
ẢNH HƯỞNG CỦA ĐẶC ĐIỂM HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ ĐẾN MỨC ĐỘ LÀM TRON CỔ TỨC CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Trần Quốc Trung*

Trường Đại học Ngoại thương – Cơ sở II tại Thành phố Hồ Chí Minh

Email: tranquoc trung.cs2@ftu.edu.vn

Trần Hoài An

Trường Đại học Ngoại thương – Cơ sở II tại Thành phố Hồ Chí Minh

Email: tranhoaian2011156040@ftu.edu.vn

Mã bài: JED-2059

Ngày nhận bài: 16/10/2024

Ngày nhận bài sửa: 25/10/2024

Ngày duyệt đăng: 14/02/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2059

Tóm tắt

Bài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của đặc điểm hội đồng quản trị đến hành vi làm trơn cổ tức của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Với mẫu nghiên cứu gồm 458 doanh nghiệp trong giai đoạn 2010-2022, kết quả nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị càng lớn và có tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị càng cao thì có mức độ làm trơn cổ tức càng thấp. Bài viết này đưa ra các hàm ý về tầm quan trọng của kỹ năng làm việc nhóm đối với doanh nhân và nâng cao bình đẳng giới trong xã hội.

Từ khóa: Giới tính, hội đồng quản trị, làm trơn cổ tức, quy mô hội đồng quản trị, Việt Nam.

Mã JEL: G34

The effects of the board's characteristics on dividend smoothing of listed firms in Vietnam

Abstract

This paper investigates the effect of the board's characteristics on dividend smoothing behavior of firms listed in the Vietnamese stock market. With a sample of 458 firms over the period 2010-2022, we find that firms with larger boards and higher proportion of female directors have higher levels of dividend smoothing. This paper provides implications in the role of teamwork skills for business people and gender equality in the society.

Keywords: Board of directors, board size, dividend smoothing, gender, Vietnam.

JEL Code: G34

1. Giới thiệu

Quyết định chia cổ tức là một trong những quyết định tài chính quan trọng của doanh nghiệp. Vì vậy, chính sách cổ tức của doanh nghiệp luôn thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu. Năm 1956, khi khảo sát các nhà quản lý doanh nghiệp về chính sách cổ tức tại Hoa Kỳ, Lintner nhận thấy rằng các doanh nghiệp có xu hướng theo đuổi mức cổ tức ổn định. Các doanh nghiệp hiếm khi giảm cổ tức và chỉ tăng cổ tức khi thu nhập của tăng vĩnh viễn. Hành vi này được gọi là làm trơn cổ tức. Nhiều nghiên cứu trước đây đã cho thấy rằng động cơ của hành vi làm trơn cổ tức xuất phát từ nỗ lực của các nhà quản trị doanh nghiệp muốn phát tín hiệu về tình hình kinh doanh của doanh nghiệp cho các nhà đầu tư bên ngoài hoặc doanh nghiệp phải đáp ứng yêu cầu của cổ đông khi cơ chế quản trị công ty còn nhiều hạn chế (Guedhami & cộng sự, 2017; Guttman & cộng sự, 2010; Kumar & Lee, 2001).

Trong công ty cổ phần, hội đồng quản trị đóng vai trò quan trọng trong cơ chế quản trị công ty để hạn chế các hành vi vụ lợi của giám đốc doanh nghiệp và hướng các quyết định này tới mục tiêu phục vụ lợi ích cổ

đồng. Vì vậy, đặc điểm của hội đồng quản trị là những yếu tố có thể ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị công ty và có khả năng tác động đến hành vi làm tròn cổ tức của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, các nghiên cứu về hành vi làm tròn cổ tức của doanh nghiệp chưa có nhiều. Tran & cộng sự (2021) nghiên cứu ảnh hưởng của các đặc điểm tài chính và cấu trúc sở hữu đến mức độ làm tròn cổ tức. Tuy nhiên, vai trò của hội đồng quản trị đối với hành vi làm tròn cổ tức của doanh nghiệp chưa được nghiên cứu đầy đủ. Vì vậy, bài viết này khai thác khoảng trống nghiên cứu này để đưa ra nhận thức đầy đủ hơn về ảnh hưởng của đặc điểm của hội đồng quản trị đến hành vi làm tròn cổ tức của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Tổng quan lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Tổng quan lý thuyết

Theo Lintner (1956), hành vi làm tròn cổ tức xuất phát từ mong muốn duy trì tỷ lệ chia cổ tức ổn định trong dài hạn, những thay đổi về lợi nhuận nhất thời không ảnh hưởng đến tỷ lệ chia cổ tức của doanh nghiệp mà doanh nghiệp chỉ thay đổi tỷ lệ chia cổ tức. Nhiều bằng chứng về hành vi làm tròn cổ tức của doanh nghiệp đã được tìm thấy ở nhiều quốc gia trên thế giới như: Hoa Kỳ (Basse & cộng sự, 2011; Basse & Reddemann, 2011), Anh Quốc (Kilincarslan, 2021; Renneboog & Trojanowski, 2007), Úc (Guger, 2003), Nhật Bản (Dewenter & Warther, 1998), Hồng Kông (Chemmanur & cộng sự, 2010), Hàn Quốc (Jeong, 2013), Trung Quốc (Hoang & Hoxha, 2021) và Việt Nam (Tran & cộng sự, 2021). Tigero & cộng sự (2023) nghiên cứu hành vi làm tròn cổ tức của các nước Châu Mỹ Latinh và nhận thấy rằng các nước có quy định chia cổ tức bắt buộc như Brazil và Chile thì không làm tròn cổ tức nhiều như các nước không có quy định chia cổ tức bắt buộc như Argentina, Colombia, Mexico và Peru.

Hai lý thuyết nền tảng phổ biến lý giải hành vi làm tròn cổ tức là lý thuyết phát tín hiệu và lý thuyết đại diện. Lý thuyết phát tín hiệu cho rằng việc doanh nghiệp làm tròn cổ tức là để đối phó với tình trạng thông tin bất cân xứng giữa nhân sự nội bộ và nhà đầu tư bên ngoài. Khi nhà đầu tư bên ngoài không có thông tin đầy đủ về tình hình và triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp, họ có xu hướng định giá thấp doanh nghiệp (Bhattacharya, 1979; John & Williams, 1985). Vì vậy, các nhà quản trị phải sử dụng cổ tức như là một cách thức phát tín hiệu về tình hình kinh doanh và triển vọng của doanh nghiệp. Bằng chứng về vai trò của chính sách cổ tức của doanh nghiệp được sử dụng như là một công cụ phát tín hiệu đã được tìm thấy ở nhiều quốc gia như Úc (Partington, 1989), Na Uy (Baker & cộng sự, 2006), Pháp (Albouy & cộng sự, 2012), Canada (Baker & cộng sự, 2007) và 16 quốc gia châu Âu (Bancel & cộng sự, 2009). Tương tự, việc làm tròn cổ tức với một tỷ lệ chi trả cổ tức ổn định là tín hiệu cho thấy doanh nghiệp đang có tình hình kinh doanh ổn định và phát triển tốt (Kumar & Lee, 2001). Francis & cộng sự (2023) nghiên cứu ảnh hưởng của bán khống đến chính sách làm tròn cổ tức của doanh nghiệp tại thị trường Hoa Kỳ và nhận thấy rằng khi tình trạng bất cân xứng thông tin càng thấp thì doanh nghiệp càng ít động cơ theo đuổi việc làm tròn cổ tức. Felimban & cộng sự (2022) cũng tìm thấy bằng chứng tương tự về mối quan hệ thuận chiều giữa sự bất cân xứng thông tin và hành vi làm tròn cổ tức ở các nước Vùng Vịnh.

Lý thuyết đại diện lý giải hành vi làm tròn cổ tức của doanh nghiệp là một biện pháp để giảm xung đột lợi ích giữa những nhà quản lý doanh nghiệp và cổ đông. Sự tách rời giữa quyền sở hữu và quyền quản lý đối với các nguồn lực của doanh nghiệp làm phát sinh mâu thuẫn về lợi ích giữa bên ủy thác (cổ đông) và bên đại diện (các nhà quản lý doanh nghiệp). Ở đó, các nhà quản lý có xu hướng ra quyết định theo hướng có lợi cho bản thân và hy sinh lợi ích của cổ đông (Jensen & Meckling, 1976). Khi doanh nghiệp có các nguồn tiền mặt nhàn rỗi càng nhiều, các nhà quản lý doanh nghiệp càng có động cơ sử dụng nguồn tiền này để phục vụ các dự án đầu tư có khả năng sinh lời thấp hoặc thậm chí không có lợi nhuận nhưng lại tạo ra nhiều lợi ích cho bản thân họ (Jensen, 1986; Rozeff, 1982). Để hạn chế hành vi vụ lợi của các nhà quản lý doanh nghiệp, cổ đông thường tạo sức ép để các nhà quản lý doanh nghiệp phải giảm bớt nguồn tiền nhàn rỗi bằng cách chia cổ tức. Vì vậy, việc duy trì một chính sách cổ tức ổn định cũng là một biện pháp để các cổ đông vừa đảm bảo thu nhập ổn định cho bản thân, vừa rút bớt nguồn tiền ra khỏi doanh nghiệp để tránh các hành vi vụ lợi của nhà quản lý khi chưa có sự thay đổi mang tính dài hạn về thu nhập của doanh nghiệp. Mặt khác, trong nhiều trường hợp, các nhà quản lý doanh nghiệp cũng chủ động làm tròn cổ tức để thể hiện trách nhiệm của họ đối với cổ đông và có thể duy trì sự an toàn nghề nghiệp cho bản thân mình (Guedhami & cộng sự, 2017). Brockman & cộng sự (2022) cũng tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về việc doanh nghiệp chủ động sử dụng việc làm tròn cổ tức để giảm xung đột lợi ích giữa cổ đông và các nhà quản lý doanh nghiệp ở 21 quốc gia.

2.2. Giả thuyết nghiên cứu

Trong công ty cổ phần, hội đồng quản trị đại diện cho cổ đông đưa ra các quyết định quan trọng về chiến lược kinh doanh và là một thành phần trong cơ chế quản trị công ty. Vì vậy, đặc điểm của hội đồng quản trị có thể ảnh hưởng đến hành vi làm tròn cổ tức của doanh nghiệp. Trong phạm vi của bài viết này, do giới hạn về sự tiếp cận dữ liệu, các tác giả tập trung nghiên cứu tác động của 3 đặc điểm của hội đồng quản trị đến hành vi làm tròn cổ tức của doanh nghiệp đó là quy mô của hội đồng quản trị, tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị và tình trạng chủ tịch hội đồng quản trị kiêm nhiệm chức vụ giám đốc điều hành.

2.2.1. Quy mô hội đồng quản trị

Một trong những nhiệm vụ của thành viên hội đồng quản trị là giám sát các nhà quản lý; do đó, một hội đồng quản trị gồm nhiều thành viên có thể giúp hội đồng quản trị triển khai công việc giám sát với tần suất cao hơn và chất lượng giám sát tốt hơn. Đối mặt với hoạt động giám sát chặt chẽ từ hội đồng quản trị, các nhà quản lý doanh nghiệp ít có khả năng thực hiện các hành vi cơ hội. Nhiều nghiên cứu cho thấy quy mô hội đồng quản trị là sự đảm bảo cho quyền lợi của các cổ đông tốt hơn ở Hoa Kỳ (Benjamin & Biswas, 2019; Thompson & Manu, 2021), Trung Quốc (Ain & cộng sự, 2021) và Ấn Độ (Roy, 2015). Tuy nhiên, việc có số đông thành viên trong hội đồng quản trị cũng có thể là một trở ngại cho quá trình thực thi nhiệm vụ của hội đồng quản trị. Hội đồng quản trị có quy mô lớn có sự đa dạng về ý kiến và có thể làm nảy sinh các xung đột không đáng có làm giảm đi hiệu quả giám sát của hội đồng quản trị đối với các nhà quản lý. Đặc biệt, kỹ năng làm việc nhóm vẫn còn là hạn chế đối với đội ngũ doanh nhân tại Việt Nam. Vì vậy, các tác giả cho rằng doanh nghiệp càng có số lượng thành viên hội đồng quản trị càng nhiều thì chất lượng quản trị công ty sẽ hạn chế hơn và vì vậy, doanh nghiệp có mức độ làm tròn cổ tức thấp hơn.

H1: Quy mô hội đồng quản trị có tác động ngược chiều đến mức độ làm tròn cổ tức của doanh nghiệp.

2.2.2. Tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị

Giới tính mô tả vai trò, hành vi và danh tính do xã hội kiến tạo của nữ giới và nam giới (Coen & Banister, 2012), giới tính ảnh hưởng đến cách mỗi người nhận thức về bản thân và những người xung quanh, cách họ cư xử và tương tác cũng như sự phân phối quyền lực và tài nguyên trong xã hội (Heidari & Bachelet, 2018). Nhiều nghiên cứu trước đây cho thấy phụ nữ đáng tin cậy hơn, liêm chính hơn, chăm chỉ hơn, ít chấp nhận rủi ro và ít có hành vi cơ hội hơn so với nam giới (Faccio & cộng sự, 2016; Pucheta-Martínez & Bel-Oms, 2016). Sự hiện diện của nữ giới trong hội đồng quản trị càng nhiều dẫn đến hoạt động quản trị công ty của doanh nghiệp hiệu quả hơn vì họ góp phần vào việc kiểm soát hành vi vụ lợi của các nhà quản lý doanh nghiệp tốt hơn. Tuy nhiên, ở một khía cạnh khác, các thành viên nữ trong hội đồng quản trị có thể không giám sát và kiểm soát các nhà quản lý doanh nghiệp một cách hiệu quả do văn hóa Nho giáo. Phụ nữ trong văn hóa Nho giáo bị chi phối bởi “tam tòng, tứ đức” nên họ kém độc lập và thụ động, phục tùng hơn nam giới. Vì vậy, các nữ thành viên hội đồng quản trị hiện diện với cho đủ thành phần chứ không phải là người giám sát thực sự. Với mẫu là 6.857 năm công ty từ các doanh nghiệp phi tài chính loại A niêm yết trên thị trường chứng khoán Trung Quốc trong giai đoạn 2005-2010, Jin & cộng sự (2014) chứng minh rằng các công ty có nhiều nữ thành viên hội đồng quản trị có mức đầu tư quá mức cao hơn và do đó hiệu quả đầu tư thấp hơn. Tại Việt Nam, vai trò của phụ nữ có thể cao hơn nhưng vai trò giám sát của nữ thành viên hội đồng quản trị đang bị thách thức bởi khuôn khổ quản trị doanh nghiệp yếu kém trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Hai & Nuno (2008), McGee (2009), và Minh & Walker (2008) cho thấy Việt Nam chưa có hệ thống văn bản pháp luật nhất quán và có hiệu lực thi hành về quản trị doanh nghiệp. Theo Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), Việt Nam có thị trường quản trị doanh nghiệp yếu nhất trong số 6 nước ASEAN (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam) trong năm 2019. Vì vậy, các tác giả cho rằng, doanh nghiệp có tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị càng cao thì chất lượng quản trị công ty thấp hơn và vì vậy doanh nghiệp ít làm tròn cổ tức hơn.

H2: Tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị có tác động ngược chiều đối với mức độ làm tròn cổ tức của doanh nghiệp.

2.2.3. Chủ tịch hội đồng quản trị kiêm nhiệm chức vụ giám đốc điều hành

Theo các nguyên tắc thực hành tốt về quản trị công ty, chủ tịch hội đồng quản trị và giám đốc điều hành cần tách. Việc cùng một người nắm giữ hai vị trí này sẽ hạn chế khả năng giám sát của hội đồng quản trị đối với các nhà quản lý và gây bất lợi cho các cổ đông trong quá trình ra quyết định quản trị kinh doanh. Nghiên cứu của Cornett & cộng sự (2008) đã tìm thấy một mối tương quan âm giữa sự kiêm nhiệm của giám đốc

và kết quả hoạt động kinh doanh của 100 công ty từ S&P Index. Daily & Dalton (1994) thực hiện nghiên cứu với mẫu là 114 công ty niêm yết tại Hoa Kỳ trong các lĩnh vực sản xuất, bán lẻ và vận chuyển. Các tác giả kết luận rằng sự kiêm nhiệm của giám đốc có tác động tiêu cực đến kết quả hoạt động kinh doanh của các công ty.

H3: Chủ tịch hội đồng quản trị kiêm nhiệm chức vụ giám đốc điều hành có tác động ngược chiều đối với với mức độ làm tròn cổ tức của doanh nghiệp.

3. Dữ liệu và mô hình nghiên cứu

3.1. Đo lường mức độ làm tròn cổ tức

Lintner (1956) cho rằng các doanh nghiệp không quy định tỷ lệ chia cổ tức cố định hoặc thực hiện những thay đổi đáng kể mà sẽ điều chỉnh một phần theo một tỷ lệ cổ tức mục tiêu. Tức là mức cổ tức mục tiêu trên mỗi cổ phiếu ($D_{i,t}^*$) được xác định bằng tỷ lệ chia cổ tức mục tiêu mà doanh nghiệp theo đuổi (DP_i^*) nhân với thu nhập năm t ($E_{i,t}$).

$$D_{i,t}^* = DP_i^* E_{i,t} \quad (1)$$

Khi đó, sự thay đổi trong mức chi trả cổ tức thực tế so với năm trước được mô tả bằng Phương trình (2).

$$\Delta D_{i,t} = \alpha + \delta(D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó, $\Delta D_{i,t}$ là sự thay đổi của cổ tức trên mỗi cổ phiếu của năm t so với năm $t-1$. Hệ số δ là tốc độ điều chỉnh cổ tức. Tốc độ điều chỉnh càng lớn thì mức độ làm tròn cổ tức càng thấp.

Thay thế nội dung của $D_{i,t}^*$ ở Phương trình (1) và Phương trình (2) chúng ta được Phương trình (3) có dạng như sau:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha + \delta DP_i^* E_{i,t} - \delta D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Hoặc:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó, $\beta_1 = -\delta$ và $\beta_2 = \delta DP_i^*$. Tốc độ điều chỉnh cổ tức δ có thể được ước lượng thông qua hệ số β_1 ở Phương trình (4). Tuy nhiên, Leary & Michaely (2011) cho thấy chính sách cổ tức của các doanh nghiệp ngày nay có sự khác biệt hơn so với thời Lintner (1956) nghiên cứu đó là mức độ làm tròn cổ tức không còn mạnh mẽ như trước. Vì vậy, Leary & Michaely (2011) đề xuất tính tỷ lệ chia cổ tức mục tiêu (DP^*) theo trung vị của tỷ lệ chi trả trong giai đoạn nghiên cứu. Độ lệch chuẩn trong tỷ lệ chi trả mục tiêu (dev) và tốc độ điều chỉnh (β) được ước tính từ phương trình sau.

$$\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta dev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Trong đó $dev_{i,t} = \alpha + DP_i^* E_{i,t} - D_{i,t-1}$

Vì vậy, trong nghiên cứu này, các tác giả sử dụng phương pháp tính tốc độ điều chỉnh cổ tức theo phương pháp của Leary & Michaely (2011) tại Phương trình (5).

3.2. Mô hình nghiên cứu

Tương tự García-Feijóo & cộng sự (2021), các tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu gồm biến phụ thuộc là tốc độ điều chỉnh cổ tức (SOA), các biến giải thích là quy mô hội đồng quản trị (BODSIZE), tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị (FEMALE) và tình trạng chủ tịch hội đồng quản trị kiêm nhiệm chức danh giám đốc (CEODUAL) và các biến kiểm soát được biểu thị bằng véc tơ X . Các biến giải thích và biến kiểm soát đều là các giá trị trung vị trong thời kỳ nghiên cứu như phương pháp của Leary & Michaely (2011).

$$SOA_i = \alpha + \beta_1 BODSIZE_i + \beta_2 FEMALE_i + \beta_3 CEODUAL_i + \phi X_i + \varepsilon_i$$

Tốc độ điều chỉnh cổ tức (SOA) có phạm vi giá trị từ 0 đến 1, SOA càng xa giá trị 1 thì biến động cổ tức càng nhiều hơn so với thu nhập. Các hệ số $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ và ϕ thể hiện sự tác động của các biến giải thích và biến kiểm soát đến tốc độ điều chỉnh cổ tức. Tuy nhiên, tốc độ điều chỉnh cổ tức thì có mối quan hệ ngược chiều với mức độ làm tròn cổ tức. Vì vậy, nếu các hệ số $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ và ϕ mang dấu dương (+) thì biểu rằng các biến giải thích và biến kiểm soát có tác động ngược chiều đến mức độ làm tròn cổ tức và ngược lại.

Các biến kiểm soát bao gồm quy mô doanh nghiệp (FIRMSIZE), sự nhàn rỗi về tài chính (SLACK), đòn bẩy tài chính (LEV), tốc độ tăng trưởng (GROWTH), lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và mức độ biến thiên của thu nhập (EARNVOL). Định nghĩa các biến được trình bày chi tiết tại Bảng 1.

Bảng 1. Định nghĩa các biến

Ký hiệu biến	Tên biến	Định nghĩa
SOA	Tốc độ điều chỉnh cổ tức	Tính toán theo phương pháp của Leary & Michaely (2011) tại Phương trình (5)
BODSIZE	Quy mô hội đồng quản trị	Số lượng thành viên hội đồng quản trị
FEMALE	Tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị	Tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị
CEODUAL	Chủ tịch hội đồng quản trị kiêm nhiệm giám đốc	Nhận giá trị 1 khi chủ tịch hội đồng quản trị kiêm nhiệm giám đốc và 0 khi không kiêm nhiệm
FIRMSIZE	Quy mô doanh nghiệp	Log của tổng tài sản
SLACK	Sự rỗi rãi về tài chính	Lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ trên tổng tài sản
GROWTH	Tốc độ tăng trưởng	Tốc độ tăng trưởng tài sản
ROA	Lợi nhuận trên tổng tài sản	Lợi nhuận ròng trên tổng tài sản
EARNVOL	Mức độ biến thiên lợi nhuận	Độ lệch chuẩn của lợi nhuận trên tổng tài sản

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

3.3. Dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ cơ sở dữ liệu Fiinpro bao gồm tất cả các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên cả 2 sở giao dịch là Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2010-2022. Để có dữ liệu phù hợp với mục tiêu nghiên cứu, các tác giả loại bỏ các quan sát không có đầy đủ thông tin về các biến trong mô hình nghiên cứu và chỉ lựa chọn các doanh nghiệp có thông tin về chia cổ tức ít nhất 6 năm liên tiếp. Sau quá trình sàng lọc, mẫu nghiên cứu cuối cùng có 5.954 quan sát từ 458 doanh nghiệp niêm yết từ năm 2010 đến năm 2022.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày các đại lượng thống kê mô tả các biến nghiên cứu. Kết quả cho thấy tốc độ điều chỉnh cổ tức trung bình là 0,630. Mức này cao hơn tại thị trường Hoa Kỳ theo tính toán của García-Feijóo & cộng sự (2021) là 0,44. Sự chênh lệch này phù hợp với các kết quả nghiên cứu trước đây rằng các quốc gia đang phát triển thường có mức độ làm tròn cổ tức thấp hơn (Tran, 2024). Quy mô của hội đồng quản trị, tỷ lệ nữ thành viên trong hội đồng quản trị của các doanh nghiệp niêm yết cũng có sự biến thiên mạnh. Doanh nghiệp có số thành viên hội đồng quản trị lớn nhất là 11 nhưng ít nhất là 2. Tỷ lệ nữ thành viên cũng dao

Bảng 2. Thống kê mô tả

Ký hiệu biến	Số doanh nghiệp	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
SOA	458	0,630	0,321	0	1
BODSIZE	458	5,584	1,255	2	11
FEMALE	458	0,143	0,164	0	0,8
DUAL	458	0,210	0,407	0	1
FIRMSIZE	458	11,77	0,888	2,050	14,251
LEV	458	0,636	0,227	0	0,992
SLACK	458	0,077	0,112	-1,407	0,764
GROWTH	458	0,091	0,199	-0,234	0,676
ROA	458	0,067	0,080	-0,646	0,784
EARNVOL	458	0,058	0,038	0,007	0,258

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

động từ 0 đến 80%. Các mức độ biến thiên này là điều thuận lợi cho nghiên cứu. Khoảng 21% quan sát có chủ tịch hội đồng quản trị kiêm nhiệm giám đốc. Ngoài ra, kết quả thống kê cũng cho thấy phân phối của các biến kiểm soát không có tính thiên lệch và giá trị lớn hoặc nhỏ bất thường. Như vậy dữ liệu là phù hợp để phân tích hồi quy.

4.2. Kết quả hồi quy

Dữ liệu nghiên cứu là 458 doanh nghiệp, mỗi doanh nghiệp có 1 thông số về tốc độ điều chỉnh cổ tức và các biến phụ thuộc, biến kiểm soát cũng được lấy giá trị trung vị trong cả giai đoạn nghiên cứu là 2010-2022 tương tự như phương pháp của García-Feijóo & cộng sự (2021). Vì vậy, các tác giả sử dụng cả 3 kỹ thuật hồi quy là bình phương nhỏ nhất (OLS), bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS) và Tobit để nghiên cứu tác động của các đặc điểm của hội đồng quản trị đến mức độ làm tròn cổ tức. Kỹ thuật FGLS có thể được sử dụng trong trường hợp có các hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan. Kỹ thuật Tobit được sử dụng vì đặc thù của biến phụ thuộc SOA là bị kiểm duyệt về bên trái. Theo Wooldridge (2010), khi biến phụ thuộc bị kiểm duyệt về bên trái hoặc bên phải thì việc áp dụng kỹ thuật OLS cho toàn bộ mẫu gồm cả các quan sát có biến phụ thuộc nhận giá trị lớn hơn hoặc bằng 0 hay mẫu chỉ bao gồm các quan sát có biến phụ thuộc nhận giá trị lớn hơn 0 đều có thể dẫn đến kết quả sai lệch do khoảng thay đổi của biến phụ thuộc là không hoàn toàn. Vì vậy, các chuyên gia kinh tế lượng đều khuyên dùng kỹ thuật hồi quy Tobit để khắc phục tình trạng này. Kỹ thuật hồi quy Tobit dựa trên việc chỉnh sửa đổi hàm khả năng để nó phản ánh xác suất lấy mẫu không đồng đều cho mỗi quan sát tùy thuộc vào việc biến phụ thuộc có lớn hơn hoặc bé hơn một giá trị xác định hay không.

Bảng 3. Kết quả hồi quy

Ký hiệu biến	Phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS)	Phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS)	Phương pháp Tobit
BODSIZE	0,006* (0,003)	0,006* (0,003)	0,007* (0,004)
FEMALE	0,113*** (0,03)	0,113*** (0,03)	0,111*** (0,03)
DUAL	-0,006 (0,011)	-0,006 (0,011)	-0,009 (0,011)
FIRMSIZE	0,034*** (0,006)	0,034*** (0,006)	0,035*** (0,006)
LEV	-0,059** (0,02)	-0,059** (0,02)	-0,067** (0,03)
SLACK	-0,160*** (0,0490)	-0,160*** (0,0488)	-0,178*** (0,0529)
GROWTH	0,09*** (0,0219)	0,09*** (0,0218)	0,095*** (0,0236)
ROA	0,155** (0,0709)	0,155** (0,0708)	0,147* (0,0769)
EARNVOL	-0,150 (0,133)	-0,150 (0,132)	-0,0567 (0,143)
Hệ số góc	0,210** (0,106)	0,210** (0,106)	0,204* (0,113)
Số doanh nghiệp	458	458	458

Chú thích: Biến phụ thuộc là tốc độ điều chỉnh cổ tức SOA.

Các số trong ngoặc đơn là giá trị của thống kê t hoặc z.

Các ký hiệu *, **, *** biểu thị mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu của nhóm tác giả.

Kết quả hồi quy cho cả 3 kỹ thuật hồi quy tại Bảng 3 cho thấy kết quả thống nhất là cả quy mô hội đồng quản trị có tác động thuận chiều đến tốc độ điều chỉnh cổ tức. Vì tốc độ điều chỉnh cổ tức là ngược chiều với mức độ làm tròn cổ tức nên kết quả nghiên cứu được hiểu là các doanh nghiệp có càng nhiều thành viên hội đồng quản trị thì có mức độ làm tròn cổ tức càng thấp. Các nghiên cứu của Ain & cộng sự (2021), Benjamin & Biswas (2019), và Thompson & Manu (2021) cho thấy số lượng thành viên hội đồng quản trị càng lớn thì hội đồng quản trị có khả năng giám sát và kiểm soát đội ngũ quản lý càng hiệu quả; vì vậy, các kết quả nghiên cứu mang đến hàm ý rằng công ty có quy mô hội đồng quản trị lớn hơn sẽ có xu hướng làm tròn cổ

tức nhiều hơn. Kết quả nghiên cứu của các tác giả là trái ngược với kết quả của một số nghiên cứu trước đây như Ain & cộng sự (2021), Benjamin & Biswas (2019) và Thompson & Manu (2021) nhưng lại phù hợp với bối cảnh Việt Nam. Đội ngũ doanh nhân Việt Nam còn nhiều hạn chế về kỹ năng làm việc nhóm và tương tác nên khi hội đồng quản trị có quy mô càng lớn thì khả năng xảy ra xung đột về ý tưởng, cách thức làm việc càng cao và làm chất lượng quản trị công ty càng thấp. Khi khả năng giám sát của hội đồng quản trị đối với các nhà quản lý kém hơn, các nhà quản lý doanh nghiệp sẽ không kiên định việc theo đuổi chính sách làm trơn cổ tức mà điều phối các nguồn lực của doanh nghiệp theo hướng phục vụ lợi ích của bản thân.

Hơn nữa, kết quả hồi quy tại Bảng 3 cho thấy tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị có tác động tích cực đến tốc độ điều chỉnh cổ tức, nghĩa là có tác động ngược chiều đến mức độ làm trơn cổ tức. Theo Faccio & cộng sự (2016) và Pucheta-Martínez & Bel-Oms (2016), các nhà quản lý và lãnh đạo là nữ giới thường trung thực hơn và ít hành vi cơ hội hơn so với nam giới. Tuy nhiên những đặc tính tốt của các nữ thành viên hội đồng quản trị khó phát huy do rào cản về văn hóa và cơ chế quản trị công ty hiện tại trên thị trường Việt Nam còn yếu. Việt Nam là nước chịu ảnh hưởng nhiều của Nho giáo và chỉ số nam quyền theo đo lường của Hofstede & cộng sự (2010) là khá cao. Nghiên cứu của Jin & cộng sự (2014) cũng cho thấy các thành viên nữ trong hội đồng quản trị không thể hiện được vai trò của mình mà thậm chí trở thành những người không có thực quyền, chỉ góp phần hợp thức hóa ý chí của các thành viên nam trong hội đồng quản trị. Trong bối cảnh môi trường thể chế chính thức (pháp luật) và phi chính thức (văn hóa) chưa tạo điều kiện cho các hoạt động giám sát được thực hiện một cách thực chất, các nữ thành viên hội đồng quản trị chưa thể giúp doanh nghiệp cải thiện cơ chế quản trị công ty mà có thể làm giảm chất lượng quản trị công ty. Vì vậy, doanh nghiệp có tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị càng cao thì chất lượng quản trị có xu hướng thấp hơn và ít động cơ hơn để làm trơn cổ tức.

Ngoài ra, kết quả hồi quy cũng cho thấy các hệ số của quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng và lợi nhuận trên tài sản có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê, biểu thị mối quan hệ cùng chiều với tốc độ điều chỉnh cổ tức. Tức là, các doanh nghiệp có quy mô lớn, tốc độ tăng trưởng tài sản cao và lợi nhuận cao thì có tốc độ điều chỉnh cổ tức cao và mức độ làm trơn cổ tức thấp. Doanh nghiệp quy mô lớn có uy tín cao nên không quá cần thiết phải theo đuổi chặt chẽ chính sách làm trơn cổ tức thấp. Doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng tài sản cao đang tập trung nguồn lực nhiều hơn vào các cơ hội đầu tư nên khó có thể duy trì chính sách cổ tức ổn định. Doanh nghiệp có mức lợi nhuận cao thì nhu cầu phát tín hiệu cho nhà đầu tư bên ngoài càng thấp nên mức độ làm trơn cổ tức cũng thấp.

Hơn nữa, Bảng 3 cũng cho thấy đòn bẩy tài chính và sự nhàn rỗi về tài chính có tác động ngược chiều đến tốc độ điều chỉnh cổ tức, tức là tác động cùng chiều đến mức độ làm trơn cổ tức. Các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao có rủi ro cao có động cơ muốn dùng việc làm trơn cổ tức để phát tín hiệu về chất lượng hoạt động cho nhà đầu tư bên ngoài nên có xu hướng gia tăng làm trơn cổ tức. Khi doanh nghiệp nhàn rỗi về tài chính, doanh nghiệp thoải mái và linh hoạt hơn về các quyết định về tiền mặt nên doanh nghiệp nên có điều kiện tốt hơn để làm trơn cổ tức.

5. Kết luận

Mặc dù chính sách cổ tức của doanh nghiệp đã được nghiên cứu nhiều trên thế giới và Việt Nam, hành vi làm trơn cổ tức của doanh nghiệp vẫn chưa được các nhà nghiên cứu quan tâm nhiều. Bài viết này tập trung nghiên cứu ảnh hưởng của đặc điểm hội đồng quản trị - cơ chế quản trị công ty quan trọng của công ty cổ phần - đến hành vi làm trơn cổ tức của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Với mẫu nghiên cứu gồm 458 doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị càng lớn và có tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị càng cao thì có mức độ làm trơn cổ tức càng thấp. Mặc dù chỉ nghiên cứu với chính sách làm trơn cổ tức, các kết quả này mang đến hàm ý rằng số lượng thành viên hội đồng quản trị nhiều có thể không mang đến một chất lượng quản trị công ty tốt hơn cho các doanh nghiệp do sự xung đột về ý tưởng, cách làm và hạn chế về kỹ năng làm việc nhóm của các thành viên. Rào cản về văn hóa và môi trường quản trị công ty tại Việt Nam hạn chế vai trò của nữ giới trong hội đồng quản trị, thậm chí làm suy yếu hiệu quả quản trị công ty của các doanh nghiệp có nhiều thành viên nữ khi sự tham gia của họ chỉ mang tính biểu tượng mà không có thực quyền. Vì vậy, việc trang bị kiến thức, kỹ năng về hợp tác và làm việc nhóm cho đội ngũ doanh nhân là vấn đề cấp thiết trong nền kinh tế hiện đại. Bên cạnh đó, các nhà hoạch định chính sách cần thực hiện mạnh mẽ các chính sách bình đẳng giới để xóa bỏ tư tưởng phân biệt đối xử đối và nâng cao vị thế của phụ nữ trên các lĩnh vực kinh tế, văn hóa và xã hội.

Tài liệu tham khảo

- Ain, Q. U., Yuan, X., Javaid, H. M., Zhao, J., & Xiang, L. (2021), 'Board Gender Diversity and Dividend Policy in Chinese Listed Firms', *SAGE Open*, 11(1), DOI: <https://doi.org/10.1177/2158244021997807>.
- Albouy, M., Bah, R., Bonnet, C., & Thévenin, D. (2012), 'The Perception of Dividends by Managers: Do French CFOs differ from their North-American peers?', *Bankers, Markets & Investors*(116), 52-64.
- Baker, H.K., Mukherjee, T.K., & Paskelian, O.G. (2006), 'How Norwegian managers view dividend policy', *Global Finance Journal*, 17(1), 155-176, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2006.06.005>.
- Baker, H.K., Saadi, S., Dutta, S., & Gandhi, D. (2007), 'The perception of dividends by Canadian managers: New survey evidence', *International Journal of Managerial Finance*, 3(1), 70-91.
- Bancel, F., Bhattacharyya, N., Mittoo, U. R., & Baker, H. K. (2009), 'Cross-Country Determinants of Payout Policy: European Firms', In *Dividends and Dividend Policy*, 71-93, John Wiley & Sons, Inc.
- Basse, T., Gruppe, M., Reddemann, S., & Schwöpe, F. (2011), 'Dividend policy issues in the financial crisis: The example of the German automotive industry', *International Journal of Applied Decision Sciences*, 4(3), 247-259.
- Basse, T., & Reddemann, S. (2011), 'Inflation and the dividend policy of US firms', *Managerial Finance*, 37(1), 34-46, DOI: <https://doi.org/10.1108/03074351111092139>.
- Benjamin, S. J., & Biswas, P. (2019), 'Board gender composition, dividend policy and COD: the implications of CEO duality', *Accounting Research Journal*, 32(3), 454-476.
- Bhattacharya, S. (1979), 'Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy', *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Brockman, P., Hanousek, J., Tresl, J., & Unlu, E. (2022), 'Dividend Smoothing and Firm Valuation', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57(4), 1621-1647.
- Chemmanur, T. J., He, J., Hu, G., & Liu, H. (2010), 'Is dividend smoothing universal?: New insights from a comparative study of dividend policies in Hong Kong and the U.S.', *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 413-430, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.03.001>.
- Coen, S., & Banister, E. (2012). *What a difference sex and gender make: a gender, sex and health research casebook*, CIHR Institute of Gender and Health. Vancouver, Canada.
- Cornett, M.M., Marcus, A.J., & Tehranian, H. (2008), 'Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management', *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373.
- Daily, C.M., & Dalton, D.R. (1994), 'Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure', *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617, DOI: <https://doi.org/10.5465/256801>.
- Dewenter, K.L., & Warther, V.A. (1998), 'Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms', *Journal of Finance*, 53(3), 879-904, DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00038>.
- Faccio, M., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016), 'CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation', *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>.
- Felimban, R., Badreddine, S., & Floros, C. (2022), 'Share price informativeness and dividend smoothing behavior in GCC markets', *Journal of Economic Studies*, 49(6), 978-1001, DOI: <https://doi.org/10.1108/JES-08-2020-0379>.
- Francis, B.B., Samuel, G., & Wu, Q. (2023), 'The impact of short selling on dividend smoothing', *Journal of Financial Stability*, 65(C), DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2023.101117>.
- García-Feijóo, L., Hossain, M.M., & Javakhadze, D. (2021), 'Managerial social capital and dividend smoothing', *Journal of Corporate Finance*, 66(C), DOI: [10.1016/j.jcorpfin.2020.101811](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101811).
- Guedhami, O., Kwok, C.C.Y., & Shao, L. (2017), 'Political freedom and corporate payouts', *Journal of Corporate Finance*, 43, 514-529, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.02.002>.
- Gugler, K. (2003), 'Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment'. *Journal of Banking and Finance*, 27(7), 1297-1321, DOI: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00258-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00258-3).
- Guttman, I., Kadan, O., & Kandel, E. (2010), 'Dividend stickiness and strategic pooling', *Review of Financial Studies*, 23(12), 4455-4495, DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq096>.
- Hai, B.X., & Nunoi, C. (2008), 'Corporate governance in Vietnam: A system in transition', *Hitotsubashi Journal of Commerce and Management*, 42(1), 45-65.
- Heidari, S., & Bachelet, V.C. (2018), 'Sex and gender analysis for better science and health equity', *The Lancet*, 392(10157), 1500-1502.

-
- Hoang, E.C., & Hoxha, I. (2021), 'A tale of two emerging market economies: evidence from payout smoothing in China and Taiwan', *International Journal of Managerial Finance*, 17(3), 361-376, DOI: <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2019-0114>.
- Hofstede, G., Hofstede, G.J., & Minkov, M. (2010), *Cultures and organizations: Software of the mind* (3rd ed.), McGraw Hill Professional, New York, USA.
- Jensen, M.C. (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jeong, J. (2013), 'Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea', *Emerging Markets Review*, 17(C), 76-88, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2013.08.007>.
- Jin, Z., Song, S., & Yang, X. (2014), 'The role of female directors in corporate investment in China', *China Journal of Accounting Studies*, 2(4), 323-344, DOI: <https://doi.org/10.1080/21697213.2014.984265>.
- John, K., & Williams, J. (1985), 'Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium', *Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070, DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>.
- Kilincarslan, E. (2021), 'Smoothed or not smoothed: The impact of the 2008 global financial crisis on dividend stability in the UK', *Finance Research Letters*, 38, 101423, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101423>.
- Kumar, P., & Lee, B.S. (2001), 'Discrete dividend policy with permanent earnings', *Financial Management*, 30(3), 55-76.
- Leary, M.T., & Michaely, R. (2011), 'Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence', *The Review of Financial Studies*, 24(10), 3197-3249, DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr072>.
- Lintner, J. (1956), 'Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes', *American Economic Review*, 46(2), 97-113, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101423>.
- McGee, R.W. (2009), 'An Overview of Corporate Governance Practices in Vietnam', In McGee, R.W. (Ed.), *Corporate Governance in Developing Economies: Country Studies of Africa, Asia and Latin America*, 235-238, Springer US, Boston, MA.
- Minh, T.L., & Walker, G. (2008), 'Corporate governance of listed companies in Vietnam', *Bond Law Review*, 20(2), DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1696313>.
- Partington, G.H. (1989), 'Variables influencing dividend policy in Australia: Survey results', *Journal of Business Finance & Accounting*, 16(2), 165-182, DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1989.tb00011.x>.
- Pucheta-Martínez, 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.
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2007), 'Control structures and payout policy', *Managerial Finance*, 33(1), 43-64, DOI: <https://doi.org/10.1108/03074350710715809>.
- Roy, A. (2015), 'Dividend Policy, Ownership Structure and Corporate Governance: An Empirical Analysis of Indian Firms', *Indian Journal of Corporate Governance*, 8(1), 1-33.
- Rozeff, M.S. (1982), 'Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios', *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259, DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>.
- Thompson, E.K., & Adasi Manu, S. (2021), 'The impact of board composition on the dividend policy of US firms', *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(5), 737-753, DOI: <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182>.
- Tigero, T., Saens, R., & Castillo, A. (2023), 'Dividend smoothing and ownership concentration: Evidence from Latin America', *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 34(4), 108-121, DOI: <https://doi.org/10.1002/jcaf.22639>.
- Tran, Q.T. (2024), 'Business Environment and Dividend Smoothing', In *Dividend Policy*, 85-98, Emerald Publishing Limited.
- Tran, T.T., Van Nguyen, D., & Nguyen, Y.H.T. (2021), *Determinants of Dividend Smoothing: Empirical evidence from non-financial firms listed on Vietnam stock exchanges*, Paper presented at the ICRMAT.
- Wooldridge, J.M. (2010), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (10th ed.), MIT Press, Cambridge.

*Tác giả liên hệ: Trần Quốc Trung. Email: tranquoc trung.cs2@ftu.edu.vn