dữ liệu bảng cân bằng với 468 quan sát của 39 công ty hàng tiêu dùng niêm yết cổ phiếu trên HOSE trong 12 năm (2009 – 2020) cùng với phương pháp hồi quy dữ liệu bảng POOL, FEM, REM và FGLS được sử dụng để kiểm chứng mô hình nghiên cứu. Kết quả phân tích cho thấy, tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty hàng tiêu dùng chịu ảnh hưởng tích cực từ thu nhập trên cổ phiếu, tốc độ tăng doanh thu, sở hữu Nhà nước, sở hữu nước ngoài và hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu nhưng tiêu cực từ tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và thời gian niêm yết. Ngoài ra, nghiên cứu còn phát hiện có sự khác biệt đáng kể giữa hai hình thức chi trả cổ tức, trong đó, các công ty thường chọn hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt nhiều hơn và mức chi trả cao hơn so với hình thức chi trả bằng cổ phiếu. Khuyến nghị công ty hàng tiêu dùng cần xem xét chính sách chi trả cổ tức linh động dựa trên các yếu tố ảnh hưởng để gia tăng lợi ích cho cổ đông là điều cần thiết.</p> |

### 1. Giới thiệu

Trong cuộc sống, mỗi cá nhân hay hộ gia đình đều cần phải tiêu dùng những mặt hàng đáp ứng nhu cầu của cuộc sống (hàng tiêu dùng). Ngành hàng tiêu dùng cung ứng những sản phẩm đáp ứng nhu cầu tiêu dùng cuối cùng (có thể là tiêu dùng lâu bền, không lâu bền hay

dịch vụ tiêu dùng). Vì thế, ngành hàng này rất quan trọng trong cuộc sống của mỗi người. Đồng thời, do đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng nên, ngành hàng tiêu dùng phải luôn luôn nghiên cứu, phát triển những sản phẩm (dịch vụ) đáp ứng kịp xu hướng tiêu dùng biến đổi không ngừng của khách hàng. Do đó, sự phát triển của các công ty hàng tiêu dùng không chỉ quan trọng đối với những nhà quản lý, nhà đầu tư mà còn là mối quan tâm của cộng đồng dân cư, chính quyền.

\*Tác giả liên hệ:

Email: [phuoc.nk@ou.edu.vn](mailto:phuoc.nk@ou.edu.vn)

Cổ tức là một trong những chủ đề đang được tranh luận trong lĩnh vực tài chính (Brealey và cộng sự, 2012). Các nhà nghiên cứu trong và ngoài nước đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về cổ tức, chính sách cổ tức nhưng kết quả nghiên cứu cũng chưa hoàn toàn thống nhất. Chính sách cổ tức là mối quan tâm của các nhà đầu tư vì nó phản ánh hiệu quả hoạt động của công ty. Đây là một hình thức thu hút vốn, ảnh hưởng đến giá và thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Đặc biệt ở Việt Nam, thị trường chứng khoán còn non trẻ, vốn hóa trên thị trường chưa cao, nhà đầu tư chưa nhiều vì thế, các nghiên cứu về chi trả cổ tức cần được thực hiện nhằm góp phần giải quyết những tranh luận có liên quan đến cổ tức, chi trả cổ tức, chính sách cổ tức của các công ty niêm yết.

Những nghiên cứu ở Việt Nam về chính sách cổ tức vẫn còn hạn chế, cụ thể trong 5 năm gần đây có các nghiên cứu của: Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017), Huỳnh Lưu Đức Toàn và cộng sự (2018), Phan Trọng Nghĩa và Nguyễn Ngô Bảo Linh (2018), Lê Thẩm Dương và cộng sự (2019), Nguyễn Thị Khánh Phương (2020). Hầu hết những nghiên cứu liên quan đến chính sách cổ tức, chi trả cổ tức đều sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cũng ít trùng lặp. Điều này xuất phát từ những vấn đề sau: (i) Dữ liệu sử dụng cho những nghiên cứu là khác nhau về khoảng thời gian và độ dài của thời gian. Hầu hết sử dụng bảng dữ liệu trong thời gian giai đoạn 5 năm trở lại (ngoại trừ nghiên cứu của Phan Trọng Nghĩa và Nguyễn Ngô Bảo Linh (2018), Lê Thẩm Dương và cộng sự (2019), Nguyễn Thị Khánh Phương (2020) có khoảng thời gian từ 7-11 năm); (ii) Số công ty sử dụng để phân tích trong các nghiên cứu là khác nhau; (iii) Các đề tài nghiên cứu chung cho các công ty tài chính và phi tài chính hoặc chỉ nghiên cứu công ty phi tài chính mà chưa tính đến đặc điểm riêng của từng ngành, từng lĩnh vực hoạt động của công ty.

Để góp phần giải quyết những tranh luận về chi trả cổ tức và lấp đầy khoảng trống nghiên

cứ liên quan đến vấn đề này, đề tài tiến hành nghiên cứu sâu về tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty hàng tiêu dùng đang niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong khoảng thời gian 12 năm (2009 – 2020). Kết quả nghiên cứu nhằm tìm ra những yếu tố chính ảnh hưởng đến tỉ lệ chi trả cổ tức của một ngành có số lượng cổ phiếu niêm yết khá lớn ở Việt Nam để có những phát hiện đủ cơ sở khoa học về chính sách cổ tức của một ngành, loại trừ những khác biệt theo đặc điểm ngành.

## 2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước

Phần lợi nhuận sau thuế của công ty chi trả cho cổ đông hay chủ sở hữu gọi là cổ tức (Allen & Michaely, 1995), để chi trả cổ tức cho cổ đông thì công ty phải hoạt động hiệu quả, có lợi nhuận. Tuy nhiên, không phải công ty nào cũng thực hiện chi trả cổ tức cho cổ đông khi hoạt động có lợi nhuận, công ty có thể giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Cổ tức có thể được chi trả bằng tiền mặt, bằng cổ phiếu (tài sản) hoặc kết hợp cả hai (Allen & Michaely, 1995; Baker, 2009). Tỉ lệ chi trả cổ tức bằng cổ tức chia cho mệnh giá (Baker, 2009).

*Lý thuyết cổ tức không liên quan đến giá trị công ty* (Dividend Irrelevance Hypothesis) của Miller và Modigliani (1961) hay còn gọi là lý thuyết M & M. Cốt lõi của lý thuyết M & M cho rằng, công ty chi trả cổ tức như thế nào, mức chi trả bao nhiêu không liên quan đến hoạt động của công ty. Lý thuyết này đã xây dựng trên các giả định: (i) *Các bên liên quan không phải chi trả các chi phí giao dịch;* (ii) *Thị trường cạnh tranh hoàn toàn;* (iii) *Thông tin trên thị trường là đầy đủ, không có tình trạng thông tin bất cân xứng.* Miller và Modigliani (1961) đã kết luận, chính sách cổ tức không có tác động gì đến giá trị công ty, vì thế, chi trả cổ tức là cố định bất chấp kết quả hoạt động của công ty. Lý thuyết này không phù hợp thực tế vì những giả định trên.

Lintner (1956) được xem là một trong những nhà tiên phong nghiên cứu về chính sách cổ tức. Bằng kết quả nghiên cứu thực nghiệm từ

các chính sách cổ tức của các công ty ở Mỹ, Lintner (1956) đã rút ra kết luận rằng, công ty có tăng trưởng ổn định có xu hướng chi trả cổ tức ổn định. Cổ đông ưa thích nhận mức cổ tức ổn định vì thế công ty không nên giảm cổ tức, cũng không nên thay đổi chính sách cổ tức đột ngột. Nếu công ty giảm cổ tức, cổ đông không nhận được cổ tức cao, giá cổ phiếu giảm.

Lintner (1956) và Gordon (1962) đều theo lý thuyết chính sách cổ tức tiền mặt cao. Gordon (1962) đưa ra lý thuyết chú chim trong lòng bàn tay (Bird in hand theory). Gordon (1962) theo lý thuyết chính sách cổ tức tiền mặt cao. Theo Gordon (1962) cổ đông không thích rủi ro, họ thường thích dòng tiền đến từ cổ tức. Do đó, việc chi trả cổ tức cho cổ đông là một vấn đề quan trọng. Dòng cổ tức chịu ảnh hưởng bởi kết quả hoạt động của công ty và quyết định cổ đông có gắn bó lâu dài, tiếp tục đầu tư vào cổ phiếu của công ty hay không.

Lý thuyết phát tín hiệu cho rằng có sự tồn tại của thông tin không cân xứng giữa người trong cuộc (quản lý và giám đốc) và người ngoài (cổ đông). Cổ tức ra đời để cung cấp một công cụ hữu ích cho các nhà quản lý để truyền tải thông tin cá nhân của họ đến thị trường. Cổ tức có thể ẩn chứa thông tin về triển vọng của một công ty, cổ tức có thể được xem là để truyền tải thông tin ngầm về tiềm năng thu nhập trong tương lai của công ty. Hay nói khác hơn, cổ tức là tín hiệu cung cấp cho cổ đông những thông tin về quá khứ và triển vọng của một công ty.

Lý thuyết về chi phí đại diện và dòng tiền tự do của chính sách cổ tức: Theo Jensen và Meckling (1976) việc chi trả cổ tức nhằm đảm bảo lợi ích các bên và giảm thiểu chi phí đại diện giữa nhà quản lý và các cổ đông, nhà đầu tư. Luôn tồn tại thông tin bất cân xứng giữa nhà quản lý, nhà đầu tư, những người bên trong và bên ngoài công ty, cổ tức là cách hiệu quả nhất để giao tiếp thông tin giữa công ty và cổ đông. Bhattacharyya (1979) cho rằng, các nhà quản trị có những thông tin mật về việc phân phối dòng tiền và họ phát đi tín hiệu vào thị trường thông qua việc lựa chọn mức chi trả cổ tức. Black

và Scholes (1974) dựa trên lý thuyết hiệu ứng nhóm cho rằng, khách hàng, nhà đầu tư khác nhau sẽ có những nhu cầu khác nhau. Khách hàng, nhà đầu tư có xu hướng thích mua những cổ phiếu mà đơn vị phát hành có chính sách cổ tức đáp ứng nhu cầu của họ. Rozeff (1982) đưa ra mô hình chính thức về chi phí đại diện hay mô hình giảm thiểu chi phí như sau:

$$P_{it} = \beta_0 - \beta_1 \text{INS} - \beta_2 \text{Grow1} - \beta_3 \text{Grow2} - \beta_4 \text{Beta} + \beta_5 \text{Stock} + \varepsilon \quad (1)$$

Với P là tỉ lệ thanh toán cổ tức bình quân trong giai đoạn nghiên cứu,  $\beta_0$  là hệ số gốc,  $\beta$  (hệ số hồi quy tương ứng,  $\beta$  chạy từ 1 đến 5), INS là tỉ lệ cổ phần thường do nội bộ nắm giữ bình quân trong giai đoạn nghiên cứu, Grow1 là tỉ lệ tăng doanh thu trung bình trong giai đoạn nghiên cứu, Grow2 mức tăng trưởng doanh thu dự báo, hệ số Beta ước tính được nêu trong báo cáo khảo sát giá trị dòng đầu tư, Stock là tổng số cổ đông vào năm cuối cùng của giai đoạn nghiên cứu.

Trong mô hình, biến INS và Stock là hai biến số liên quan đến cổ đông, nếu như tỉ lệ cổ phiếu do nội bộ nắm giữ càng cao thì tỉ lệ chi trả cổ tức càng giảm (giảm chi phí chi trả), ngược lại nếu số cổ đông càng cao thì tỉ lệ chi trả cổ tức càng lớn. Mô hình của Rozeff (1982) được khẳng định lại bằng kết quả nhiên cứu của Dempsey và Laber (1992), La Porta và cộng sự (2000), Al-Malkawi (2005). Những lý thuyết nêu trên được các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước ứng dụng. Tuy nhiên, mô hình và kết quả của các nghiên cứu trước đây cũng chưa có sự thống nhất.

Bushra và Mirza (2015) xác định các yếu tố quyết định đáng kể đến chính sách cổ tức của các công ty trên các lĩnh vực khác nhau ở Pakistan. Sử dụng dữ liệu của 75 công ty được liệt kê trong chỉ số KSE 100 trong giai đoạn 2005 – 2010. Hai biến phụ thuộc là lợi suất cổ tức (DPS) và tỉ lệ chi trả cổ tức. DPS lợi tức mà một cổ đông kiếm được trên một cổ phiếu dựa trên giá của nó vào đầu năm và cuối năm. Lợi tức cổ tức cho biết một công ty sẽ trả bao nhiêu cổ tức

(tiền mặt hoặc cổ phiếu) theo tỉ lệ phần trăm đầu tư của các cổ đông trong suốt một năm. Tỉ lệ chi trả cổ tức được tính bằng tỉ lệ giữa tổng số cổ tức trả cho cổ đông so với lợi nhuận ròng của công ty. Các biến độc lập gồm: giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu (dùng để đo cơ hội tăng trưởng), cơ cấu sở hữu, qui mô (đo bằng tổng tài sản), tăng trưởng doanh thu (% thay đổi doanh thu), đòn bẩy tài chính (tổng nợ/tổng tài sản), tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy; (i) Lợi nhuận, tăng trưởng doanh thu có tác động đồng biến với lợi suất cổ tức (DPS) và tỉ lệ chi trả cổ tức; (ii) Quy mô công ty có mối quan hệ nghịch chiều với tỉ lệ chi trả cổ tức và tỷ suất cổ tức; (iii) Quyền sở hữu tập trung trong các tổ chức, ban quản lý/gia đình và cá nhân có tác động tiêu cực đến tỉ lệ thanh toán; (iv) Tỉ lệ thị trường/sổ sách có tác động âm đến lợi suất cổ tức (DPS) và tỉ lệ chi trả cổ tức.

Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017) xem xét các yếu tố quyết định đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty phi tài chính bằng cách sử dụng kỹ thuật hồi quy Fama – MacBeth để phân tích dữ liệu của các công ty niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn (2008 – 2015). Nghiên cứu xem xét tác động của quy mô công ty, khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, rủi ro, tính thanh khoản của cổ phiếu, mức độ nắm giữ tiền, vòng đời công ty và đòn bẩy tài chính đến quyết định chi trả cổ tức. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, khả năng sinh lợi, mức độ nắm giữ tiền, tính thanh khoản của cổ phiếu và vòng đời công ty ảnh hưởng tích cực đáng kể đến chính sách chi trả cổ tức. Cơ hội tăng trưởng và đòn bẩy tài chính cũng có tác động nhỏ quyết định chi trả cổ tức. Quy mô công ty và rủi ro không có ảnh hưởng gì đến quyết định chính sách chi trả cổ tức.

Jaara và cộng sự (2018), sử dụng dữ liệu của 100 doanh nghiệp phi tài chính ở Jordan, Pakistan trong 12 năm (2005 – 2016) để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức.

Các biến độc lập trong mô hình gồm: ROE, chỉ số P/E, thanh khoản (LR), quy mô DN (SIZE), đòn bẩy tài chính, hình thức kiểm toán, tăng trưởng doanh thu. Kết quả cho thấy, hình thức kiểm toán, thanh khoản (LR) và ROE là yếu tố quyết định tích cực đến chính sách cổ tức. Tăng trưởng doanh thu ảnh hưởng tiêu cực đến việc chi trả cổ tức.

Gangil và Nathani (2018) nghiên cứu chính sách cổ tức của 11 công ty thuộc nhóm ngành hàng tiêu dùng nhanh trong danh sách 100 công ty hoạt động trong thời gian 10 năm (2007 – 2016). Nghiên cứu sử dụng phân tích nhân tố và hồi quy bội để phân tích dữ liệu khảo sát 11 công ty ngành hàng tiêu dùng nhanh. Tỉ lệ chi trả cổ tức được sử dụng làm biến phụ thuộc. Khả năng sinh lời (ROA, EPS, lợi nhuận sau thuế (RONW), tỷ suất sinh lời/giá trị tài sản ròng (PAT)), thanh khoản (hệ số thanh toán hiện hành (CR), hệ số thanh toán nhanh (LR)), tỉ lệ thu nhập/cổ phần (EPS), beta, tỉ lệ dòng tiền trên doanh thu (D/E), tổng tài sản, vốn hóa thị trường, lợi nhuận giữ lại được sử dụng làm các biến độc lập trong nghiên cứu. Kết quả phân tích cho thấy có 5 các yếu tố: Chỉ số sinh lời, quy mô công ty, tính thanh khoản, cơ hội tăng trưởng và giá trị thị trường quan trọng nhất khi các công ty quyết định cổ tức. Kết quả hồi quy cho thấy, khả năng sinh lời (ROA, EPS, RONW, PAT) ảnh hưởng tích cực đến quyết định cổ tức.

Lê Thẩm Dương và cộng sự (2019) sử dụng phương pháp hồi quy REM để đo lường các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu thu thập đã được kiểm toán trong 7 năm từ 2011 – 2017 của 102 doanh nghiệp (714 quan sát). Kết quả cho thấy, lợi nhuận, khoản thuế thu nhập, khả năng thanh toán có tác động đồng biến với chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Ngược lại, đòn bẩy tài chính, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động trái chiều với chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

Nguyễn Thị Khánh Phương (2020) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty phi tài chính. Dữ liệu thu thập từ báo cáo tài chính của 134 công ty phi tài chính niêm yết trên HNX giai đoạn (2010 – 2018). Kết quả hồi quy dữ liệu bảng (PoolOLS, FEM, REM) chỉ ra các nhân tố thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS), tỉ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỉ lệ chi trả cổ tức của năm liền trước (DY<sub>t-1</sub>) có tác động đến chính sách cổ tức của các công ty phi tài chính.

Theo kết quả lược khảo cho thấy, các nghiên cứu trước có kết quả chưa thống nhất. Nghiên cứu về cổ tức có nhiều nghiên cứu nhưng chưa tập trung nghiên cứu về tỉ lệ chi trả cổ tức của một ngành cụ thể. Đồng thời, các nghiên cứu trước sử dụng dữ liệu chưa đủ dài (trên 10 năm) nên có thể chưa lượng hóa được kết quả chính xác hơn. Song song đó, cuối năm 2008 và năm 2009, nền kinh tế các nước chịu ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế toàn cầu, thị trường chứng khoán chịu tác động mạnh. Nghiên cứu từ năm 2009 đến nay chưa tìm thấy nghiên cứu nào thực hiện. Đề tài thực hiện nhằm góp phần lấp đầy khoảng trống nêu trên.

$$Tỉ\ lệ\ chi\ trả\ cổ\ tức\ (DIV_{it}) = \alpha + \beta * EPS_{it} + \beta * LEV_{it} + \beta * CP_{it} + \beta * SAG_{it} + \beta * SIZE_{it} + \beta * SCA_{it} + \beta * FCA_{it} + \beta * TIME_{it} + \beta * POS_{it} + \beta * CSD_{it} + \epsilon_{it}$$

**Bảng 1.** Thang đo và giả thuyết nghiên cứu

| Biến quan sát (mã biến)            | Giải thích, đo lường                               | Giả thuyết     | Kỳ vọng | Nghiên cứu tham khảo                                                             |
|------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------|
| Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)   | Lợi nhuận sau thuế/ Tổng số cổ phần thường         | H <sub>1</sub> | Dương   | Bushra và Mirza (2015), Gangil và Nathani (2018), Nguyễn Thị Khánh Phương (2020) |
| Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV) | Nợ phải trả/ Vốn chủ sở hữu                        | H <sub>2</sub> | Âm      | Lê Thẩm Dương và cộng sự (2019)                                                  |
| Khả năng thanh toán hiện hành (CP) | Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn                      | H <sub>3</sub> | Dương   | Gangil và Nathani (2018), Jaara và cộng sự (2018)                                |
| Tốc độ tăng doanh thu (SAG)        | {(Doanh thu năm sau/ Doanh thu năm trước) – 1}*100 | H <sub>4</sub> | Dương   | Bushra và Mirza (2015), Gangil và Nathani (2018)                                 |
| Quy mô công ty (SIZE)              | Log của tổng tài sản                               | H <sub>5</sub> | Dương   | Gangil và Nathani (2018), Nguyễn Thị Khánh Phương (2020)                         |

### 3. Mô hình, phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được đề xuất dựa theo khung phân lý thuyết và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của: Lintner (1956), Gordon (1962), Jensen và Meckling (1976), Bhattacharyya (1979), Rozeff (1982), Bushra và Mirza (2015), Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017), Gangil và Nathani (2018), Jaara và cộng sự (2018), Lê Thẩm Dương và cộng sự (2019), Nguyễn Thị Khánh Phương (2020). Mô hình nghiên cứu tổng quát:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{i=1}^{12} \beta X_{it} + \epsilon_{it}$$

Với t là số năm (t chạy từ 1 đến 12), X là các biến độc lập; là hệ số hồi quy tương ứng với số biến độc lập, i số công ty có cổ phiếu niêm yết (i chạy từ 1 đến 39). Y hay DIV là biến phụ thuộc được tính bằng logarit mức cổ tức/mệnh giá cổ phiếu (giá cơ sở).

Mô hình nghiên cứu chi tiết:

| <b>Biến quan sát (mã biến)</b>                       | <b>Giải thích, đo lường</b>                                                                                       | <b>Giá thuyết</b> | <b>Kỳ vọng</b> | <b>Nghiên cứu tham khảo</b>                                      |
|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|----------------|------------------------------------------------------------------|
| Sở hữu Nhà nước (SCA)                                | {Số cổ phần sở hữu bởi Nhà nước/Tổng số cổ phần phát hành}*100 (%)                                                | H <sub>6</sub>    | Âm             | Jensen và Meckling (1976), Rozeff (1982), Bushra và Mirza (2015) |
| Sở hữu nước ngoài (FCA)                              | {Số cổ phần sở hữu nước ngoài/Tổng số cổ phần phát hành} *100(%)                                                  | H <sub>7</sub>    | Dương          | Jensen và Meckling (1976), Rozeff (1982), Bushra và Mirza (2015) |
| Thời gian niêm yết (TIME)                            | Tính từ khi công ty niêm yết đến năm 2019 (tháng)                                                                 | H <sub>8</sub>    | Dương          | Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2017)                   |
| Khả năng kiểm soát (POS)                             | Biến giả, bằng 1 nếu công ty có chủ tịch hội đồng quản trị kiêm tổng giám đốc hoặc giám đốc, bằng 0 nếu ngược lại | H <sub>9</sub>    | Âm             | Bhattacharyya (1979), Jaara và cộng sự (2018)                    |
| Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD) | Biến giả, bằng 1 nếu công ty chia trả cổ tức vừa bằng tiền, vừa bằng cổ phiếu, bằng 0 nếu ngược lại               | H <sub>10</sub>   | Dương          | Lintner (1956), Gordon (1962), Lê Thẩm Dương và cộng sự (2019)   |

**3.2. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu**

Nghiên cứu sử dụng phương pháp thống kê và hồi quy dữ liệu bảng (POOL, REM và FEM) để phân tích dữ liệu thu thập từ báo cáo tài chính của 39 công ty ngành hàng tiêu dùng niêm yết trên HOSE từ năm 2009 – 2020 với tổng số quan sát là 468 (12 năm \* 39 công ty). Dữ liệu được phân tích thực hiện trên phần mềm Stata 15.0 theo thứ tự như sau: (i) Thống kê mô tả (ii) Hồi quy mô hình POOL, REM và FEM, (iii) Kiểm

định lựa chọn mô hình phù hợp, (iv) Kiểm tra giả định về hiện tượng phương sai sai số không đổi và sự độc lập giữa các đơn vị chéo đều bị vi phạm, (v) Khắc phục các sai phạm của mô hình bằng phương pháp FGLS (Feasible Generalized Least Squares).

**4. Kết quả nghiên cứu**

**4.1. Kết quả thống kê**

**Bảng 2.** Thống kê mô tả các chỉ tiêu nghiên cứu (2009 – 2020)

| <b>Chỉ tiêu</b>                    | <b>ĐVT</b> | <b>Trung bình</b> | <b>Trung vị</b> | <b>Giá trị nhỏ nhất</b> | <b>Giá trị lớn nhất</b> | <b>Độ lệch chuẩn</b> |
|------------------------------------|------------|-------------------|-----------------|-------------------------|-------------------------|----------------------|
| Tỉ lệ chia cổ tức (DIV)            | %          | 16,25             | 15,00           | 0,00                    | 80,00                   | 15,54                |
| Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)   | Đồng       | 3.420             | 3.050           | -10.330                 | 29.220                  | 3.770                |
| Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV) | %          | 49,63             | 53,00           | 4,22                    | 125,62                  | 19,29                |
| Khả năng thanh toán hiện hành (CP) | Lần        | 1,92              | 1,44            | 0,22                    | 26,04                   | 1,92                 |
| Tốc độ tăng doanh thu (SAG)        | %          | 11,38             | 8,40            | -100,00                 | 213,40                  | 32,25                |
| Quy mô công ty (SIZE)              | Tỉ đồng    | 1.069,28          | 459,48          | 1,00                    | 115.736,60              | 5.882,18             |
| Sở hữu Nhà nước (SCA)              | %          | 15,22             | 4,35            | 0,00                    | 62,80                   | 19,65                |
| Sở hữu nước ngoài (FCA)            | %          | 15,12             | 6,77            | 0,00                    | 62,80                   | 18,34                |
| Thời gian niêm yết (TIME)          | Tháng      | 168,95            | 168             | 133                     | 240                     | 29,13                |

Kết quả thống kê mẫu nghiên cứu của 39 công ty hàng tiêu dùng niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2009 – 2020 (Bảng 2) cho thấy, đặc điểm chung của các công ty hàng tiêu dùng có quy mô tài sản tương đối lớn, thời gian niêm yết dài, tỉ lệ chia cổ tức cao, thu nhập và khả năng thanh toán tốt, nguồn vốn được tài trợ từ các khoản nợ nhiều, sở hữu Nhà nước và nước ngoài còn thấp. Bình quân chung của 39 công ty trong giai đoạn 2009 – 2020 là 1.069,28 tỷ đồng. Đến thời điểm năm 2020, các công ty hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường ít nhất là 11 năm,

bình quân là 14 năm. Thu nhập trên mỗi cổ phiếu của các công ty tiêu dùng cũng khá tốt, bình quân là 3,42 ngàn đồng/cổ phần, tương ứng với tỉ lệ chia cổ tức (bao gồm cổ phiếu và tiền mặt) bình quân mỗi năm của mỗi công ty là 16,25%. Tuy nhiên, chênh lệch thu nhập trên mỗi cổ phiếu (từ -10,33 đến 29,22 ngàn đồng), tốc độ tăng doanh thu (từ -100,00 đến 213,40%) và tỉ lệ chia cổ tức (từ 0,00 đến 80,00%) của các công ty tiêu dùng vẫn tương đối lớn.

**4.2. Kết quả hồi quy và các kiểm định**

**Bảng 3.** Tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu

|      | DIV       | EPS       | LEV       | CP       | SAG       | SIZE   | SCA       | FCA       | TIME      | POS   | VIF  |
|------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|--------|-----------|-----------|-----------|-------|------|
| DIV  | 1         |           |           |          |           |        |           |           |           |       |      |
| EPS  | 0,554***  | 1         |           |          |           |        |           |           |           |       | 1,11 |
| LEV  | -0,223*** | -0,196*** | 1         |          |           |        |           |           |           |       | 1,58 |
| CP   | 0,069     | 0,022     | -0,549*** | 1        |           |        |           |           |           |       | 1,50 |
| SAG  | 0,155***  | 0,175***  | 0,054     | -0,102** | 1         |        |           |           |           |       | 1,11 |
| SIZE | -0,076    | -0,014    | 0,054     | -0,040   | 0,128***  | 1      |           |           |           |       | 1,04 |
| SCA  | 0,189***  | 0,140***  | -0,021    | -0,063   | 0,019     | -0,024 | 1         |           |           |       | 1,12 |
| FCA  | 0,093**   | 0,002     | -0,128*** | -0,046   | 0,034     | 0,090* | -0,084*   | 1         |           |       | 1,08 |
| TIME | -0,235*** | -0,079*   | 0,095**   | -0,065   | -0,170*** | 0,086* | 0,014     | 0,040     | 1         |       | 1,16 |
| POS  | 0,045     | 0,031     | -0,019    | 0,096**  | 0,025     | -0,060 | -0,223*** | -0,131*** | -0,248*** | 1     | 1,16 |
| CSD  | 0,284***  | 0,081*    | -0,067    | 0,028    | -0,013    | -0,029 | 0,143***  | -0,027    | -0,171*** | 0,019 | 1,06 |

**Ghi chú:** Ký hiệu \*\*\*, \*\* và \* lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%.

Theo ma trận tương quan (Bảng 3) thì giá trị tuyệt đối hệ số tương quan cặp giữa các biến đều rất nhỏ hơn so với 0,5 điều này cho thấy không có hiện tượng tự tương quan giữa các biến. Tuy nhiên để chắc chắn rằng vấn đề đa cộng tuyến không xảy ra giữa các biến trong mô hình nghiên cứu, Gujarati (2012) đã đề xuất

kiểm tra giá trị hệ số nhân tố phóng đại phương sai (VIF) để kết luận vấn đề đa cộng tuyến. Kết quả (Bảng 3) cho thấy, hệ số tương quan giữa các biến tương đối nhỏ và các thành phần nhân tố trong mô hình cho hệ số VIF đều rất nhỏ (VIF < 10), chứng tỏ mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

**Bảng 4.** Kết quả hồi quy mô hình theo POOL, FEM, REM

| Biến phụ thuộc:<br>Tỉ lệ chi trả cổ tức (DIV) | Mô hình hồi quy       |                      |                      |
|-----------------------------------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
|                                               | POOL                  | FEM                  | REM                  |
| Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)              | 0,182***<br>[-13,12]  | 0,0995***<br>[-7,39] | 0,1130***<br>[-8,58] |
| Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV)            | 0,1740***<br>[-12,45] | 0,0852***<br>[-6,32] | 0,0998***<br>[-7,55] |



| <b>Biến phụ thuộc:<br/>Tỉ lệ chi trả cổ tức (DIV)</b> |                       | <b>Mô hình hồi quy</b> |                       |  |
|-------------------------------------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|--|
| <b>Biến độc lập</b>                                   | <b>POOL</b>           | <b>FEM</b>             | <b>REM</b>            |  |
| Khả năng thanh toán hiện hành (CP)                    | -0,0050<br>[-1,55]    | -0,0009<br>[-0,21]     | -0,0033<br>[-0,86]    |  |
| Tốc độ tăng doanh thu (SAG)                           | 0,00247<br>[-0,08]    | -0,0375<br>[-1,11]     | -0,0328<br>[-1,01]    |  |
| Quy mô công ty (SIZE)                                 | 0,0028*<br>[-1,71]    | 0,0034***<br>[-2,64]   | 0,0033***<br>[-2,58]  |  |
| Sở hữu Nhà nước (SCA)                                 | -0,1410**<br>[-2,14]  | -0,1320*<br>[-1,70]    | -0,1340*<br>[-1,85]   |  |
| Sở hữu nước ngoài (FCA)                               | 0,0080***<br>[-2,99]  | 0,0042<br>[-0,99]      | 0,0064*<br>[-1,87]    |  |
| Thời gian niêm yết (TIME)                             | 0,0084***<br>[-2,95]  | 0,0044<br>[-1,12]      | 0,0068**<br>[-2,07]   |  |
| Khả năng kiểm soát (POS)                              | -0,0035***<br>[-3,26] | -0,0065***<br>(-5,97)  | -0,0059***<br>(-5,63) |  |
| Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD)  | 0,0825<br>[-0,74]     | -0,0584<br>[-0,48]     | -0,0188<br>[-0,16]    |  |
| Hằng số                                               | 1,0900***             | 0,9780***              | 0,9920***             |  |
| <b>Độ phù hợp mô hình</b>                             | F(10, 457)            | F(10,419)              | Wald chi2 (10)        |  |
| Thống kê F/ Wald chi2                                 | 31,44***              | 21,67***               | 235,72***             |  |
| <b>Lựa chọn mô hình</b>                               |                       |                        |                       |  |
| Kiểm định ảnh hưởng cố định<br>(Wald test) F(38, 419) |                       | 11,37***               |                       |  |
| Kiểm định Hausman<br>(Hausman test) (chi2(10))        |                       |                        | 36,73***              |  |

**Ghi chú:** Ký hiệu \*\*\*, \*\* và \* lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%.  
Thống kê t trong ngoặc [ ]

Kết quả Bảng 4 cho thấy, cả 3 mô hình POOL, FEM, REM đều có các chỉ số thống kê F, Wald có giá trị Prob <  $\alpha = 5\%$  nên tất cả đều được đánh giá là phù hợp.

Lựa chọn OLS hoặc FEM: Kết quả kiểm định Wald (Bảng 4) cho thấy giá trị Prob > F = 0,0000 (<  $\alpha = 5\%$ ) với F(38, 419) = 11,19 chứng tỏ với mức ý nghĩa 5%, chúng ta đủ căn cứ để chứng minh là tồn tại sự khác biệt đặc trưng

giữa các công ty trong mô hình nghiên cứu. Mô hình FEM được chọn.

Lựa chọn FEM hoặc REM: Kết quả kiểm định Hausman cho thấy giá trị Prob > chi2 = 0,0000 (<  $\alpha = 5\%$ ) với chi2(9) = 0,8589, tác giả có đủ bằng chứng để khẳng định mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình REM khi nghiên cứu trên dữ liệu của đề tài. Như vậy, mô hình FEM sẽ được sử dụng cho các phân tích tiếp theo.

**Bảng 5.** Kiểm tra hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi

| Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi | Chibar2     | Prob > chibar2 |
|-------------------------------------------------|-------------|----------------|
| Modified Wald test (chi2 (39))                  | 1.746,59*** | 0,0000         |
| Kiểm định hiện tượng tự tương quan              | Pesaran     | Pr             |
| Pesaran’s test                                  | 11,205***   | 0,0000         |

Từ kết quả kiểm định ở Bảng 5 ta thấy, giá trị chibar2 có Prob > chi2 nhỏ hơn 1%, và Pesaran có Pr < 1%, cho thấy mô hình FEM có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan (phụ thuộc giữa các đơn vị chéo). Điều này sẽ làm giảm tính hiệu quả của mô hình FEM. Trong điều kiện các giả định về hiện tượng phương sai sai số không đổi và độc lập giữa các đơn

vị chéo bị vi phạm, phương pháp ước lượng Feasible Generalized Least Squares (FGLS) là sự lựa chọn phù hợp, để kết quả ước lượng không chệch và hiệu quả (Beck & Katz, 1995; Hoehle, 2007). Kết quả ước lượng mô hình FEM hiệu chỉnh bằng phương pháp FGLS cho thấy (Bảng 6), các biến EPS, LEV, SAG, SCA, FCA, TIME, CSD có tác động lên tỉ lệ chi trả cổ tức (DIV).

**Bảng 6.** Kết quả mô hình hiệu chỉnh bằng FGLS

| Biến phụ thuộc:<br>Tỉ lệ chi trả cổ tức (DIV)        | Mô hình hồi quy  |              |              |
|------------------------------------------------------|------------------|--------------|--------------|
| Biến độc lập                                         | Hệ số            | Sai số chuẩn | Thống kê z   |
| Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)                     | 0,1180***        | 0,014        | 8,520        |
| Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV)                   | -0,0072**        | 0,003        | -2,120       |
| Khả năng thanh toán hiện hành (CP)                   | -0,0191          | 0,026        | -0,730       |
| Tốc độ tăng doanh thu (SAG)                          | 0,0021**         | 0,001        | 2,010        |
| Quy mô công ty (SIZE)                                | -0,0849          | 0,060        | -1,400       |
| Sở hữu Nhà nước (SCA)                                | 0,0116***        | 0,003        | 4,480        |
| Sở hữu nước ngoài (FCA)                              | 0,0093***        | 0,003        | 3,430        |
| Thời gian niêm yết (TIME)                            | -0,0058***       | 0,001        | -4,800       |
| Khả năng kiểm soát (POS)                             | 0,1110           | 0,114        | 0,970        |
| Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD) | 0,8690***        | 0,128        | 6,780        |
| <b>Hằng số</b>                                       | <b>2,9440***</b> | <b>0,425</b> | <b>6,920</b> |
| <b>Độ phù hợp mô hình</b>                            |                  |              |              |
| Wald chi2(10)                                        |                  | 236,98***    |              |
| Prob > chi2                                          |                  | 0,0000       |              |

**Ghi chú:** Ký hiệu \*\*\*, \*\* và \* lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%.

**Thảo luận kết quả hồi quy**

Theo kết quả hồi quy mô hình FEM hiệu chỉnh bằng phương pháp FGLS, các giả thuyết H<sub>3</sub>, H<sub>5</sub>, H<sub>9</sub> không được chấp nhận do không

đạt mức ý nghĩa thống kê yêu cầu (Bảng 7). Nghĩa là các biến Khả năng thanh toán hiện thời (CP), Quy mô công ty (SIZE) và Khả năng kiểm soát (POS) không ảnh hưởng đến tỉ lệ chi trả cổ tức (DIV).

**Bảng 7.** Tổng hợp kết quả kỳ vọng và mức ý nghĩa thống kê

| Các biến                                             | Giả thuyết      | Kỳ vọng | Kết quả | Mức ý nghĩa      | Kiểm định giả thuyết |
|------------------------------------------------------|-----------------|---------|---------|------------------|----------------------|
| Thu nhập trên cổ phiếu (EPS)                         | H <sub>1</sub>  | +       | +       | Mức ý nghĩa 1%   | Chấp nhận            |
| Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV)                   | H <sub>2</sub>  | -       | -       | Mức ý nghĩa 5%   | Chấp nhận            |
| Khả năng thanh toán hiện thời (CP)                   | H <sub>3</sub>  | +       | -       | Không có ý nghĩa | Không chấp nhận      |
| Tốc độ tăng doanh thu (SAG)                          | H <sub>4</sub>  | +       | +       | Mức ý nghĩa 5%   | Chấp nhận            |
| Quy mô công ty (SIZE)                                | H <sub>5</sub>  | +       | -       | Không có ý nghĩa | Không chấp nhận      |
| Sở hữu Nhà nước (SCA)                                | H <sub>6</sub>  | -       | +       | Mức ý nghĩa 1%   | Chấp nhận            |
| Sở hữu nước ngoài (FCA)                              | H <sub>7</sub>  | +       | +       | Mức ý nghĩa 1%   | Chấp nhận            |
| Thời gian niêm yết (TIME)                            | H <sub>8</sub>  | +       | -       | Mức ý nghĩa 1%   | Chấp nhận            |
| Khả năng kiểm soát (POS)                             | H <sub>9</sub>  | -       | +       | Không có ý nghĩa | Không chấp nhận      |
| Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD) | H <sub>10</sub> | +       | +       | Mức ý nghĩa 1%   | Chấp nhận            |

Các giả thuyết H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub>, H<sub>4</sub>, H<sub>6</sub>, H<sub>7</sub>, H<sub>8</sub>, H<sub>10</sub> được chấp nhận (Bảng 8). Nghĩa là, các biến Thu nhập trên cổ phiếu (EPS), Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV), Tốc độ tăng doanh thu (SAG), Sở hữu Nhà nước (SCA), Sở hữu nước ngoài (FCA), Thời gian niêm yết (TIME) và Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD) có ảnh hưởng đến tỉ lệ chi trả cổ tức (DIV). Trong đó, Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV) và Thời gian niêm yết (TIME) có tác động trái chiều, các biến còn lại có tác động cùng chiều đến tỉ lệ chi trả cổ tức (DIV).

Kết quả kiểm định hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu (Bảng 8) cho thấy có sự khác biệt giữa hai hình thức này (có ý nghĩa thống kê). Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt có ảnh hưởng đến tỉ lệ chi trả cổ tức mạnh hơn hình thức chi trả bằng cổ phiếu. Hay nói khác hơn, hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt được ưa chuộng hơn và có tác động mạnh mẽ hơn đến tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty thuộc nhóm ngành hàng tiêu dùng.

**Bảng 8.** Kiểm định sự khác biệt về chính sách chi trả cổ tức

| Biến                                         | Số quan sát | Trung bình                 | Sai số chuẩn | Độ lệch chuẩn             | [95% khoảng tin cậy] |        |
|----------------------------------------------|-------------|----------------------------|--------------|---------------------------|----------------------|--------|
| Tiền mặt                                     | 468         | 14,642                     | 0,662        | 14,325                    | 13,341               | 15,944 |
| Cổ phiếu                                     | 468         | 1,664                      | 0,266        | 5,764                     | 1,140                | 2,187  |
| Khác biệt (diff)                             | 468         | 12,979                     | 0,711        | 15,377                    | 11,582               | 14,375 |
| Trung bình (diff) = Trung bình (R_TM – R_CP) |             |                            |              | t = 18,2597               |                      |        |
| Ho: Trung bình (diff) = 0                    |             |                            |              | Bậc tự do = 467           |                      |        |
| Ha: Trung bình (diff) < 0                    |             | Ha: Trung bình (diff) != 0 |              | Ha: Trung bình (diff) > 0 |                      |        |
| Pr(T < t) = 1,0000                           |             | Pr( T  >  t ) = 0,0000     |              | Pr(T > t) = 0,0000        |                      |        |

*Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS):* Nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng về mối tương quan tỉ lệ thuận giữa thu nhập trên mỗi cổ phần và tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty hàng tiêu

dùng. Kết quả phân tích FGLS cho thấy, trong trường hợp các yếu tố khác không thay đổi thì khi thu nhập trên mỗi cổ phần tăng thêm 1.000 đồng thì tỉ lệ cổ tức trên mệnh giá sẽ tăng 11,8%

và ngược lại (tại ý nghĩa ở mức 1%). Thống nhất với kết quả của các nghiên cứu trước đây của Bushra và Mirza (2015), Gangil và Nathani (2018), Nguyễn Thị Khánh Phương (2020). Cổ tức là dòng tiền thu về theo khoản đầu tư ban đầu, vì thế, thu nhập trên mỗi cổ phần và tỉ lệ cổ tức có mối quan hệ tích cực, mạnh mẽ là điều phù hợp. EPS phụ thuộc vào lợi nhuận sau thuế và số lượng cổ phần của mỗi công ty. Một công ty gia tăng lợi nhuận mà số lượng cổ phần vẫn giữ nguyên thì EPS sẽ tăng và ngược lại.

*Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV):* Nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng về mối tương quan tỉ lệ nghịch giữa tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty tiêu dùng. Kết quả ước lượng FGLS cho thấy, hệ số beta -0,0072 cho biết trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tăng 1% thì tỉ lệ chia cổ tức sẽ giảm 0,72% và ngược lại (mức ý nghĩa 5%). Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Lê Thẩm Dương và cộng sự (2019). Điều này hoàn toàn phù hợp trong thực tế khi công ty vay nợ nhiều, thì có xu hướng ưu tiên thực hiện nghĩa vụ nợ trước khi phân bổ nguồn lợi nhuận. Một công ty có vốn chủ sở hữu không thay đổi (thường trong ngắn hạn vốn chủ sở hữu ít biến động), thì khi công ty vay nợ nhiều hơn (LEV tăng), mức chi trả cổ tức sẽ giảm.

*Tốc độ tăng doanh thu (SAG):* Kết quả ước lượng FGLS đã tìm thấy bằng chứng về mối tương quan tỉ lệ nghịch giữa tốc độ tăng doanh thu và tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty tiêu dùng. Kết quả ước lượng FGLS cho thấy, hệ số beta 0,0021 cho biết trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu tốc độ tăng doanh thu tăng 1% thì tỉ lệ chia cổ tức sẽ tăng 0,21% và ngược lại (mức ý nghĩa 5%). Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Bushra và Mirza (2015), Gangil và Nathani (2018). Điều này hoàn toàn phù hợp trong thực tế khi doanh thu của công ty tăng cao, nghĩa là hoạt động có hiệu quả, ít nhiều tạo ra khoản lợi nhuận cho công ty, nên có khả năng tăng chi trả cổ tức cho cổ đông.

*Tỉ lệ vốn đầu tư Nhà nước (SCA):* Nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ thuận giữa tỉ lệ vốn đầu tư Nhà nước và tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty trong ngành tiêu dùng với mức ý nghĩa là 1%. Cụ thể là, các công ty trong ngành tiêu dùng có tỉ lệ vốn đầu tư Nhà nước càng cao sẽ có xu hướng chi trả cổ tức càng cao. Kết quả ước lượng FGLS cho thấy, hệ số beta 0,0116 cho biết trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu tỉ lệ vốn đầu tư Nhà nước vào các công ty hàng tiêu dùng trên thị trường chứng khoán tăng 1% thì tỉ lệ chia cổ tức sẽ tăng 1,16% và ngược lại. Các nghiên cứu trước có nêu vấn đề sở hữu có ảnh hưởng đến cổ tức nhưng phân chia theo cơ cấu sở hữu Nhà nước. Thực tế cho thấy, những công ty hàng tiêu dùng có vốn Nhà nước không nhiều, những công ty có vốn Nhà nước tồn tại và phát triển đủ lâu (niêm yết trên 10 năm) đều là những công ty sản xuất kinh doanh có hiệu quả cao (ví dụ như Vinamilk) nên việc chia cổ tức cao là phù hợp.

*Tỉ lệ vốn đầu tư nước ngoài (FCA):* Nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ thuận giữa tỉ lệ vốn đầu tư nước ngoài và tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty trong ngành tiêu dùng với mức ý nghĩa là 1%. Kết quả ước lượng FGLS cho thấy, hệ số beta 0,0093 cho biết trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu tỉ lệ vốn đầu tư nước ngoài của các công ty tiêu dùng trên thị trường chứng khoán tăng 1% thì tỉ lệ chia cổ tức sẽ tăng 0,93% và ngược lại. Các công ty hàng tiêu dùng có tỉ lệ vốn đầu tư nước ngoài cao hơn sẽ có xu hướng chi trả cổ tức cao hơn. Điều này phản ánh đúng thực tế đầu tư cổ phiếu của những nhà đầu tư nước ngoài. Những nhà đầu tư nước ngoài chỉ đầu tư lâu dài vào các cổ phiếu của những công ty sản xuất kinh doanh có hiệu quả cao, tính bền vững của kết quả kinh doanh. Ngành hàng tiêu dùng có sự biến đổi không ngừng, là hàng hóa thiết yếu trong cuộc sống hàng ngày nên được sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài.

*Thời gian niêm yết (TIME):* Kết quả ước lượng FGLS cho thấy, hệ số beta -0,0058 cho

biết trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu thời gian niêm yết cổ phiếu của các công ty tiêu dùng trên thị trường chứng khoán tăng 1 tháng thì tỉ lệ chia cổ tức sẽ giảm -0,58% và ngược lại. Kết quả nghiên cứu này còn khẳng định tính phù hợp của lý thuyết về chi phí đại diện. Nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng về mối tương quan tỉ lệ nghịch giữa tỉ lệ chi trả cổ tức và thời gian niêm yết của các công ty, điều này cho thấy các công ty có thời gian niêm yết càng lâu thì càng có xu hướng chia cổ tức ít đi. Những công ty hàng tiêu dùng muốn tồn tại phải thích ứng, đầu tư cho phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng. Do đó, những công ty có thời gian niêm yết lâu dài thường có xu hướng sử dụng lợi nhuận để tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh hơn là chi trả cổ tức.

*Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD):* Kết quả ước lượng bằng FGLS chỉ ra rằng hình thức chi trả cổ tức của các công ty hàng tiêu dùng (trả bằng tiền và cổ phiếu) có tác động thuận chiều đến tỉ lệ chia cổ tức. Cụ thể là, với hệ số beeta 0,8690 các công ty trong ngành hàng tiêu dùng sẽ thực hiện việc chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu có tỉ lệ cổ tức cao hơn các công ty khác 2,385% (mức ý nghĩa 1%). Kết quả nghiên cứu phù hợp với lý thuyết của Lintner (1956) và Gordon (1962) cùng với kết quả nghiên cứu Lê Thẩm Dương và cộng sự (2019). Những công ty kết hợp cả hai hình thức chi trả cổ tức, áp dụng linh động hình thức chi trả cổ tức theo tình hình thực tế giúp nâng cao lợi ích cho cổ đông.

## 5. Kết luận và khuyến nghị

### 5.1. Kết luận

Nghiên cứu được tiến hành để phân tích các nhân tố tác động đến tỉ lệ chia cổ tức của các công ty hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán trong giai đoạn 2009 – 2020. Phương pháp FGLS phù hợp được sử dụng trong nghiên cứu này. Những phát hiện chính từ nghiên cứu này có thể được tóm tắt như dưới đây.

*Thứ nhất*, nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng đủ để khẳng định rằng, có sự khác biệt đáng kể về tỉ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt và chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt được nhiều công ty hàng tiêu dùng ưa chuộng sử dụng hơn.

*Thứ hai*, thu nhập trên mỗi cổ phiếu, tốc độ tăng doanh thu, hình thức chi trả cổ tức 1 yếu tố quan trọng gắn bó mật thiết, có tác động tích cực đến tỉ lệ chi trả cổ tức. Ngược lại, tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán hiện hành, thời gian niêm yết (TIME) có xu hướng làm giảm tỉ lệ chi trả cổ tức.

*Thứ ba*, hình thức sở hữu (sở hữu Nhà nước, sở hữu nước ngoài) là yếu tố có ý nghĩa quan trọng khi nghiên cứu về chính sách cổ tức.

Ngoài ra, nghiên cứu chưa tìm thấy bằng chứng để chứng minh rằng quy mô công ty, khả năng thanh toán hiện hành, khả năng kiểm soát có tác động đến tỉ lệ chia cổ tức của các công ty hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán trong giai đoạn 2009 – 2020.

### 5.2. Khuyến nghị

Hàm ý chính sách từ nghiên cứu này là các công ty nói chung và công ty thuộc nhóm ngành hàng tiêu dùng nói riêng cần nâng cao hiệu quả hoạt động của mình. Công ty ngoài việc gia tăng doanh thu, đảm bảo tốc độ tăng doanh thu năm sau tăng cao hơn năm trước, gia tăng lợi nhuận của công ty để nâng cao thu nhập trên cổ phiếu (EPS). Gia tăng doanh thu và lợi nhuận là điều tất cả các doanh nghiệp đều mong muốn. Tuy nhiên, đối với các công ty hàng tiêu dùng để làm được điều này cần nghiên cứu kỹ nhu cầu, thị hiếu của người tiêu dùng. Đặc biệt, trong xu thế biến đổi hiện nay, nhu cầu tiêu dùng biến đổi khá nhanh, sự phát triển nhanh chóng của công nghệ, mức độ hội nhập ngày càng cao,... là những thách thức buộc các công ty hàng tiêu dùng muốn tồn tại và phát triển phải thay đổi, đầu tư nhằm thích ứng nhanh với nhu cầu của người tiêu dùng. Các công ty thực hiện được những điều này, ắt hẳn doanh thu và lợi nhuận hoạt động sẽ gia tăng. Bên cạnh đó, công ty cần

nghiên cứu cơ cấu nợ phù hợp, đảm bảo đòn bẩy tài chính phù hợp, tránh nợ tăng cao làm ảnh hưởng đến tỉ lệ chi trả cổ tức cho cổ đông. Cơ cấu lại hình thức sở hữu theo hướng tăng tỉ lệ sở hữu nước ngoài bằng việc tăng cường vốn góp từ các cổ đông nước ngoài cũng là một vấn đề các doanh nghiệp tiêu dùng cần quan tâm để tăng tiềm lực và lợi thế của doanh nghiệp. Công ty cũng cần xem xét chính sách chi trả cổ tức linh động theo từng tình hình kinh tế cụ thể để gia tăng lợi ích cho cổ đông. Ví dụ, như thời điểm kinh tế khó khăn, công ty nên chi trả cổ tức bằng tiền mặt để thu hút nhà đầu tư. Nhưng khi công ty có tiềm năng phát triển, có khả năng mở rộng hoạt động kinh doanh, công ty thì nên dành phần lợi nhuận để tái đầu tư, giảm nợ vay, đảm bảo lợi nhuận lâu dài cho nhà đầu tư, trong trường hợp này việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hấp dẫn cổ đông hơn.

### Tài liệu tham khảo

- Allen, F., & Michaely, R. (1995). Dividend policy. *Handbooks in operations research and management science*, 9, 793-837.
- Al-Malkawi, H. A. N. Y. (2005). *Dividend policy of publicly quoted companies in emerging markets: The case of Jordan* (Doctoral dissertation, University of Western Sydney (Australia)).
- Baker, H. K. (Ed.). (2009). *Dividends and dividend policy* (Vol. 1). John Wiley & Sons.
- Beck, N., & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *American political science review*, 89(3), 634-647.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of financial economics*, 1(1), 1-22.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance*. Tata McGraw-Hill Education.
- Bushra, A., & Mirza, N. (2015). The Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*, 20(2), 77-98.
- Dempsey, S. J., & Laber, G. (1992). Effects of agency and transaction costs on dividend payout ratios: further evidence of the agency-transaction cost hypothesis. *Journal of Financial research*, 15(4), 317-321.
- Gangil, R., & Nathani, N. (2018). Determinants of dividend policy: A study of FMCG sector in India. *IOSR Journal of Business and Management*, 20(2), 40-46.
- Gordon, M. J. (1962). The savings investment and valuation of a corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 41(1), 37-51.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The stata journal*, 7(3), 281-312.
- Huỳnh Lưu Đức Toàn, Nguyễn Trung Thông, Nguyễn Thanh Cường, Nguyễn Tấn Thông (2018). Các yếu tố tác động đến quyết định chi trả cổ tức bằng tiền của công ty tạo Việt Nam trong giai đoạn giảm thuế suất. *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, 97, 29-46.

### 5.3. Hạn chế nghiên cứu

Nghiên cứu đã tìm ra những nhân tố chính tác động đến tỉ lệ chi trả cổ tức của các công ty hàng tiêu dùng niêm yết cổ phiếu trên HOSE. Tuy nhiên, nghiên cứu chưa nghiên cứu tác động của tỉ lệ chi trả cổ tức đến giá cổ phiếu trên thị trường, chưa so sánh tỉ lệ chi trả cổ tức của ngành hàng tiêu dùng với những ngành hàng có đặc điểm tương tự khác (ví dụ dịch vụ tiêu dùng). Những nghiên cứu tiếp theo có thể phát triển theo hướng này để có những phát hiện thú vị hơn.

### Tài trợ nghiên cứu

Nghiên cứu này được Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh tài trợ trong đề tài mã số T2021.3.1

- Jaara, B., Alashhab, H., & Jaara, O. O. (2018). The determinants of dividend policy for non-financial companies in Jordan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(2), 198-209.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- Lê Thẩm Dương, Bùi Đan Thanh & Dương Văn Chí (2019). Nhân tố tác động đến chính sách cổ tức tiền mặt của các công ty niêm yết. *Tạp chí Tài chính*, 2, 26-30.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Nguyễn Thị Khánh Phương (2020). Ảnh hưởng của các nhân tố trên báo cáo tài chính đến chính sách cổ tức của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 212+213, 55-63.
- 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.
- Phan Trọng Nghĩa, Nguyễn Ngô Bảo Linh (2018). Ảnh hưởng của chính sách cổ tức lên giá thị trường của các công ty ngành khoáng sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Kinh tế, Trường ĐH Kinh tế – ĐH Đà Nẵng*, 6(01), 37-45.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.