

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

NGUYỄN THỊ HẢI YẾN

**ỔN ĐỊNH HÓA CỔ TỨC CỦA CÁC
DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ
NGÀNH TÀI CHÍNH - NGÂN HÀNG**

HÀ NỘI - 2021

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

NGUYỄN THỊ HẢI YẾN

**ỔN ĐỊNH HÓA CỔ TỨC CỦA CÁC
DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: TÀI CHÍNH - NGÂN HÀNG
Mã số: 9340201**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Người hướng dẫn khoa học:

- 1. PGS.TS. NGUYỄN VĂN ĐỊNH**
- 2. TS. TRẦN TẤT THÀNH**

HÀ NỘI - 2021

LỜI CAM ĐOAN

Tôi đã đọc và hiểu về các hành vi vi phạm sự trung thực trong học thuật. Tôi cam kết bằng danh dự cá nhân rằng nghiên cứu này là tôi tự thực hiện và không vi phạm yêu cầu về sự trung thực trong học thuật.

Hà Nội, ngày tháng năm 2021

Nghiên cứu sinh

Nguyễn Thị Hải Yên

LỜI CẢM ƠN

Để hoàn thành luận án này, bên cạnh những cố gắng nỗ lực của bản thân, NCS đã nhận được rất nhiều sự hướng dẫn, động viên của các nhà khoa học, các Thầy/Cô giáo và bạn bè đồng nghiệp.

Đầu tiên, NCS xin được gửi lời cảm ơn đến Ban Giám hiệu Trường Đại học kinh tế quốc dân, Viện đào tạo Sau đại học, Viện Ngân hàng Tài chính đã tạo điều kiện thuận lợi để NCS có thể hoàn thành tốt quá trình học tập và nghiên cứu. NCS xin được bày tỏ lòng biết ơn đến PGS.TS Trần Đình Khâm, PGS.TS Nguyễn Thị Minh Huệ và PGS.TS Nguyễn Thị Minh đã gợi ý về phương pháp nghiên cứu, cùng đánh giá các ý kiến và giúp định hướng rõ hơn khi thực hiện nghiên cứu cho NCS.

NCS xin được gửi lời cảm ơn sâu sắc đến PGS.TS Nguyễn Văn Định và TS. Trần Tất Thành – người hướng dẫn khoa học của luận án đã luôn tận tình hướng dẫn, giúp chuẩn hóa về nội dung, kiến thức và phương pháp nghiên cứu. Đặc biệt hơn nữa, các Thầy đã luôn đồng hành, chia sẻ, động viên nghiên cứu sinh trong suốt quá trình thực hiện luận án.

NCS cũng chân thành cảm ơn các nhà khoa học, các thầy cô giáo và anh chị em đồng nghiệp tại Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội, khoa Quản lý kinh doanh đã tạo nhiều điều kiện thuận lợi về thời gian và giúp đỡ trong công việc để NCS tập trung hoàn thành luận án.

Cuối cùng, NCS xin gửi lời cảm ơn đặc biệt tới gia đình, bạn bè – những người đã luôn ở bên cạnh, động viên và khích lệ nghiên cứu sinh trong suốt thời gian học tập và nghiên cứu.

Nghiên cứu sinh

Nguyễn Thị Hải Yến

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
LỜI CẢM ƠN	ii
MỤC LỤC	iii
DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT	vi
DANH MỤC CÁC BẢNG.....	vii
DANH MỤC BIỂU ĐỒ	ix
CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU	1
1.1. Sự cần thiết của nghiên cứu	1
1.2. Mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu	3
1.2.1. Mục tiêu nghiên cứu.....	3
1.2.2. Câu hỏi nghiên cứu	3
1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	4
1.3.1. Đối tượng nghiên cứu.....	4
1.3.2. Phạm vi nghiên cứu.....	4
1.4. Phương pháp nghiên cứu	5
1.4.1. Phương pháp thu thập dữ liệu	5
1.4.2. Phương pháp phân tích dữ liệu	7
1.5. Những đóng góp mới của luận án.....	8
1.6. Cấu trúc của luận án	9
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1	10
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU	11
2.1. Tổng quan về ổn định hóa cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết	11
2.1.1. Khái quát về chính sách cổ tức của doanh nghiệp niêm yết	11
2.1.2. Khái niệm ổn định hóa cổ tức và vai trò của chính sách cổ tức ổn định	15
2.1.3. Đo lường mức độ ổn định hóa cổ tức.....	18
2.1.4. Các lý thuyết về ổn định hóa cổ tức.....	21
2.1.5. Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ ổn định hóa cổ tức.....	25
2.2. Tổng quan các kết quả nghiên cứu thực nghiệm	31
2.2.1. Các kết quả nghiên cứu về mức độ ổn định hóa cổ tức	31
2.2.2. Các kết quả nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng	37
2.3. Khoảng trống nghiên cứu.....	44
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	46

CHƯƠNG 3: MỨC ĐỘ ỔN ĐỊNH HÓA CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	47
3.1. Khái quát về thị trường chứng khoán Việt Nam.....	47
3.1.1. Xếp hạng thị trường	47
3.1.2. Tiêu chuẩn niêm yết và các quy định liên quan đến cổ tức ở Việt Nam	48
3.1.3. Nhận diện mức độ ổn định hóa cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết.....	54
3.2. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu	60
3.2.1. Giả thuyết nghiên cứu	60
3.2.2. Mô hình nghiên cứu	60
3.3. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm	62
3.3.1. Mẫu nghiên cứu.....	62
3.3.2. Thống kê mô tả.....	65
3.3.3. Kết quả tính toán mức độ ổn định cổ tức theo mô hình Lintner (1956)	67
3.3.4. Kết quả tính toán mức độ ổn định hóa cổ tức theo mô hình của Leary và Michaely (2011).....	71
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	74
CHƯƠNG 4: CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN MỨC ĐỘ ỔN ĐỊNH HÓA CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	75
4.1. Đặc điểm doanh nghiệp và mức độ ổn định hóa cổ tức.....	75
4.1.1. Quy mô của doanh nghiệp.....	75
4.1.2. Tuổi của doanh nghiệp	77
4.1.3. Dòng tiền và cơ hội đầu tư	78
4.1.4. Rủi ro của doanh nghiệp	80
4.1.5. Cấu trúc sở hữu	82
4.1.6. Mức độ cạnh tranh của ngành	83
4.2. Xây dựng giả thuyết và mô hình nghiên cứu.....	86
4.2.1. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu	86
4.2.2. Mô hình nghiên cứu	91
4.2.3. Các biến và thang đo	92
4.3. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm	95
4.3.1. Mô tả các biến trong mô hình	95
4.2.2. Mô hình nghiên cứu cuối cùng.....	98
4.2.3. Kết quả hồi quy	100

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4.....	110
CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ.....	111
5.1. Tóm tắt kết quả nghiên cứu của luận án	111
5.1.1. Kết quả về mức độ ổn định hóa cổ tức của các DNNY ở Việt Nam	111
5.1.2. Kết quả về các nhân tố tác động đến hiện tượng ổn định hóa cổ tức của các DNNY ở Việt Nam	113
5.2. Một số khuyến nghị.....	117
5.2.1. Đối với nhà đầu tư.....	117
5.2.2. Đối với nhà quản lý doanh nghiệp	120
5.2.3. Đối với nhà hoạch định chính sách	121
5.3. Hạn chế của luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo.....	121
5.3.1. Hạn chế của luận án	121
5.3.2. Hướng nghiên cứu tiếp theo.....	122
KẾT LUẬN	123
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	124
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	125

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

SOA	Speed of Adjustment – Mức độ hiệu chỉnh theo mô hình của Lintner (1956)
RelVol	Relative Volatility – Biến động tương đối theo mô hình của Leary và Michaely (2011)
CSCT	Chính sách cổ tức
DN	Doanh nghiệp
DNNY	Doanh nghiệp niêm yết
NĐT	Nhà đầu tư
NQL	Nhà quản lý (doanh nghiệp)
BCXTT	Bất cân xứng thông tin
DPS	Cổ tức bằng tiền trên cổ phần
DEMs	Thị trường tài chính phát triển
FEMs	Thị trường tài chính mới nổi
EBIT	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay
EPS	Thu nhập trên cổ phần
ROA	Tỷ suất sinh lời trên tài sản
ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
HOSE	Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh
HNX	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
FEM	Mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model)
OLS	Phương pháp bình phương nhỏ nhất (Ordinary Least Squares)
2SLS	Phương pháp bình phương nhỏ nhất hai giai đoạn (Two Stage Least Squares)
REM	Mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model)
RMSE	Phương pháp căn bậc hai trung bình bình phương phần dư (Root Mean Square Error)
GMM	Phương pháp mô men tổng quát (Generalized Method of Moments)
TTCK	Thị trường chứng khoán

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 2.1:	Một số kết quả nghiên cứu về đánh giá mức độ ổn định hóa cổ tức ở các quốc gia	34
Bảng 2.2:	Kết quả tính SOA của các quốc gia theo nghiên cứu của Javakhadze và cộng sự (2014).....	35
Bảng 2.3:	Tóm tắt các công trình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ ổn định hóa cổ tức	40
Bảng 3.1:	Số lượng doanh nghiệp niêm yết phân loại theo ngành nghề và lĩnh vực hoạt động	50
Bảng 3.2:	Tình hình thanh toán cổ tức của các DNNY giai đoạn 2008-2018.....	55
Bảng 3.3:	Tình hình thanh toán cổ tức của từng ngành.....	56
Bảng 3.4:	Cơ cấu mẫu nghiên cứu phân theo ngành	63
Bảng 3.5:	Tỷ lệ mẫu trên tổng thể DNNY	64
Bảng 3.6:	Khái quát đặc điểm của các DNNY	64
Bảng 3.7:	Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy theo sở giao dịch	65
Bảng 3.8:	Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy theo ngành.....	66
Bảng 3.9:	Kết quả hồi quy OLS theo MH1.1 cho tổng mẫu	67
Bảng 3.10:	Kiểm định Hausman về sự khác biệt giữa mô hình FE và RE.....	68
Bảng 3.11:	Kết quả hồi quy FEM theo mô hình MH1.1 cho tổng mẫu.....	68
Bảng 3.12:	Kết quả hồi quy SOA theo mô hình MH1.1 cho mẫu tại HOSE	69
Bảng 3.13:	Kết quả hồi quy SOA theo mô hình MH1.1 cho mẫu tại HNX	70
Bảng 3.14:	Kết quả hồi quy SOA theo nhóm ngành	70
Bảng 3.15:	Kết quả tính RelVol và so sánh với SOA.....	71
Bảng 4.1:	Giá trị tài sản trung bình của từng ngành.....	76
Bảng 4.2:	Cơ cấu tuổi của doanh nghiệp.....	77
Bảng 4.3:	Dòng tiền và cơ hội đầu tư của DNNY	78
Bảng 4.4:	Biến động DPS theo phân vị M/B	79
Bảng 4.5:	Biến động lợi nhuận của doanh nghiệp	81
Bảng 4.6:	Biến động DPS theo phân vị RISK	81
Bảng 4.7:	Cấu trúc sở hữu của các DNNY	82
Bảng 4.8:	Sở hữu Nhà nước của các ngành.....	82
Bảng 4.9:	Doanh thu của các ngành	84
Bảng 4.10:	Chỉ số HHI của các ngành.....	85
Bảng 4.11:	Mô tả các biến độc lập và kỳ vọng dấu với mức độ ổn định hóa cổ tức theo lý thuyết.....	95

Bảng 4.12: Thống kê mô tả biến độc lập trong mô hình hồi quy	96
Bảng 4.13: Bảng ma trận tương quan giữa các biến số của MH2.1	97
Bảng 4.14: Kiểm định đa cộng tuyến bằng hệ số VIF	98
Bảng 4.15: Kết quả hồi quy MH2.1 theo biến LARGE.....	101
Bảng 4.16: Kiểm định Hausman test và Sargan test.....	102
Bảng 4.17: Kết quả hồi quy với biến cấu trúc sở hữu là biến LARGE	102
Bảng 4.18: Tổng hợp kết quả hồi quy theo biến phụ thuộc RelVol (MH2.1)'	104
Bảng 4.19: Tổng hợp kết quả hồi quy theo biến phụ thuộc SOA (MH2.2)'	106
Bảng 4.20: So sánh kết quả hồi quy RelVol và SOA	107
Bảng 5.1: So sánh kết quả SOA theo Litner (1956) giữa các thị trường	112
Bảng 5.2: Tổng hợp kết quả nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng theo lý thuyết..	114