

Tác động sự đa dạng giới tính Hội đồng quản trị đến chính sách chi trả cổ tức: Bằng chứng nghiên cứu thực nghiệm các công ty niêm yết ở Việt Nam

Nguyễn Minh Kiều^{1*} và Lý Trúc Trinh²

¹Trường Đại học Quốc tế Hồng Bàng, ²Công ty cổ phần Pymepharco

TÓM TẮT

Nghiên cứu này đánh giá tác động của sự đa dạng giới tính trong Hội đồng quản trị đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán của 107 công ty phi tài chính hình thành nên bộ dữ liệu bảng với 856 quan sát trong giai đoạn từ năm 2011 đến 2018. Ngoài ra, các chỉ tiêu về thành viên Hội đồng quản trị (HĐQT) sẽ được lấy từ báo cáo quản trị của các doanh nghiệp.

Nghiên cứu này sử dụng các phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng với kỹ thuật phân tích Random - Effects và Fixed - Effects. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn giải quyết hiện tượng nội sinh trong mô hình nghiên cứu bằng kỹ thuật hồi quy GMM.

Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho thấy có tồn tại tác động ngược chiều của tỷ lệ nữ giới trong HĐQT đến chính sách chi trả cổ tức vì hành vi của nữ giới ít chấp nhận rủi ro hơn trong các lĩnh vực đầu tư và tài chính. Quyền sở hữu nhà nước điều chỉnh tích cực mối quan hệ giữa tỷ lệ nữ giới trong HĐQT và chi trả cổ tức để thể hiện hoạt động hiệu quả của doanh nghiệp. Trong khi sở hữu nước ngoài có xu hướng thực hiện chính sách chi trả cổ tức ít hơn để giữ lại cho đầu tư và xử lý vấn đề bất cân xứng thông tin. Hiện tại ở Việt Nam, có rất ít nghiên cứu thực tế đo lường tác động của sự đa dạng giới của HĐQT đến chính sách chi trả cổ tức. Chính vì vậy, kết quả nghiên cứu cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm mới về tác động của giới tính đến chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp cũng như cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm cho các nhà đầu tư trong việc cân nhắc, lựa chọn quyết định đầu tư vào công ty có chính sách chi trả cổ tức phù hợp với mục tiêu đầu tư của họ.

Từ khóa: chính sách cổ tức, sự đa dạng giới tính, Hội đồng quản trị, tỷ lệ chi trả cổ tức

1. GIỚI THIỆU

Đối với công ty cổ phần, chính sách chi trả cổ tức được hiểu là việc phân chia lợi nhuận sau thuế của công ty cho cổ đông hiện hữu. Dựa vào kết quả hoạt động kinh doanh và quyết định của Hội đồng quản trị (HĐQT), HĐQT sẽ đưa ra tỷ lệ phần trăm được giữ lại để tái đầu tư và phần trăm được sử dụng để chi trả cho cổ tức cũng như hình thức chi trả cổ tức mà Đại hội đồng cổ đông đã phê duyệt. Do vậy phải chăng đặc điểm của HĐQT có ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của công ty?

Trước đây, đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến đặc điểm của HĐQT như quy mô HĐQT (Abdelsalam và cộng sự, 2008), Giám đốc là người bên ngoài (Boumosleh và Cline, 2015),

Giám đốc đồng thời là Chủ tịch Hội đồng quản trị (Officer, 2006; Sawicki, 2009), Tuổi tác và kinh nghiệm của Hội đồng quản trị (Custodio và Metzger, 2014) tác động như thế nào đến chính sách chi trả cổ tức của công ty. Ngoài ra, nghiên cứu của Saeed và Sameer (2017) điều tra tác động của giới tính HĐQT đến chính sách chi trả cổ tức ở các nền kinh tế mới nổi như Ấn Độ, Trung Quốc và Nga trong giai đoạn 2007 - 2014 cho kết quả là giới tính có tác động tiêu cực đến chính sách chi trả cổ tức ở các nền kinh tế mới nổi.

Tuy nhiên, ở Việt Nam vẫn chưa có nhiều nghiên cứu thực tế đo lường tác động của sự đa dạng giới tính đến chính sách chi trả cổ tức. Vấn đề

Tác giả liên hệ: PGS.TS. Nguyễn Minh Kiều
Email: kieunm@hiu.vn

được đặt ra ở đây về mối quan hệ của giới tính và chính sách chi trả cổ tức ở thị trường Việt Nam có gì giống và khác với các nghiên cứu thực hiện ở các thị trường khác. Liệu rằng giới tính HĐQT có là công cụ hữu ích giúp HĐQT kiểm soát tốt hơn người quản lý của họ và giới tính HĐQT ở các công ty nhà nước có ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức. Đây là những vấn đề được đặt ra và sẽ được giải đáp trong nghiên cứu này.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

2.1. Cổ tức và chính sách cổ tức

Cổ tức là phần lợi nhuận sau thuế được chia cho cổ đông hiện hữu của công ty cổ phần sau khi đã trích lập các quỹ theo quy định. Hàng năm, việc có thực hiện chi trả cổ tức hay không, tỷ lệ và hình thức chi trả cổ tức như thế nào do đại hội cổ đông và HĐQT quyết định dựa vào kết quả hoạt động kinh doanh hiện tại, chính sách tài chính, và định hướng sử dụng tài chính trong tương lai của công ty. Việc quyết định chi trả cổ tức, do đó, là nội dung chính thể hiện chính sách cổ tức của công ty.

Hầu hết các công ty đều xem chính sách chi trả cổ tức là một phần quan trọng trong chiến lược của công ty và là một trong ba quyết định lớn của công ty bao gồm quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định chính sách chi trả cổ tức (Nguyễn Minh Kiều, 2018). Nhà quản lý phải quyết định số tiền chi trả cổ tức, thời gian chi trả và các yếu tố khác ảnh hưởng đến thanh toán cổ tức. Thông thường có ba loại chính sách chi trả cổ tức đó là chính sách cổ tức ổn định, chính sách cổ tức không ổn định và chính sách cổ tức còn lại.

Đứng trên góc độ của nhà đầu tư, chính sách cổ tức rất quan trọng vì nó có ảnh hưởng đến cổ tức nhà đầu tư nhận được cũng như giá trị của cổ phiếu trên thị trường (Ross và cộng sự, 2012). Thế nhưng, chính sách cổ tức lại tùy thuộc vào nhiều yếu tố khác, trong đó có yếu tố đặc điểm của HĐQT. Các yếu tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức thường được nêu ra trong các lý thuyết về chính sách cổ tức.

2.2. Các lý thuyết về chính sách cổ tức

Theo lý thuyết đại diện (agency theory), HĐQT đóng vai trò là cơ chế giám sát chính nhằm giúp

gắn kết lợi ích của các chủ sở hữu và nhà quản lý, là người đại diện điều hành công ty (Boumosleh và Cline, 2015; Bathala và Rao, 1995). La Porta và cộng sự (2000) đã thấy rằng những công ty có quản trị yếu kém sẽ sử dụng việc thanh toán cổ tức cao như một công cụ thay cho việc thiết lập uy tín, hiệu quả và danh tiếng của nhà quản trị. Ngược lại, nếu HĐQT giám sát hiệu quả, họ sẽ ít sử dụng thanh toán cổ tức như một phương tiện để xây dựng uy tín mà thay vào đó họ tăng kiểm soát và giám sát hiệu quả hơn. Điều này cho thấy thành phần cấu thành HĐQT là sự thay thế cho chính sách chi trả cổ tức. Ngược lại, các công ty có HĐQT với nhiều thành viên độc lập sẽ quản trị tốt hơn, có xu hướng bảo vệ mạnh mẽ hơn cho các cổ đông. Có được điều này, các cổ đông sẽ buộc các nhà quản lý chi trả cổ tức cao hơn thay vì giữ lại lượng tiền mặt dư thừa để tối đa hóa lợi ích cá nhân của nhà quản lý (Adjaoud và Ben-Amar, 2010). Thành phần HĐQT liên quan tích cực đến thanh toán cổ tức và thành phần HĐQT và cổ tức bổ sung cho nhau. Theo lập luận trước đây, một HĐQT đa dạng hơn sẽ kiểm soát tốt hơn bởi vì phạm vi ý tưởng và quan điểm rộng hơn giúp nâng cao hiệu quả của HĐQT, HĐQT vừa có cả nam và nữ có thể là một cơ chế để giảm các vấn đề đại diện (Adams và Ferreira, 2009). Giới tính của HĐQT ngày càng được chú ý hơn trong quản trị doanh nghiệp (Carrasco và Laffarga, 2007). Hầu hết các nghiên cứu trước đây như Rozeff (1982), Easterbrook (1984), Jensen (1986) dựa trên lý thuyết đại diện để phân tích ảnh hưởng của chính sách cổ tức khi có xung đột lợi ích trong các tổ chức và cũng để phân tích tác động giới tính của HĐQT đối với việc chi trả cổ tức (Wellalage và cộng sự, 2012). Sự không đồng nhất về giới giữa các thành viên HĐQT giúp cải thiện sự giám sát lẫn nhau và nó đóng vai trò là cơ quan giám sát của nhóm cổ đông (Kandel và Lazear, 1992). Knyazeva và cộng sự (2009) cho rằng HĐQT đa dạng có liên quan đến việc chi trả cổ tức và chính sách cổ tức cao hơn. Wellalage và cộng sự (2012) ghi nhận rằng sự có mặt của nữ giới trong HĐQT và CEO có thể trả cổ tức cao hơn cho các cổ đông. Cùng với đó Byoun (2016) đã ghi nhận rằng HĐQT có cả nam và nữ làm tăng thanh toán cổ tức khi các công ty có xung đột đại diện cao hơn về dòng tiền nhàn rỗi. Điều này cho thấy

rằng nữ giới trong HĐQT đã giúp giảm thiểu vấn đề dòng tiền nhàn rỗi và sự hiện diện của nữ giới trong HĐQT làm tăng tỷ lệ cổ tức chi trả.

Lý thuyết các bên có liên quan (Stakeholder theory) cho rằng cần phải tính đến lợi ích của tất cả các bên như khách hàng, nhân viên, chủ sở hữu của doanh nghiệp, nhà đầu tư, cổ đông ... để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (Freeman, 1984). Theo Galbreath (2016), Hill và Jones (1992), doanh nghiệp phụ thuộc vào các bên liên quan để tồn tại. Vì vậy, chính sách chi trả cổ tức không chỉ tối đa hóa sự giàu có của các cổ đông mà còn mở rộng để tối đa hóa sự giàu có của các bên khác nhau (Ben-Nasr, 2015). Nữ giới trong HĐQT có xu hướng xây dựng và tham gia vào mối quan hệ với các bên liên quan tốt hơn nam giới vì họ đầu tư nhiều hơn vào nhu cầu của các bên khác nhau (Miles và cộng sự, 2006), họ nắm rõ hơn về nhu cầu cần đáp ứng của tất cả các bên (Galbreath, 2016). Nhà nước có thể là một bên liên quan trực tiếp của công ty thông qua việc sở hữu một phần hoặc toàn bộ cổ phần công ty và cũng đồng thời là một bên liên quan gián tiếp thông qua việc tạo lập và thực thi các chính sách nhà nước để đảm bảo rằng các công ty bảo vệ tốt nhu cầu của các bên liên quan khác nhau. Vai trò chủ sở hữu nhà nước phổ biến hơn ở các nền kinh tế mới nổi. Ở các quốc gia này, các chính sách của nhà nước trong các tổ chức nhà nước được sử dụng như một phương tiện để giải quyết các vấn đề xã hội còn tồn tại (như sự thiếu trách nhiệm, các bê bối, tham nhũng, hành vi vi phạm của các vụ án thuộc sở hữu nhà nước) và để hợp pháp hóa sự tồn tại của chính quyền. Việc bổ nhiệm thêm nữ giới vào HĐQT báo hiệu rằng nhà nước có nhiều giá trị cho các vấn đề xã hội (Saeed và cộng sự, 2016) như xây dựng chính sách bình đẳng giới của Nhà nước trong mắt người dân.

2.3. Các giả thuyết nghiên cứu

2.3.1. Sự đa dạng giới tính HĐQT và chính sách cổ tức

Bằng chứng nghiên cứu thực nghiệm từ các nước phát triển ghi nhận sự giám sát mạnh mẽ của các HĐQT đa dạng giới và coi giới tính HĐQT là một công cụ bổ sung cho các khoản thanh toán cổ tức. Lập luận này ủng hộ cho quan điểm về tác

động tích cực của giới tính nữ trong HĐQT đến tỷ lệ thanh toán cổ tức. Các nghiên cứu khẳng định về mối quan hệ tích cực này bao gồm Pucheta-Martinez và BelOms, 2016, và Byoun, 2016. Tuy nhiên, một số tài liệu tâm lý xã hội nhấn mạnh nữ giới ít quan tâm và bảo thủ hơn trong việc đưa ra các quyết định tài chính. Các nghiên cứu này cho thấy các giám đốc điều hành là nữ giới thì ít chấp nhận rủi ro hơn trong các vấn đề liên quan đến các lĩnh vực đầu tư và tài chính của công ty (Levi và cộng sự, 2014). Nữ giám đốc trong HĐQT có xu hướng chi trả cổ tức ít và giữ lại tiền mặt một khoản nhất định để dự trù cho những bất ổn trong tương lai. Hành vi như vậy của các giám đốc là nữ giới thể hiện nhiều hơn ở các nền kinh tế mới nổi, nơi môi trường kinh doanh rủi ro cao. Saeed và Sameer (2017) trong nghiên cứu tại các thị trường quốc gia mới nổi đã sử dụng tỷ lệ nữ giới trong Hội đồng quản trị để đại diện cho đa dạng giới tính tại các doanh nghiệp, kết quả về mối quan hệ tiêu cực giữa nữ giới trong HĐQT và chính sách chi trả cổ tức đã được tìm thấy. Nghiên cứu này kỳ vọng có tác động tiêu cực của đa dạng giới đến chính sách chi trả cổ tức. Đa dạng giới được đo lường dựa trên tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT trên tổng số thành viên HĐQT (Byoun, 2016; Pucheta-Martinez và Bel-Oms, 2016; Saeed và cộng sự, 2016).

Giả thuyết 1: Có tác động ngược chiều giữa tỷ lệ nữ trong HĐQT và chính sách chi trả cổ tức.

2.3.2. Sở hữu nhà nước và chính sách chi trả cổ tức

Sở hữu nhà nước được đo bằng tỷ lệ cổ phần phổ thông do Nhà nước nắm giữ trong tổng cổ phần phổ thông (Al-Najjar và Kilincarslan, 2016; Saeed và cộng sự, 2016). Các công ty sở hữu nhà nước được xem là hoạt động kém hiệu quả hơn các doanh nghiệp tư nhân (Saeed và Sameer, 2017). Tuy nhiên, các doanh nghiệp nhà nước lại nhận được nhiều ưu đãi về tiếp cận vốn và tín dụng do có sự bảo đảm ngầm của Nhà nước trong trường hợp gặp khó khăn về tài chính (Saeed và cộng sự, 2015). Việc hoạt động kém hiệu quả xuất phát từ nguyên nhân do họ có xu hướng sử dụng doanh nghiệp để theo đuổi những mục đích chính trị, và sự thua lỗ của doanh nghiệp thường được ngụy biện là do những thiếu sót lớn của nền kinh tế.

Gugler (2003) đưa ra luận điểm rằng những doanh nghiệp do Nhà nước kiểm soát dường như tiềm ẩn vấn đề chi phí đại diện. Mặc dù người dân là những chủ sở hữu cuối cùng, nhưng họ không có quyền kiểm soát trực tiếp đối với những công ty này, mà thay vào đó là những người đại diện được chọn sẽ làm điều này. Tuy nhiên, các chính trị gia có thể không giám sát mạnh mẽ và điều này dẫn đến xung đột lợi ích giữa các nhà quản lý và chủ sở hữu trong các tập đoàn Nhà nước. Các doanh nghiệp Nhà nước chịu áp lực ngày càng tăng về việc nữ giới trong HĐQT để cải thiện quản trị doanh nghiệp (Jonge, 2014). Trong số các lý do khác, các công ty nhà nước dự kiến sẽ đóng vai trò là một "doanh nghiệp kiểu mẫu" để đưa ra tín hiệu về quyền quản lý và quản trị tốt các công ty nhà nước giúp hợp pháp hóa các chính sách của nhà nước (Saeed và cộng sự, 2016). Lúc này, có thể hiểu rằng HĐQT đa dạng giới được kỳ vọng sẽ chọn chính sách chi trả cổ tức cao ở các công ty tại thị trường mới nổi với quyền sở hữu nhà nước. Từ những lập luận này, có thể giả thuyết rằng sở hữu nhà nước có tác động tích cực đến chi trả cổ tức.

Giả thuyết 2: *Có tác động cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu nhà nước và chính sách chi trả cổ tức.*

2.3.3. Quy mô doanh nghiệp và chính sách cổ tức

Quy mô doanh nghiệp được đo bằng giá trị tổng tài sản. Cách xác định này tương tự như trong nghiên cứu của Gropp và Heider (2009), Octavia và Brown (2008). Quy mô doanh nghiệp được xem là có tác động đến chính sách chi trả cổ tức. Các nghiên cứu nước ngoài trước đây đã chứng minh tác động tích cực của quy mô công ty đối với thanh toán cổ tức như (Al-Najjar và Kilincarslan, 2016; Pucheta-Martinez và Bel-Oms, 2016). Tuy nhiên, cũng có nghiên cứu cho thấy tác động tiêu cực của quy mô đến chi trả cổ tức (Võ Xuân Vinh, 2015; Al-Najjar và Kilincarslan, 2016).

Giả thuyết 3: *Có tác động cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp và chính sách chi trả cổ tức.*

2.3.4. Tốc độ tăng trưởng và chính sách cổ tức

Tốc độ tăng trưởng được đo lường dựa trên tỷ lệ tăng hàng năm của tổng tài sản, cách đo lường

này dựa trên nghiên cứu của Saeed và Sameer, (2017). Doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng mạnh cho thấy hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đang ở thời kỳ phát triển thể hiện ở sự gia tăng của quy mô tổng tài sản. Chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trong giai đoạn này có thể trở nên hào phóng hơn dựa trên tình hình hoạt động kinh doanh đang tiến triển tốt. Lập luận này ủng hộ cho quan điểm về mối quan hệ cùng chiều giữa tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ chi trả cổ tức. Tuy nhiên, cũng có quan điểm cho rằng khi doanh nghiệp tăng trưởng mạnh, đồng nghĩa với việc sử dụng đòn bẩy nợ cao trong giai đoạn mở rộng quy mô tổng tài sản sẽ tác động tiêu cực đến chính sách chi trả cổ tức do việc ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại cũng như gánh nặng tài chính trong giai đoạn này. Kết quả của Saeed và Sameer (2017) đã kết luận về tác động tiêu cực của tốc độ tăng trưởng đến chi trả cổ tức tại các thị trường mới nổi.

Theo Fama và French (2001) và Sawicki (2009), tốc độ tăng trưởng tài sản của công ty (growth) thay đổi hàng năm xuất phát từ các cơ hội phát triển của công ty và các công ty với những cơ hội tăng trưởng nhiều hơn thì dường như trả ít cổ tức hơn so với những công ty mà không có hoặc ít cơ hội phát triển. Mặt khác, có lập luận cho rằng chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng có thể trở nên hào phóng hơn dựa trên tình hình hoạt động kinh doanh đang tiến triển tốt.

Giả thuyết 4: *Có tác động ngược chiều giữa tốc độ tăng trưởng và chính sách chi trả cổ tức.*

2.3.5. Rủi ro công ty và chính sách chi trả cổ tức

Biến rủi ro của công ty (Risk) là sự biến động của lợi nhuận trên tài sản của doanh nghiệp qua các năm. Sự biến động của tỷ suất lợi nhuận càng cao có nghĩa là rủi ro càng cao và vì sự biến động lợi nhuận càng cao (làm cho lợi nhuận không chắc chắn) thì công ty dường như ít trả cổ tức hơn (Fama và French, 2001).

Giả thuyết 5: *Có tác động ngược chiều giữa rủi ro công ty và chính sách chi trả cổ tức.*

2.3.6. Sở hữu nước ngoài và chính sách chi trả cổ tức

Nghiên cứu Võ Xuân Vinh (2015) về tác động của sở hữu nước ngoài đến chính sách chi trả cổ tức cho các doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn từ 2007 đến 2012 với 1030 quan sát, kết quả hồi quy GMM đưa ra kết luận các nhà đầu tư nước ngoài ưa thích đầu tư vào các doanh nghiệp có mức chi trả cổ tức thấp và khi trở thành cổ đông lớn họ có xu hướng gây áp lực lên nhà quản lý để chi trả mức cổ tức thấp hơn và giữ lại lợi nhuận cao hơn nhằm khai thác cơ hội tại các thị trường mới nổi.

Một nghiên cứu khác của Zyguła (2017) tại các doanh nghiệp ở Ba Lan đã đưa ra kết quả với mô hình Logit nhị phân (binary logit model) cho thấy rằng cùng với tỷ lệ ngày càng tăng của nhà đầu tư nước ngoài trong một công ty nhất định, xác suất trả cổ tức của công ty đã tăng lên đáng kể. Tuy nhiên, mô hình thứ hai dựa trên phương pháp multinomial logit - cho thấy rằng với tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài ngày càng tăng, xác suất một công ty giảm mức cổ tức được trả đã được nâng cao đáng kể. Al-Najjar và Kilincarslan (2016) trong nghiên cứu tại Thổ Nhĩ Kỳ đã tìm thấy mối liên hệ giữa nhà đầu tư nước ngoài và chính sách chi trả cổ tức.

Giả thuyết 6: Có tác động ngược chiều giữa sở hữu nước ngoài và chính sách chi trả cổ tức.

2.3.7. Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản và chính sách chi trả cổ tức

Lợi nhuận trên tài sản Return on Assets (ROA) được xác định bằng cách lấy lợi nhuận ròng (hoặc lợi nhuận sau thuế) của doanh nghiệp trong kỳ báo cáo hàng năm chia cho bình quân tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp trong cùng kỳ. Nếu công ty đang có kết quả hoạt động kinh doanh tốt, có lợi nhuận thì có cơ hội để HĐQT quyết định chi trả nhiều cổ tức hơn cho cổ đông (Ben-Nasr, 2015; Byoun, 2016).

Giả thuyết 7: Có tác động cùng chiều giữa tỷ suất lợi nhuận (ROA) và chính sách chi trả cổ tức.

2.3.8. Đòn bẩy tài chính và chính sách chi trả cổ tức

Đòn bẩy tài chính là mức độ sử dụng nợ trong tổng nguồn vốn của công ty. Nó được xác định và

đo lường bởi tỷ số nợ trên tổng tài sản của công ty (Ross và cộng sự, 2012; Nguyễn Minh Kiều, 2018). Các khoản nợ của công ty làm hạn chế việc chi trả cổ tức (Al-Najjar và Kilincarslan, 2016; Byoun, 2016; McGuinness và cộng sự, 2015; Pucheta-Martinez và Bel-Oms, 2016). Vì vậy, đòn bẩy tài chính được xác định như là tỉ lệ của tổng nợ trên tổng tài sản khi kết thúc năm tài chính có tác động ngược chiều với chính sách chi trả cổ tức.

Giả thuyết 8: Có tác động ngược chiều giữa tỷ số nợ (D/A) và chính sách chi trả cổ tức.

2.3.9. Quy mô HĐQT và chính sách chi trả cổ tức

Quy mô HĐQT được xác định bằng số lượng thành viên của HĐQT. Việc chi trả cổ tức là một quyết định tập thể của HĐQT. Quy mô HĐQT, do đó, có tác động đến chính sách chi trả cổ tức.

Giả thuyết 9: Có tác động ngược chiều giữa quy mô Hội đồng quản trị và chính sách chi trả cổ tức.

3. ĐỀ XUẤT MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Dựa vào các lý thuyết về chính sách cổ tức và kết quả kiểm định thực nghiệm của các nhà nghiên cứu trước, các giả thuyết được đưa ra như trên, mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$\text{Dividend}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Female}_{it} + \beta_2 \text{Female}_{it} * \text{State}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Growth}_{it} + \beta_5 \text{Risk}_{it} + \beta_6 \text{Foreign}_{it} + \beta_7 \text{State}_{it} + \beta_8 \text{ROA}_{it} + \beta_9 \text{Leverage}_{it} + \beta_{10} \text{Boardsize}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, biến Dividend đại diện và được đo lường bởi Tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) và Tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phần (DIVY) đã được sử dụng để đo lường chính sách chi trả cổ tức đã từng được sử dụng bởi Saeeda và Sameer (2017). Từ đó chúng ta có hai mô hình hồi quy sau:

$$\text{Divpr}_{it} = \beta_{01} + \beta_{11} \text{Female}_{it} + \beta_{21} \text{Female}_{it} * \text{State}_{it} + \beta_{31} \text{Size}_{it} + \beta_{41} \text{Growth}_{it} + \beta_{51} \text{Risk}_{it} + \beta_{61} \text{Foreign}_{it} + \beta_{71} \text{State}_{it} + \beta_{81} \text{ROA}_{it} + \beta_{91} \text{Leverage}_{it} + \beta_{101} \text{Boardsize}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Divy}_{it} = \beta_{02} + \beta_{12} \text{Female}_{it} + \beta_{22} \text{Female}_{it} * \text{State}_{it} + \beta_{32} \text{Size}_{it} + \beta_{42} \text{Growth}_{it} + \beta_{52} \text{Risk}_{it} + \beta_{62} \text{Foreign}_{it} + \beta_{72} \text{State}_{it} + \beta_{82} \text{ROA}_{it} + \beta_{92} \text{Leverage}_{it} + \beta_{102} \text{Boardsize}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, các biến tác động bao gồm:

- Female là biến sự đa dạng giới tính của HĐQT được xác định bằng tỷ lệ số lượng thành viên nữ trong HĐQT
- State là biến sở hữu nhà nước được xác định bằng tỷ lệ nắm giữ cổ phần của cổ đông nhà nước
- Firmsize là biến quy mô doanh nghiệp được xác định bằng Ln(tổng tài sản)
- Growth là biến tăng trưởng được xác định bằng tốc độ tăng trưởng tổng tài sản
- Risk là biến rủi ro được xác định bằng độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) qua các năm
- Foreign là biến sở hữu nước ngoài được xác định bằng tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài
- ROA là biến lợi nhuận được xác định bằng tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản
- Leverage là biến đòn bẩy tài chính được xác định bằng tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản
- Boardsize là biến quy mô HĐQT được xác định bằng số lượng thành viên HĐQT.

Các biến phụ thuộc bao gồm:

- Tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) - Chính sách chi trả cổ tức được đo lường dựa trên nghiên cứu của Saeed và Sameer (2017), cụ thể được tính bằng tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt trên lợi nhuận sau thuế của công ty và tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt trên giá cổ phiếu của công ty. Các nghiên cứu Pucheta-Martínez và Bel-Oms (2016), Al-Najjar và Kilincarslan (2016), Saeed và Sameer (2017) đều sử dụng cách đo lường này để tính toán tỷ lệ chi trả cổ tức. Trong hầu hết các nghiên cứu trước, chi trả cổ tức thường được xác

định là lượng tiền mặt của doanh nghiệp được sử dụng để thanh toán cho cổ đông. Tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận được hiểu là mức chi trả cổ tức từ lợi nhuận mà doanh nghiệp thu được. Lợi nhuận ở đây được hiểu là lợi nhuận sau thuế. Tỷ số này phản ánh chính sách cổ tức trong mối tương quan với lợi nhuận của doanh nghiệp. Công thức đo lường như sau:

$$\text{DIVPR} = \frac{\text{Cổ tức chi trả}}{\text{Lợi nhuận sau thuế}}$$

- Tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phần (DIVY) - Tỷ số này thể hiện cổ tức mà doanh nghiệp thanh toán cho mỗi cổ phần so với giá trị thị trường của cổ phiếu (Al-Najjar và Kilincarslan, 2016; Byoun, 2016; Bradford và cộng sự, 2013). Nó là tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư có thể nhận được từ việc mua cổ phiếu ở mức giá hiện tại. Tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu được tính bằng công thức:

$$\text{DIVY} = \frac{\text{Chi trả cổ tức trên mỗi cổ phần}}{\text{Giá cổ phần}}$$

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Phân tích thống kê mô tả

Sử dụng dữ liệu của 107 công ty phi tài chính từ năm 2011 đến năm 2018 để hình thành nên bộ dữ liệu bảng với 856 quan sát, bài nghiên cứu tổng hợp các yếu tố cần thiết trong nghiên cứu, kết hợp với việc nhập, xử lý dữ liệu bằng phần mềm Excel và STATA 13. Kết quả thống kê mô tả về Số quan sát (Obs), Trung bình (Mean), Độ lệch chuẩn (Std. Dev.), Giá trị nhỏ nhất (Min), Giá trị lớn nhất (Max) được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1. Thống kê mô tả dữ liệu thu thập

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Female	856	0,1693638	0,1744781	0	0,6666667
Firmsize	856	27,12906	1,334965	23,73983	31,99059
Growth	856	0,1435362	0,7174157	-0,674221	19,33624
Risk	856	0,0345361	0,0480105	0,000349	0,4588621
Foreign	856	0,0368456	0,0975528	0	0,6890504
State	856	0,1926033	0,2476937	0	0,8444

Roa	856	0,0649399	0,0865748	-0,645506	0,7836998
Leverage	856	0,4731767	0,2115107	0,0019807	0,9669253
Boardsize	856	1,681428	0,1974167	1,098612	2,302585
Divpr	856	1,256758	10,19087	0	223,8515
Divy	856	0,0633518	0,0669895	0	0,8636301

Nguồn: Tính toán của tác giả trên phần mềm Stata 13

4.2. Phân tích tương quan

Việc tính toán các hệ số tương quan của từng cặp các biến giải thích trong mô hình nghiên cứu để phát hiện dấu hiệu của hiện tượng đa cộng tuyến. Sắp xếp các cặp hệ số tương quan giữa các biến giải thích dưới dạng ma trận. Nếu hệ số tương quan là lớn hơn 0,8 theo Gujarati (2003) ta có thể tạm thời kết luận rằng có tồn tại đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong mô hình. Qua ma trận hệ số tương quan của các biến giải thích trong mô hình được trình bày trong Bảng 2, ta có thể nhận thấy tương quan giữa các biến giải thích có độ lớn không cao (dưới 0,8); vì vậy, ảnh hưởng của đa cộng tuyến trong mô hình có thể xem như không đáng kể. Ngoài ra, ma trận tương quan cũng xét đến mức độ quan hệ giữa các biến độc lập, từ đó kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra (nếu có).

Kết quả ma trận tương quan chỉ ra hệ số tương quan giữa các biến độc lập là thấp (không có giá trị nào vượt quá giá trị 0.5 hay thậm chí là giá trị tham chiếu 0,8). Do đó, chưa có bằng chứng cho thấy có tồn tại đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu.

Dựa vào ma trận hệ số tương quan trên ta có thể thấy tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (Divpr) có mối quan hệ cùng chiều với các biến độc lập như: biến kích thước HĐQT (Firmsize), biến sở hữu nhà nước (State), đòn bẩy tài chính (Leverage) và có mối quan hệ ngược chiều với các biến độc lập khác. Biến tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (Divy) có mối quan cùng chiều với các biến độc lập như: biến sở hữu nhà nước (State), tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA), đòn bẩy tài chính (Leverage) và có mối quan hệ ngược chiều với các biến độc lập khác.

Bảng 2. Bảng ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	Divpr	Divy	Femaleidir	Firmsize	Growth	Risk	Foreign	State	Roa	Leverage	Board
Divpr	1										
Divy	0,098	1									
Femaleidir	-0,0294	-0,0982	1								
Firmsize	0,0254	-0,041	-0,0924	1							
Growth	-0,0018	-0,0714	0,034	0,0771	1						
Risk	-0,0236	-0,0413	0,0156	-0,1037	0,1128	1					
Foreign	-0,027	-0,0735	0,0613	0,1975	-0,0031	-0,0192	1				
State	0,0064	0,2128	-0,2414	-0,0548	-0,0601	-0,072	-0,0956	1			
Roa	-0,0539	0,2933	0,0353	0,0117	0,0839	0,0573	0,079	0,167	1		
Leverage	0,0629	0,0394	-0,0629	0,339	-0,0016	-0,1644	-0,1787	0,0378	-0,3412	1	
Board	-0,0245	-0,057	0,0599	0,3472	0,0194	0,0166	0,3149	-0,151	0,1436	-0,0897	1

Nguồn: Tính toán của tác giả trên phần mềm Stata 13

4.3. Phân tích hồi quy

Sau khi thực hiện các kiểm định bao gồm Hausman test, kiểm định phương sai và sai số thay đổi cũng như kiểm định hiện tượng tự tương quan, phân tích hồi quy GMM được lựa chọn như là kỹ thuật phù hợp nhất để ước lượng hai mô hình:

Mô hình 1: $Divpr_{it} = \beta 01 + \beta 11 Female_{it} + \beta 21 Female_{it} * State_{it} + \beta 31 Size_{it} + \beta 41 Growth_{it} +$

$\beta 51 Risk_{it} + \beta 61 Foreign_{it} + \beta 71 State_{it} + \beta 81 ROA_{it} + \beta 91 Leverage_{it} + \beta 101 Boardsize_{it} + \epsilon_{it}$

Mô hình 2: $Divy_{it} = \beta 02 + \beta 12 Female_{it} + \beta 22 Female_{it} * State_{it} + \beta 32 Size_{it} + \beta 42 Growth_{it} + \beta 52 Risk_{it} + \beta 62 Foreign_{it} + \beta 72 State_{it} + \beta 82 ROA_{it} + \beta 92 Leverage_{it} + \beta 102 Boardsize_{it} + \epsilon_{it}$

Kết quả phân tích hồi quy GMM được trình bày ở Bảng 3.

Bảng 3. Kết quả hồi quy GMM

	GMM Model 1	GMM Model 2
DEPENDENT VARIABLES	DIVPR	DIVY
Female _{it}	-1,063*** (-12,30)	-0,0575*** (-7,481)
Femalestate	3,405*** 9,918	0,0692*** 8,284
Size	0,102*** 5,302	-0,00816*** (-6,315)
Growth	0,105*** 8,448	-0,00643*** (-4,551)
Risk	-3,929*** (-11,03)	-0,156*** (-6,714)
Foreign	-1,100*** (-7,486)	-0,0417*** (-3,221)
State	0,0962 0,907	0,0148** 2,363
Roa	0,856*** 9,348	0,302*** 11,51
Leverage	2,350*** 12,34	0,0656*** 7,482
Boardsize	0,159*** 2,902	0,0289*** 5,659
Constant	-2,900*** (-5,298)	0,192*** 5,916
Hansen Test	0,871	0,122
Arellano-Bond test	0,159	0,145
Observations	856	856
Number of firm	107	107
z-statistics in parentheses		
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1		

Nguồn: tính toán của tác giả trên phần mềm Stata 13

5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý QUẢN TRỊ

Dựa vào kết quả phân tích hồi quy trình bày ở Bảng 3, chúng ta có thể rút ra những kết luận và giải thích kết quả nghiên cứu như sau:

5.1. Sự đa dạng giới tính (Femaledir)

Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 cho thấy hệ số biến tỷ lệ nữ giới trong HĐQT (Femaledir) ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là -1,063 và -0,0575, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này chứng tỏ tỷ lệ nữ giới trong HĐQT có tác động ngược chiều với chi trả cổ tức, tức là khi tỷ lệ nữ giới trong HĐQT ngày càng tăng thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) và tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) giảm. Kết quả này tương tự so với những nghiên cứu trước đây ở nước ngoài như Saeed và Sameer (2017), Gilkeson và List (2002), Levi và cộng sự, (2014). Tùy theo mục tiêu của mình, nhà đầu tư có thể nhìn vào cơ cấu giới tính trong HĐQT để ra quyết định đầu tư.

5.2. Biến tương tác (Femalestate)

Để đánh giá sự điều chỉnh của tỷ lệ sở hữu nhà nước đến mối quan hệ giữa đa dạng giới tính và chính sách chi trả cổ tức, biến tương tác giữa tỷ lệ nữ giới trong HĐQT (Femaledir) và sở hữu nhà nước (State) được đưa vào trong mô hình (Saeed và Sameer, 2017). Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 cho thấy hệ số biến tương tác ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là 3,405 và 0,0692, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này khẳng định giả thuyết được đặt ra là trong các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước, sự đa dạng giới tính trong HĐQT có tác động cùng chiều với chi trả cổ tức tại các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam.

5.3. Quy mô doanh nghiệp (Size)

Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 cho thấy hệ số quy mô doanh nghiệp ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là 0,102 và -0,00816, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này có nghĩa

là quy mô công ty ngày càng lớn thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) càng tăng và tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) giảm. Kết quả này tương tự với nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2015) nghiên cứu tại doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Kết quả ngược chiều giữa quy mô doanh nghiệp và tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận cổ phiếu (EPS) và giá cả cổ phiếu, song kết quả cũng cho thấy quy mô doanh nghiệp tác động tích cực lên tỷ lệ chi trả cổ tức trên doanh thu.

Quy mô doanh nghiệp được đo bằng giá trị tổng tài sản, doanh nghiệp có quy mô càng lớn chứng tỏ doanh nghiệp trong giai đoạn phát triển bền vững. Khi đó hoạt động kinh doanh của công ty được bảo hòa và các thị trường mới, khách hàng mới khó khai thác hơn, sự tăng trưởng hoạt động của công ty bắt đầu chậm lại. Khi đó công ty có lợi nhuận cao nhưng lại ít có cơ hội đầu tư hấp dẫn, vì vậy sẽ dẫn đến sự gia tăng dòng tiền tự do của doanh nghiệp nên công ty có xu hướng phân phối lợi nhuận hơn là giữ lại lợi nhuận. Do đó, khả năng chi trả cổ tức bằng tiền của công ty ngày càng lớn. Chính vì vậy, tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) càng tăng. Ngoài ra, giá cổ phiếu những công ty lớn thường cao hơn giá cổ phiếu các công ty nhỏ cũng như chính sách chi trả cổ tức cao làm gia tăng giá cổ phiếu do thu hút nhà đầu tư dẫn tới tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) giảm.

5.4. Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (Growth)

Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 cho thấy hệ số tốc độ tăng trưởng tổng tài sản của công ty ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là 0,105 và -0,00643, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này có nghĩa là tốc độ tăng trưởng tổng tài sản của công ty ngày càng lớn thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) càng tăng và tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) giảm. Theo lý thuyết cũng như thực tế, việc chi trả cổ tức của

doanh nghiệp ở từng giai đoạn sẽ có sự khác biệt, cụ thể giai đoạn hình thành doanh nghiệp có xu hướng chi trả cổ tức thấp và giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư và phát triển. Tuy nhiên khi doanh nghiệp đã ở giai đoạn ổn định hoặc phát triển với quy mô lớn họ sẽ có hành vi hướng tới lợi ích của cổ đông thông qua chi trả cổ tức. Lập luận này ủng hộ cho quan điểm về mối quan hệ cùng chiều giữa tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ chi trả cổ tức. Như vậy, lúc này tỷ lệ cổ tức doanh nghiệp chi trả so với lợi nhuận sẽ tăng cao, hàm ý ảnh hưởng cùng chiều của tăng trưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức. Tuy nhiên, cũng ở giai đoạn này, việc chi trả cổ tức cao sẽ thu hút sự chú ý của những nhà đầu tư trong dài hạn, từ đó làm tăng giá cổ phiếu, suy ra có khả năng làm giảm tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu như trong kết quả nghiên cứu này. Kết luận này khẳng định kết quả có mối quan hệ đáng kể giữa tốc độ tăng trưởng và chi trả cổ tức cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

5.5. Rủi ro công ty (Risk)

Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 cho thấy hệ số rủi ro công ty ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là -3,929 và -0,156, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này có nghĩa là rủi ro công ty ngày càng lớn thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) và tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) giảm. Kết quả này tương tự với kết quả nghiên cứu Fama và French (2001) và Saeed và Sameer (2017).

5.6. Sở hữu nước ngoài (Foreign)

Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 cho thấy hệ số sở hữu nước ngoài ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là -1,100 và -0,0417, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này có nghĩa là tỷ lệ cổ phần mà doanh nghiệp nước ngoài nắm giữ càng lớn thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) và tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) giảm. Kết quả này tương tự với kết quả nghiên

cứu của Võ Xuân Vinh (2015) và Chai (2010).

Tại Việt Nam, các đầu tư nước ngoài ưa thích đầu tư vào các doanh nghiệp có mức chi trả cổ tức thấp và khi trở thành cổ đông lớn họ có xu hướng gây áp lực lên nhà quản lý để chi trả mức cổ tức thấp hơn và giữ lại lợi nhuận cao hơn nhằm khai thác cơ hội đầu tư - tài chính tại các thị trường mới nổi. Đồng thời cũng để dự trù cho những rủi ro có thể xảy ra trong tương lai, vì họ nhìn nhận rất có thể thông tin họ có thể thu thập được so với những công ty trong nước là ít hơn (Võ Xuân Vinh, 2015).

5.7. Sở hữu nhà nước (state)

Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 cho thấy hệ số sở hữu nước ngoài ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là 0,0962 và từ 0,0148, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này có nghĩa là tỷ lệ cổ phần nhà nước nắm giữ càng lớn thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) và tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) tăng. Mối quan hệ cùng chiều giữa sở hữu nước ngoài và chi trả cổ tức có thể được giải thích thông qua lý thuyết các bên có liên quan và thực tế hành vi của các doanh nghiệp có cổ phần nhà nước tại thị trường mới nổi. Lý thuyết các bên có liên quan tính đến lợi ích của tất cả các bên để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (Freeman, 1984), lý thuyết này nhấn mạnh sở hữu nước ngoài có thể là một bên liên quan trực tiếp của công ty thông qua việc sở hữu một phần hoặc toàn bộ cổ phần công ty và cũng đồng thời là một bên liên quan gián tiếp thông qua việc tạo lập và thực thi các chính sách nhà nước.

Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Saeed và Sameer (2017) tại ba nước Ấn Độ, Nga và Trung Quốc. Các công ty nhà nước dự kiến sẽ đóng vai trò là một "doanh nghiệp kiểu mẫu" để đưa ra tín hiệu về quyền quản lý và quản trị tốt các công ty nhà nước giúp hợp pháp hóa các chính sách của nhà nước (Saeed và cộng sự, 2016) bằng cách chi trả cổ tức nhiều hơn.

5.8. Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA)

Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 cho ta thấy hệ số tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là 0,856 và 0,302, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này có nghĩa là lợi nhuận công ty ngày càng tăng thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) và tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) càng tăng. Kết quả này tương tự như kết quả nghiên cứu của Saeed và Sameer (2017), Ben-Nasr (2015), Byoun (2016).

5.9. Đòn bẩy tài chính (Leverage)

Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 ta thấy hệ số đòn bẩy tài chính ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là 2,350 và 0,0656, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này có nghĩa là đòn bẩy tài chính càng cao thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) và tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) càng tăng. Kết quả này tương tự kết quả nghiên cứu của Saeed và Sameer (2017). Điều này được lý giải vì các doanh nghiệp này đang

trong giai đoạn phát triển thì việc sử dụng đòn bẩy nợ là điều tất yếu, việc chi trả cổ tức nhiều hơn nhằm củng cố niềm tin của cổ đông. Ngoài ra, các doanh nghiệp lớn thường có tỷ lệ sử dụng đòn bẩy cao do yêu cầu về vốn lớn hơn các doanh nghiệp nhỏ cũng như khả năng tiếp cận thị trường vốn tốt hơn.

5.10. Quy mô HĐQT (Boardsize)

Kết quả hồi quy GMM ở Bảng 3 cho thấy hệ số quy mô HĐQT ở cả 2 phương trình hồi quy lần lượt là 0,159 và 0,0289, kết quả có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điều này có nghĩa là số lượng thành viên HĐQT càng nhiều thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận (DIVPR) và tỷ lệ chi trả cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVY) càng tăng. Kết luận rằng quy mô HĐQT sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp tăng tỷ lệ chi trả cổ tức. Kết quả này tương tự với kết quả nghiên cứu gần nhất của Gyapong và cộng sự (2019) nghiên cứu tại các doanh nghiệp tại Úc.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abdelsalam, O., El-Masry, A., & Elseini, S. (2008). Board composition, ownership structure, and dividend policies in an emerging market: Further evidence from case 50. *Managerial finance*, 34(12), 953-964.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact of governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance and Accounting*, 35(7), 648-667.
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). "The effect of ownership structure on dividend policy: Evidence from Turkey". *Corporate governance: The International Journal of Business in Society*, 16(1), 135-161.
- Bathala, C. T., & Rao, R. P. (1995). "The determinants of board composition: An agency theory perspective". *Managerial and Decision Economics*, 16(1), 59-69.
- Ben-Nasr, H. (2015). Government ownership and dividend policy: Evidence from newly privatized firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5), 665-704.
- Boumosleh, A., & Cline, B. N. (2015). Outside director stock options and dividend policy. *Journal of Financial Services Research*, 47(3), 381-410.
- Bradford, W., Chen, C., & Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 27(C), 445-464.
- Byoun, S. (2016). Does corporate board diversity affect corporate payout policy. *Asia-Pacific*

- Journal of Financial Studies*, 45(1), 48-101.
- Carrasco, A. & J. Laffarga (2007). La diversidad en el código de buen gobierno. Conocimiento, Innovación y Emprendedores; Camino al Futuro. *Pecvina*, 5, 1-25.
- Chai, D. H. (2010). Foreign Corporate Ownership and Dividends. Working Paper No 401, University of Cambridge: Centre for Business Research.
- Custodio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-44.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman Publishing.
- Galbreath, J. (2016). Is board gender diversity linked to financial performance? The mediating mechanism of CSR. *Business & Society*. <http://dx.doi.org/10.1177/0007650316647967>.
- Gropp, R., & Heider, F. (2010). The determinants of Bank Capital Structure. *Review of Finance*, 14(1), 587-622.
- Gugler, K. & B. B. Yurtoglu (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731-758.
- Gyapong, E., Ammad, A., Collins, G. N., & Muhammad, N.. (2019). Board gender diversity and dividend policy in Australian listed firms: the effect of ownership concentration. *Asia Pacific Journal of Management*, 1-41
- Hill, C., & Jones, T. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 134-154.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jonge, A. (2014). The glass ceiling that refuses to break: Women directors on the boards of listed firms in China and India. Women Studies International Forum. <http://dx.doi.org/10.1016/j.wsif.2014.01.008>.
- Kandel, E. & Lazear, E. P. (1992). Peer pressures and partnerships. *Journal of Political Economy*, 100(4), 801-817.
- Knyazeva, A., D. Knyazeva & C. Raheja (2009). The benefits of focus vs. heterogeneity: An analysis of corporate boards. *Unpublished working paper*, University of Rochester.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28©, 185-200.
- McGuinness, P. B., Lam, K. C. K., & Vieito, J. P. (2015). Gender and other major board characteristics in China: Explaining corporate dividend policy and governance. *Asia Pacific of Management*, 32(4), 989-1038.
- Miles, M. P., Munilla, L. S., & Darroch, J. (2006). The role of strategic conversations with stakeholders in the formation of corporate social responsibility strategy. *Journal of Business Ethics*, 69(2), 195-205.
- Nguyễn Minh Kiều (2018). Tài chính doanh nghiệp, Đại học Mở TP.HCM.
- Octavia, M., & Brown, R. (2008). Determinants of Bank Capital Structure in Developing Countries: Regulatory Capital Requirement versus the Standard Determinants of Capital Structure. *Proceeding of European financial management conference*, Athens.

- Officer, M. S. (2006). Dividend policy dividend initiations and governance. <http://ssrn.com/abstract=921155>.
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2004). What is a dollar worth? The market value of cash holdings. *Working paper*. Georgetown University.
- Pucheta-Martinez, M. C., & Bel-Oms, I. (2016). The board of directors and dividend policy: The effect of gender diversity. *Industrial and Corporate Change*, 25(3), 523-547.
- Ross, Westerfield & Jaffe (2012). *Corporate Finance*, McGrawHill.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Saeed, A. & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100-1113.
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Clark, E. (2015). Political connections and firm leverage: Firm level evidence from Pakistan. *Managerial and Decision Economics*, 36(6), 364-383.
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Yousaf, A. (2016). Firm-level determinants of gender diversity in the boardrooms: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 25(5), 1076-1088.
- Sawicki, J. (2009). Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis. *The European Journal of Finance*, 15(2), 211-230.
- Vinh, V. X. (2015). Foreign ownership and dividend policy - the case of Vietnam. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 6(2), 73-86.
- Wellalage, N., Fauzi, F. & Wang, G. (2012). Corporate governance and cash dividend policy: Evidence from Chinese IPOs. *Unpublished working paper*, 1-24.

The impact of gender diversity of board of management on dividend payment policy: The empirical evidence from listed companies in Vietnam

Nguyen Minh Kieu^{1,*} and Ly Truc Trinh²

ABSTRACT

This research investigates the effect of gender diversity on the dividend payment policy of listed companies stock markets in Vietnam. Data collected from audited financial statements with a sample of 107 non-financial firms during the period from 2011 to 2018 formed a panel dataset with 856 observations. In addition, the criteria of members of the Board of Directors will be taken from corporate governance reports.

Regression methods applying for the panel data were used including Random - Effects and Fixed - Effects analysis. Besides, GMM regression was used to solve the endogenous phenomena in the research.

The research findings provided the evidence that there exists a negative impact of the proportion of women in board of directors on dividend policy because women's behavior is less risk-taking in field of investment and finance. State ownership positively moderates the relationship between

board gender diversity and dividend payment to demonstrate the efficient operation of the business. While foreign ownership tends to pay less dividends to keep investment and handle the problem of asymmetric information. Up to date, there are very few empirical studies measuring the effects of gender on dividend payout policies in general in Vietnam. Therefore, the research findings provided new empirical evidence on the impact of gender diversity on firm's dividend policy as well as provided further empirical evidence for investors to consider choosing to invest in a company with a dividend payout policy that is suitable for their investment goals.

Keywords: *dividend policy, sex diversity, Board of management, dividend payout ratio*

Received: 03/11/2020

Revised: 24/11/2020

Accepted for publication: 11/01/2021