ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

THE EFFECTS OF DIVIDEND POLICY TO STOCK PRICES OF LISTED COMPANIES IN VIETNAM STOCK MARKET

Hồ Thị Lam, Hồ Thùy Phương Trâm¹

Ngày nhận bài: 11/5/2020 Ngày chấp nhận đăng: 25/06/2020 Ngày đăng: 05/12/2020

Tóm tắt

Chính sách cổ tức là một trong những chính sách quan trọng nhất trong quản trị tài chính doanh nghiệp. Việc hiểu về tác động của chính sách cổ tức đến phân phối lợi nhuận, giá trị doanh nghiệp và do đó đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp trên thị trường là quan trọng để doanh nghiệp hoạch định chính sách hợp lý, đồng thời là cơ sở để các nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn. Nghiên cứu này được thực hiện nhằm mục tiêu đánh giá 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 giai đoạn 2010-2018, dựa trên tính khả dụng của dữ liệu chi trả cổ tức liên tục. Sử dụng phương pháp hồi quy FGLS trên dữ liệu bảng của 100 công ty niêm yết trên sàn HoSE và HNX, chúng tôi tìm thấy bằng chứng về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu, ủng hộ lý thuyết chú chim trong lồng bàn tay và lý thuyết phát tín hiệu. Phát hiện của nghiên cứu giúp gợi mở một vài khuyến nghị đối với doanh nghiệp và nhà đầu tư.

Từ khóa: Chính sách cổ tức, cổ tức, chi trả cổ tức, giá cổ phiếu.

Abstract

Dividend policy is one of the most important policies in corporate finance management. Understanding the impact of dividend policy on the distribution of profits, corporate value and thus on the stock price is important for business managers to make policies and for investors to make investment decisions. This study is conducted to evaluate the impact of dividend policy on share prices for companies listed on Vietnam's stock market in the period from 2010 to 2018, based on the availability of continuous dividend payment data. Using the FGLS method with panel data of 100 companies listed on the HoSE and HNX, we find evidence of the impact of dividend policy on stock prices, supporting supports the bird in the hand and the signal detection theories. The findings of this study help to suggest a few recommendations for business managers and investors.

Keywords: Dividend policy, dividend, dividend payments, stock prices.

¹ Trường Đại học Tài chính - Marketing

1. Giới thiệu

Chính sách cổ tức là một trong những quyết định tài chính quan trọng ảnh hưởng đến việc phân phối lợi nhuận của công ty để từ đó công ty có thể đưa ra lựa chọn sử dụng nguồn lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư hay trả cổ tức cho cổ đông. Trong những năm gần đây, chính sách cổ tức rất được các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam chú trọng. Tuy nhiên, hầu hết các công ty vẫn chưa có nhận thức đúng đắn về tầm quan trọng của chính sách cổ tức, chưa có những định hướng rõ ràng đối với chính sách phân phối lợi nhuận dẫn đến việc chậm chi trả cổ tức, nợ cổ tức còn diễn ra nhiều.

Ở Việt Nam, các công ty niêm yết thường chia cổ tức thành hai đợt. Đợt đầu tiên thường sẽ vào tháng 3 và tháng 4, vì đây là thời điểm sau khi kết thúc năm tài chính, công ty có kết quả kiểm toán, công bố kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của cả năm vừa qua và ra thông báo phân chia lợi nhuận, cổ tức sau khi đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua. Đợt thứ hai là vào tháng 7 hoặc tháng 8 sau khi có kết quả của nửa năm, các công ty thường tạm ứng cổ tức cho các cổ đông dựa vào chỉ tiêu kế hoạch và kết quả thực tế đã đạt được trong nửa năm đó. Tại các thời điểm công ty công bố trả cổ tức cho các cổ đông, ta sẽ quan sát được giá cổ phiếu có xu hướng tăng mạnh trong những thời gian này. Nguyên nhân cụ thể của việc tăng giá cổ phiếu có lẽ do nhiều yếu tố khác nhau như có nhiều tin tốt về tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam, tâm lý “bầy đàn” của nhà đầu tư hoặc các tin đồn về việc đạt lợi nhuận trong việc mua bán cổ phiếu, các thông tin về việc mua bán của các nhà đầu tư trong và ngoài nước... Tuy nhiên, mối quan hệ giữa cổ tức và giá cổ phiếu vẫn có thể thấy rõ nhất. Thêm vào đó, các công ty niêm yết vô cùng chú trọng trong việc sử dụng

công bố chi trả cổ tức như một việc phát tín hiệu về tình hình phát triển cũng như triển vọng của chính bản thân công ty. Thậm chí, chính sách cổ tức được xem như một công cụ đánh bóng hình ảnh một cách khá hiệu quả của nhiều công ty trong tình trạng bất cân xứng thông tin như thị trường của Việt Nam hiện nay. Cổ tức làm tăng thêm lòng tin của nhà đầu tư vào công ty cũng như vào ban quản lý của công ty. Qua đó, có thể đưa ra nhận xét rằng chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong thực tế Việt Nam hiện nay. Nguyên nhân là do tỉ lệ cổ tức của các công ty niêm yết đưa ra khá là hấp dẫn và các nhà đầu tư cũng xem thời điểm chi trả cổ tức là một thời cơ tuyệt vời để thu gom cổ phiếu. Điều này xuất phát từ hai lý do, thứ nhất là việc kỳ vọng sinh lợi từ việc đầu cơ trước khi thông tin được công bố và thứ hai là sau khi thông tin được công bố thì các nhà đầu tư lại sử dụng các số liệu cổ tức cùng với các số liệu về lợi nhuận được công bố nhằm đánh giá, nhận xét, phân tích và định giá lại giá trị công ty từ đó họ sẽ đưa ra những quyết định đầu tư dẫn đến làm tăng nhu cầu và giá cổ phiếu cũng sẽ tăng theo.

Rất nhiều bài nghiên cứu trước đây đã đề cập về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu như Miller và Modigliani (1961), Gordon (1963), Baskin (1989), Allen và Rachim (1996), Hussainey và ctg (2011), Sharif và ctg (2015), Singh và Tandon (2019)... Tuy nhiên, họ đưa ra những ý kiến trái ngược nhau, chưa có sự thống nhất về tác động của chính sách cổ tức lên giá cổ phiếu. Ở Việt Nam, nhiều học giả, nhà nghiên cứu đã đi sâu vào tìm hiểu vấn đề này trên khía cạnh thực nghiệm, tuy nhiên, chính sách cổ tức và giá cổ phiếu vẫn là một đề tài gây nhiều tranh luận trên các diễn đàn học thuật. Nhà đầu tư chứng khoán rất quan tâm đến các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu để đạt

được mức lãi vốn mong đợi. Trên cơ sở đó, bài nghiên cứu đã tập trung vào các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm cung cấp thêm bằng chứng về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu và đưa ra hàm ý chính sách cho các nhà đầu tư trong giai đoạn gần đây. Sử dụng dữ liệu từ 100 công ty niêm yết trong giai đoạn 2010 - 2018 (dựa trên tính khả dụng của dữ liệu chi trả cổ tức liên tục) trên cả hai sàn giao dịch HoSE và HNX của Việt Nam, với phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) trên dữ liệu bảng, chúng tôi tìm thấy tác động tích cực của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu. Là cơ sở để đề xuất một số gợi ý về việc lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp đối với các nhà quản lý doanh nghiệp và hàm ý đối với các nhà đầu tư.

Phần còn lại của nghiên cứu được cấu trúc như sau: Phần 2 trình bày tổng quan nghiên cứu với cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu. Chúng tôi trình bày dữ liệu và phương pháp nghiên cứu ở phần 3. Phần 4 thể hiện kết quả nghiên cứu và thảo luận. Cuối cùng, chúng tôi kết luận và đưa ra một số hàm ý chính sách đối với nhà quản lý doanh nghiệp và nhà đầu tư.

2. Khung lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Đã có rất nhiều nghiên cứu trước đây làm tiền đề, cơ sở lý thuyết giải thích cho mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu. Có hai trường phái lý thuyết là sự độc lập của chính sách cổ tức với giá trị doanh nghiệp và sự không độc lập của chính sách cổ tức đối với giá trị doanh nghiệp.

Miller và Modigliani (1961) đã đưa ra lý thuyết về sự độc lập của chính sách cổ tức với

giá trị doanh nghiệp (*Dividend Irrelevance Theory*) có ảnh hưởng nhất và hiện vẫn đang là một trong những lý thuyết được tôn trọng nhất. Lý thuyết Miller và Modigliani (1961) cho rằng không có thuế, hoặc thuế suất đối với cổ tức bằng tiền mặt và thuế suất đối với lãi vốn là bằng nhau. Do đó, không có chi phí giao dịch trong quá trình mua hoặc bán cổ phiếu. Ngoài ra, lý thuyết này cho rằng công ty hoạt động trên thị trường hiệu quả, điều đó có nghĩa là thông tin phải có sẵn và có thể truy cập nhiều nguồn cùng một lúc mà không phải trả bất kỳ chi phí nào. Bên cạnh đó, không có khoảng cách giữa các thông tin và công ty bắt buộc phải hoạt động trong thị trường đầy đủ và hiệu quả. Cuối cùng, lý thuyết còn cho rằng triển vọng trong tương lai về hiệu quả hoạt động của công ty là đồng nhất giữa tất cả các nhà đầu tư, bao gồm thông tin và kỳ vọng giữa nhà quản lý và nhà đầu tư. Dựa trên các giả định trên, Miller và Modigliani đã giải thích sự không liên quan của cổ tức chính là mấu chốt của lập luận. Quá trình chênh lệch giá đề cập đến việc thiết lập hoặc cân bằng hai giao dịch đồng thời. Nếu công ty trả cổ tức, họ sẽ phải tăng vốn bằng cách bán cổ phiếu mới cho các hoạt động tài chính. Quá trình chênh lệch giá sẽ vô hiệu hóa việc tăng giá trị cổ phiếu do vấn đề cổ tức với vấn đề cổ phiếu mới. Điều này làm cho nhà đầu tư thờ ơ với thu nhập của cổ tức và lãi vốn như giá trị cổ phần, phụ thuộc nhiều vào thu nhập trong tương lai của công ty hơn là chính sách cổ tức hiện tại của công ty. Miller và Modigliani cũng cho rằng các cổ đông có thể tự xây dựng cổ tức tự chế. Đó là, nếu công ty không trả cổ tức nhưng cổ đông thích một lượng cổ tức nhất định, họ có thể bán và có tỷ lệ lãi tương đương cổ tức của cổ phiếu của mình do đó tạo ra cổ tức tự chế. Và tất nhiên, điều ngược lại cũng đúng, nếu công ty trả cổ tức cao hơn cho cổ đông, người đó có

thể sử dụng cổ tức thặng dư để mua thêm cổ tức (Brigham và Houston, 2011). Điều này lần lượt giải thích lý do tại sao các cổ đông không sẵn sàng trả giá cao hơn cho việc trả cổ tức. Do đó, lý thuyết của Miller và Modigliani cho thấy rằng dưới sự hoàn hảo của thị trường, các chính sách chi trả cổ tức của công ty không ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu của một công ty.

Các lý thuyết về sự không độc lập của chính sách cổ tức với giá trị doanh nghiệp (bao gồm lý thuyết chú chim trong lòng bàn tay, lý thuyết phát tín hiệu, lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết hiệu ứng nhóm khách hàng) cho rằng giá cổ phiếu của một công ty thường thay đổi khi thanh toán cổ tức thay đổi. Mặc dù Miller và Modigliani lập luận ủng hộ chính sách cổ tức độc lập, họ cũng tuyên bố rằng trong thế giới thực, không quan tâm đến thị trường vốn hoàn hảo, cổ tức có thể ảnh hưởng đến giá thị trường của cổ phiếu. Nhiều nhà nghiên cứu sau đó đã phát triển các lý thuyết này và hiện nay được coi là những lý thuyết cổ tức có ảnh hưởng nhất.

Lý thuyết chú chim trong lòng bàn tay (*Bird-in-hand Theory*) được đề cập bởi Lintner (1956) và đã được hỗ trợ bởi các nhà nghiên cứu kể cả Gordon (1963) nhấn mạnh tăng chi trả cổ tức sẽ tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Do sự không chắc chắn của dòng tiền trong tương lai, các nhà đầu tư thường sẽ có xu hướng thích cổ tức hơn thu nhập giữ lại. Cổ tức hiện tại có thể dự đoán được nhiều hơn so với dự đoán lãi vốn, vì giá cổ phiếu được xác định bởi các yếu tố của thị trường chứ không phải do các nhà quản lý (Keown và ctg, 2007; Gordon, 1963). Mặc dù tỷ lệ lãi vốn trong tương lai có thể mang lại lợi nhuận cao hơn so với cổ tức ở hiện tại nhưng không có gì đảm bảo rằng nhà đầu tư sẽ tích lũy được được lợi nhuận cao hơn do mức độ chênh lệch cao (Gordon, 1963).

Đối với các công ty không trả cổ tức ở hiện tại, nhà đầu tư sẽ sử dụng tỷ lệ chiết khấu cao hơn để chiết khấu khoản thu nhập và giá trị của những công ty đó thấp hơn các công ty trả cổ tức ở hiện tại (Khan & Jain, 2008). Điều đó dẫn đến tỷ lệ chiết khấu sẽ trở nên cao hơn khi thu nhập giữ lại của công ty tăng lên. Mặt khác các công ty trả cổ tức ở hiện tại sẽ có mức thu nhập giữ lại thấp hơn góp phần làm giảm tỷ lệ chiết khấu của công ty. Lập luận chính của thuyết chú chim trong lòng bàn tay của Lintner dựa trên cơ sở đó, hầu hết các công ty đều thận trọng trong chính sách tài chính của họ và các khoản thanh toán bằng cổ tức sẽ dựa trên tỷ lệ xuất chi của công ty.

Bhattacharya (1979) đã trình bày một trong những nghiên cứu được công nhận nhất liên quan đến lý thuyết phát tín hiệu (*Signal Detection Theory*). Ông đã tuyên bố rằng cổ tức có thể hoạt động như một tín hiệu của dòng tiền dự kiến trong tương lai, do đó, việc chi trả cổ tức của doanh nghiệp kéo theo giá cổ phiếu gia tăng. Với lý thuyết phát tín hiệu, các nhà nghiên cứu cho rằng luôn có khoảng cách về thông tin giữa các nhà quản lý và các nhà đầu tư bởi nhà quản lý kiểm soát hoạt động của công ty hằng ngày và nắm bắt được những thông tin nội bộ mà nhà đầu tư bên ngoài không thể tiếp cận được. Trong điều kiện bất cân xứng thông tin như vậy thì cổ tức được xem là một công cụ truyền tín hiệu. Lintner (1956) và Gordon (1963) cho rằng hầu hết các nhà đầu tư đều rất e ngại rủi ro và không thích mạo hiểm, điều đó lý giải vì sao họ thích cổ tức hiện tại và tăng trưởng ổn định hơn là trông chờ vào việc tăng giá của cổ phiếu. Cũng theo hai tác giả này, cổ tức cung cấp một tín hiệu về sự phát triển của doanh nghiệp cho nhà đầu tư. Bhattacharyya (1979) cho rằng các nhà quản trị có những thông tin mật về việc hỗ

trợ phân phối dòng tiền và họ phát đi tín hiệu vào thị trường thông qua việc lựa chọn mức cổ tức. Trong trạng thái cân bằng của việc phát tín hiệu, nếu người quản lý tin rằng giá trị doanh nghiệp sẽ tăng trong tương lai, họ sẽ nâng mức trả cổ tức lên cao hơn.

Lý thuyết chi phí đại diện (*Agency Theory*) xuất hiện khi xảy ra mâu thuẫn lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông trong doanh nghiệp, một bên là người sở hữu tài sản và một bên là người sử dụng tài sản. Theo Jensen và Meckling (1976) chi phí đại diện xuất phát từ việc tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, phát sinh khi ban giám đốc doanh nghiệp thực hiện những hoạt động nhằm mục đích mang lại lợi ích cho họ thay vì những hoạt động có lợi cho các cổ đông, chính là những người sở hữu doanh nghiệp. Những lợi ích từ quyết định này có thể là trực tiếp hoặc gián tiếp. Ngoài ra chi phí đại diện còn có thể phát sinh bởi cổ đông. Những cổ đông của doanh nghiệp nếu có quá nhiều tiền mặt thường họ sẽ yêu cầu chi trả cổ tức thay vì tái đầu tư. Do vậy, bên cạnh chi phí đại diện còn được đề cập bởi Jensen và Meckling thì Easterbrook (1984) đã đưa ra chi phí đại diện phát sinh từ thái độ sợ rủi ro của bộ phận ban giám đốc. Thái độ e ngại với rủi ro bắt nguồn từ việc ban giám đốc lo sợ kết quả kinh doanh của doanh nghiệp không tốt sẽ dẫn đến ảnh hưởng vị trí công việc hiện tại của họ, nên họ thường có xu hướng chọn những dự án an toàn đồng nghĩa với việc tỷ suất sinh lời cũng sẽ không cao.

Lý thuyết hiệu ứng nhóm khách hàng (*Clientele Effect Theory*) cho rằng nhà đầu tư được xem như là một khách hàng, mỗi khách hàng khác nhau sẽ có những nhu cầu cá nhân khác nhau và có xu hướng thích mua cổ phiếu của những doanh nghiệp thực hiện các chính

sách cổ tức đáp ứng được nhu cầu cụ thể của mình. Điều này xảy ra do nhà đầu tư phải chịu những mức thuế khác nhau trong tình huống được chi trả cổ tức và tăng giá cổ phiếu, bên cạnh việc phát sinh chi phí giao dịch khi thực hiện mua bán cổ phiếu. Al-Malkawi (2008) đã khẳng định rằng trong thời kỳ tăng trưởng nhiều doanh nghiệp thường có xu hướng trả cổ tức thấp hơn, điều này sẽ thu hút những khách hàng mong muốn kiếm lợi nhuận từ việc tăng giá cổ phiếu trong tương lai. Trong khi đó đối với những doanh nghiệp đang trong giai đoạn bão hòa sẽ có xu hướng chi trả cổ tức nhiều hơn, thu hút nhiều đối tượng khách hàng có yêu cầu cần thu nhập ngay lập tức. Cũng trong nghiên cứu năm 2008, Al-Malkawi đã chia khách hàng thành hai nhóm, một nhóm khách hàng bị chi phối bởi thuế và nhóm khách hàng còn lại sẽ bị chi phối bởi chi phí giao dịch. Ông kết luận rằng những nhà đầu tư đang giao dịch cổ phiếu trong thị trường có khung thuế suất cao thường rất thích các công ty trả ít hoặc thậm chí không trả cổ tức. Tuy nhiên, trường hợp ngược lại cũng xảy ra khi các nhà đầu tư thích nhận được cổ tức hơn nếu chi phí giao dịch cổ phiếu ở mức cao. Đặc biệt đối với những nhà đầu tư nhỏ lẻ, họ cần cổ tức để đáp ứng những nhu cầu của bản thân hoặc họ không có khả năng chi trả cho các khoản chi phí giao dịch quá cao.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Đi đầu về nghiên cứu trực tiếp tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu có nghiên cứu của Black và Scholes (1974). Trong nghiên cứu của mình, họ đã tạo ra 25 danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán New York được xem xét trong khoảng thời gian 1936-1966. Sử dụng mô hình định giá vốn tài sản để đánh giá tác động của cổ tức và chính sách cổ tức đến lợi nhuận nhà đầu tư nhận được sau khi điều chỉnh

rủi ro và thuế. Tác giả đã đi đến kết luận không có mối quan hệ nào giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu.

Nhiều nhà nghiên cứu khác như Adefila và ctg (2004); Denis & Osobov (2008) và Adesola & Okwong (2009) đã ủng hộ lý thuyết không độc lập của chính sách cổ tức và xem cổ tức là nhân tố tác động đến giá cổ phiếu. Chen và ctg (2009) cũng phân tích ảnh hưởng của cổ tức tiền mặt đối với giá cổ phiếu trong giai đoạn từ năm 2000 đến năm 2004 tại Trung Quốc. Họ cho thấy rằng trả cổ tức bằng tiền mặt có tác động đáng kể đến giá cổ phiếu. Khi chia cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông tăng thì giá cổ phiếu cũng tăng theo và ngược lại, khi trả cổ tức bằng tiền mặt giảm dẫn đến giá cổ phiếu cũng giảm. Nazir và ctg (2010) cũng đã đưa ra nghiên cứu việc ảnh hưởng của chính sách cổ tức đối với giá cổ phiếu. Họ kết luận rằng tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ suất cổ tức có ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu trong khi quy mô và đòn bẩy có ảnh hưởng tiêu cực không đáng kể đến giá của cổ phiếu. Tương tự, Ali & Chowdhury (2010) đã nghiên cứu thực nghiệm 25 ngân hàng thương mại được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Dhaka. Kết quả tổng thể cho thấy có mối quan hệ không đáng kể giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu. Cũng tại Bangladesh, Masum (2014) phân tích chính sách cổ tức và giá cổ phiếu của 30 ngân hàng thương mại được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Dhaka trong giai đoạn 2007-2011 và kết luận rằng chính sách cổ tức có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Khan và ctg (2011) đã nghiên cứu ảnh hưởng của thanh toán cổ tức đối với giá cổ phiếu bằng cách lấy mẫu của 55 công ty được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Karachi (Pakistan). Kết quả nghiên cứu của họ cho thấy tỷ suất cổ tức, thu nhập trên mỗi cổ phiếu, lợi

nhuận trên vốn chủ sở hữu và lợi nhuận sau thuế có liên quan tích cực đến giá cổ phiếu trong khi tỷ lệ duy trì có mối quan hệ tiêu cực với giá cổ phiếu. Hussainey và ctg (2011) đã phân tích chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu tại nước Anh giai đoạn 1998-2007. Họ dùng hồi quy bội để tìm ra mối liên hệ giữa thay đổi giá cổ phiếu với cả tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức. Kết quả được tìm thấy rằng có mối quan hệ tích cực giữa tỷ suất cổ tức, tỷ lệ chi trả cổ tức và thay đổi giá cổ phiếu. Ngoài ra, nghiên cứu còn cho thấy tốc độ tăng trưởng, mức nợ, quy mô và thu nhập của công ty có ảnh hưởng đến sự thay đổi giá cổ phiếu. Hunjra và ctg (2014) nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức tại Pakistan trong khoảng thời gian từ năm 2006 đến năm 2011, đã tìm ra tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức là cả hai thước đo của chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Baker & Powell (2012) đã sử dụng kỹ thuật khảo sát để lấy ý kiến của các nhà quản lý Indonesia về các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức, vấn đề cổ tức và giải thích về việc trả cổ tức. Kết quả khảo sát của họ cho thấy rằng các nhà quản lý Indonesia coi sự ổn định của thu nhập, mức thu nhập hiện tại và dự kiến trong tương lai là yếu tố quyết định quan trọng nhất của chính sách cổ tức. Kết quả của họ tiếp tục chỉ ra rằng chính sách cổ tức ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp và các nhà quản lý Indonesia xem xét các lý thuyết cổ tức khác nhau như một tín hiệu và phục vụ trong việc thiết kế các chính sách cổ tức. NTUI và ctg (2015) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu trên 13 công ty niêm yết trên Sàn giao dịch Dar Es Salaam ở Tanzania bằng cách sử dụng phương pháp mô tả, hồi quy và tương quan để đo lường mối quan hệ trên. Kết quả của nghiên cứu cho thấy giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng rất

lớn từ chính sách cổ tức. Singh và Tandon (2019) cũng nghiên cứu về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của ở thị trường Ấn Độ trong giai đoạn 2008-2017, và đi đến kết luận chính sách cổ tức tác động đáng kể đến giá thị trường của cổ phiếu.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

3.1.1. Mẫu nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu và hiểu rõ hơn về chính sách cổ tức trong việc giải thích mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá của cổ phiếu, tác giả tập trung nghiên cứu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tác giả đã lựa chọn mẫu nghiên cứu bao gồm 100 công ty niêm yết của tất cả các ngành nghề trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) và Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2010-2018 để đảm bảo có đầy đủ các thông tin cần thiết phục vụ cho mục đích nghiên cứu cũng như các thông tin liên quan đến chính sách cổ tức của công ty để có thể tìm ra mối liên hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu. Các công ty được lựa chọn trong mẫu phải thỏa mãn các điều kiện có chi trả cổ tức liên tục trong ít nhất 5 năm kể từ năm 2010. Dữ liệu tài chính được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty qua các năm và tính toán của tác giả, trong khi dữ liệu giá cổ phiếu được thu thập từ website cafef.vn.

3.1.2. Đo lường các biến nghiên cứu

Nghiên cứu này kiểm tra tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để phục vụ việc phân tích định lượng, tác giả đã sử dụng các biến được trình bày trong Bảng 1.

Nghiên cứu sử dụng biến giá thị trường của cổ phiếu (SP) làm biến phụ thuộc, các biến độc lập, đại diện cho chính sách cổ tức, bao gồm cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS) và tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR). Lợi nhuận sau thuế (EAT), thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) được sử dụng làm biến kiểm soát.

Giá thị trường của cổ phiếu (SP) được sử dụng như một biến phụ thuộc. Giá thị trường chứng khoán là giá đóng cửa thị trường của cổ phiếu vào cuối mỗi năm trong giai đoạn mẫu. Sharif và ctg (2015), Singh và Tandon (2019) đã sử dụng giá thị trường chứng khoán như một biến phụ thuộc.

Cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS) cho biết một cổ phiếu mà mỗi cổ đông đang nắm giữ sẽ nhận được bao nhiêu đồng cổ tức trong năm. Thông thường, doanh nghiệp chi trả tỷ lệ cổ tức trên mỗi cổ phiếu cao thường tạo tâm lý tích cực cho cổ đông từ đó giúp giá cổ phiếu tăng. Akbar và Baig (2010) đã sử dụng cổ tức trên mỗi cổ phiếu như một biến số để xem xét ảnh hưởng của nó đến giá cổ phiếu. Họ cho biết rằng có một mối quan hệ trực tiếp giữa cổ tức trên mỗi cổ phiếu và giá cổ phiếu. Nghiên cứu của họ cũng cho kết quả cổ tức trên mỗi cổ phiếu là một biến số trung tâm giúp xác định rõ ràng những sai lệch về giá trị của bất kỳ giá cổ phiếu của công ty nào.

Tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR) là tỷ lệ phần trăm lợi nhuận của công ty được trích ra để thanh toán cho cổ đông dưới dạng cổ tức trong năm. Các nhà đầu tư thường chú trọng đến tỷ lệ chi trả cổ tức tại thời điểm ra quyết định có nên mua cổ phiếu của một công ty hay không tức họ xem xét quyết định phân phối lợi nhuận của công ty có thể tạo ra lợi nhuận với triển vọng

tăng trưởng cao trong tương lai hay không. Tóm lại, tỷ lệ chi trả cổ tức phản ánh sự ổn định của nguồn vốn tái đầu tư nhằm thu được lợi nhuận tiềm năng trong tương lai. Nazir và ctg (2010) và Hussainey và ctg (2011) đã tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa giá cổ phiếu và tỷ lệ chi trả cổ tức trong khi Nishat và Irfan (2003) lại cho thấy mối quan hệ tích cực giữa chúng.

Lợi nhuận sau thuế (EAT) được sử dụng như một biến kiểm soát. Pani (2008), Adesola & Okwong (2009), Ahmed và Javid (2009) và Al-Kuwari (2009) cũng đã sử dụng lợi nhuận sau thuế như một biến độc lập trong nghiên cứu của họ và tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa giá cổ phiếu và lợi nhuận sau thuế. Họ coi nó là một biến khá quan trọng để giải thích sự thay đổi trong giá cổ phiếu.

Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) là phần lợi nhuận sau thuế trên mỗi cổ phiếu thường của

các cổ đông. Được tính bằng cách chia thu nhập ròng của cổ đông thường với số phiếu thường đang lưu hành bình quân. Thu nhập trên mỗi cổ phiếu phản ánh khả năng kiếm lợi nhuận của các công ty. Cheng và ctg (2009), Sharif và ctg (2015), Singh và Tandon (2019) đã sử dụng thu nhập trên mỗi cổ phiếu làm biến kiểm soát trong nghiên cứu của họ, và tìm thấy tác động tích cực của EPS lên giá cổ phiếu.

Lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) được tính bằng cách chia lợi nhuận sau thuế cho vốn chủ sở hữu. Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu là thước đo khả năng kiếm tiền của công ty bằng cách đánh giá số tiền mà một công ty kiếm được thông qua các khoản đầu tư của các cổ đông. Liu và Hu (2005), Raaballe và Hedensted (2008), Ling và ctg (2008) cũng đã sử dụng lợi nhuận vốn chủ sở hữu trong nghiên cứu của mình và thấy mối quan hệ tích cực giữa lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và giá cổ phiếu.

Bảng 1. Định nghĩa các biến nghiên cứu

Ký hiệu	Tên biến	Đo lường
SP	Giá thị trường của cổ phiếu	Giá đóng cửa vào thời điểm cuối năm
DPS	Cổ tức trên mỗi cổ phiếu	$DPS = \frac{\text{Số tiền trả cổ tức}}{\text{Số cổ phiếu lưu hành}}$
DPR	Tỷ lệ chi trả cổ tức	$DPR = \frac{\text{Cổ tức trên một cổ phiếu}}{\text{Thu nhập trên mỗi cổ phiếu}}$
EAT	Lợi nhuận sau thuế	$EAT = \text{Doanh thu thuần} - \text{Tổng Chi phí} - \text{Lãi vay} - \text{Thuế}$
EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phiếu	$EPS = \frac{\text{Lợi nhuận ròng} - \text{cổ tức cổ phiếu ưu đãi}}{\text{Số cổ phiếu thường lưu hành bình quân}}$
ROE	Lợi nhuận vốn chủ sở hữu	$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$

Nguồn: Tính toán của tác giả

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Dựa theo lý thuyết và các nghiên cứu trước, chúng tôi xây dựng mô hình nghiên cứu đánh giá tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu được thể hiện bằng hàm số như sau:

$$SP = f(DPS, DPR, EAT, EPS, ROE)$$

Có nhiều phương pháp khác nhau để ước lượng mô hình nghiên cứu với dữ liệu bảng. Theo lý thuyết tiêu chuẩn, hồi quy dữ liệu bảng có thể được ước tính bằng cách sử dụng mô hình bình phương nhỏ nhất gộp (Pooled OLS), mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Trong khi mô hình Pooled OLS được sử dụng rộng rãi như một điểm chuẩn trong hồi quy dữ liệu bảng, sự lựa chọn giữa các mô hình FEM và REM thường dựa trên thử nghiệm Hausman tiêu chuẩn (Gujarati, 2004; Baltagi, 2005). Bởi vì mỗi phương pháp ước lượng đều có giá trị, tác giả sử dụng các kiểm định khác nhau nhằm lựa chọn phương pháp ước

lượng phù hợp nhất với dữ liệu nghiên cứu: F (để lựa chọn giữa mô hình Pooled OLS và FEM), Breusch-Pagan Lagrangian (để lựa chọn giữa Pooled OLS và REM) và Hausman (để lựa chọn giữa FEM và REM).

Sau khi thực hiện các kiểm định trước hồi quy và lựa chọn phương pháp ước lượng, tác giả ước lượng mô hình nghiên cứu bằng phương pháp FEM. Các kiểm định khuyết tật sau hồi quy cũng được áp dụng và trong trường hợp mô hình có khuyết tật, tác giả tiến hành khắc phục các khuyết tật của mô hình với GLS.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Bảng 2 cung cấp thống kê mô tả về giá cổ phiếu, các biến liên quan đến chính sách cổ tức và các biến kiểm soát khác. Có thể nhìn thấy, tất cả các biến đều có trung bình dương trong giai đoạn nghiên cứu.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
SP	24081,76	18163,76	3700	135010
DPS	1830,387	1322,978	0,8485	12290,5
DPR	0,88	2,92	-5,69	46,07
EAT	21,12	69,43	-19,58	776,96
EPS	3,76	3,07	-6,64	22,58
ROE	16,72	11,21	-50,11	98,22

Nguồn: Tính toán của tác giả

Trong đó, giá cổ phiếu (SP) của các công ty trong mẫu đạt trung bình 24,08 nghìn đồng và là biến số có biến động mạnh nhất. Cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS) đạt trung bình 1,83 nghìn đồng và tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình là 0,88.

4.2. Phân tích tương quan và kiểm định đa cộng tuyến

Một trong những giả định của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển là các biến độc lập không có mối quan hệ tuyến tính chính xác, hay nói cách khác là mô hình không có hiện tượng đa

cộng tuyến hoàn hảo. Hiện tượng đa cộng tuyến là hiện tượng các biến độc lập trong mô hình phụ thuộc lẫn nhau và thể hiện được dưới dạng hàm số.

Bảng 3. Tương quan giữa các biến trong mô hình¹

	SP	DPS	DPR	EAT	EPS	ROE
SP	1,0000					
DPS	0,5148*	1,0000				
DPR	-0,1815*	-0,0321*	1,0000			
EAT	0,3331*	0,1811*	-0,0414*	1,0000		
EPS	0,6709*	0,4839*	-0,1724*	0,2572*	1,0000	
ROE	0,5575*	0,4532*	-0,1880*	0,3324*	0,8392*	1,0000

¹ Biến giá cổ phiếu và cổ tức trên mỗi cổ phiếu được chuyển sang logarit tự nhiên trước khi đưa vào mô hình nghiên cứu để đảm bảo tính phân phối chuẩn.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Theo Gujarati và Porter (2009), mặc dù khi mô hình có hiện tượng đa cộng tuyến, ước lượng OLS vẫn BLUE (ước lượng không chệch: trung bình các ước lượng từ mẫu lập lại sẽ hội tụ đến giá trị ước lượng của tổng thể và Phương sai của hệ số ước lượng vẫn đạt tối thiểu), tuy nhiên sai số chuẩn của các hệ số sẽ lớn dẫn đến khoảng tin cậy lớn và thống kê *t* ít ý nghĩa, đồng thời các ước lượng không thật chính xác. Do khoảng tin cậy là rất rộng nên chúng ta có thể thất bại trong việc bác bỏ giả thuyết rằng một hệ số hồi quy nào đó là bằng 0, và điều này có thể không đúng. Hơn nữa, R^2 rất cao cho dù thống kê *t* ít ý nghĩa, và điều này là không phù hợp. Ngoài ra, các ước lượng OLS và sai số chuẩn của chúng đặc biệt nhạy cảm với một sự thay đổi nhỏ của số liệu và khi thêm một biến số có tương quan cao với một biến bất kì có ở mô hình đã chọn có thể làm thay đổi rất lớn các giá trị ước lượng của các biến số khác trong mô hình. Do đó, trước khi phân tích kết quả hồi quy, tác giả thực hiện kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến để khắc phục kịp thời nhằm đảm bảo kết quả kiểm định là đáng tin cậy.

Kiểm định tương quan Pearson được thực hiện giữa các biến giải thích để xem xét tính đa cộng tuyến giữa các biến, và kết quả được báo cáo ở bảng 3. Kết quả cho thấy hầu hết các hệ số tương quan cặp giữa các biến đều nhỏ hơn 0,5. Hệ số tương quan cao nhất là 0,84 giữa ROE và EPS.

Bảng 4. Hệ số nhân tử phóng đại phương sai của các biến giải thích

Biến	VIF	$\sqrt{VIF}$
SP	2,12	1,46
DPS	1,46	1,21
DPR	1,06	1,03
EAT	1,21	1,1
EPS	4,39	2,1
ROE	3,7	1,92
Mean VIF	2,32	

Nguồn: Tính toán của tác giả

Sự tương quan cao làm tăng mối quan tâm về khả năng xảy ra các vấn đề đa cộng tuyến. Do đó, tác giả tiến hành phân tích thêm bằng phân tích nhân tử phóng đại phương sai (VIF). Kết quả cho thấy các giá trị VIF của các biến rất

thấp và đều nhỏ hơn 10, cho thấy rằng không có vấn đề nghiêm trọng trong đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong mô hình hồi quy.

4.3. Kiểm định lựa chọn mô hình

Bản chất của dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu dạng bảng. Dữ liệu bảng thường được kiểm tra bằng cách sử dụng phân tích hồi quy với các mô

hình hiệu ứng cố định (FEM) và hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) hoặc hồi quy OLS gộp (Pooled OLS). Tác giả sử dụng kiểm định F để lựa chọn giữa Pooled OLS và FEM. Bởi vì giá trị kiểm định F là 4,88 với mức ý nghĩa thống kê là 1%, do đó, kết quả từ hồi quy bằng hiệu ứng cố định tốt hơn so với hồi quy OLS gộp.

Bảng 5. Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình

	Poole OLS	FEM	REM
DPS	0,2350*** (7,53)	0,0948*** (3,31)	0,1680*** (5,9)
DPR	-0,0212*** (-3,02)	-0,0057 (-0,95)	-0,0129** (-2,08)
EAT	0,0018*** (5,82)	-0,0009 (-1,38)	0,0013*** (3,07)
EPS	0,1400*** (11,09)	0,0851*** (5,24)	0,1180*** (8,4)
ROE	-0,0102*** (-2,88)	-0,0041 (-0,93)	-0,0095** (-2,44)
_cons	7,7810*** (36,24)	8,9530*** (43,4)	8,3320*** (41,11)
F test:		4,88***	
Hauman test:		113,83***	
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test:		102,87***	

Ghi chú: *t*-statistic trong ngoặc đơn (). ***, ** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 1% và 5%, tương ứng.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Sau đó, kiểm định Hausman đã được áp dụng để kiểm tra xem nên tập trung vào hiệu ứng cố định hay kết quả từ hiệu ứng ngẫu nhiên. Vì giá trị P của kiểm tra Hausman là nhỏ hơn 0,05, tác giả lựa chọn kết quả hồi quy với hiệu ứng cố định (FEM) để giải thích mối quan hệ cần nghiên cứu.

Cuối cùng, tác giả thực hiện kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian để xem xét tính hiệu quả trong ước lượng giữa hai phương pháp hồi quy hiệu ứng ngẫu nhiên và hồi quy OLS gộp. Kết quả từ kiểm định này báo cáo giá trị

thống kê 102,87 với mức ý nghĩa thống kê 1%, điều này cho thấy, so với hồi quy OLS gộp, ước lượng hiệu ứng ngẫu nhiên hiệu quả hơn.

Do đó, từ kết quả kiểm định lựa chọn trên các cặp phương pháp ước lượng, phương pháp ước lượng với hiệu ứng cố định (FEM) được lựa chọn.

4.4. Kiểm định tự tương quan

Tự tương quan là hiện tượng tồn tại sự tương quan giữa các sai số của mô hình hồi quy theo thời gian. Cũng giống như hiện tượng phương

sai thay đổi, các ước lượng OLS trong mô hình bị tự tương quan vẫn còn tính vững, song không phải là ước lượng hiệu quả. Điều này cũng dẫn tới các kiểm định hệ số hồi quy theo các công thức thông thường không còn đáng tin cậy (Drukker, 2003). Do đó, các nghiên cứu cần xác định hiện tượng tương quan chuỗi đối với các sai số riêng theo mô hình dữ liệu bảng. Trong

khi một số thử nghiệm cho tương quan chuỗi trong các mô hình dữ liệu bảng đã được đề xuất, kiểm định được thảo luận bởi Wooldridge (2002) được sử dụng phổ biến bởi vì nó đòi hỏi tương đối ít giả định và dễ thực hiện. Kết quả kiểm định tương quan chuỗi Wooldridge cho thấy, mô hình hồi quy bằng FEM tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc 1 tại mức ý nghĩa 1%.

Bảng 5. Kết quả kiểm định tự tương quan

<i>Wooldridge test for autocorrelation in panel data</i>	
<i>H₀: no first order autocorrelation</i>	
F(1, 95) =	135,275***
Prob > F =	0,0000

Ghi chú: *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.5. Kiểm định phương sai thay đổi

Phương sai của phần dư không thay đổi là một trong những giả thiết quan trọng trong mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển. Tuy nhiên, trên thực tế, do bản chất của các hiện tượng kinh tế, phương sai có thể tăng lên hoặc giảm đi theo thời gian. Với mô hình hồi quy OLS, ước lượng của mô hình sẽ là ước lượng tuyến tính không thiên lệch tốt nhất (BLUE) nếu giả thiết của mô hình cổ điển, bao gồm cả giả thiết về phương sai không thay đổi, được thỏa mãn. Do đó, cần phát hiện hiện tượng phương sai thay đổi của mô hình hồi quy để tiến hành khắc phục khuyết tật này nhằm đảm bảo kết quả nghiên cứu là tốt nhất.

Trong nghiên cứu này, để thực hiện kiểm định phương sai thay đổi, tác giả thực hiện kiểm định Modified Wald (xem Greene, 2000, p. 598). Kiểm định dựa trên kiểm tra giả thiết phương sai của sai số của phương trình hồi quy độc lập với các biến độc lập trong mô hình, có nghĩa là phương sai không đổi. Nếu giả thiết bị bác bỏ, mô hình tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi. Nếu thử nghiệm Modified Wald cho thấy có hiện tượng phương sai thay đổi có điều kiện, tác giả sẽ sử dụng ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) hoặc hiệu chỉnh phương sai của sai số chuẩn để đảm bảo kết quả ước lượng là hiệu quả.

Bảng 6. Kết quả kiểm định phương sai thay đổi

<i>Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model</i>	
<i>H₀: Constant variance</i>	
$\chi^2_1 =$	6774,14 ***
Prob > $\chi^2 =$	0,0000

Ghi chú: *** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả kiểm định phương sai thay đổi được trình bày ở bảng 6, cho thấy, giả thiết H_0 cho rằng mô hình có phương sai không đổi bị bác bỏ ở mức ý nghĩa 1%. Do đó, mô hình ước lượng vi phạm giả định của mô hình hồi quy tuyến tính thông thường về tính chất không đổi của phương sai của phần dư.

Tóm lại, kết quả kiểm định Wald và kiểm định Wooldridge trong Bảng 5 và 6 thể hiện mô hình nghiên cứu có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan ở mức ý nghĩa 1%. Tuy nhiên, các hiện tượng này có thể được kiểm soát bằng phương pháp FGLS (Judge & ctg, 1988).

4.6. Tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu

Như đã đề cập ở trên, các hệ số trong phân tích dữ liệu bảng có thể được ước tính bằng cách sử dụng các phương pháp bình phương nhỏ nhất gộp (Poole OLS), hiệu ứng cố định (FEM) hoặc hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Tuy nhiên, kết quả kiểm định lựa chọn mô hình bằng các kiểm định F, Breusch-Pagan Lagrangian và Hausman cho thấy, kết quả ước lượng bằng mô hình FEM là hợp lý nhất. Do đó, tác giả chỉ báo cáo kết quả thực nghiệm được ước tính bởi mô hình FEM trong phân tích cơ bản.

Sau khi ước lượng mô hình bằng phương pháp FEM, tác giả thực hiện kiểm định các khuyết tật sau hồi quy. Kết quả cho thấy, mô hình nghiên cứu được ước lượng tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan ở mức ý nghĩa 1%. Tuy nhiên, các khuyết tật này có thể được khắc phục bằng cách sử dụng phương pháp bình phương bé nhất tổng quát (GLS) trên dữ liệu bảng hoặc sử dụng ước lượng OLS trên dữ liệu bảng nhưng tính toán lại ma trận hiệp phương sai của sai số và các sai số chuẩn của hệ số hồi quy để các kiểm định hệ số hồi quy trở nên đáng tin cậy hơn.

Tác giả thực hiện hồi quy GLS khả thi (FGLS) tổng thể để đánh giá tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu và trình bày kết quả ở bảng 7. Kết quả kiểm định Wald của mô hình ước lượng với giá trị p dưới 0,05 cho thấy mô hình sử dụng là phù hợp.

Kết quả hồi quy FGLS ở bảng 7 cho thấy, giá thị trường của cổ phiếu bị tác động ngược chiều của tỷ lệ chi trả cổ tức và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trong khi lợi nhuận sau thuế, lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu và cổ tức trên mỗi cổ phiếu thể hiện tác động cùng chiều đến giá thị trường của cổ phiếu. Các kết quả trên phù hợp với phát hiện của các nghiên cứu trước đây (Sharif và ctg, 2015, Singh và Tandon, 2019).

Bảng 7. Tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu

Biến độc lập	Hệ số ước lượng	Sai số chuẩn	z	P > z
DPS	0,1622***	0,0227	7,1600	0,0000
DPR	-0,0107*	0,0059	-1,8200	0,0690
EAT	0,0020***	0,0003	6,5900	0,0000
EPS	0,1331***	0,0117	11,3500	0,0000
ROE	-0,0095***	0,0031	-3,0800	0,0020
Constant	8,3333***	0,1593	52,3100	0,0000
Wald test	571,07***			

Nguồn: Tính toán của tác giả

Cổ tức trên mỗi cổ phiếu tác động dương đến giá thị trường của cổ phiếu. Các nhà đầu tư thường coi cổ tức cổ phiếu trên mỗi cổ phiếu là một gợi ý về lợi nhuận tăng trong giai đoạn tới, ủng hộ cho lý thuyết phát tín hiệu. Các nhà đầu tư thường cho rằng việc chi trả cổ tức của doanh nghiệp là hoạt động mang thông tin, là tín hiệu cho họ. Bởi lẽ thị trường luôn tồn tại hiện tượng bất cân xứng thông tin, nhà đầu tư luôn nắm ít thông tin về công ty hơn ban quản trị; vì vậy họ cho rằng cổ tức mang tín hiệu thông tin mà nhà quản trị muốn truyền tải (Bhattacharya, 1979; Aharony và Swary, 1980; Asquith và Mullins, 1983). Do đó, việc tăng cổ tức trên mỗi cổ phiếu làm tăng kỳ vọng của nhà đầu tư về sự phát triển và gia tăng lợi nhuận trong tương lai, kéo theo sự gia tăng nhu cầu đối với cổ phiếu của doanh nghiệp và giá cổ phiếu tăng lên tương ứng.

Một lý do khác có thể là lượng cổ tức trên mỗi cổ phiếu tăng lên đồng nghĩa với thu nhập nhiều hơn cho các cổ đông. Nhiều nhà nghiên cứu như Travlos và ctg (2001), Akbar & Baig (2010) đã tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa chúng. Cổ tức càng nhiều, thu nhập của các nhà đầu tư càng tăng, điều này sẽ làm tăng nhu cầu của các nhà đầu tư khi mua cổ phiếu của công ty trên thị trường cuối cùng gây ra tăng giá cổ phiếu. Kết quả trên chứng minh lý thuyết chú chim trong lòng bàn tay.

Tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động âm đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, ý nghĩa thống kê của tác động này là không đáng kể ở mức 5%. Theo lý thuyết cổ điển, những doanh nghiệp đang trong giai đoạn tăng trưởng có xu hướng giữ lại lợi nhuận để đầu tư vào những dự án tiềm năng, dẫn đến sự tăng giá cổ phiếu trong tương lai. Vì vậy, ở các doanh nghiệp tăng trưởng bền vững, tỷ lệ chi trả cổ tức càng tăng đồng nghĩa với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư càng giảm. Trong khi các cổ đông ưa thích việc chi trả cổ tức thì các nhà quản lý sẽ phải đối mặt với việc hoặc thiếu cơ hội đầu tư gia tăng hoặc thiếu sự quan

tâm đến việc thu hồi lợi nhuận trong kinh doanh (Sharif và ctg, 2015). Do đó, ảnh hưởng xấu đến giá trị và giá cổ phiếu của doanh nghiệp.

Lợi nhuận sau thuế, thu nhập trên mỗi cổ phiếu và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu là ba biến kiểm soát. Lợi nhuận sau thuế có mối quan hệ tích cực với giá cổ phiếu. Mối quan tâm chính đối với các cổ đông là số tiền lãi vì lợi nhuận mang lại là dấu hiệu cho sự thành công của công ty. Kết quả này cũng phù hợp với kết quả từ các nghiên cứu của Pani (2008), Adesola và Okwong (2009), Ahmed và Javid (2009), Al-Kuwari (2009), Khan và ctg (2011). Thu nhập trên mỗi cổ phiếu có mối quan hệ tích cực với giá cổ phiếu. Lợi nhuận sau thuế tăng, nó sẽ gây ra sự tăng trưởng trong giá trị của công ty. Trong khi, thu nhập trên mỗi cổ phiếu tăng hàm ý sự gia tăng thu nhập của cổ đông và khuyến khích nhu cầu đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp. Kết quả này cũng tương đồng với Baskin (1989), Allen và Rachim (1996), Liu và Hu (2005), Adefila và ctg (2004), Adesola và Okwong (2009), Chen và ctg (2009), Pushpa và Sumangala (2012) và Adesina và ctg (2017). Tồn tại mối quan hệ âm đáng kể giữa lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và giá trị thị trường của cổ phiếu. Liên kết tiêu cực giữa giá cổ phiếu và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu cho thấy rằng khi một tổ chức không sử dụng hiệu quả các nguồn vốn của cổ đông và đưa đến kết quả ít cơ hội đầu tư, cuối cùng sẽ làm giảm giá cổ phiếu và ngược lại (Sharif và ctg, 2015, Singh và Tandon, 2019).

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Mục đích chính của nghiên cứu này là đánh giá tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bằng việc sử dụng phương pháp hồi quy FGLS trên dữ liệu bảng, kết quả của nghiên cứu cho thấy, trong số các biến số, cổ tức trên mỗi cổ phiếu, thu nhập trên mỗi cổ phiếu và lợi nhuận sau thuế có mối

quan hệ tích cực đáng kể trong khi lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu có mối quan hệ tiêu cực đáng kể với biến phụ thuộc. Tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động âm đến giá thị trường của cổ phiếu, song ý nghĩa thống kê không đáng kể.

Chính sách cổ tức là một trong các chính sách quan trọng trong quản trị tài chính doanh nghiệp. Chính sách cổ tức ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp, và do đó ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp và giá cổ phiếu được giao dịch trên thị trường. Điều này, kéo theo việc thu hút và huy động nguồn vốn đầu tư vào doanh nghiệp. Vì vậy, việc hoạch định chính sách cổ tức như thế nào là rất quan trọng với sự phát triển của doanh nghiệp. Rất khó để đưa ra được một khuyến nghị hữu ích cho tất cả các doanh nghiệp trên thị trường, vì với mỗi loại hình doanh nghiệp sẽ có đặc điểm hoạt động cũng như chính sách đầu tư và tài trợ riêng và do đó, thiết kế chính sách cần đảm bảo tính cân đối và hài hòa. Vì vậy, từ kết quả của nghiên cứu này, tác giả đề xuất một số khuyến nghị chung với các doanh nghiệp như sau:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần xây dựng chính sách cổ tức theo cách tối đa hóa sự giàu có của cổ đông. Cổ tức trên mỗi cổ phiếu có tác động tích cực đến giá cổ phiếu, do đó, để gia tăng giá cổ phiếu, doanh nghiệp có thể xem xét gia tăng cổ tức trên mỗi cổ phiếu. Song, để đưa ra mức chi trả hợp lý, doanh nghiệp cần đảm bảo sự kết hợp hài hòa giữa chính sách cổ tức và chính

sách đầu tư và tài trợ, từ đó, vừa đảm bảo mức chi trả hợp lý, vừa cân đối nguồn vốn cho tái đầu tư và sử dụng hiệu quả nguồn tài trợ.

Thứ hai, việc chi trả cổ tức có thể có tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu khi tỷ lệ chi trả cổ tức làm giảm tỷ lệ tái đầu tư. Do đó, doanh nghiệp cần cân nhắc lựa chọn phương thức chi trả cổ tức cũng như thiết kế tỷ lệ chi trả cổ tức phù hợp với từng công ty và từng giai đoạn phát triển của mình.

Thứ ba, nhà đầu tư thường ưa thích lợi nhuận chắc chắn thông qua hình thức cổ tức, vì vậy, việc chi trả cổ tức hàng quý với tỷ lệ nhỏ cùng với chi trả bổ sung hằng năm nên được xem xét chú trọng để tạo sự yên tâm cho nhà đầu tư, từ đó, ổn định giá cổ phiếu. Điều này cũng giúp doanh nghiệp có sự chủ động trong việc đảm bảo tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư cho các giai đoạn tiếp theo.

Thứ tư, đối với các nhà đầu tư, chính sách cổ tức ngoài việc cung cấp thông tin về tình trạng của doanh nghiệp còn cho thấy rõ ràng có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và giá trị của doanh nghiệp, do đó, nhà đầu tư cần tìm hiểu về chính sách cổ tức của doanh nghiệp để đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn. Nhà đầu tư có thể xem xét lựa chọn các doanh nghiệp có chính sách cổ tức ổn định, có sự tăng trưởng về cổ tức trên mỗi cổ phiếu qua các năm cũng như xem xét thêm các yếu tố tài chính khác như lợi nhuận sau thuế và thu nhập trên mỗi cổ phiếu ổn định.

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*, 2(1), 82-91.
- Adesina, K., Uwugbe, U., Uwugbe, O. R., Asiriwa, O., & Oriabe, S. (2017). Dividend policy and share price valuation in Nigerian banks. *Euro Economica*, 36(1), 185–195.
- 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 Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35(1), 1-12.

- Ahmed, H. & Javid, A.Y. (2009). The determinants of dividend policy in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 29, 110- 125.
- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the Dividend Policy of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: The Case of the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2 (2), 38-63.
- Allen, D. E., & Rachim, V. S. (1996). Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. *Applied financial economics*, 6(2), 175-188.
- Ali, M. B., & Chowdhury, T. A. (2010). Effect of dividend on stock price in emerging stock market: A study on the listed private commercial banks in DSE. *International journal of Economics and Finance*, 2(4), 52-64.
- Al-Malkawi, H. A. N. (2008). Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. *International journal of business*, 13(2), 177-195.
- Akbar, M. & Baig, H. H. (2010). Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan. *Lahore Journal of Economics*, 15(1), 103-125.
- Asquith, P. & Mullins, D. (1983). The impact of initiating dividends on shareholder wealth. *Journal of Business*, 56, 77-96.
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2012). Dividend Policy in Indonesia: Survey Evidence from Executives. *Journal of Asian Business Studies*, 6(1), 79–92.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. England: JohnWiley & Sons Ltd.
- Baskin, J. (1989). Dividend policy and the volatility of common stocks. *Journal of portfolio Management*, 15(3), 19.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and” the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 259-270.
- Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2011). *Fundamental of Financial Management*. Cengage Learning, 7th edition (January 26, 2011).
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of financial economics*, 1(1), 1-22.
- Chen, D. H., Liu, H. H & Huang, C. T (2009). The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Share Prices: An Empirical Analysis of China. *The Chinese Economy*, 42(1), 62-85.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial economics*, 89(1), 62-82.
- Drukker, D. M. (2003). Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The Stata Journal*, 3(2), 168–177.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.
- Greene, W. (2000). *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice–Hall.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometric*, New York. The McGraw–Hill Companies.
- Gujarati, D. N. & Porter, D. (2009). *Basic Econometrics*. 5th edn. New York: McGraw-Hill.
- Hunjra, A. I., Ijaz, M., Chani, D., Irfan, M., & Mustafa, U. (2014). Impact of dividend policy, earning per share, return on equity, profit after tax on stock prices. *International Journal of Economics and Empirical Research*, 2(3), 109-115.
- Hussainey, K., Mgbame, C. O., & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of risk finance*.
- 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.

- Judge, G. G., Hill, R.C., Griffiths, W.E., Lutkepol H. & Lee T.C. (1988). *Introduction to the theory and practice of econometrics*. New York: Wiley-Blackwell.
- Keown, A. J., Martin, J. D, Petty, J. W, & Scott, D. F. (2007). *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management* (6th ed.). London: Pearson Prentice Hall.
- Khan, M. Y., & Jain, P. K. (2008). *Financial Management*. New Dehli: Tata McGrawHill Publishing Company.
- Khan, K. I., Aamir, M., Qayyum, A., Nasir, A., & Khan, M. I. (2011). Can dividend decisions affect the stock prices: A case of dividend paying companies of KSE. *International Research Journal of Finance and Economics*, 76(68), 69-74.
- Ling, F. S., Mutalip, M. L., Shahrin, A. R., & Othman, M. S. (2008). Dividend Policy: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia. *International Review of Business Research Papers*, 4(4), 208-222.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Liu, S., & Hu, Y. (2005). Empirical analysis of cash dividend payment in Chinese listed companies. *Nature and Science*, 1(3), 65-70.
- Masum, A. A (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), 9-17.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- 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. *International Research Journal of Finance and Economics*, 55(55), 100-107.
- Irfan, C. M. and Nishat, M. (2003). “Key fundamental factors and long run stock price changes in an emerging market- A case study of Karachi stock exchange”, Paper presented at PSDE conference, Islamabad.
- Irfan, C. M. and Nishat, M. (2003). “Key fundamental factors and long run stock price changes in an emerging market - A case study of Karachi stock exchange”, Paper presented at PSDE conference, Islamabad.
- Nishat, M., & Irfan, C. M. (2003). Dividend Policy and Stock Price Volatility in Pakistan. *11th Pacific Basin Finance, Economics and Accounting Conference*.
- NTUI, P. P., Yuda, T. Y., Prosper, K. P., & Samwel, G. S. (2015). Relationship between dividend policy and share price. *Archives of business research*, 3(3).
- Pani, U. (2008). Dividend Policy and Stock Price Behaviour in Indian Corporate Sector: A panel data approach. Retrieved from Indian Institute of Technology: <http://ssrn.com/abstract,1216171>.
- Pushpa, B., & Sumangala, J. K. (2012). Impact of earnings per share on market value of an equity share: An empirical study in Indian capital market. *Journal of Finance, Accounting and Management*, 3(2), 1-14.
- Raaballe, J. & Hedensted, J. S. (2008). Dividend Determinants in Denmark. *SSRN Electronic Journal*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1123436> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1123436>.
- Sharif, I., Ali, A. & Jan, F. A. (2015). Effect of Dividend Policy on Stock Prices. *Journal of Management Info*, 6(1), 55-85.
- Singh, N. P., & Tandon, A. (2019). The Effect of Dividend Policy on Stock Price: Evidence from the Indian Market. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 15(1-2), 7-15.
- Travlos, N. G., Trigeorgis, L., & Vafeas, N. (2001). Shareholder wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock market: The case of Cyprus. *Multinational Finance Journal*, 5(2), 87-112.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.