

Trách nhiệm xã hội và chính sách cổ tức của công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh: Phân tích bằng mô hình hồi quy ngưỡng

Nguyễn Quyết, Phan Thị Hằng Nga

Tóm tắt—Mục đích của bài viết này xem xét mối quan hệ của trách nhiệm xã hội (CSR) với chính sách cổ tức của công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2016 và tìm ngưỡng tối ưu của biến CSR. Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy ngưỡng làm phương pháp phân tích và cơ sở lý thuyết dựa vào một số nghiên cứu trước. Kết quả nghiên cứu cho thấy trách nhiệm của doanh nghiệp đối với xã hội có tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp và tồn tại ngưỡng tối ưu của biến CSR (ngưỡng đơn) là 13,84%, nghĩa là nếu doanh nghiệp đầu tư cho hoạt động CSR chiếm không quá 13,84% doanh thu thì hoạt động CSR sẽ tác động tích cực tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Việc xác định được yếu tố nào ảnh hưởng đến chính sách cổ tức có ý nghĩa rất quan trọng đối với nhà đầu tư, bởi chính sách cổ tức liên quan đến hoạt động định giá chứng khoán.

Từ khóa—CSR, chính sách cổ tức, mô hình hồi quy ngưỡng.

1 GIỚI THIỆU

TRÁCH nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR) không phải là chủ đề quá mới đối với cộng đồng doanh nghiệp thuộc khối Châu Âu và Châu Mỹ. Cho đến nay, trong hoạt động nghiên cứu và thực tiễn, khái niệm CSR được đề cập tới khá đa dạng. Theo Du et al, (2011), CSR là thể hiện những sáng kiến, những hoạt động đóng góp của doanh nghiệp về mặt kinh tế, xã hội và môi trường nhằm thúc đẩy xã hội phát triển bền vững. Trong vài thập niên gần đây, CSR đã trở thành

một phần không thể tách rời trong chiến lược tổng thể của hầu hết các doanh nghiệp (Kotler và Lee, 2005) và một trong những chủ đề nghiên cứu được các học giả quan tâm tìm hiểu là ảnh hưởng của CSR đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, Trước đây, những nghiên cứu chi tiết về mối quan hệ của CSR với những thành phần quan trọng khác trong cấu thành hiệu quả tài chính còn chưa nhiều. Vì các học giả nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung vào các thành phần trực tiếp tác động đến chính sách cổ tức như: quy mô vốn, đòn bẩy tài chính, tốc độ tăng trưởng... còn trách nhiệm của doanh nghiệp đối với xã hội thì các học giả chưa quan tâm nhiều, nhưng thực tế ở thời đại công nghệ thông tin phát triển như vũ bão thì hoạt động của doanh nghiệp được người tiêu dùng, nhà đầu tư trên toàn thế giới biết đến, do đó nếu doanh nghiệp đó có trách nhiệm với xã hội thì các nhà đầu tư, người tiêu dùng đều được biết chính vì vậy nó có tác động đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Cụ thể:

Theo Rakotomavo (2012), người tiên phong nghiên cứu vấn đề này cho rằng, tồn tại hai quan điểm về mối quan hệ của CSR với chính sách cổ tức. Quan điểm thứ nhất (kênh chi phí vốn cổ phần), cho rằng các hoạt động liên quan đến CSR làm giảm chi phí vốn thông qua phí bảo hiểm rủi ro (Ghoul et al., 2011), điều này sẽ khuyến khích các doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt hoặc đầu tư thay vì chi trả cổ tức bằng tiền. Theo Kim et al, (1998), các doanh nghiệp có khuynh hướng nắm giữ tiền mặt cao hơn (thấp hơn) khi chi phí vốn thấp hơn (cao hơn) vì chi phí cơ hội tích trữ tiền mặt thấp hơn (cao hơn). Do đó, các doanh nghiệp có thể đầu tư nhiều hơn và để lại tiền mặt ít hơn dành cho việc chi trả cổ tức. Điều này ngụ ý rằng CSR có ảnh hưởng tiêu cực đến việc chi

Bài nhận ngày 30 tháng 04 năm 2017, hoàn chỉnh sửa chữa ngày 02 tháng 06 năm 2017.

Tác giả Nguyễn Quyết và Hằng Nga công tác tại trường Cao đẳng Tài Chính - Hải Quan (e-mail: pthangngatchq@gmail.com).

trả cổ tức, Quan điểm thứ hai (kênh thu nhập), lập luận rằng các hoạt động liên quan đến CSR có thể dẫn tới gia tăng thu nhập từ nhiều lý do khác nhau như tạo được mối quan hệ tốt hơn với các bên liên quan, quản lý hiệu quả hơn (Heal, 2005). Xây dựng được mối quan hệ tốt với các nhà đầu tư có thể giảm chi phí giao dịch (Jones, 1995), gia tăng lợi thế cạnh tranh (Hillman và Keim, 2001. Choi và Wang, 2009) và giảm biến động dòng ngân lưu khi xảy ra sự kiện tiêu cực (Godfrey et al., 2009), Do đó, các doanh nghiệp tích cực tham gia hoạt CSR dự kiến sẽ có sản lượng hoặc thu nhập cao hơn với mức rủi ro thấp hơn. Khả năng thu nhập cao hơn, dẫn đến việc các doanh nghiệp có cơ hội chi trả cổ tức tốt hơn.

Mục đích của bài viết này là nghiên cứu ảnh hưởng của CSR đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM (HOSE), phân tích bằng mô hình hồi quy ngưỡng để xem xét liệu rằng có tồn tại mối quan hệ ngưỡng tối ưu giữa hai thành phần này hay không. Kết quả nghiên cứu kỳ vọng sẽ giúp doanh nghiệp xây dựng chính sách CSR và chính sách cổ tức hợp lý góp phần nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh.

2 TỔNG QUAN LÝ THUYẾT

2.1 Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp

Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR) được nghiên cứu vào khoảng thập niên 1930 (Berle and Means, 1932). Sau đó, Bowen (1953) đề cập tới khái niệm CSR trong tác phẩm “Trách nhiệm xã hội của doanh nhân” với ý tưởng là doanh nghiệp tạo ra sản phẩm cho xã hội cần đáp ứng 4 yếu tố; nâng cao mức sống của người dân, tạo động lực phát triển kinh tế, đảm bảo công bằng, tự do và sau cùng là phát triển toàn diện nhân cách của mỗi cá nhân. Đến thập niên 1970, những nghiên cứu về CSR trở nên phổ biến hơn, nổi bật là nghiên cứu của Harold Johnon (1971), là người đặt nền móng cho sự ra đời lý thuyết các bên liên quan (stakeholder theory). Nghiên cứu của Carroll (1979) đã xây dựng mô hình tháp CSR theo thứ tự 4 loại trách nhiệm không loại trừ lẫn nhau, bao gồm trách nhiệm về kinh tế, trách nhiệm về pháp lý, trách nhiệm về đạo đức, trách nhiệm về từ thiện. Tuy nhiên, Wood (1991) không đồng thuận với mô hình tháp CSR của Carroll và cho rằng trách nhiệm về mặt đạo đức của những nhà quản lý phải đặt lên hàng đầu, tổ chức cần phải tuân thủ các chuẩn mực đạo đức và pháp lý của xã hội. Vậy, CSR được hiểu là sự cam kết của

doanh nghiệp đóng góp cho việc phát triển kinh tế bền vững thông qua những việc làm có lợi cho doanh nghiệp cũng như phát triển chung của toàn xã hội.

2.2 Chính sách cổ tức

2.2.1 Lý thuyết M-M (1961), Gordon (1963) và Lintner (1962)

Lý thuyết M-M được giới thiệu bởi Miller and Modigliani (1961) với ý tưởng cho rằng, tại các thị trường hoàn hảo, cổ tức không có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Do đó cổ đông sẽ không quan tâm đến việc phát sinh dòng tiền của mình là dưới hình thức cổ tức hay là hình thức tăng vốn. Vì vậy, trong trường hợp này, việc có chia cổ tức hay không sẽ phụ thuộc vào dòng tiền của doanh nghiệp, chia cổ tức tiền mặt nếu dòng tiền đang dương và ngược lại sẽ phát hành cổ phiếu để hỗ trợ cho việc chia cổ tức.

Trái với lập luận của Miller and Modigliani (1961), Gordon (1963) và Lintner (1962) cho rằng, giả định thị trường hoàn hảo trong lý thuyết M-M là không tồn tại, chính sách cổ tức rất quan trọng và tác động tới giá trị của doanh nghiệp. Gordon (1963) và Lintner (1962) lập luận rằng, với tâm lý ngại rủi ro nhà đầu tư luôn luôn thích cổ tức bằng tiền mặt, một loại cổ tức chắc chắn trong tay hơn là việc hứa hẹn tăng vốn trong tương lai, để họ có thể giảm thiểu rủi ro phải đổi mất khi đầu tư vào cổ phiếu.

2.2.2 Lý thuyết tín hiệu

Lý thuyết tín hiệu được đề xuất bởi Bhattacharya (1980) và John Williams (1985) cho rằng, có sự tồn tại bất cân xứng về thông tin giữa nội bộ (nhà quản lý) và bên ngoài (cổ đông). Do đó, các nhà quản lý có thể truyền đạt thông tin cá nhân này cho các cổ đông dưới dạng cổ tức (Bhattacharya, 1979; John và Williams, 1985; và Miller and Rock, 1985). Cổ tức chính là công cụ để xoa dịu vấn đề thông tin bất cân xứng giữa người quản lý và cổ đông thông qua việc nó đưa đến các cổ đông những thông tin nội bộ về triển vọng trong tương lai của công ty, Theo Ross (1977) và Hakansson (1982), những nhà quản lý có thông tin tốt hơn về kết quả và triển vọng tăng trưởng của công ty hơn là bên ngoài: trường hợp công ty bị đánh giá thấp bởi thị trường, khi đó cổ tức có thể được sử dụng để phản ánh đúng giá trị của công ty, biết rằng tín hiệu bằng cổ tức là các khoản chi phí tốn kém và

khó bắt chước nếu các doanh nghiệp có triển vọng tăng trưởng thấp.

2.2.3 Lý thuyết chi phí đại diện

Theo lý thuyết đại diện (Agency cost theory), không có lý do để tin rằng nhà quản lý luôn luôn hành động vì lợi ích cao nhất của cổ đông, vì vậy chủ sở hữu phải chịu một số chi phí giám sát. Chính sách chi trả cổ tức thấp nhằm tối đa hóa tính linh hoạt của nhà quản lý và tối đa hóa tổng tài sản đang được kiểm soát, Jensen và Meckling (1976), Kalay (1980) khẳng định rằng việc chi trả cổ tức cao có thể giúp kiểm soát chi phí đại diện của dòng tiền tự do bằng cách giảm các nguồn lực dưới sự quản lý của người quản lý. Việc phân phối cổ tức được các cổ đông xem là một cơ chế ẩn khiến cho các nhà quản lý có ít tiền mặt để đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại âm. Việc chi trả cổ tức cao rất hữu ích trong việc kiểm soát hai loại chi phí: chi phí giám sát và chi phí rủi ro không mong muốn của các nhà quản lý.

2.2.4 Lý thuyết chu kỳ cổ tức

Theo lý thuyết chu kỳ cổ tức (Mueller, 1972; Fama and French, 2001), chính sách cổ tức liên quan tới các giai đoạn phát triển khác nhau của vòng đời doanh nghiệp. Trong giai đoạn đầu của vòng đời, doanh nghiệp sẽ có cơ hội tăng trưởng, nhưng lại ít có khả năng tạo ra đủ tiền mặt để đáp ứng tất cả các nhu cầu tài chính và chi trả cổ tức cùng một lúc. Hơn nữa, tiếp cận nguồn tài trợ từ bên ngoài có thể là khó khăn hơn vì chi phí phát hành, thuế, hoặc bất đối xứng thông tin. Kết quả là, họ sẽ có xu hướng hạn chế chi trả cổ tức và quyết định giữ lại để tài trợ cho các dự án có mức sinh lời hấp dẫn. Sau một thời kỳ tăng trưởng, các công ty đạt đến giai đoạn trưởng thành trong vòng đời, trong giai đoạn này, tiền mặt do công ty tạo ra cao hơn lượng tiền dành cho đầu tư để tìm kiếm lợi nhuận. Ở giai đoạn tối ưu, các công ty phân phối thu nhập bằng việc chi trả cổ tức nhiều hơn cho các cổ đông. Phân phối trong giai đoạn trưởng thành là rất quan trọng bởi vì nếu tích lũy tiền mặt lớn có thể dẫn đến phát sinh chi phí đại diện cho dòng tiền tự do.

2.3 Chính sách cổ tức

Theo lý thuyết chi phí đại diện, chi trả cổ tức đóng một vai trò quan trọng trong việc kiểm soát chi phí của dòng tiền tự do. Các bên liên quan khác nhau có thể có những lợi ích khác nhau liên quan đến hoạt động CSR. Barnea và Rubin (2010) chỉ ra rằng: CSR là thể hiện của chi phí đại diện, nghĩa là người trong doanh nghiệp sẽ phải trả chi

phí liên quan đến hoạt động CSR nhưng nó không tạo ra giá trị; bên cạnh đó những người trong nội bộ doanh nghiệp sẽ nhận lợi ích cá nhân là một phần do các công ty đã đóng góp trách nhiệm xã hội cao..

Dựa trên lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984), cùng với giả thuyết về quản lý tốt hoạt động CSR (Waddock and Graves, 1997), khi đó các mục tiêu của công ty vượt ra ngoài khuôn khổ tối đa hóa tài sản của chủ sở hữu bằng cách kết hợp khía cạnh đạo đức và sự hài lòng của tất cả các bên liên quan.

Theo He et al, (2012), doanh nghiệp cần tạo ra sự giàu mạnh một cách có đạo đức, duy trì sự quan tâm với khách hàng, nhà cung cấp, nhân viên, cộng đồng và các cổ đông, bên cạnh đó hoạt động CSR cần tích hợp sự công bằng và đạo đức trong việc phân phối của cải cho những người đã đóng góp vào việc tạo ra nó.

Theo Attig et al., (2013) vận dụng lý thuyết chu kỳ cổ tức đã lập luận rằng, các công ty trong giai đoạn trưởng thành sẽ có chiến lược thực hiện hoạt động CSR cao hơn so với những công ty còn non trẻ. Vì những công ty trưởng thành có kỹ năng quản lý cao, nguồn lực mạnh và có kinh nghiệm cần thiết để tham gia vào các hoạt động như vậy.

Như vậy trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp nên thực hiện bao nhiêu thì phù hợp, để CSR tác động tích cực đến chính sách cổ tức cho doanh nghiệp. Nghiên cứu của Godfrey (2005), Ye và Zhang (2011) cho rằng có sự tồn tại ngưỡng CSR tối ưu mà công ty không nên vượt quá. Nếu vượt quá mức tối ưu này, sự tham gia vào hoạt động CSR có nhiều khả năng làm tăng thêm chi phí cho công ty mà không tạo ra bất kỳ giá trị tương ứng nào. Bên cạnh đó, Ye và Zhang (2011) khuyến nghị rằng nếu đầu tư vào hoạt động CSR với mức quá lớn sẽ không được các cổ đông chấp nhận bởi vì họ cho rằng việc đầu tư vào CSR vượt quá mức tối ưu có thể tạo ra giá trị hiện tại âm.

3 DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng cân bằng (strongly balanced panel), các biến phân tích được thu thập, tính toán từ bảng báo cáo tài chính đã được kiểm toán công bố trên Website của 123 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (TPHCM) trong giai đoạn 5 năm từ 2012 đến 2016 (tổng số mẫu quan sát là 615).

4 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

4.1 Mô tả các biến

Các biến nghiên cứu được lựa chọn dựa trên những nghiên cứu lý thuyết và kết quả thực nghiệm trước đây, cụ thể:

Biến phụ thuộc: Đề đo lường chính sách cổ tức nghiên cứu này sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ cổ tức trên

$$\text{Biến kiểm soát bao gồm: } \text{CSR} = \frac{\text{Tỷ lệ cổ tức trên doanh thu thuần} \times \text{Cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu}}{\text{Doanh thu thuần trên mỗi cổ phiếu}} = \frac{\text{Tổng chi phí cho hoạt động từ thiện}}{\text{Tổng doanh thu}}$$

(1)

BẢNG 1
MÔ TẢ BIẾN KIỂM SOÁT

Biến nghiên cứu	Kỳ vọng	Công thức tính	Nghiên cứu trước
Qui mô công ty (tỷ đồng)	Size (+)	Ln(Tổng Tài sản)	Jensen and Meckling (1976), D'Auria et al., (1999), Lehmann and Neuberger (2000)
Khả năng sinh lời (%)	Roe(+)	Lợi nhuận trước thuế/Vốn chủ SH	Amidu and Abor (2006), Jakob and Johannes (2008),
Tỷ lệ tăng trưởng (%)	Growth(-)	(DT năm nay – DT năm trước)/DT năm trước	Baker et al, (2008), Mitton (2004), Partington (1983)
Đòn bẩy tài chính (%)	Debt (-)	Tổng Nợ/Tổng TS	Baker et al, (2001), Hufft and Dufrene (1996),
Cấu trúc tài sản (%)	Tang (-/+)	TS dài hạn/Tổng TS	Papadopoulos and Charalambidis (2007).
Khả năng thanh toán tiền mặt (%)	Cash (+)	Tiền và các khoản tương đương tiền/Nợ ngắn hạn	Jensen (1986), Sawicki (2008)

4.2 Phương pháp nghiên cứu

Để xác định giá trị CSR tối ưu và ảnh hưởng của chúng lên chính sách cổ tức, nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy ngưỡng (Threshold autoregressive model). Mô hình này được đề xuất lần đầu bởi Tong (1978) và được hoàn thiện bởi Hansen (1999), cụ thể như sau:

$$\text{dvrate}_{i,t} = \begin{cases} \mu_1 + \beta'X_{i,t} + \alpha_1 \text{CSR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & \text{khi } \text{CSR}_{i,t} \leq \gamma \\ \mu_1 + \beta'X_{i,t} + \alpha_2 \text{CSR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & \text{khi } \text{CSR}_{i,t} > \gamma \end{cases}$$

$$\text{dvrate}_{i,t} = \mu_1 + \beta'X_{i,t} + \alpha_1 \text{CSR}_{i,t} I(\text{CSR}_{i,t} \leq \gamma) + \alpha_2 \text{CSR}_{i,t} I(\text{CSR}_{i,t} > \gamma) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó: $I(\bullet)$ gọi là hàm chỉ tiêu, phương trình 2 viết gọn lại:

$$\text{dvrate}_{i,t} = \mu_1 + \beta'X_{i,t} + \alpha' \text{CSR}_{i,t}(\gamma) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{dvrate}_{i,t} = \mu_1 + [\beta' \quad \alpha'] \begin{bmatrix} X_{i,t} \\ \text{CSR}_{i,t}(\gamma) \end{bmatrix} + \varepsilon_{i,t}$$

Theo Chan (1993) và Hansen (1999) giả thuyết kiểm định sự tồn tại mối quan hệ ngưỡng trong mô hình hồi quy là $H_0 : \alpha_1 = \alpha_2$ (không tồn tại ngưỡng). $H_1 : \alpha_1 \neq \alpha_2$ (tồn tại ngưỡng), Ước

doanh thu thuần (dvrate).

Biến độc lập: Đề đo lường hoạt động CSR nghiên cứu này tham khảo kết quả của Rakotomavo (2012). Joonil Kim và Yongbok Jeon (2015), Adrian Cheung, May Hu, Schwiebert (2016).

Trong đó: ma trận: $\beta' = (\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6)$.

$$X_{i,t} = (\text{size}_{i,t}, \text{roe}_{i,t}, \text{growth}_{i,t}, \text{debt}_{i,t}, \text{tang}_{i,t}, \text{cash}_{i,t})'$$

γ : Là giá trị ngưỡng, μ_1 : ảnh hưởng của thành phần chéo, $\varepsilon_{i,t}$: thành phần sai số (giả sử độc lập), $\varepsilon \in i.i.d(0, \sigma^2)$ Phương trình (1) được viết lại như sau:

lượng hệ số γ bằng phương pháp bình phương bé nhất và $\hat{\gamma} = \arg \min \text{SSE}_1(\gamma)$. Nếu tồn tại ngưỡng hồi quy (nghĩa là giả thuyết H_0 bị bác bỏ) khi đó $\hat{\gamma}$ nhất quán với γ_0 và phân phối tiệm cận không có phân phối chuẩn. Hansen (1999) đề nghị cách tốt nhất để xây dựng khoảng tin cậy cho γ bằng cách xây dựng vùng không bác bỏ và dùng thống kê LR (likelihood ratio) để kiểm định γ .

5 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

5.1 Mô tả mẫu nghiên cứu

Hình thức chi trả cổ tức của các công ty niêm yết khá đa dạng; bằng cổ phiếu hoặc tiền mặt hoặc kết hợp cả hai hình thức. Kết quả bảng 2 sau khi xử lý dữ liệu từ Stata 14 cho thấy, hiện nay, hầu hết các công ty chi trả cổ tức bằng hình thức tiền

mặt có giá trị trong khoảng từ 0,221% đến 12,74% và mức trung bình khoảng 15,3%. Kết quả phân tích mô tả cho thấy chi phí đầu tư vào hoạt động CSR trung bình khoảng 10,1% và giá trị phương sai của biến này khá bé (khoảng 0,00960) điều này cho thấy không có sự chênh lệch quá lớn giữa các doanh nghiệp.

BẢNG 2
KẾT QUẢ THỐNG KÊ MÔ TẢ

Variables	N	mean	sd	min	max	Var	skewness	kurtosis
dvsale	615	0,153	0,951	0,00221	12,74	0,904	11,14	130,6
debt	615	0,463	0,198	0,00294	0,905	0,0394	0,0304	2,181
roe	615	0,0425	0,144	0	2,837	0,0207	12,56	233,5
cash	615	0,658	1,396	0,000622	15,41	1,948	6,623	56,82
size	615	27,66	1,052	25,77	30,94	1,106	0,726	3,430
tang	615	0,382	0,219	0,0242	0,973	0,0480	0,649	2,673
growth	615	0,132	0,391	-0,935	5,231	0,153	4,825	54,30
csr	615	0,101	0,0980	0,00731	0,465	0,00960	-0,379	2,354

Các biến nghiên cứu hầu hết đều có phân phối lệch phải vì có hệ số độ lệch (skewness) dương, ngoại trừ biến CSR

5.2 Kiểm định tính dừng

Hansen (1999) cho rằng điều kiện các biến phân tích trong mô hình hồi quy ngưỡng của dữ liệu bảng cần thỏa mãn tính dừng để không xảy ra hiện tượng hồi quy giả.

BẢNG 3
KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH TÍNH DỪNG

Biến	ADF-Fisher	
	Chi-square	P-value
devrate	1330,9695	0,000***
size	514,5915	0,000***
roe	8742,2813	0,000***
growth	1646,9034	0,000***
debt	619,5100	0,000***
tang	784,8266	0,000***
cash	891,9366	0,000***
csr	1119,7160	0,000***

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Kết quả kiểm định tính dừng theo phương pháp ADF (2003) cho thấy tất cả các biến nghiên cứu đều dừng tại dữ liệu gốc với mức ý nghĩa 1% (kết quả bảng 3 - sau khi xử lý dữ liệu từ Stata 14).

5.3 Kiểm định sự tồn tại mối quan hệ ngưỡng hồi quy

Để kiểm định sự tồn tại ngưỡng hồi quy cần phải thực hiện theo quy trình sau: Thông thường trong Stata kiểm định tính dừng chỉ cần lặp lại 300 lần là đạt yêu cầu, tuy nhiên tác giả dùng phương pháp chọn mẫu lặp lại 400 lần (bootstrap 400) để đảm bảo độ tin cậy cao khi kiểm định giả thuyết H_0 : “mô hình không tồn tại quan hệ ngưỡng (ngưỡng đơn)”. Nếu H_0 không bị bác bỏ thì kết luận rằng không tồn tại mối quan hệ ngưỡng trong mô hình hồi quy. Ngược lại, nghĩa là giả thuyết bị bác bỏ thì tiếp tục lặp lại quy trình kiểm định cho giả thuyết H_0 : “mô hình không tồn tại quan hệ ngưỡng (2 ngưỡng)” và cứ tiếp tục như vậy cho đến khi tìm được số ngưỡng tối ưu của biến nghiên cứu thì dừng.

BẢNG 4
KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH NGUỖNG CỦA BIẾN CSR

Threshold value	F	p-value	Critical value of F		
			1%	5%	10%
Single threshold effect test					
0,1384	135,02	0,000***	116,3818	46,0985	24,7900
Double threshold effect test					
0,1269	12,72	0,2260	207,5427	57,5665	21,9151

Dấu *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Kết quả bảng 4 sau khi xử lý dữ liệu từ Stata 14 cho thấy trách nhiệm xã hội sẽ tác động tích cực đến chính sách cổ tức khi mức chi cho hoạt động này không vượt quá 13,84%. Như vậy nếu mức chi cho CSR không vượt quá 13,84% thì các yếu

tố khác sẽ tác động như thế nào đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp để từ đó doanh nghiệp có những điều chỉnh cần thiết về các yếu tố để được mục tiêu đã đặt ra. Để trả lời cho câu hỏi này nghiên cứu tiếp tục thực hiện kiểm định tại mức

tối ưu này liệu các biến độc lập còn lại tác động lượng mô hình hồi quy ngưỡng. như thế nào lên biến phụ thuộc bằng cách ước

BẢNG 5
KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG MÔ HÌNH HỒI QUY NGƯỠNG

dvsale	Coef.	Std. Err.	t	P-value
size	,0708721	0787101	0,90	0,368
roe	,3177305	,1250108	2,54	0,011**
growth	-,5462245	,0456073	-11,98	0,000***
debt	-,1978258	,2961613	-0,67	0,504
tang	,2817282	,2308011	1,22	0,223
cash	,1565431	,0306916	5,10	0,000***
cat#c,csr				
0	,196248	0,0298893	6,44	0,000***
1	- 4,171141	,5663080	-7,37	0,000***
cons	-1,859944	2,098814	-0,89	0,376

Dấu *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Nguồn: Xử lý dữ liệu từ Stata 14, sau khi khắc phục hiện tượng phương sai sai số không đồng nhất và tự tương quan bậc 1

Phương trình hồi quy ngưỡng:

$$\begin{aligned} \text{dvrate}_{i,t} = & -1.859944 + .0708721\text{size} + .3177305\text{roe} - .5462245\text{growth} - .1978258\text{debt} \\ & + .2817282\text{tang} + .1565431\text{cash} + .196248\text{csr}_{i,t} I(\text{csr}_{i,t} \leq 0.1384) \\ & - 4.171141\text{csr}_{i,t} I(\text{csr}_{i,t} > 0.1384) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Kết quả ước lượng mô hình hồi quy ngưỡng (bảng 5) cho thấy sự tác động của các biến đến chính sách cổ tức như sau:

Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR) có ảnh hưởng tới chính sách cổ tức, với ngưỡng tối ưu là 13,84%, nếu doanh nghiệp đầu tư cho hoạt động CSR không vượt quá ngưỡng này thì hoạt động CSR tác động tích cực lên chính sách cổ tức. Giả sử các yếu tố khác không đổi, nếu chỉ cho hoạt động CSR tăng lên 1% thì tỷ lệ thanh toán cổ tức tăng trung bình khoảng 0,196248%. Ngược lại, nếu doanh nghiệp đầu tư cho hoạt động CSR vượt quá ngưỡng này thì hoạt động CSR ảnh hưởng tiêu cực lên chính sách cổ tức. Giả sử các yếu tố khác không đổi, nếu chỉ cho hoạt động CSR tăng lên 1% thì tỷ lệ thanh toán cổ tức giảm trung bình khoảng 4,171141%.

Khả năng sinh lời (roe) ảnh hưởng tích cực tới chính sách cổ tức với mức ý nghĩa 5%, nếu doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường có xu hướng chi trả cổ tức cao. Nếu khả năng sinh lời tăng 1% thì tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ tăng trung bình khoảng 0,317730% (giả sử các yếu tố khác không đổi).

Tốc độ tăng trưởng (growth) tác động tới chính sách cổ tức theo hướng nghịch biến. Môi quan hệ này có thể được giải thích rằng với những doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng tốt cùng với chính sách vĩ mô ổn định như hiện nay, những doanh nghiệp này có khuynh hướng hạn chế chi trả cổ tức tiền mặt và thay vào đó là bổ sung vốn vào các dự án đầu tư hiệu quả nhằm tìm kiếm tăng trưởng mạnh hơn trong tương lai.

Khả năng thanh toán tiền mặt (cash) tác động tích cực lên chính sách cổ tức bởi vì chi trả cổ tức là dòng tiền đi ra. Vì vậy, khả năng thanh khoản của doanh nghiệp càng lớn, doanh nghiệp càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức.

6 KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Kết quả nghiên cứu sự tác động của trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp tới chính sách cổ tức của những doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE trong giai đoạn 2012-2016, thực nghiệm bằng mô hình hồi quy ngưỡng đã chỉ ra rằng mức CSR tối ưu là 13,84% và những biến kiểm soát khác như khả năng sinh lời, tốc độ tăng trưởng, khả năng thanh toán cũng tác động tới chính sách cổ tức nhưng theo những chiều hướng khác nhau.

Việc xác định được yếu tố nào ảnh hưởng đến chính sách cổ tức có ý nghĩa rất quan trọng đối với nhà đầu tư, bởi chính sách cổ tức liên quan đến hoạt động định giá chứng khoán. Điều này giúp nhà đầu tư ra quyết định đầu tư hợp lý hơn. Mặt khác, kết quả nghiên cứu này cũng giúp nhà quản trị doanh nghiệp xây dựng chính sách CSR phù hợp với mục tiêu phát triển của doanh nghiệp với mức chi phí hợp lý không làm ảnh hưởng đến mục tiêu tăng trưởng

The corporate social responsibility and dividend policy of listed firms in Ho Chi Minh stock exchange: The threshold regression model analysis

Nguyen Quyet, Phan Thi Hang Nga

Abstract—The objective of this paper is to examine the relationship between the corporate social responsibility (CSR) and dividend policy of listed firms in Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) in the period of 5-year (from 2012 to 2016), and find out the optimal level of threshold of CSR variable. Previous researches are canvassed thoroughly for theoretical background and the

threshold regression model is employed. The results of study indicate that there is a “single threshold” CSR which affects dividend policy.

Keywords—CSR, dividend policy, threshold regression.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Adrian Cheung, May Hu, Schwiebert (2016), Corporate social responsibility and dividend policy, *Accounting and Finance Journal*, 8(1), pp.1–30.
- [2]. Amidu, M., Abor, J., (2006), Determinants of dividend payout ratios in Ghana, *Risk Finance Journal*, 7 (2), 135–145.
- [3]. Attig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., (2013), International diversification and corporate social responsibility, *Working paper*, Saint Mary's University.
- [4]. Baker, H.K., Dutta, S., Saadi, S., (2008), How managers of financial versus non-financial firms view dividends: the Canadian evidence, *Glob. Financ.*, 19(3), pp. 171–186.
- [5]. Baker, H.K., Veit, E.T., Powell, G.E., (2001), Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq Firms, *Financ. Rev.*, 36 (3), pp. 19–38.
- [6]. Barnea, A., Rubin, A., (2010), Corporate social responsibility as a conflict between shareholders, *Journal of Business Ethics* 97(3), pp. 71–86.
- [7]. Berle and Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York: *The Macmillan Company*, Pp. xiii, 396
- [8]. Bhattacharya, S., (1979), Imperfect information, dividend policy, and the “bird in the hand” fallacy, *Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 259–270.
- [9]. Bowen, (1953), *Social responsibilities of the businessman*, New York: *Harper & Brothers*
- [10]. Carroll, A.B, (1979), A three-dimensional conceptual model of corporate social performance, *Academy of Management Review*, 4, pp. 497–505.
- [11]. Chan, K, S, (1993), Consistency and limiting distribution of the least squares estimator of a continuous threshold autoregressive model, *The Annals of Statistics*, 21(3), pp. 520–33.
- [12]. Choi, J., and H, Wang (2009), Stakeholder relations and the persistence of corporate social performance, *Strategic Management Journal*, 30(3), pp, 895–907,
- [13]. D’Auria, C., Foglia, A., Reedt, P.M., (1999), Bank interest rates and credit relationships in Italy, *J. Bank, Financ.*, 23 (7), pp. 1067–1093.
- [14]. Du, S., Bhattacharya, C, B., & Sen, S, (2011), Corporate social responsibility and competitive advantage: Overcoming the trust barrier, *Management Science*, 57(9), pp. 1528–1545.
- [15]. Fama, E.F., French, K.R., (2001), Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), pp. 3–43.
- [16]. Ghoul, S., O,Guedhami, C, Kwok, and D, Mishra (2011), Does corporate social responsibility affect the cost of capital?, *Journal of Banking & Finance*, 35(2), pp. 2388–2406.
- [17]. Godfrey, P., C, Merrill, and J, Hansen (2009), The relationship between CSR and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis, *Strategic Management Journal*, 30(4), pp. 425–455.
- [18]. Gordon, M, J., (1963), Optimal investment and financing policy, *The Journal of Finance*, 18(1), pp. 264–272.
- [19]. Hakansson N., (1982), To pay or not to pay dividends, *Journal of Finance*, 37(2), pp. 415–428.
- [20]. Hansen, B, E, (1999), Threshold effects in non-dynamic panels: estimation, testing and inference, *Journal of Econometrics*, 93(3), pp. 345–68.

- [21]. Harold Johnon (1971) *Business in Contemporary Society: Framework and Issues (1971)* offered a variety of views on CSR.
- [22]. He, T.T., Li, W.X.B., Tang, G.Y.N, (2012), Dividends behavior in state-versus family-controlled firms: evidence from Hong Kong, *Journal of Business Ethics*, 110(7), pp. 97-112.
- [23]. Heal, G., 2005, Corporate social responsibility: an economic and financial framework, *The Geneva Papers*30, 387–409.
- [24]. Hillman, A., and G, Keim (2001), Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?, *Strategic Management Journal*, 122(1), pp. 125–139.
- [25]. Hufft, E.M., Dufrene, U, (1996), Small Firm Capital Structure Decisions: The Effect of Agency Cost, *United States Association for Small Business and Entrepreneurship*.
- [26]. Jakob, S.H., Johannes, R, (2008), Dividend determinants in Denmark, *Management Working Paper*, University of Aarhus, Denmark.
- [27]. Jensen, M.C., Meckling, W.H, (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- [28]. John, K., Williams, J, (1985), Dividends, dilution and taxes, *Journal of Finance*, 40(5), pp. 1053-1070.
- [29]. Jones, T, (1995), Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics, *Academy of Management Review*, 20(6), pp. 404–437.
- [30]. Joonil Kim và Yongbok Jeon (2015), Dividend Policy and Corporate Social Responsibility: A Comparative Analysis of Multinational Enterprise Subsidiaries and Domestic Firms in Korea, *Emerging Markets Finance & Trade*, 51(5), pp. 306–319.
- [31]. Kalay, A, (1980), Signaling information content, and the reluctance to cut dividends, *journal of financial and quantitative analysis*, 15(8), pp. 855-869.
- [32]. Kim, C., D, Mauer, and A, Sherman (1998), The determinants of corporate liquidity: theory and evidence, *journal of financial and quantitative analysis*, 33(4), pp. 335–359.
- [33]. Kotler, P., & Lee, N, (2005), *Corporate social responsibility: Doing the most good for your company and your cause*, Hoboken, NJ: Wiley.
- [34]. Lehmann, E., Neuberger, D,(2000), Do lending relationship matter? Evidence from bank survey data in Germany, *Working Paper*, University of Konstanz, and University of Rostack, pp. 45–59.
- [35]. Lintner, J, (1962), Dividends, earnings, leverage, stock prices and supply of capital to corporations, *The review of economics and statistics*, 64(3), pp. 243-269.
- [36]. Miller, M., Modigliani, F, (1961), Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business*, 34(4), pp. 411-433.
- [37]. Miller, M.H., Rock, K, (1985), Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance*, 40(1), pp. 1031-1051.
- [38]. Mitton, T, (2004), Corporate governance and dividend policy in emerging markets, *J, Econ, Lit.*, G35-G34.
- [39]. Mueller, D.C, (1972), A life cycle theory of the firm, *Journal of industrial economics*, 20(3), pp. 199-219.
- [40]. Papadopoulos, D.L., Charalambidis, P.D, (2007), Focus on present status and determinants of dividend payout policy: Athens stock exchange in perspective, *J, Financ, Manag, Anal.*, 20(2), pp. 24–37.
- [41]. Partington, G.H, (1983), Why firms use payout target: a comparative study of dividend policies, In: *Paper presented at AAANZ Conference*, Brisbane.
- [42]. Rakotomavo, M, (2012), Corporate investment in social responsibility versus dividends? *Social Responsibility Journal*, 8(7), pp.199–207.
- [43]. Ross S, (1977), The determination of financial structure: the incentive signalling approach, *Bell Journal of Economics*, 8(1), pp. 23-40.
- [44]. Sawicki, J,(2008), Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia: pre- and post-crisis, *Eur, J, Financ.*,1(2), pp. 211–230.
- [45]. Waddock, S.A., Graves, S.B, (1997), The corporate social performance-financial performance link, *Strategic Management Journal*, 18(3), pp. 303-319.
- [46]. Wood, D.J, (1991), Corporate social performance revisited, *Academy of Management Review*, October, pp. 691–718.
- [47]. Ye, K., Zhang, R, (2011), Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China, *Journal of Business Ethics*, 104(6), pp. 97-206.
- [48]. Ye, K., Zhang, R,(2011), Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China, *Journal of Business Ethics*, 104 (5), pp. 197-206.