

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN QUYẾT ĐỊNH CHI TRẢ CỔ TỨC BẰNG TIỀN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN GIẢM THUẾ SUẤT

Huỳnh Lưu Đức Toàn¹
Nguyễn Trung Thông²
Nguyễn Thanh Cường³
Nguyễn Tấn Thông⁴

Tóm tắt

Có nhiều yếu tố tác động đến quyết định chi trả cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp, để hỗ trợ cung cấp thông tin khoa học cho việc ra quyết định này, trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu về các yếu tố tác động đến quyết định cổ tức bằng tiền trong giai đoạn thay đổi thuế, tuy nhiên hiện nay chưa có nhiều nghiên cứu trong nước quan tâm đến yếu tố thay đổi thuế trong vấn đề nghiên cứu trên. Nghiên cứu này xem xét các yếu tố tác động đến quyết định cổ tức bằng tiền trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp. Nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng hồi quy nhị phân probit và phân tích xác suất tác động biên với mẫu dữ liệu gồm 250 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ năm 2011-2014. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, trong giai đoạn giảm thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, thời gian niêm yết, giá trị sổ sách, sở hữu bởi nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức, tiền và chứng khoán khả mại, lợi nhuận ròng và thâm hụt tài chính có tác động đến chính sách cổ tức bằng tiền thông qua quyết định giảm chi trả cổ tức bằng tiền mặt và quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền.

Từ khóa: Mô hình probit, quyết định chi trả cổ tức bằng tiền, thay đổi thuế suất, thuế thu nhập doanh nghiệp.

Abstract: *There are a many factors influencing the company's decision to pay cash dividends, to support the provision of scientific information for decision making decide on cash dividends during the tax change period, but at present there is not much research in the country that is concerned about the tax change factor in the above research. This study examines the factors influencing the decision to cash*

¹ Khoa Tài chính, Đại học Ngân hàng TP.HCM, Email: toanhld@buh.edu.vn

² Khoa Ngân hàng, Đại học Kinh tế TP.HCM, Email: thongnt@ueh.edu.vn

³ Đại học Ngân hàng TP. HCM, Email: cuongntdh30dc09@st.buh.edu.vn

⁴ Đại học Ngân hàng TP. HCM, Email: thongnt31dc18@st.buh.edu.vn

dividends on the Vietnamese stock market during the reduction of corporate income tax. The research team used probit binary regression estimation and boundary probability analysis with a sample of 250 non-financial corporations listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange between 2011-2014. Research results indicate that, during the reduction of corporate income tax rates, listing periods, book values, owned by individual investors and institutional investors, cash and short-term securities, net profit and financial deficit have an impact on the cash dividend policy by deciding to reduce cash dividend and decide not to pay cash dividend.

Keywords: *probit model, dividend payment decision, tax rate reduction, corporate tax rate*

JEL Classification: G30, G35, H25

1. Giới thiệu

Trên thế giới, đặc biệt là tại những quốc gia có nền kinh tế tài chính phát triển, đã có rất nhiều nghiên cứu phân tích tác động của việc thay đổi thuế đến chính sách cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp; nghiên cứu của Chetty và Saez (2005) đã phân tích sự tác động của việc giảm thuế ở Mỹ đến chính sách cổ tức bằng tiền thông qua quyết định chi trả cổ tức bằng tiền (CTCTBT) của doanh nghiệp và kết quả cho thấy doanh nghiệp tăng mức chi trả cổ tức bằng tiền khi bắt đầu giảm thuế, nghiên cứu của Buchanan và các cộng sự (2017) đã sử dụng mô hình hồi quy nhị phân probit để phân tích tác động của các yếu tố liên quan đến chính sách cổ tức bằng tiền, đặc biệt là thay đổi thuế đến quyết định CTCTBT của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, ở Việt Nam có các nghiên cứu của Trương Đông Lộc (2015), nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2013) nghiên cứu về tác động của các yếu tố đến quyết định CTCTBT của doanh nghiệp, nhưng chưa thực sự quan tâm đến yếu tố thuế thu nhập doanh nghiệp thay đổi, cụ thể là việc giảm thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp. Đồng thời, những bài nghiên cứu ở Việt Nam trước đây sử dụng mô hình FEM, REM nên chưa thấy được sự tác động của các yếu tố đến quyết giảm hay tăng CTCTBT của doanh nghiệp, mà chỉ thấy được chiều hướng tác động của các yếu tố đến mức CTCTBT. Theo nghiên cứu của Nguyễn Ngọc Huy và các cộng sự (2016) trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011 đến 2015 các doanh nghiệp có xu hướng giảm CTCTBT, nhưng chưa phân tích được các yếu tố tác động đến quyết định CTCTBT, đặc biệt trong giai đoạn giảm thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp. Do vậy, vấn đề đặt ra là liệu rằng, ngoài những yếu tố nội tại của doanh nghiệp được đề cập trong các nghiên cứu trước thì yếu tố thay đổi thuế suất có tác động tới quyết định CTCTBT của doanh nghiệp hay không, từ đó, nhóm thực hiện nghiên cứu “Các yếu tố tác động đến quyết định chi trả cổ tức bằng tiền của các doanh nghiệp tại Việt Nam trong giai đoạn thay đổi thuế suất”. Nhóm nghiên cứu kỳ vọng kết quả nghiên cứu của đề tài này sẽ hỗ trợ cho các DN có thể lựa chọn chính sách cổ tức bằng tiền phù hợp, cũng như các cơ quan Nhà nước có liên quan ban hành những chính sách hiệu quả hơn trong giai đoạn này. Để hoàn thành bài

nguyên cứu này, nhóm nghiên cứu tập trung vào 250 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX), trong giai đoạn từ năm 2011 đến 2014. Nhóm nghiên cứu thực nghiệm công trình nhằm mục đích phân tích chiều hướng và khả năng tác động của các yếu tố đến chính sách CTCTBT thông qua quyết định CTCTBT trong giai đoạn giảm thuế suất để có thể đưa ra những khuyến nghị phù hợp hơn cho các doanh nghiệp trong giai đoạn này. Để đạt được các mục tiêu nghiên cứu đã đặt ra, đối tượng nghiên cứu của đề tài là quyết định CTCTBT, các yếu tố tác động, tự tương quan giữa yếu tố với quyết định CTCTBT. Nhóm nghiên cứu tiếp tục đi sâu vào cơ sở lý luận ở phần 2, phương pháp nghiên cứu ở phần 3, kết quả nghiên cứu ở phần 4 và đi đến kết luận ở phần 5 để trình bày rõ hơn những vấn đề nêu trên.

2. Cơ sở lý luận và giả thiết nghiên cứu

Kể từ khi Lintner (1956) nghiên cứu về chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Cho đến nay, có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm khác nhau được thực hiện ở nhiều thị trường khác nhau để phân tích những vấn đề xoay quanh chính sách cổ tức. Cho đến những năm đầu của thế kỷ 21, các nhà nghiên cứu mới thực sự bắt đầu quan tâm nhiều tới vấn đề thay đổi thuế tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Cụ thể là nghiên cứu của Chetty và Saez (2005) đã phân tích sự tác động của việc giảm thuế ở Mỹ đến quyết định CTCTBT của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, một số lý thuyết liên quan đến chính sách cổ tức như lý thuyết Bird in the hand của Gordon (1963) và Lintner (1964), lý thuyết tín hiệu được phát triển bởi Miller và Modigliani (1961), lý thuyết chính sách cổ tức không tương thích được sử dụng phổ biến trong tài chính để phân tích chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Dựa vào những lý thuyết nền tảng, cùng với các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước, nhóm nghiên cứu sẽ đưa ra những giả thiết phục vụ cho mục đích nghiên cứu sau khi đi qua một số bài nghiên cứu dưới đây:

Bài nghiên cứu của Adaoglu (2000), thực hiện ở thị trường mới nổi là Sở Giao dịch chứng khoán Istanbul (Thổ Nhĩ Kỳ), kiểm định việc áp dụng chính sách cổ tức bằng tiền ổn định với dữ liệu gồm 76 doanh nghiệp niêm yết, trong giai đoạn 1985 – 1997. Adaoglu sử dụng mô hình cổ tức của Lintner (1956) để phân tích sự tác động của các yếu tố tới chính sách cổ tức bằng tiền của các doanh nghiệp tại sở giao dịch này. Kết quả của công trình nghiên cứu này là quyết định CTCTBT của doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào yếu tố quyết định là lợi nhuận của doanh nghiệp.

Nizar Al-Malkawi (2007) cũng xem xét sự ảnh hưởng của các yếu tố đến chính sách cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp. Dữ liệu của bài nghiên cứu sử dụng là các doanh nghiệp trên Sở giao dịch chứng khoán AM&Man, Jordan, lấy dữ liệu của các doanh nghiệp này trong thời kỳ từ năm 1989 đến năm 2000. Tác giả sử dụng các phương pháp thống kê và phân tích hồi quy Tobit, cũng đưa vào các biến có liên quan tới chính sách cổ tức bằng tiền. Kết quả nghiên cứu cũng xác nhận một điều là tỉ lệ sở hữu bên trong và bên ngoài doanh nghiệp có mức ảnh hưởng rất lớn đến việc doanh

ngành có quyết định CTCTBT. Ngoài ra thì các yếu tố tác động khác như quy mô doanh nghiệp, thời gian niêm yết, lợi nhuận cũng có tác động nhiều đến quyết định CTCTBT của doanh nghiệp.

Ahmed và Javid (2009) cũng kiểm định các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp với 320 doanh nghiệp phi tài chính, trong giai đoạn 2001- 2006 trên Sở Giao dịch chứng khoán Karachi. Bài nghiên cứu này cho kết quả là doanh nghiệp có quyết định CTCTBT hay không thì phụ thuộc vào lợi nhuận hiện tại và tỉ lệ cổ tức năm trước, nhưng lợi nhuận hiện tại có mức ảnh hưởng lớn hơn. Ngoài ra, kết quả còn cho thấy các doanh nghiệp có lợi nhuận cao và có dòng tiền tự do lớn thì CTCTBT ở mức cao hơn. Hơn nữa, bài nghiên cứu này cũng cho kết quả là quyết định CTCTBT có mối liên hệ thuận chiều với những nhóm nhà đầu tư có chiếm tỉ lệ lớn trong sở hữu doanh nghiệp và tính thanh khoản của doanh nghiệp cũng vậy, nhưng lại có quan hệ nghịch chiều với cơ hội đầu tư và quy mô của các doanh nghiệp.

Gonzalez và các cộng sự (2017) xem xét sự tác động của việc tập trung quyền sở hữu tới chính sách cổ tức bằng tiền. Nghiên cứu này thực hiện ở 6 nước Mỹ Latin là Argentina, Peru, Chile, Colombia, Mexico, và Brazil, với bộ dữ liệu được lấy từ năm 2007-2014 của 1464 doanh nghiệp phi tài chính. Bài nghiên cứu này sử dụng phương pháp hồi quy OLS, kết quả cho thấy nếu doanh nghiệp có tỉ lệ sở hữu bởi nhà đầu tư cá nhân chiếm ưu thế thì các doanh nghiệp thường quyết định CTCTBT ít hơn. Tác giả cũng đưa ra kết quả thuyết phục hơn là những nhà đầu tư lớn, không nhất thiết là lớn nhất trong doanh nghiệp, đều có quyền kiểm soát và tác động tới chính sách CTCTBT của doanh nghiệp.

Buchanan và các cộng sự (2017) nghiên cứu kiểm định mức độ không chắc chắn của thông tin là tăng mức thuế gây ảnh hưởng tới chính sách chi trả cổ tức bằng tiền, thực nghiệm ở thị trường chứng khoán Mỹ, dữ liệu được lấy từ 3380 doanh nghiệp trên cả ba Sở giao dịch là NYSE, NASDAQ và AMEX, trong khoảng thời gian từ quý 2008 đến năm 2013. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp DID để phân tích sự khác nhau giữa hai thời điểm tăng thuế ở Mỹ và giữa cổ tức thường và cổ tức đặc biệt có khác hay không, tác giả cũng thực hiện hồi quy nhị phân probit để xem xét các doanh nghiệp tại Mỹ có quyết định chi trả cổ tức nhiều hơn trước giai đoạn giảm thuế để bảo vệ lợi ích cho cổ đông hay không. Ngoài ra, tác giả cũng đưa vào các biến kiểm soát cho mô hình để kiểm định chính sách thuế tác động tới chính sách cổ tức hay không hay là do các yếu tố nội tại của doanh nghiệp, như là biến thâm hụt tài chính, nghiên cứu và phát triển, lợi nhuận ròng, tỷ lệ giá trị thị trường trên sổ sách... Cuối cùng, kết quả của bài nghiên cứu là vào trước năm tăng thuế thì các doanh nghiệp ở Mỹ có xu hướng trả cổ tức nhiều hơn, với mức độ không chắc chắn về khả năng tăng thuế tại năm 2011 và 2013 thì năm 2011 có mức độ phản ứng cao hơn và càng gần về thời gian giảm thuế thì càng chi trả cổ tức nhiều hơn.

Trương Đông Lộc và Phạm Phát Tiến (2015) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức, dữ liệu là 236 doanh nghiệp phi tài chính trên HSX trong giai

đoạn 2010 – 2012, các tác giả cũng sử dụng các biến kiểm soát để thực thể hiện sự tác động của các nhân tố này đến chính sách cổ tức có thể kể đến như thời gian niêm yết, quy mô doanh nghiệp, tỷ số nợ... Với dạng dữ liệu bảng, bằng phương pháp so sánh, thống kê, cũng như là sử dụng mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) để phân tích sự tác động của các biến kiểm soát với chính sách cổ tức của DN. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho rằng, chưa thấy sự tác động của các biến kiểm soát là thời gian niêm yết, tỷ số nợ, khả năng thanh toán, tốc độ tăng doanh thu, sở hữu nhà nước và quy mô doanh nghiệp tới chính sách cổ tức, cũng như việc doanh nghiệp có quyết định CTCTBT hay không, bởi hầu hết các biến trên đều không có ý nghĩa thống kê.

Cũng cùng vấn đề nghiên cứu trên, Võ Xuân Vinh (2013) nghiên cứu các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt. Phạm vi nghiên cứu là các doanh nghiệp trên HSX trong giai đoạn 2009-2012, tác giả sử dụng các biến kiểm soát để kiểm định tác động của các yếu tố đến mức CTCTBT mặt như: tỷ lệ nợ (DEBT), khả năng sinh lời (ROE), rủi ro công ty (BR), quy mô công ty (SIZE), tài sản hữu hình (TANG), mức tăng trưởng của từng công ty (GROWTH). Tác giả sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng, bằng phương pháp so sánh, thống kê, sử dụng mô hình hồi quy OLS (pooled), mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) để phân tích tác động của biến kiểm soát với biến phụ thuộc là CDSALE. Kết quả nghiên cứu còn cho thấy hai yếu tố không có tác động đến việc doanh nghiệp có quyết định CTCTBT là khả năng sinh lợi và tính thanh khoản trong khi các yếu tố còn lại đều có mức ý nghĩa thống kê thể hiện sự tác động.

Liên quan đến chính sách cổ tức, Nguyễn Ngọc Huy và các cộng sự (2016) cũng nghiên cứu về vấn đề này, dữ liệu các tác giả sử dụng là 184 doanh nghiệp phi tài chính trên HSX trong giai đoạn 2011-2015. Nghiên cứu sử dụng cả ba mô hình ước lượng dữ liệu bảng tĩnh và động, pool OLS. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ suất CTCTBT của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh có xu hướng giảm trong giai đoạn 2011-2015.

Qua nhiều nghiên cứu thực nghiệm trước đây, nhóm nghiên cứu nhận thấy, chính sách cổ tức bằng tiền phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố, vì vậy, nhóm nghiên cứu sẽ sử dụng các yếu tố này để thực hiện phân tích và đi đến những giả thiết nghiên cứu.

Giả thiết nghiên cứu

Nhóm nghiên cứu dựa vào lý thuyết về chính sách cổ tức bằng tiền và những nghiên cứu thực nghiệm trước đây để phát triển các giả thuyết sau:

Theo Nguyễn Ngọc Huy và các cộng sự (2016) trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011 đến 2015 các doanh nghiệp có xu hướng giảm CTCTBT nên nhóm nghiên cứu đặt giả thiết H_1 .

H_1 : Các doanh nghiệp có xu hướng giảm chi trả CTCTBT trong giai đoạn giảm thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp.

Sự thay đổi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động trực tiếp lên lợi

nhuận của doanh nghiệp và chính sách cổ tức bằng tiền sẽ được quyết định sau khi nộp thuế. Theo Atanassov và Liu (2016), giảm thuế thu nhập doanh nghiệp tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tập trung nhiều nguồn lực hơn vào việc đầu tư phát triển, hơn là duy trì chính sách cổ tức tiền mặt cho doanh nghiệp. Các nghiên cứu của Djankov và các cộng sự (2010); Cummins và các cộng sự (1996) cũng cho kết quả tương tự, hai bài viết này cho rằng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tác động mạnh mẽ đến hoạt động đầu tư, kinh doanh và phát triển của doanh nghiệp, đồng nghĩa với việc các doanh nghiệp sẽ hạn chế chi trả cổ tức trong giai đoạn này để thực hiện mục tiêu đầu tư. Điều này cho thấy là thuế thu nhập doanh nghiệp là một trong những yếu tố quan trọng tác động tới doanh nghiệp. Vì vậy, nhóm nghiên cứu đặt giả thiết H_2 .

H_2 : Yếu tố thay đổi thuế suất là một trong những yếu tố sẽ tác động tích cực tới chính sách cổ tức bằng tiền thông qua quyết định giảm CTCTBT, không CTCTBT của doanh nghiệp trong giai đoạn này.

Nghiên cứu của Devereux và Schiantarelli (1994), Buchanan và các cộng sự (2017), Trương Đông Lộc và Phạm Phát Tiến (2015), Coad và các cộng sự (2016) cho rằng, thời gian niêm yết càng lớn thì các doanh nghiệp sẽ thiên theo hướng là có chính sách cổ tức ổn định, bảo vệ lợi ích cho nhà đầu tư, có nghĩa thời gian niêm yết càng lớn thì các doanh nghiệp sẽ có thể giữ mức cổ tức, hoặc tăng mức CTCTBT. Do vậy, nhóm đi đến giả thiết thứ ba:

H_3 : Yếu tố thời gian niêm yết có tác động tới quyết định CTCTBT theo hướng tích cực.

Kết quả nghiên cứu của Wei Huang (2016) cho rằng mức CTCTBT và tỉ lệ sở hữu doanh nghiệp là tổ chức có mối quan hệ thuận chiều, những doanh nghiệp có tỉ lệ nhà đầu tư tổ chức chiếm ưu thế thì sẽ có xu hướng ưu tiên giữ lại nhiều hơn, CTCTBT ít hơn. Vì vậy, giả thiết thứ 4 nhóm đặt ra là:

H_4 : Yếu tố nhà đầu tư có tác động tới quyết định CTCTBT, trong đó, doanh nghiệp có nhà đầu tư cá nhân chiếm ưu thế thì sẽ quyết định CTCTBT ít hơn.

Kết quả nghiên cứu của Buchanan và các cộng sự (2017), Gill và các cộng sự năm (2010) cho rằng có mối tương quan thuận giữa yếu tố giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và quyết định CTCTBT. Vì vậy, giả thiết 5 của nhóm đưa ra là:

H_5 : Yếu tố giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có tác động tới quyết định CTCTBT theo hướng tích cực.

Nghiên cứu của Ahmed và Javid (2009) cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức có mối tương quan nghịch với quy mô của các doanh nghiệp. Do vậy, giả thiết 6 của nhóm:

H_6 : Yếu tố giá trị sổ sách có tác động tới quyết định CTCTBT theo hướng tiêu cực.

Nghiên cứu của Buchanan và các cộng sự (2017) cho thấy sự tương quan nghịch giữa quyết định CTCTBT với mức thâm hụt tài chính và yếu tố chi phí nghiên cứu và phát triển và tương quan thuận với yếu tố lợi nhuận ròng trên giá trị sổ sách. Vậy, giả

thiết 7; 8; 9 của nhóm là:

H₇: Yếu tố thâm hụt tài chính có tác động tới quyết định CTCTBT theo hướng tiêu cực.

H₈: Yếu tố chi phí nghiên cứu và phát triển có tác động tới quyết định CTCTBT theo hướng tiêu cực.

H₉: Yếu tố lợi nhuận ròng trên giá trị sổ sách có tác động tới quyết định CTCTBT theo hướng tích cực.

Nghiên cứu của Chetty và Saez (2005) chỉ ra sự nghịch chiều giữa yếu tố tiền và chứng khoán giả mạo với quyết định CTCTBT. Do đó, giả thiết 10 của nhóm:

H₁₀: Yếu tố tiền và chứng khoán khả mại có tác động tới quyết định CTCTBT theo hướng tiêu cực.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này dựa trên mô hình hồi quy probit của Buchanan (2016), nhóm nghiên cứu áp dụng một phần mô hình probit của Buchanan (2016) đưa ra hai mô hình:

$$Y_{0i} = \alpha + \gamma T_{year \text{ or } year*} + \beta_1 NDT_i + \beta_2 AGE_i + \beta_3 MTBR_i + \beta_4 \ln DPS_i + \beta_5 \ln BE_i + \beta_6 \ln FD_i + \beta_7 \ln RD_i + \beta_8 CBE_i + \beta_9 NITBE_i + \varepsilon_i$$

Với biến phụ thuộc Y_{0i} là biến giả mang hai giá trị 0 hoặc 1. Biến này xem xét về quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp, với giá trị bằng 1 khi thỏa mãn điều kiện năm trước có chi trả cổ tức bằng tiền, năm nay không chi trả cổ tức bằng tiền (điều kiện dựa trên cổ tức trên mỗi cổ phần) và bằng 0 với các trường hợp khác.

Các biến độc lập là biến $t_{year \text{ or } year*}$ là biến giả sẽ thành $t_{2011,2012,2013 \text{ or } 2014}$ (với $t=0$ khi đó là các năm 2011, 2012, 2013 và $t=1$ với đó là năm 2014), biến NDT là biến giả (với $t=0$ khi nhà đầu tư cá nhân chiếm đa số và bằng 0 khi nhà đầu tư tổ chức chiếm đa số), biến AGE là thời gian niêm yết doanh nghiệp, $MTBR$ là tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp, $\ln DPS$ là logarit cơ số e của cổ tức trên mỗi cổ phần, $\ln BE$ là logarit cơ số e của giá trị sổ sách doanh nghiệp, $\ln FD$ là logarit cơ số e của thâm hụt tài chính doanh nghiệp, $\ln RD$ là logarit cơ số e của chi phí nghiên cứu phát triển, CBE là tỷ lệ tiền và chứng khoán khả mại trên giá trị sổ sách doanh nghiệp, $NITBE$ là tỷ lệ lợi nhuận ròng trên giá trị sổ sách.

Mô hình thứ hai mà nhóm nghiên cứu đưa ra:

$$Y_{gi} = \alpha + \gamma T_{year \text{ or } year*} + \beta_1 NDT_i + \beta_2 AGE_i + \beta_3 MTBR_i + \beta_4 \ln DPS_i + \beta_5 \ln BE_i + \beta_6 \ln FD_i + \beta_7 \ln RD_i + \beta_8 CBE_i + \beta_9 NITBE_i + \varepsilon_i$$

Với biến phụ thuộc Y_{gi} là biến giả mang hai giá trị 0 hoặc 1. Biến này xem xét về quyết định giảm chi trả cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp, với giá trị bằng 1 khi thỏa mãn điều kiện là không thuộc nhóm không chi trả cổ tức bằng tiền và năm nay chi trả cổ tức bằng tiền giảm 20% so với năm trước (điều kiện dựa trên cổ tức trên mỗi cổ

phần) và bằng 0 với các trường hợp khác. Các biến độc lập tương tự như mô hình đã nêu.

Cả hai mô hình probit của nhóm nghiên cứu đều sử dụng phương pháp ước lượng là ước lượng khả năng tối đa (Maximum Likelihood Estimation – MLE). Bên cạnh đó nhóm cũng sử dụng các kiểm định đa cộng tuyến để kiểm tra sự tương quan giữa các biến với nhau trong mô hình từ, kiểm định Hosmer-Lemeshow về phương sai của sai số thay đổi và phân tích xác suất tác động biên. Từ những kiểm định và phân tích trên cuối cùng đưa ra mô hình phù hợp nhất.

Bảng 1. Các nhân tố được đưa vào mô hình

Tên biến	Dấu kỳ vọng	Ý nghĩa	Cách tính	Cơ sở lý thuyết
T _{year or year*}	+	Thời gian, dùng để xét các giai đoạn thay đổi thuế	Đây là biến giả, 2 giá trị 1 và 0 được lập ra theo các năm mà nghiên cứu đề cập đến để xem tác động của thay đổi thuế thu nhập doanh nghiệp.	Nghiên cứu Edgerton (2013) cho thấy tỷ lệ cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp đã tăng ít sau khi cắt giảm thuế, điều này phù hợp với việc tăng lợi nhuận doanh nghiệp dẫn đến tăng cổ tức.
AGE	+	Tuổi của doanh nghiệp từ khi niêm yết trên HSX	Từ thông tin của các doanh nghiệp trên HSX	Nghiên cứu của B. Buchanan và các cộng sự năm (2017)
MTBR	+	Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp	Giá trị thị trường chia cho giá trị sổ sách	Nghiên cứu Gill và các cộng sự năm (2010) tỷ số giá thị trường/giá trị sổ sách.
NDT	-	Tỷ lệ NĐT tổ chức của doanh nghiệp	Thu thập dữ liệu từ trang mạng của các doanh nghiệp được niêm yết trên HSX, đây là biến giả, Investor=1 nếu tỷ lệ	Nghiên cứu của Trương Đông Lộc (2015), mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa quyền sở hữu đối với việc trả cổ tức. Nghiên cứu của Al- Malkawi (2007) cho

			sở hữu bởi nhà đầu tư tổ chức cao hơn và bằng 0 ở trường hợp khác	thấy tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của những người bên trong doanh nghiệp có ảnh hưởng đến chính chính cổ tức của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Ahmed và Javid (2009) cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức có mối tương quan thuận với mức độ tập chung sở hữu.
lnDPS	+	Chi trả cổ tức đối với mỗi cổ phần của doanh nghiệp. Đồng thời sử dụng biến này để kiểm soát Y_0 và Y_g	Lấy logarit cơ số e của chi trả cổ tức đối với mỗi cổ phần của doanh nghiệp	Nghiên cứu của B. Buchanan và các cộng sự năm 2016
lnBE	-	Giá trị sổ sách của doanh nghiệp	Lấy logarit cơ số e của giá trị sổ sách của doanh nghiệp	Nghiên cứu của Ahmed và Javid (2009) cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức có mối tương quan nghịch với quy mô của các doanh nghiệp.
lnFD	-	Thâm hụt tài chính của doanh nghiệp	Cổ tức tiền mặt cộng đầu tư và thay đổi vốn lưu động, tất cả trừ cho dòng tiền ròng và lấy $\log_e$	Nghiên cứu của B. Buchanan và các cộng sự năm 2017
lnRD	-	Chi phí nghiên cứu phát triển	Lấy logarit cơ số e của quỹ đầu tư và phát triển của doanh nghiệp	Nghiên cứu của B. Buchanan và các cộng sự năm 2017
CBE	-	Tỷ lệ tiền mặt và	Tiền mặt và chứng khoán khả mại chia	Nghiên cứu của Chetty và Saez (2005)

		chứng khoán khả mại trên giá trị sổ sách	giá trị sổ sách	
NITBE	+	Tỷ lệ thu nhập ròng trên giá trị sổ sách	Thu nhập sau thuế chia giá trị sổ sách	Nghiên cứu của B. Buchanan và các cộng sự năm 2017

Nguồn: Tổng hợp nhóm nghiên cứu

3.2. Dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng bộ dữ liệu thứ cấp của 250 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, không bị ngừng niêm yết, có giao dịch trên 30 ngày trong năm trong suốt khoảng thời gian 2011 đến năm 2014, đây là dữ liệu dạng bảng cân bằng. Giai đoạn thu thập số liệu là từ năm 2011 đến năm 2014, là giai đoạn thực thi Quyết định giảm thuế theo lộ trình dựa trên sự chấp thuận của Thủ tướng Chính phủ, những năm này là những năm đầu tiên trong chiến lược giảm thuế giai đoạn 2011 – 2020, đó cũng chính là lý do chính nhóm nghiên cứu chọn giai đoạn này. Nhóm nghiên cứu quyết định không lựa chọn năm 2015 và năm 2016 vì hai lý do: năm 2016 là năm bắt đầu giảm thuế đợt hai không phải nhóm đối tượng nghiên cứu của nhóm nghiên cứu trong khi đó năm 2015 là thời điểm các doanh nghiệp đã có phản ứng đầy đủ thông tin về việc giảm thuế do đó việc đo lường không chính xác như nghiên cứu của Buchanan (2017) cho rằng thời điểm phản ứng tốt nhất của doanh nghiệp về chính sách cổ tức khi thuế thay đổi là từ 6 tháng cho đến 1 năm.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Năm	2011		2012		2013		2014	
Biến	Mean	Std. E.	Mean	Std. E.	Mean	Std. E.	Mean	Std. E.
AGE	3.0720	2.4336	4.0720	2.4336	5.0720	2.4336	6.0720	2.4336
MTBR	0.5121	0.3925	0.6074	0.5234	0.8066	0.5910	1.0329	0.6538
NDT	0.5600	0.4974	0.5600	0.4974	0.5640	0.4969	0.5520	0.4983
LNDPS	5.1326	3.2867	4.6710	3.5483	4.3678	3.5863	4.4611	3.5411
LNBE	12.9774	1.0766	13.0200	1.1001	13.0758	1.1340	13.1665	1.1847
LNFD	9.5414	4.7615	7.6395	5.6475	7.4448	5.6411	8.4657	5.2928
LNRD	8.7259	3.4637	8.9762	3.3974	9.1167	3.3130	9.2158	3.3378
CBE	0.2556	0.2277	0.2343	0.2218	0.2601	0.2451	0.2834	0.2805
NITBE	0.1430	0.1430	0.1010	0.1734	0.1001	0.1405	0.0960	0.2652

Nguồn: Tổng hợp nhóm nghiên cứu

4. Phân tích kết quả nghiên cứu

Thực trạng chi trả cổ tức

Bảng 3. Thống kê số lượng doanh nghiệp trả cổ tức

Năm	2011	2012	2013	2014
Số lượng doanh nghiệp	250	250	250	250
Số lượng doanh nghiệp có trả cổ tức	179	160	151	155

Nguồn: Tổng hợp nhóm nghiên cứu

Bảng 4. Thống kê tỉ lệ số doanh nghiệp không chi trả cổ tức bằng tiền và giảm mức chi trả cổ tức bằng tiền trên tổng số doanh nghiệp trên HSX qua các năm

Năm	2011	2012	2013	2014
Số lượng doanh nghiệp không chi trả cổ tức bằng tiền	0.172	0.104	0.116	0.16
Số lượng doanh nghiệp giảm mức chi trả cổ tức bằng tiền	0.132	0.168	0.152	0.124

Nguồn: Tổng hợp nhóm nghiên cứu

Từ bảng 3, trong 250 doanh nghiệp mà nhóm nghiên cứu thu thập thì tại năm 2011 có 179 doanh nghiệp chi trả cổ tức, và có xu hướng giảm chi trả cổ tức trong các năm tiếp theo từ năm 2012 là 160, năm 2013 là 151 doanh nghiệp, năm 2014 là 155 doanh nghiệp. Bảng 4 đại diện cho tỷ lệ số doanh nghiệp không CTCTBT cũng như những doanh nghiệp giảm mức CTCTBT trên tổng số 250 doanh nghiệp từ giai đoạn 2011 đến 2014. Nhóm nghiên cứu xác định doanh nghiệp không CTCTBT và doanh nghiệp giảm mức trả cổ tức bằng tiền dựa trên bài nghiên cứu của Fama và French (2001), Chetty và Saez (2005) và Buchanan và các cộng sự (2017). Theo đó, nhóm nghiên cứu chia bộ dữ liệu thành hai phần chính, phần một là doanh nghiệp không CTCTBT và phần hai là doanh nghiệp giảm mức CTCTBT. Doanh nghiệp mà được nhóm nghiên cứu xác định là doanh nghiệp không CTCTBT trong năm t , nếu doanh nghiệp đó trả cổ tức bằng tiền trong năm $(t-1)$ mà không CTCTBT vào năm (t) , và doanh nghiệp giảm mức trả cổ tức bằng tiền trong năm t nếu doanh nghiệp đó thỏa hai điều kiện: (1) không phải là doanh nghiệp không trả cổ tức trong năm (t) theo định nghĩa trên; (2) cổ tức được trả trong năm t thấp hơn năm trước $(t-1)$ hơn 20%.

Theo các cách xác định trên, nhóm nghiên cứu thống kê những doanh nghiệp không thực hiện CTCTBT và doanh nghiệp giảm mức CTCTBT vào bảng 4. Nhóm nghiên cứu thấy được tại năm 2012, là năm trước khi giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, số doanh nghiệp giảm mức trả cổ tức có xu hướng nhiều hơn so với các năm còn lại (16.8%), có nghĩa là trong năm 2012, các doanh nghiệp trên sàn HSX đã có động thái là giảm mức CTCTBT. Đối với việc doanh nghiệp dùng 100% lợi nhuận để tái đầu tư, là các doanh nghiệp sẽ không CTCTBT thì theo bảng trên ta thấy: kể từ

năm 2012, số doanh nghiệp không CTCTBT tăng đều qua các năm (năm 2012 là 10.4%, 2013 là 11.6% và 2014 là 16%), điều này phản ánh rằng các doanh nghiệp đã những động thái gia tăng thu nhập giữ lại bằng việc không CTCTBT, đồng nghĩa với giá trị vốn hóa tăng nếu các doanh nghiệp sử dụng thu nhập giữ lại này để tiến hành đầu tư thể hiện qua những năm 2012, 2013 và 2014 như ở phần mô tả dữ liệu. Điều này đúng với giả thiết H_1 của nhóm nghiên cứu đặt ra là trong giai đoạn này thì số doanh nghiệp CTCTBT giảm theo từng năm và số doanh nghiệp mà quyết định không CTCTBT cũng tăng qua các năm.

5. Kết quả nghiên cứu

Đầu tiên, nhóm nghiên cứu thực hiện kiểm tra khả năng có thể xuất hiện đa cộng tuyến giữa các biến độc lập thông qua việc lập ma trận hệ số tương quan được trình bày ở bảng 2. Nhóm nghiên cứu kí hiệu các biến trong phần phân tích tương quan này là: (1) AGE, (2) MTBR, (3) NDT, (4) lnDPS, (5) lnBE, (6) lnFD, (7) lnRD, (8) CBE, (9) NITBE. Từ kết quả bảng trên, dễ dàng nhận thấy giá trị tuyệt đối của các hệ số tương quan của 9 yếu tố này không quá cao nằm trong khoảng từ 0.0028 đến 0.3613. Điều này đã phản ánh là mức độ tương quan tuyến tính giữa các biến là thấp, do đó, các yếu tố này có thể giải thích cùng một lúc cho sự tăng giảm của biến phụ thuộc là giảm mức CTCTBT và không CTCTBT. Trong đó mối quan hệ đồng biến giữa lnDPS và NITBE là mạnh nhất với hệ số tương quan lên tới 0.3612. Các yếu tố đa phần có tương quan dương, có nghĩa các yếu tố luôn có mức biến động cùng chiều.

Bảng 5. Phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	1								
2	0.1683	1							
3	0.0348	0.1576	1						
4	0.0802	0.1687	0.2602	1					
5	0.1574	0.2737	0.1568	0.0322	1				
6	0.0028	0.1219	0.0392	0.1723	0.2091	1			
7	0.1688	0.0547	0.3564	0.2766	0.1583	0.0443	1		
8	0.1059	0.2300	0.1730	0.3026	0.0654	-0.0159	0.1005	1	
9	-0.0304	0.1707	0.1551	0.3613	0.1566	0.2006	0.1184	0.2572	1

Nguồn: Tổng hợp nhóm nghiên cứu

Kết quả hồi quy

Bảng 6. Kết quả hồi quy lại các giai đoạn

Các biến độc lập	Y_0	Y_g
T	0.2254*	-0.0776
AGE	-0.0355*	-0.0050
MTBR	0.0214	0.0023

NDT	-0.2263**	-0.0934
lnDPS	0.0908***	0.1609***
lnFD	0.0036	0.0268
CBE	-0.6152***	-0.2169
NITBE	-0.7454***	-0.9226**
_cons	-1.1411	-1.9319
Prob > chi2	0.0000	0.0000
R2	0.0502	0.1030
Số quan sát	1000	1000

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

Nguồn: Tổng hợp nhóm nghiên cứu

Bảng 7. Kết quả xác suất biên tác động của các biến trong mô hình

Các biến độc lập	mfx(Y_0)	mfx(Y_g)
T	0.0497*	-0.0145
AGE	-0.0073*	-0.0010
MTBR	0.0044	0.0004
NDT	-0.0475**	-0.0180
lnDPS	0.0188***	0.0308***
lnFD	0.0007	0.0051**
CBE	-0.1272***	-0.0415
NITBE	-0.1542***	-0.1767***

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

Nguồn: Tổng hợp nhóm nghiên cứu

Kết quả hồi quy cuối cùng của mô hình mà nhóm nghiên cứu thực hiện được trình bày ở bảng 3 và xác suất tác động biên của các biến độc lập tới biến phụ thuộc là không chi trả cổ tức bằng tiền (Y_0) và giảm chi trả cổ tức bằng tiền (Y_g) ở bảng 4. Ban đầu, nhóm nghiên cứu thực hiện hồi quy với 9 biến, sau khi kiểm định đa cộng tuyến thì 2 biến lnBE và lnRD bị đa cộng tuyến, nhóm nghiên cứu đã thực hiện loại 2 biến này ra khỏi mô hình. Nhóm tiếp tục thực hiện kiểm định heteroskedasticity và nhận được giá trị thống kê Prob>chi2 là 0.2944 đối với biến Y_0 và 0.3321 đối với biến Y_g thì cả 2 kết quả đều cho thống kê Prob>chi2 > 10% nên chấp nhận H_0 , có nghĩa là tất cả các mô hình mà nhóm nghiên cứu thực hiện đều không bị hiện tượng heteroskedasticity, mô hình hoàn toàn phù hợp.

Dựa vào bảng hồi quy cuối cùng, nhóm nghiên cứu nhận thấy đối với quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền thì có 6 biến có ý nghĩa thống kê, biến T và biến lnDPS mang dấu dương và biến 4 biến AGE, NDT, CBE, NITBE mang dấu âm. Đối với quyết định giảm chi trả cổ tức bằng tiền thì chỉ có 2 biến có ý nghĩa thống kê là lnDPS và NITBE lần lượt mang dấu âm và dương. Các dấu của biến có phản tương đồng với

các nghiên cứu trước, nhưng cũng có biến không tương đồng với những nghiên cứu trước. Vậy để tìm hiểu kĩ hơn, nhóm nghiên cứu tập trung vào kết quả thu được từ mô hình hồi quy và kết quả xác suất tác động biên.

Như vậy, trong giai đoạn đầu của lộ trình giảm thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp từ 2011 đến 2020, có nhiều yếu tố tác động đến chính sách cổ tức bằng tiền thông qua quyết định giảm mức CTCTBT hoặc không CTCTBT của các doanh nghiệp. Các yếu tố liên quan đến chính sách cổ tức có chiều hướng tác động như sau:

Biến T, là yếu tố thời gian, đại diện cho sự thay đổi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, tác động đến quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền có bằng chứng kết luận ở thống kê tại tỷ lệ 10%. Qua bảng trên, nếu cố định các giá trị khác trong mô hình tại các giá trị trung bình, xác suất để doanh nghiệp không chi trả cổ tức bằng tiền sau khi giảm thuế là 4.97%. Kết quả này cũng trùng với hàm ý của chính sách giảm thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của nhưng chỉ ở mức rất thấp. Điều này chứng tỏ việc giảm thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp có ảnh hưởng tới quyết định chi trả cổ tức của doanh nghiệp, trùng với giả thiết H_2 mà nhóm đặt ra., phù hợp với nghiên cứu của Abhiroop Mukherjee và các cộng sự (2017), Julian Atanassov and Xiaoding Liu (2015), Simeon Djankov và các cộng sự (2010); Cummins và các cộng sự (1996) vì các nghiên cứu này đều nói rằng việc giảm thuế tạo động lực thúc đẩy phát triển doanh nghiệp đầu tư hơn là tập trung vào việc chi trả cổ tức.

Biến AGE với độ tin cậy là 90% và có mức xác suất là -0.73%, nếu thời gian niêm yết tăng 1% thì quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền sẽ giảm 0.73%, điều này chứng tỏ với xác suất rất thấp thì doanh nghiệp có thời gian niêm yết lớn thường quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền là ít hơn, đúng với giả thiết H_3 . Thông thường, những doanh nghiệp có thời gian niêm yết lâu cũng như có độ tuổi càng lớn thì càng có chính sách cổ tức bằng tiền đều đặn, bởi các doanh nghiệp này đã phát triển một thời gian khá dài nên các doanh nghiệp này thường lựa chọn chính sách cổ tức ổn định. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Devereux and Schiantarelli (1990), B. Buchanan và các cộng sự (2016), Trương Đông Lộc (2015), Alex Coad và các cộng sự (2016) bởi các bài nghiên cứu này cho rằng, thời gian niêm yết càng cao thì các doanh nghiệp sẽ thiên theo hướng là có chính sách cổ tức ổn định, bảo vệ lợi ích cho nhà đầu tư, còn những doanh nghiệp mới niêm yết thì sẽ dành nhiều vốn hơn cho việc chi tiêu đầu tư, phát triển doanh nghiệp.

Biến NDT, là tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư trong doanh nghiệp có mức độ ảnh hưởng đến quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp với mức ý nghĩa cao là 1%. Điều này chứng tỏ, giả định các yếu tố còn lại trong mô hình được cố định tại các giá trị trung bình, xác suất không chi trả cổ tức bằng tiền của các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu bởi nhà đầu tư tổ chức chiếm ưu thế thì sẽ thấp hơn 4.75% so với doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu bởi nhà đầu tư cá nhân chiếm ưu thế, nếu như tỷ lệ nhà đầu tư tổ chức chiếm ưu thế trong các doanh nghiệp tăng 1% thì quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền sẽ giảm 4.75%. Có nghĩa các doanh nghiệp có tỉ lệ sở hữu bởi

nhà đầu tư tổ chức chiếm ưu thế thì sẽ chia cổ tức bình thường hoặc nhiều hơn nhà đầu tư các nhân, ngược với giả thiết H_4 . Điều này phản ánh đúng với kết quả nghiên cứu của Maximiliano Gonzalez và các cộng sự (2017), có nghĩa là có sự tác động ngược chiều giữa mức chi trả cổ tức bằng tiền và tỉ lệ sở hữu doanh nghiệp là cá nhân, những doanh nghiệp có tỉ lệ nhà đầu tư cá nhân chiếm ưu thế thì sẽ có mức chi trả cổ tức bằng tiền thấp hơn. Và trong bài nghiên cứu của Wei Huang Donna L. Paul (2016) thì ngược lại, những doanh nghiệp có tỉ lệ nhà đầu tư tổ chức chiếm ưu thế thì sẽ có xu hướng ưu tiên giữ lại nhiều hơn, chi trả cổ tức bằng tiền ít hơn. Từ đó cho thấy, ở mỗi vùng, mỗi đất nước sẽ có chính sách ưu tiên chi trả cổ tức khác nhau, nhưng đa phần thì những doanh nghiệp có tỉ lệ nhà đầu tư là tổ chức chiếm tỉ lệ lớn trong doanh nghiệp thì sẽ tăng giá trị doanh nghiệp thông qua việc giữ lại thu nhập nhiều hơn thay cho việc chi trả cổ tức bằng tiền.

Biến CBE, là biến đại diện cho lượng tiền và chứng khoán khả mại của doanh nghiệp, thể hiện nguồn lực sẵn có mà doanh nghiệp có thể sử dụng, với giả định các yếu tố còn lại trong mô hình được cố định tại các giá trị trung bình thì với xác suất là -12,72%, các doanh nghiệp có lượng tiền và chứng khoán khả mại càng dồi dào thì sẽ ít có quyết định là không chi trả cổ tức bằng tiền. Bởi với một nguồn lực sẵn có như vậy, nếu không sử dụng cho đầu tư phát triển, thì các doanh nghiệp này sẽ có thể chi trả cổ tức cho cổ đông. Ngược với giả thiết H_{10} mà nhóm đặt ra.

Biến NITBE, là lợi nhuận ròng trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp, biến này cũng mang giá trị âm với xác suất -15.42%. Có nghĩa rằng nếu doanh nghiệp có lợi nhuận ròng càng tăng 1% thì càng có khả năng quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền giảm 15.42%. Kết quả này đúng với nghiên cứu của Ahmed và Javid (2009), cho rằng các doanh nghiệp có quyết định chi trả cổ tức bằng tiền hay không phụ thuộc vào lợi nhuận hiện tại của các doanh nghiệp là chính. Điều này cũng đúng với bài nghiên cứu của Baker và các cộng sự (1985), DeAngelo và DeAngelo (1990), Pruitt và Gitman (1991), Aivazian và các cộng sự (2003), Jensen và các cộng sự (1992) với kết luận rằng các doanh nghiệp càng có lợi nhuận cao thì càng có khả năng để chi trả cổ tức bằng tiền với mức cao. Phù hợp với giả thiết H_9 .

Ngoài ra, biến lnFD, mức thâm hụt tài chính khi chạy xác suất với biến phụ thuộc là giảm chi trả cổ tức bằng tiền thì có ý nghĩa thống kê tại 5%, với xác suất 0.51% thì những doanh nghiệp có mức thâm hụt tài chính tăng 1% thì có quyết định giảm chi trả cổ tức bằng tiền tăng 0.51%. Bởi những doanh nghiệp có mức thâm hụt tài chính đều không có tiền sẵn để chi trả cổ tức cho cổ đông, nguyên nhân có thể do thua lỗ hoặc do đầu tư nhiều, đúng với giả thiết H_7 . Cũng tương tự như bài nghiên cứu của B. Buchanan và các cộng sự (2016), những doanh nghiệp có mức thâm hụt tài chính càng lớn thì ít có khả năng để bắt đầu hoặc tăng chi trả cổ tức.

6. Kết luận

Kết quả hồi quy cuối cùng của nhóm nghiên cứu cho thấy, trong số tất cả 8 biến, chỉ có một số biến không có ý nghĩa thống kê, có nghĩa là phần lớn các biến đưa vào

mô hình có tác động tới quyết định chi trả cổ tức bằng tiền hoặc quyết định không chi trả cổ tức bằng tiền, giải thích khá đúng thị trường chứng khoán trong giai đoạn này tại Việt Nam. Xuyên suốt từ năm 2011 đến 2014 thì các doanh nghiệp trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh cũng có xu hướng giảm mức chi trả cổ tức bằng tiền, có nghĩa là thuế thay đổi có ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp, cụ thể thông qua xác suất biên, khi giảm thuế thì xác suất để doanh nghiệp quyết định giảm chi trả cổ tức bằng tiền là 4.97%, Điều này khá đúng với kết quả của bài nghiên cứu Nguyễn Ngọc Huy, Trương Thị Mỹ Trâm (2016). ngoài ra thì thời gian niêm yết có tác động tới quyết định chi trả cổ tức bằng tiền thông qua việc nếu thời gian niêm yết càng lâu thì các doanh nghiệp sẽ càng ít có khả năng là sẽ quyết định giảm chi trả cổ tức bằng tiền. Tỷ lệ nhà đầu tư chiếm ưu thế trong doanh nghiệp, kết quả hồi quy của nhóm nghiên cứu cho ra là những doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu bởi NDT tổ chức chiếm ưu thế thì những doanh nghiệp này không quyết định giảm chi trả cổ tức bằng tiền, có nghĩa các doanh nghiệp sẽ chi trả cổ tức bình thường hoặc nhiều hơn. Tiền và chứng khoán khả mại cũng có tác động theo chiều âm, có nghĩa những doanh nghiệp đang nắm giữ lượng tiền càng lớn thì sẽ ít có quyết định là giảm chi trả cổ tức bằng tiền. Hơn nữa, các yếu tố như lợi nhuận ròng và thâm hụt tài chính cũng có ảnh hưởng tới quyết định chi trả cổ tức bằng tiền. Kết quả của bài nghiên cứu cho thấy, trong giai đoạn giảm thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, các doanh nghiệp có quyết định giảm chi trả cổ tức, nhưng với xác suất không cao, đa phần phụ thuộc vào các yếu tố nội tại của doanh nghiệp hơn, nói đúng hơn là sự can thiệp của chính sách của Chính phủ vào hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp tại Việt Nam chưa thực sự hiệu quả, cần nhiều thời gian hơn để xem xét hoặc đưa ra những chính sách tạo điều kiện phát triển cho các doanh nghiệp mạnh mẽ hơn. Ngoài ra, nghiên cứu có một số ý nghĩa quan trọng trong đầu tư tài chính: Thứ nhất, nhà đầu tư có thể dựa vào kết quả nghiên cứu để lựa chọn cổ phiếu đầu tư phù hợp với mục đích bản thân. Thứ hai, nghiên cứu có thể là tài liệu tham khảo đối với những bài nghiên cứu sau này có liên quan giữa thay đổi thuế và chính sách cổ tức bằng tiền. Bên cạnh đó, bài nghiên cứu mở ra một hướng nghiên cứu khác như quan tâm đến tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài ảnh hưởng đến chính sách cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp ở Việt Nam hoặc mở rộng thời gian nghiên cứu để kết quả có thể chính xác hơn.

Tài liệu tham khảo

1. Adaoglu, C. (2000), “Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market”, *Emerging Markets Review*, pp 252-270.
2. Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R. (2010), “Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States”, *The Open Business Journal*, 3(1).
3. Lộc, T. Đ., & Tiến, P. P. (2015), “Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh Xuất bản”, *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 38, 67-74.
4. Nizar Al-Malkawi, H. A. (2007), “Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model”, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44-70.
5. Ahmed, H., A.Y. Javid (2009), “The determinants of dividend policy in Pakistan”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 29, pp 110 – 125.
6. Buchanan, B. G., Cao, C. X., Liljeblom, E., & Weihrich, S. (2017), “Uncertainty and firm dividend policy - A natural experiment”, *Journal of Corporate Finance*, 42, pp 179-197.
7. DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1990), “Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms”, *The Journal of Finance*, 45(5), pp 1415-1431.
8. Djankov, S., Ganser, T., McLiesh, C., Ramalho, R., & Shleifer, A. (2010), “The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(3), 31-64.
9. Edgerton, J. (2013), “Four facts about dividend payouts and the 2003 tax cut”, *International Tax and Public Finance*, 20(5), pp 769-784.
10. Vinh, V, X., (2013), “Các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 197, trang 36-43.