

# TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TIỀN MẶT ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Đinh Bảo Ngọc**

*Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng  
Email: dinhbaongoc@yahoo.com*

**Nguyễn Chí Cường**

*DNTN Hằng Hải, Đà Nẵng  
Email: nguyenchicuong36k15.2@gmail.com*

Ngày nhận: 26/10/2015

Ngày nhận bản sửa: 9/01/2016

Ngày duyệt đăng: 25/9/2016

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu tập trung xác định tác động của chính sách cổ tức tiền mặt đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu đã sử dụng dữ liệu bảng dựa trên số liệu từ báo cáo tài chính của 95 công ty niêm yết trong giai đoạn 2008-2013 (bao gồm 554 quan sát). Ứng dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), nghiên cứu đã chỉ ra tác động thuận chiều của cổ tức chi trả trên mỗi cổ phần (DPS) và tác động nghịch chiều của tỷ suất cổ tức (DY) đến giá cổ phiếu doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng xác định được một số nhân tố nội sinh doanh nghiệp như khả năng sinh lợi (ROA), quy mô, cơ hội tăng trưởng và cấu trúc vốn có tác động đến giá cổ phiếu doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** Chính sách cổ tức tiền mặt; giá cổ phiếu; dữ liệu bảng; mô hình ảnh hưởng cố định; mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên.

## **Impacts of cash dividend policy on the stock prices: a study of listed firms in Vietnam**

### *Abstract:*

*This study investigates the impact of cash dividend policy on stock price of listed companies on the Vietnamese stock market. In order to achieve the objective of this study, panel data derived from financial statements of 95 listed companies in Vietnam during the period from 2008 to 2013 (554 observations) is analyzed by using two estimation models which are Fixed Effect Model (FEM) and Random Effect Model (REM). The results of regression analysis provide evidence of a significantly positive correlation between dividend per share (DPS) and stock price, and a negative relationship between dividend yield (DY) and stock price of companies. Furthermore, the study also shows that the internal factors, such as profitability (ROA), firm size, growth rate and capital structure affect the stock price of the companies.*

*Keywords: Cash dividend policy; stock price; panel data; fixed effect model; random effect model.*

## **1. Giới thiệu**

Bên cạnh quyết định đầu tư và quyết định tài trợ, quyết định phân phối lợi nhuận (biểu hiện ở chính sách cổ tức và tỷ lệ giữ lại) là một trong những quyết định quan trọng của doanh nghiệp. Vì vậy, chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến quá trình hoạt động và phát triển của doanh nghiệp (Davis, 2006; Masum, 2014). Nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức

đến giá trị doanh nghiệp là một trong những vấn đề thu hút sự quan tâm hàng đầu trong công tác quản trị tài chính doanh nghiệp. Mặc dù trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu lý thuyết cũng như thực nghiệm liên quan đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp và mối liên hệ giữa cổ tức và giá cổ phiếu. Tuy nhiên, kết quả đạt được của một số nghiên cứu khác biệt so với các lý thuyết cũng như nhiều nghiên cứu thực

nghiệm trong những điều kiện khác nhau cho kết quả không tương đồng. Tại Việt Nam, hiện vẫn chưa có nhiều nghiên cứu liên quan đến chủ đề này.

Nghiên cứu này tập trung phân tích tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Những kết quả của nghiên cứu sẽ giúp cho các doanh nghiệp xây dựng cho mình một chính sách cổ tức hợp lý, góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng sẽ giúp cho các nhà đầu tư ước lượng được mức độ ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá thị trường của các cổ phiếu, từ đó đưa ra những quyết định đầu tư thích hợp hơn, hạn chế rủi ro và nâng cao giá trị của danh mục đầu tư

Hiện nay, các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung thực hiện chi trả cổ tức bằng nhiều hình thức: chi trả cổ tức bằng tiền mặt, chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc sử dụng kết hợp cả hai hình thức trên. Tuy nhiên, hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt vẫn chiếm ưu thế hơn cả. Chính vì lý do đó, khái niệm “cổ tức” đề cập trong nghiên cứu này chủ yếu được hiểu là cổ tức tiền mặt.

## 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Theo Short & Welsch (1990), cổ tức thường được phân phối dưới dạng tiền mặt đến các cổ đông như là một khoản chia từ lợi nhuận đạt được của doanh nghiệp (Higgins, 1995). Nói cách khác, chính sách cổ tức là chính sách ấn định tỷ lệ phân phối giữa lợi nhuận giữ lại tái đầu tư và chi trả cổ tức cho cổ đông; trong đó, lợi nhuận giữ lại sẽ được tái đầu tư, cung cấp cho các nhà đầu tư một nguồn tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng trong tương lai, trong khi cổ tức cung cấp cho nhà đầu tư nguồn thu nhập tức thời hiện tại.

Những nghiên cứu lý thuyết ban đầu về chính sách cổ tức là các nghiên cứu về việc dự báo tác động của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp. Theo lý thuyết của Miller & Modigliani (1961), với giả định thị trường vốn hoàn hảo, chính sách cổ tức hoàn toàn không làm ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Không ít các nghiên cứu thực nghiệm sau đó đã ủng hộ lý thuyết M&M như Black & Scholes (1974), Miller & Scholes (1978, 1982). Thế nhưng rất nhiều giả định của mô hình khó có điều kiện tồn tại trong thực tế và thị trường luôn tồn tại những bất hoàn hảo nhất định, và do đó cũng tồn tại nhiều kết quả thực nghiệm phủ nhận lý thuyết M&M, chẳng hạn như các nghiên cứu của Ball & cộng sự (1979), Baker &

cộng sự (1985), Baker & Powel (1999) cho rằng sự thay đổi của chính sách cổ tức có thể tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Ngược lại với Miller và Modigliani, Lintner (1956) và Gordon (1963) lại cho rằng khi những giả định về thị trường hoàn hảo của mô hình M&M không tồn tại, chính sách cổ tức sẽ trở nên quan trọng hơn và có tác động rõ rệt đến giá trị doanh nghiệp. Gordon (1963) đưa ra một quan điểm ngược với quan điểm *Cổ tức không liên quan đến giá trị doanh nghiệp* của M&M. Với lý thuyết *Con chim trong bàn tay (Bird in hand Theory)*, Gordon lập luận rằng tồn tại mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và chính sách cổ tức là do tâm lý không thích rủi ro của nhà đầu tư. Cổ tức là thu nhập thường xuyên, chắc chắn ở hiện tại nên được xem ít rủi ro hơn lãi vốn - là thu nhập được hứa hẹn trong tương lai. Quyết định cổ tức của doanh nghiệp sẽ ảnh hưởng đến mức độ rủi ro của nhà đầu tư, vì thế làm thay đổi suất chiết khấu sử dụng để định giá cổ phiếu nên sẽ ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Điều này có thể được giải thích dựa vào nghiên cứu của Graham & Cottle (1962) hay mô hình định giá cổ phiếu (mô hình chiết khấu cổ tức - DDM)

Lý thuyết tín hiệu của Miller & Kevin Rock (1985) cũng ủng hộ quan điểm này. Theo đó, việc công ty công bố chính sách cổ tức đến công chúng sẽ tạo ra hiệu ứng thông tin. Một khi công ty công bố về mức cổ tức chi trả cao đồng nghĩa với lợi nhuận đạt được khả quan tương ứng, từ đó niềm tin của nhà đầu tư về hiệu quả hoạt động cũng như uy tín của công ty mà họ đã đầu tư ngày càng gia tăng. Do vậy, nhà đầu tư sẽ ít bị dao động trước những thông tin nghi vấn và kiên định hơn với niềm tin về sự tăng giá cổ phiếu.

Một số nghiên cứu thực nghiệm khác cũng đã được tiến hành với mục tiêu làm rõ hơn mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu. Black (1976) là một trong những người tiên phong nghiên cứu về mối quan hệ này. Với quy mô nghiên cứu của bộ dữ liệu quan sát quá khứ 5 thập kỷ liên tiếp về động thái chia cổ tức và giá cổ phiếu, Black đã khẳng định kết quả thực nghiệm về mối quan hệ thuận chiều giữa 1 cổ tức (thông báo chi trả cổ tức) với giá cổ phiếu. Nghiên cứu của Pettit (1972) cũng đã ghi nhận thông báo trả cổ tức tăng kéo theo sự tăng giá cổ phiếu đáng kể, trong khi thông báo giảm cổ tức doanh nghiệp lại kéo theo một sự giảm giá cổ phiếu rõ rệt. Những nghiên cứu khác của Asquith &

Mullins (1983); Healy & Palepu (1988); Michaely & cộng sự (1995) cũng đã khẳng định biến động thuận chiều của giá cổ phiếu đồng bộ với biến động của chính sách cổ tức doanh nghiệp. Những nghiên cứu khác đồng thuận với quan điểm này và lập luận dựa trên lý thuyết tín hiệu có thể kể đến như nghiên cứu của Aharony & Swary (1980), Ofer & Siegel (1987), Dyl & Weigand (1998).

Upananda (2008) đã tiến hành kiểm chứng mối liên hệ giữa cổ tức và giá chứng khoán của các doanh nghiệp Ấn Độ với mẫu nghiên cứu 500 công ty BSE giai đoạn 1996-2006. Kết quả hồi quy với dữ liệu bảng cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn Pooled và REM cũng như chỉ ra tác động tỉ lệ thuận của cổ tức và quy mô doanh nghiệp đến giá cổ phiếu, trong khi đòn bẩy tài chính lại tác động tỷ lệ nghịch đến giá cổ phiếu ở Ấn Độ. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, Kapoor (2009) tiến hành nghiên cứu về quan hệ của chính sách cổ tức và giá trị thị trường của doanh nghiệp thuộc các ngành công nghệ thông tin và dịch vụ của Ấn Độ. Nghiên cứu đưa ra kết luận về tác động tỉ lệ thuận của cổ tức đến giá trị doanh nghiệp.

Simon & cộng sự (2012), khi thực hiện nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Nairobi (NSE) về các nhân tố tác động đến giá cổ phiếu, đã rút ra khẳng định về tác động thuận chiều của các nhân tố: dòng tiền, chính sách khuyến khích thuế và đặc biệt là thông tin của cổ tức. Qua đó, với thu nhập điều chỉnh trước thuế nhiều cùng tỷ suất cổ tức chi trả

cao, giá cổ phiếu của các công ty thường tăng mạnh sau khi chia cổ tức. Muhammad (2014), khảo sát về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán KSE Pakistan giai đoạn 2001-2010, cũng đã nhận thấy rằng giá cổ phiếu chịu tác động thuận chiều bởi các nhân tố nội sinh như tỷ lệ cổ tức tiền mặt, tỷ lệ bảo chứng cổ tức và ROA; trong khi đó các nhân tố như EPS và tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu có tác động nghịch chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê. Gần đây, Masum (2014) thực hiện nghiên cứu về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu các ngân hàng thương mại trên sàn DSE Bangladesh giai đoạn 2007-2011. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng trong khi tỷ lệ cổ tức chi trả có tác động tỷ lệ thuận đến giá cổ phiếu, tỷ suất cổ tức lại có tác động tỷ lệ nghịch.

### 3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

#### 3.1. Phương pháp nghiên cứu

Để nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu doanh nghiệp, chúng tôi đã sử dụng mô hình hồi quy bội với sự tham gia của các biến kiểm soát:

$$MP = \beta_0 + \beta_1 DY + \beta_2 DPS + \beta_3 EPS + \beta_4 ROA + \beta_5 GROW + \beta_6 SIZE + \beta_7 CAP$$

Biến phụ thuộc: Để đo lường giá trị thị trường của cổ phiếu doanh nghiệp, chúng tôi đã sử dụng chỉ tiêu Giá thị trường (MP: Market Prices) thông qua phương pháp lấy trung bình giá cao nhất và giá thấp nhất của cổ phiếu trong năm. Cách tính biến này

**Bảng 1: Cách tính và kỳ vọng về dấu của các biến**

| Biến độc lập                                   | Mã biến | Cách tính                                          | Các nghiên cứu có liên quan                                                                   | Kỳ vọng dấu |
|------------------------------------------------|---------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>Các biến đại diện cho chính sách cổ tức</b> |         |                                                    |                                                                                               |             |
| Tỷ suất cổ tức                                 | DY      | Cổ tức mỗi cổ phần/<br>Giá thị trường của cổ phiếu | Zakaria & cộng sự (2012), Habib & cộng sự (2012), Masum (2014), Vinh (2014).                  | (+)/(-)     |
| Cổ tức mỗi cổ phần                             | DPS     | Cổ tức trả cổ đông /<br>Tổng số cổ phần            | Pettit (1972), Black (1976), Healy & Palepu (1988), Michaely & cộng sự (1995), Majanga (2015) | (+)         |
| <b>Các biến kiểm soát</b>                      |         |                                                    |                                                                                               |             |
| Thu nhập trên mỗi cổ phần                      | EPS     | EPS                                                | Baskin (1989), Adefila & cộng sự (2004), Muhammad (2014), Masum (2014).                       | (+)         |
| Khả năng sinh lời                              | ROA     | Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản                    | Masum (2014), Muhammad (2014).                                                                | (+)         |
| Cơ hội tăng trưởng                             | GROW    | Tốc độ tăng trưởng doanh thu                       | Upananda (2008), Zakaria & cộng sự (2012), Habib & cộng sự (2012)                             | (+) / (-)   |
| Quy mô doanh nghiệp                            | SIZE    | Log <sub>10</sub> (Tổng doanh thu)                 | Upananda (2008), Zakaria & cộng sự (2012).                                                    | (+) / (-)   |
| Cấu trúc tài chính                             | CAP     | Tỷ lệ nợ/ tổng tài sản                             | Upananda (2008), Zakaria & cộng sự (2012)                                                     | (+)/(-)     |

dựa trên nghiên cứu của Simon & cộng sự (2012) hay Masum (2014), Majanga (2015)... trong những năm gần đây thay vì tính dao động giá cổ phiếu như Baskin (1989), Allen & Rachim (1996), Rashid & Rahman (2008), Nazir & cộng sự (2010).

**Biến độc lập:** Dựa trên các nghiên cứu lý thuyết cũng như những nghiên cứu thực nghiệm về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu và kết hợp với những đặc điểm của các doanh nghiệp Việt Nam, nghiên cứu sử dụng các nhân tố chủ yếu được trình bày cụ thể ở bảng 1 để phân tích mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu.

*Phương pháp ước lượng các mô hình trong nghiên cứu*

Bằng việc ứng dụng dữ liệu bảng (Panel data), nghiên cứu tiến hành hồi quy hai mô hình: mô hình nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) với nhiều ưu điểm hơn so với phương pháp hồi quy OLS truyền thống. Phương pháp hồi quy bội (OLS) truyền thống xem xét rằng không có đơn vị chéo đặc biệt nào hoặc thời kỳ đặc biệt nào ảnh hưởng đến từng hệ số của mô hình; điều này không phù hợp và bộc lộ nhiều khiếm khuyết trong phân tích hồi quy, đặc biệt đối với một bảng dữ liệu có hai chiều không gian và thời gian.

Để khắc phục vấn đề này, với giả định mỗi thực thể đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến biến giải thích, mô hình FEM phân tích mối tương quan này giữa phần dư mỗi thực thể với các biến giải thích và qua đó kiểm soát, tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt (không đổi theo thời gian) ra khỏi các biến giải thích để có thể ước lượng những ảnh hưởng thực của biến giải thích lên biến phụ thuộc. Trong khi đó, mô hình REM lại

dựa vào giả thiết rằng sự khác biệt giữa các thực thể được chứa đựng trong phần sai số ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Do đó, thay vì  $C_i$  cố định, mô hình giả định  $C_i$  là một biến ngẫu nhiên với giá trị trung bình là  $C$ . Khi đó, giá trị hệ số chặn là  $C_i = C + \varepsilon_i$ , trong đó  $\varepsilon_i$  là sai số ngẫu nhiên có trung bình bằng 0 và phương sai là  $\sigma^2$ .

Cuối cùng, kiểm định Hausman được sử dụng nhằm lựa chọn mô hình FEM hay REM là phù hợp với giả thiết:

$H_0$ : Ước lượng của FEM và REM là không khác nhau.

$H_1$ : Ước lượng của FEM và REM là khác nhau.

Nếu  $p$ -value  $< \alpha$ ,  $H_0$  bị bác bỏ. Khi đó, mô hình REM không hợp lý, mô hình FEM được lựa chọn. Ngược lại, mô hình REM phù hợp hơn nếu chấp nhận giả thuyết  $H_0$ .

Cuối cùng, để tăng tính chính xác và độ tin cậy của kết quả, chúng tôi tiếp tục thực hiện hồi quy với robust option regression cho kết quả của mô hình hồi quy được lựa chọn.

### 3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu của nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính của 95 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (trên cả 2 sàn HOSE và HNX) trong 6 năm (2008-2013). Các doanh nghiệp này được lựa chọn dựa trên tiêu chí: doanh nghiệp niêm yết liên tục trong suốt giai đoạn trên, có cung cấp đầy đủ thông tin cần thiết phục vụ cho mục đích nghiên cứu, đặc biệt là các thông tin liên quan đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp.

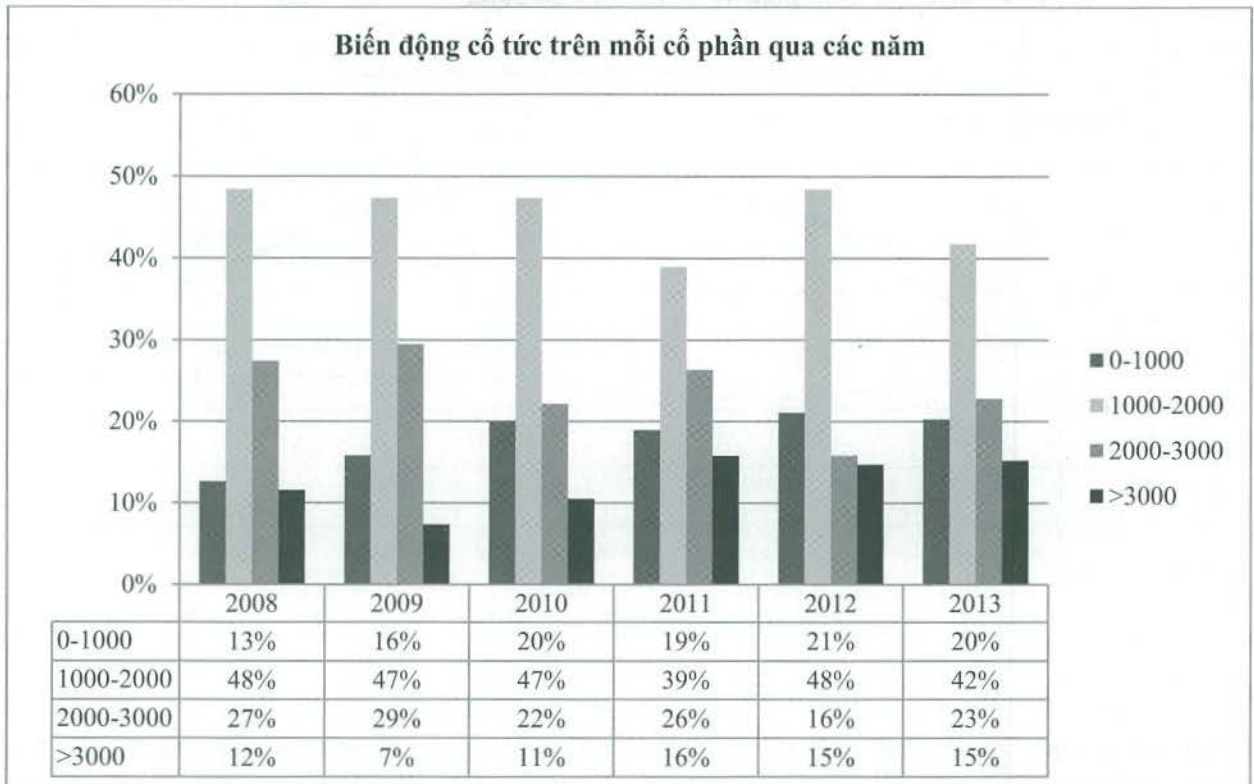
Trong quá trình thu thập dữ liệu, nhiều doanh nghiệp không có dữ liệu đầy đủ trong các năm

**Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu**

| Tên biến         | Số quan sát | GT trung bình | Độ lệch chuẩn | GT nhỏ nhất | GT lớn nhất |
|------------------|-------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| MP (nghìn đồng)  | 554         | 17,32         | 14,09         | 2,60        | 109,10      |
| DY (%)           | 554         | 13,22         | 10,93         | 0           | 91          |
| DPS (nghìn đồng) | 554         | 1,707         | 1,169         | 0           | 8,5         |
| EPS (đồng)       | 554         | 3090,7        | 2325,49       | -1940       | 18660       |
| ROA (%)          | 554         | 10,51         | 8,892         | 8           | 56          |
| GROW (%)         | 554         | 17,05         | 1,44          | -100        | 208         |
| SIZE (tỷ đồng)   | 554         | 2034          | 4101          | 1,298       | 30949       |
| CAP (%)          | 554         | 44,08         | 23,092        | 4           | 96          |

*Nguồn: Tính toán của tác giả từ mẫu nghiên cứu*

Hình 1: Cổ tức của các doanh nghiệp phân theo mức độ chi trả



Nguồn: Tính toán của tác giả từ mẫu nghiên cứu

nghiên cứu, do vậy dữ liệu thu thập được cho nghiên cứu này là dữ liệu bảng không cân bằng với trục không gian là 95 doanh nghiệp và trục thời gian là 6 năm liên tiếp 2008-2013 (tổng cộng 554 quan sát).

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Bảng 2 thống kê mô tả giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của các biến trong mô hình nghiên cứu.

Có thể nhận thấy rằng, các doanh nghiệp có mức chi trả cổ tức tiền mặt tập trung ở khu vực 1000-2000đ/cp (trong giai đoạn 2008-2013), mức này dao động từ 40% đến gần 50% tổng số doanh nghiệp khảo sát qua các năm với mức cổ tức trung bình là 1707đ/cp.

Trong giai đoạn này, nhìn chung chi trả cổ tức của các doanh nghiệp còn ở mức tương đối thấp thể hiện qua số lượng các doanh nghiệp áp dụng mức chi trả cổ tức tiền mặt thấp (<1000đ/cp) tăng dần (từ tỷ lệ 12,63% vào năm 2008 lên đến 20,25% tổng số các doanh nghiệp khảo sát vào năm 2013). Không những thế, tồn tại một số doanh nghiệp không thực hiện chia cổ tức hoặc chỉ chia cổ tức ở mức rất thấp. Số lượng các doanh nghiệp thực hiện chia cổ tức tiền mặt ở mức 2000-3000đ/cp trong giai đoạn này

cũng có xu hướng sụt giảm. Qua 6 năm khảo sát, các công ty thực hiện chi trả cổ tức ở mức cao (trên 3000đ/cp) chỉ chiếm một tỷ lệ tương đối nhỏ. Có thể nói, thực trạng số lượng doanh nghiệp thực hiện trả cổ tức tiền mặt thấp tăng lên và số doanh nghiệp thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt cao giảm xuống là khó thể tránh khỏi trong giai đoạn 2008-2013 của thị trường chứng khoán Việt Nam.

##### Tính ổn định của cổ tức

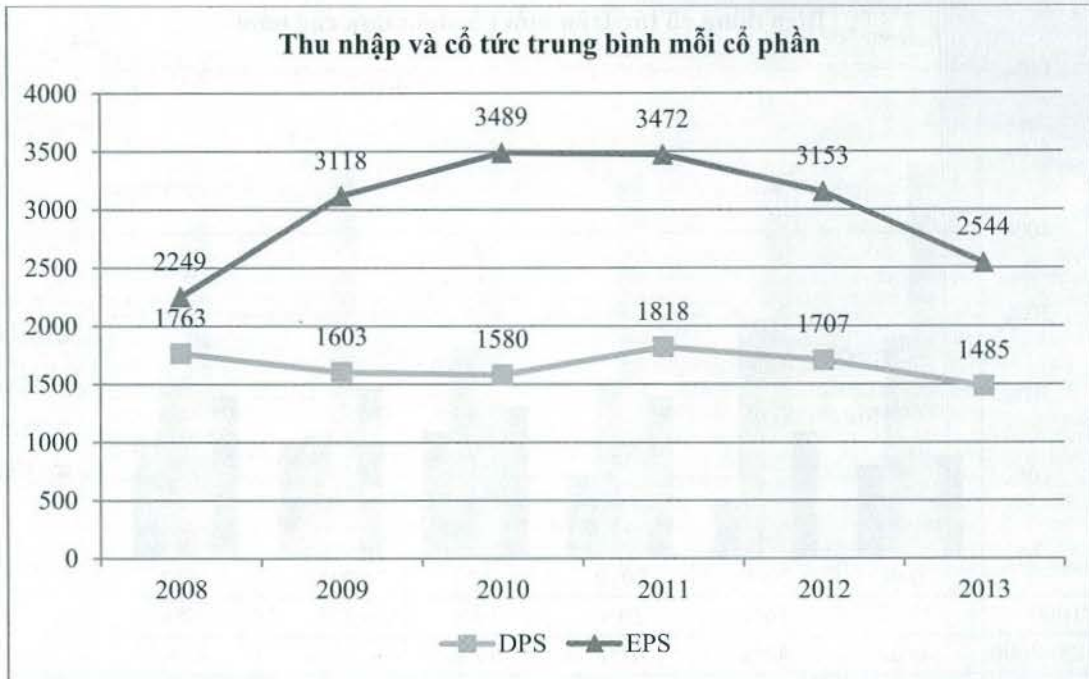
Ngoài ra, dựa vào biểu đồ tương quan giữa biến động của cổ tức và thu nhập trên mỗi cổ phần, có thể nhận thấy sự theo sau của cổ tức đối với lợi nhuận. Bên cạnh đó, cổ tức có xu hướng ổn định và ít bị biến động hơn khi so sánh với tính biến động của thu nhập doanh nghiệp.

##### 4.2. Kết quả nghiên cứu mô hình hồi quy

Nghiên cứu kiểm tra khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập được trình bày ở bảng 3. Kết quả cho thấy không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập (hệ số tương quan  $r < 0,8$ ). Đặc biệt, do 2 biến DY và DPS không xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến nên nhóm nghiên cứu tiến hành hồi quy đồng thời 2 biến này trong cùng một mô hình thay vì 2 mô hình riêng lẻ.

##### Kết quả hồi quy

Hình 2: Thu nhập và cổ tức mỗi cổ phần giai đoạn 2008-2013



Kết quả hồi quy của các mô hình xác định tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp được biểu hiện thông qua bảng 4.

Sau khi kiểm định Hausman được thực hiện, kết quả cho thấy mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) phù hợp hơn để phân tích tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu.

Tiếp đó, để tăng tính chính xác và độ tin cậy của kết quả hồi quy, chúng tôi tiếp tục tiến hành hồi quy mô hình lần 2 với việc loại bỏ các biến không có ý nghĩa trong mô hình trước và thực hiện ước lượng vững với robust option nhằm khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Kết quả của mô hình (Bảng 5) cho thấy:

*Cổ tức tiền mặt chi trả trên mỗi cổ phần (DPS)*

của doanh nghiệp có tác động tỷ lệ thuận (+) đến *Giá cổ phiếu*. Kết quả mô hình hồi quy đã chứng minh những doanh nghiệp với tín hiệu tốt về chính sách cổ tức tiền mặt (sự gia tăng của DPS) sẽ làm cổ phiếu trên thị trường được đánh giá cao. Điều này có thể được lý giải bởi thực tế thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn non trẻ, các nhà đầu tư thường dựa vào các tín hiệu liên quan đến chính sách cổ tức (như một đại diện cho thông tin về tình hình hoạt động và phát triển của doanh nghiệp) để kỳ vọng lợi tức cao hơn trong tương lai; đồng thời, thu nhập cao từ cổ tức được chia mỗi năm cũng là động lực mua cổ phiếu. Kết quả đạt được tương đồng với các nghiên cứu của Black (1976), Pettit (1972), Asquith & Mullins (1983), Healy và Palepu (1988), Michaely & cộng sự (1995), Aharony & Swary (1980), Ofer & Siegel

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

|      | MP    | DY    | DIV   | EPS   | ROA   | GROW | SIZE | CAP |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-----|
| MP   | 1     |       |       |       |       |      |      |     |
| DY   | -0.38 | 1     |       |       |       |      |      |     |
| DPS  | 0.40  | 0.45  | 1     |       |       |      |      |     |
| EPS  | 0.58  | -0.05 | 0.62  | 1     |       |      |      |     |
| ROA  | 0.44  | 0.16  | 0.61  | 0.71  | 1     |      |      |     |
| GROW | 0.04  | 0.05  | 0.09  | 0.12  | 0.13  | 1    |      |     |
| SIZE | 0.22  | -0.20 | 0.05  | 0.12  | -0.05 | 0.20 | 1    |     |
| CAP  | -0.21 | -0.01 | -0.25 | -0.25 | -0.50 | 0.16 | 0.40 | 1   |

**Bảng 4: Kết quả hồi quy và kiểm định Hausman**

| Biến phụ thuộc: MP<br>Biến độc lập | Mô hình hồi quy      |                      |
|------------------------------------|----------------------|----------------------|
|                                    | FEM                  | REM                  |
| C                                  | -13,9789 (0,2842)    | 2,9099 (0,5291)      |
| DPS                                | 3,4114*** (0,0000)   | 4,4810*** (0,0000)   |
| DY                                 | -49,8629*** (0,0000) | -61,6978*** (0,0000) |
| EPS                                | 1,9011*** (0,0000)   | 1,7491*** (0,0000)   |
| ROA                                | -10,2434 (0,2675)    | 1,9774 (0,7910)      |
| GROW                               | -1,7942* (0,0890)    | -1,2047 (0,2184)     |
| SIZE                               | 3,8787* (0,0863)     | 1,7431* (0,0375)     |
| CAP                                | 11,8623*** (0,0040)  | -1,1711 (0,6549)     |
| R <sup>2</sup>                     | 0,8028               | 0,4894               |
| R <sup>2</sup> hiệu chỉnh          | 0,7587               | 0,4819               |
| Prob (F-statistic)                 | 0,0000               | 0,0000               |
| Số quan sát                        | 554                  | 554                  |
| <b>Hausman Test</b>                |                      |                      |
| $\lambda^2$                        |                      | 61,6325              |
| Prob. > $\lambda^2$                |                      | 0,0000               |

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\*: tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

(1987), Dyl & Weigand (1998), Majanga (2015).

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, biến DY đại diện cho Tỷ suất cổ tức có tác động tỷ lệ nghịch (-) đến Giá cổ phiếu của doanh nghiệp với mức ý

nghĩa thống kê 1%. Điều này dường như trái nghịch với giả thuyết về hướng tác động của biến DY lên MP, tuy nhiên, kết quả này hoàn toàn có thể phù hợp trong điều kiện tại Việt Nam. Do tính bất cân

**Bảng 5: Kết quả hồi quy với Robust Option**

| Biến phụ thuộc: MP<br>Biến độc lập | Mô hình hồi quy      |
|------------------------------------|----------------------|
|                                    | FEM                  |
| DPS                                | 3,4316*** (0,0000)   |
| DY                                 | -50,4870*** (0,0000) |
| EPS                                | 1,6545*** (0,0000)   |
| GROW                               | -2,0696* (0,0510)    |
| SIZE                               | 4,6744* (0,0690)     |
| CAP                                | 12,8445** (0,0280)   |
| R <sup>2</sup>                     | 0,8022               |
| R <sup>2</sup> hiệu chỉnh          | 0,7586               |
| Prob (F-statistic)                 | 0,0000               |
| Số quan sát                        | 554                  |

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\*: tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

xứng thông tin đáng kể và kém hoàn hảo của thị trường tài chính Việt Nam, những thông tin có được liên quan đến chính sách cổ tức dường như rất được các nhà đầu tư chú ý và điều này có thể làm khuếch đại nhiều lần sự biến thiên giá cổ phiếu. Thật vậy, sự thay đổi không nhiều của cổ tức có thể dẫn đến sự biến động lớn về giá có thể đã làm chỉ số DY bị hạ thấp trong khi giá cổ phiếu (MP) lại ở mức cao (do  $DY = \text{Cổ tức}/\text{Giá}$ ) nên mối quan hệ giữa hai biến này là nghịch chiều. Kết quả này tương đồng với kết luận của Baskin (1989), Muhammad (2014) và Masum (2014) nhưng lại không đồng thuận với kết luận của Khan (2012) và Nazir & cộng sự (2010).

Như vậy, có thể kết luận về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu như sau: Chính sách cổ tức ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp, cụ thể cổ tức trên mỗi cổ phần (DPS) tác động thuận chiều đến giá cổ phiếu và tỷ suất cổ tức (DY) tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, kết quả hồi quy còn phản ánh tác động của một số nhân tố nội sinh khác của doanh nghiệp đến giá cổ phiếu:

*Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)* của doanh nghiệp có tác động tỉ lệ thuận (+) đến *Giá cổ phiếu* của doanh nghiệp với mức ý nghĩa là 1%. Điều này cho thấy EPS của doanh nghiệp càng cao thì giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán của doanh nghiệp càng cao. Kết luận này cũng phù hợp với thực tiễn khi EPS là một trong những yếu tố quan trọng trong việc tính toán hệ số P/E của cổ phiếu cũng như định giá cổ phiếu trên thị trường. Các doanh nghiệp có lợi nhuận trên mỗi đầu cổ phiếu cao sẽ luôn hấp dẫn nhà đầu tư, tất yếu, giá cổ phiếu của những doanh nghiệp này cũng sẽ tăng lên. Kết quả đạt được phù hợp với nghiên cứu của Adesola & Okwong (2009), Masum (2014). Tuy nhiên, kết quả trái ngược với kết luận của Muhammad (2014).

*Tốc độ tăng trưởng* của doanh nghiệp có tác động tỉ lệ nghịch (-) đến *Giá cổ phiếu* với mức ý nghĩa 10%. Thật vậy, các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh trong chu kỳ phát triển của mình thường đòi hỏi lượng lớn vốn để phục vụ cho nhu cầu tái đầu tư và mở rộng quy mô sản xuất. Dựa trên lý thuyết trật tự phân hạng của Myers & Majluf (1984), họ sẽ ưu tiên cho việc giữ lại lợi nhuận để tài trợ cho nhu cầu đầu tư hơn là vay vốn. Thực tế thị trường chứng khoán Việt Nam với phần lớn là các nhà đầu tư ngắn hạn và trung hạn chỉ ra rằng, nhóm nhà đầu tư này ưa

thích thu nhập trước mắt nhiều hơn là lợi nhuận từ hiệu quả kinh doanh lâu dài của công ty. Vì vậy, cổ phiếu của các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao (giữ lại nhiều lợi nhuận) thường ít hấp dẫn nhà đầu tư hơn; điều này trực tiếp tác động làm hạ giá của những cổ phiếu này.

*Quy mô doanh nghiệp* có tác động tỉ lệ thuận (+) đến *Giá cổ phiếu* mức ý nghĩa 10%. Điều này có thể lý giải bởi quy mô lớn là một trong những yếu tố đảm bảo cho uy tín của doanh nghiệp và niềm tin của thị trường đối với sự vững mạnh về giá cổ phiếu khi đầu tư. Thực tế những công ty lớn trên thị trường Việt Nam thường có được lợi thế về danh tiếng, thu hút được nhiều sự chú ý từ phía nhà đầu tư và trở thành mục tiêu của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Hơn nữa, những doanh nghiệp lớn thường có nhiều cơ hội hơn trong việc đa dạng hóa danh mục đầu tư và hạn chế rủi ro, kết quả kinh doanh vì thế cũng ổn định hơn và cổ phiếu thường ít chịu sự biến động về giá trong ngắn hạn. Trong dài hạn, danh mục đầu tư đa dạng cho họ nhiều cơ hội để tăng trưởng phát triển và đạt lợi nhuận; đây chính là yếu tố ảnh hưởng đến sự tăng giá cổ phiếu trong dài hạn của các doanh nghiệp quy mô lớn. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Upananda (2008).

*Cấu trúc vốn* tác động tỉ lệ thuận (+) đến *Giá cổ phiếu* của doanh nghiệp với mức ý nghĩa 5%. Trên thực tế, tại thị trường Việt Nam, những doanh nghiệp niêm yết một khi có tình hình hoạt động khả quan có xu hướng mong muốn khuếch đại lợi nhuận có được bằng đòn bẩy tài chính, động thái vay nợ như vậy được giải thích bởi lý thuyết chi phí đại diện của Jensen & Meckling (1976), theo đó, khi cấu trúc vốn tăng dẫn đến một tỷ lệ tối ưu, hiệu quả lẫn giá trị thị trường của doanh nghiệp đều được cải thiện. Do đó, các doanh nghiệp có tỷ trọng nợ càng lớn thông thường có giá cổ phiếu càng cao. Các nghiên cứu của Rashid & Rahman (2008), Hussainey & cộng sự (2011), Vinh (2014) cũng đã chứng minh tác động tỷ lệ thuận của tỷ lệ nợ cao đến giá cổ phiếu.

## 5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu tập trung xem xét tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian 2008-2013. Nhìn chung, các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có mức chi trả cổ tức thấp (1000-2000đ/cp). Tỷ suất cổ tức (DY) bình quân của các doanh nghiệp



này là 13.22%. Bên cạnh đó, trong giai đoạn nghiên cứu, cổ tức tiền mặt chi trả mỗi cổ phần (DPS) của doanh nghiệp thường thay đổi không đáng kể. Điều này phù hợp với đặc điểm của chính sách cổ tức về mặt lý thuyết: tỷ lệ chi trả cổ tức của một doanh nghiệp thường ổn định và có khuynh hướng theo sau lợi nhuận.

Kết quả hồi quy của mô hình nghiên cứu đã chứng minh sự tác động của chính sách cổ tức đến giá trị của doanh nghiệp. Nghiên cứu đã chỉ ra mối tương quan dương giữa Cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS) với Giá cổ phiếu, trong khi Tỷ suất cổ tức (DY) có tương quan âm với Giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Rõ ràng, chính sách cổ tức là một bài toán phức tạp mà mỗi doanh nghiệp phải đối diện khi tiến hành phân phối lợi nhuận hàng năm. Xây dựng một chính sách cổ tức hợp lý và tối ưu luôn là thách thức to lớn đối với doanh nghiệp, đòi hỏi tính thận trọng, chiến lược dài hạn và đồng bộ giữa các quyết định quan trọng của doanh nghiệp: quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định chính sách cổ tức (Frankfurter & cộng sự, 2003).

Kết quả hồi quy cũng đã xác định được một số

nhân tố có ảnh hưởng (có ý nghĩa thống kê) đến Giá cổ phiếu của doanh nghiệp như: Thu nhập trên mỗi cổ phần, Quy mô doanh nghiệp và Cấu trúc vốn có tác động tỉ lệ thuận (+) đến Giá cổ phiếu; ngược lại, Tốc độ tăng trưởng lại mang dấu âm trong tương quan với Giá cổ phiếu.

Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng trong lĩnh vực đầu tư tài chính cũng như trong công tác quản trị doanh nghiệp nhất là trong điều kiện hiện nay, các nghiên cứu định lượng về chính sách cổ tức còn ít ỏi. Thật vậy, nghiên cứu đã chỉ ra được một số đặc điểm của chính sách cổ tức, tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu và những yếu tố có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Những kết quả của nghiên cứu giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp xây dựng một chính sách cổ tức phù hợp với đặc điểm và mục tiêu phát triển, đồng thời có thể thực hiện các động thái tác động tích cực nhằm đạt được giá trị doanh nghiệp như kỳ vọng. Ngoài ra, dựa vào những kết quả này, các nhà đầu tư cũng có thể dự đoán được các chuyển biến của giá cổ phiếu kịp thời, từ đó đưa ra những quyết định đầu tư phù hợp hơn và hạn chế được rủi ro khi tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán.

### Tài liệu tham khảo

- Adefila, J. J., Oladipo, J. A., & Adeoti, J. O. (2004), 'The Effect of Dividend Policy on the Market Price of Shares in Nigeria: Case Study of Fifteen Quoted Companies', *International Journal of Accounting*, University of Ado-Ekiti, 2 (1).
- Adesola, W.A & Okwong, A.E. (2009), 'An Empirical Study of Dividend Policy of Quoted Companies in Nigeria', *Global Journal of Social Sciences*, 8 (1), 85-101.
- Aharony, J. & Swary, I., (1980), 'Quarterly dividend and earnings announcements and stock holders' returns: An empirical analysis', *Journal of Finance*, 35 (1), 1-12.
- Allen, D.E. & Rachim, V.S. (1996), 'Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence', *Applied Financial Economics*, 6 (2), 175-88.
- Asquith, P. & Mullins, D. (1983), 'The impact of initiating dividend payments on shareholders 'wealth'', *Journal of Business*, 56, 77-96.
- Baker, H.K. & Powel, G.E. (1999), 'How to coporate managers view dividend policy', *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38 (2), 17-35.
- Baker, H.K., Farrelly, E.G. & Edelman, B.E. (1985), 'A survey of management views on dividend policy', *Financial management*, 14 (2), 78-84.
- Ball, R., Brown, P., J.Finn, F. & Officer, R.R. (1979), 'Dividends and the value of the firm: evidence from the Australian equity market', *Australian Journal of Management*, 4 (1), 13-26.
- Baskin, J. (1989), 'Dividend policy and the volatility of common stocks', *The Journal of Porfolio Management*, 15 (3), 19-25.
- Black, F. and Scholes, M. (1974), 'The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns', *Hournal of Financial Economics*, 1 (1), 1-22.

- Black, F., (1976), 'The dividend puzzle', *The Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Black, F., Jensen, M. and Scholes, M. (1972). 'The capital asset pricing model: Some empirical tests in: M.C. Jensen, ed, *Studies in the theory of capital market*', Praeger, New York, USA.
- Davis, J.P, (2006), 'What contributes to Shareholders Value?', *Sustainable Development Manager. St. Houston: Rice University*.
- Dyl, E. & R. Weigand, (1998), 'The information content of dividend initiation: additional evidences', *Financial Management Association Autumn*.
- Frankfurter G.M, Bob G.W. & James W. (2003), *Dividend policy theory and practice*, Academic Press, Chapter 5, 49-62.
- Gordon, M. J, (1963), 'Optimal investment and financing policy', *Journal of Finance*, 18 (2), 264-72.
- Graham, B.D.L. & S. Cotle. (1962), *Security Analysis New York*, Mc Graw-Hill.
- Habib, Y., Kiani, Z.I. & Khan, M.A. (2012), 'Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Pakistan', *Global Journal of Management and Business Research*,. 12 (5), 79-84.
- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu, (1988), 'Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions', *Journal of Financial Economics*, 21, 149-175.
- Higgins, (1995), 'Dividend changes and future profitability', *The Journal of Finance*, 56 (6), 2111-2133.
- Hussainey, K., Mgbame, C. O. & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011), 'Dividend policy and share price volatility: UK evidence', *The Journal of Risk Finance*, 12 (1), 57-68.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). 'Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure'. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kapoor, S. (2009), 'Impacts of dividend policy on shareholders' value: A study of India firms', doctoral thesis, *JBS, Jaypee Institute of Information Technology, Noida, India*.
- Khan, K.I. (2012), 'Effect of Dividends on Stock Prices – A case of chemical and pharmaceutical Industry of Pakistan', *Journal of Management*, 2 (5), 141-148.
- Lintner, John. V. (1956), 'Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes', *American Economic Review*, 46 (2), 97-133.
- Majanga, B.B. (2015), 'The Dividend Effect on Stock Price – An Empirical Analysis of Malawi Listed Companies', *Accounting and Finance Research*, 4 (3), 99-105
- Masum, A. Al. (2014), 'Dividend Policy and Its Impact on Stock Price – A Study on Commercial Banks Listed in Dhaka Stock Exchange', *Global Disclosure of Economics and Business*, 3 (1).
- Michaely, R., Thaler R.H. & Womack K.L. (1995), 'Price Reactions to Dividend initiations and Omissions: Overreaction or Drift?', *The Journal of Finance*, 1 (2), 573-608.
- Miller M.H. & Modigliani F. (1961), 'Dividend policy, growth, and the valuation of shares'. *Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Miller, M.H. & Rock, K. (1985), 'Dividend policy under asymmetric information'. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.
- Miller, M.H. & Scholes, M.S. (1978), 'Dividends and Taxes', *Journal of Financial Economics*, 6, 333-364.
- Miller, M.H. & Scholes, M.S. (1982), 'Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence', *The Journal of Political Economy*, 90 (6), 1118-1141.
- Muhammad, F.M. (2014), 'Impact of Dividend Announcement on Stock Market', <http://ssrn.com/abstract=2400684>.
- Myers, Stewart C., Majluf, Nicholas S. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- Nazir, M.S., Nawaz M.M, Anwar W., Ahmed F., (2010). 'Determinants of Stock Price Volatility in Karachi Stock Exchange: The Mediating Role of Corporate Dividend Policy', *Euro Journals Publishing, Inc., International Research Journal of Finance and Economics*, no. 55, 100-107.
- Ofer, A. R., & Siegel, D.R. (1987), 'Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical

- Investigation of Dividends', *Journal of Finance*, 42 (4), 889-911.
- Pettit, R. (1972), 'Dividend announcements, security performance and capital market efficiency', *Journal of Finance*, 27, 993-1007.
- Rashid, A. & Rahman, A.Z.M.A. (2008). 'Dividend policy and stock price volatility: evidence from Bangladesh', *Journal of Applied Business and Economics*, 8 (4), 71-81.
- Short, D.G. & Welsch, G.A. (1990), *Fundamentals of Financial Accounting*. Richard D Irwin, USA, ISBN 10: 0256071543 / ISBN 13: 9780256071542.
- Simon, M.W, John K.N, Jonah K.A, Julius K.I, & Patrick K. (2012), 'Effects of dividend policy on share prices: A case of companies in Nairobi Securities Exchange', *Prime Journal of Business Administration and Management*, 2(8), 642-648.
- Upananda P. (2008), 'Dividend Policy and Stock Price Behaviour in Indian Corporate Sector: A Panel Data Approach', <http://ssrn.com/abstract=1216171>
- Vinh, V.X. (2014). 'Chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 203, 48-55.
- Zakaria, Z., Muhamad, J. & Zukifili, A.H. (2012). 'The impact of dividend policy on the share price volatility: Malaysian Construction and Material Companies. International'. *Journal of Economics and Management Sciences*, 2 (5), 01-08.