

# TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU - NGHIÊN CỨU ĐỐI VỚI CÁC DOANH NGHIỆP THỦY SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ths. Bạch Thị Thu Hương\*

*Cổ tức được xem như một công cụ cung cấp thông tin cho nhà đầu tư về tình trạng sức khỏe tài chính của công ty cổ phần. Vì vậy, có thể coi chính sách cổ tức có tác động nhất định đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán. Nghiên cứu này tập trung làm rõ lý thuyết về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp. Sử dụng phương pháp ước lượng mô hình hồi quy đa biến với bộ dữ liệu của 14 doanh nghiệp thủy sản niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh giai đoạn 2010 - 2017. Kết quả phân tích hồi quy từ mô hình tác động ngẫu nhiên cho thấy chính sách cổ tức có tác động nhất định đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết ở Việt Nam.*

• Từ khóa: chính sách cổ tức, doanh nghiệp thủy sản niêm yết, giá cổ phiếu.

*Dividend is considered as a tool to provide information to investors about the financial status of joint stock companies. Therefore, it is assumed that dividend policy poses a certain impact on the share prices of listed companies on the stock market. This research focuses on studying the theory about the influence of dividend policy on the share prices of companies. Also, the paper applies Multivariate Regression Model on over 8-year data (from 2010 to 2017) of 14 listed seafood companies on Hanoi Stock Exchange and Ho Chi Minh Stock Exchange. Results derived from random effects model show that the dividend policy indeed has a certain impact on the share prices of listed seafood companies in Vietnam.*

• Keywords: dividend policy, listed seafood companies, share prices.

Ngày nhận bài: 2/5/2019

Ngày chuyển phân biện: 10/5/2019

Ngày nhận phân biện: 15/5/2019

Ngày chấp nhận đăng: 20/5/2019

## 1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng phát triển mạnh mẽ nhưng cũng có sự khác biệt so với các thị trường chứng khoán khác trên thế giới. Thị trường chứng khoán Việt Nam tồn tại sự bất

cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư và ban lãnh đạo các công ty (Trần Thị Hải Lý, 2010) dẫn đến hiện tượng tâm lý bầy đàn của các nhà đầu tư. Cổ tức như một công cụ cung cấp thông tin cho nhà đầu tư về tình trạng sức khỏe tài chính của công ty cổ phần. Vì vậy, có thể xem rằng chính sách cổ tức có tác động đến giá trị cổ phiếu trên thị trường. Khi có sự thay đổi chính sách cổ tức thì nhận định của nhà đầu tư đối với công ty cổ phần sẽ ảnh hưởng dẫn đến quyết định đầu tư bị thay đổi làm biến động giá cổ phiếu của công ty cổ phần hay nói khác chính là ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của các công ty. Nghiên cứu này sẽ xem xét tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam dựa trên những nghiên cứu của các nhà khoa học thế giới.

## 2. Những nghiên cứu trước đây về tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp

Tác động của chính sách cổ tức lên giá cổ phiếu đã được nhiều nhà khoa học trên thế giới nghiên cứu từ rất lâu, tuy nhiên đến hiện nay vẫn còn nhiều tranh cãi với hai quan điểm trái ngược nhau.

Quan điểm thứ nhất cho rằng “Chính sách cổ tức không làm thay đổi giá trị công ty, do đó không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu”. Nghiên cứu tiêu biểu nhất của quan điểm này thuộc về Miller và Modigliani (1961) (M&M). Cùng quan điểm với M&M, nghiên cứu của Fischer Black và

\* Học viện Tài chính

Myron Scholes (1974) chỉ ra rằng “chính sách cổ tức không tác động đến giá cổ phiếu”.

Quan điểm thứ hai cho rằng “Chính sách cổ tức có tác động nhất định đến giá trị công ty, do đó ảnh hưởng đến giá cổ phiếu”. Có rất nhiều nhà khoa học cùng chung quan điểm này, tiêu biểu như:

R.Azhagaiah và Sabari Priya.N (2008).

Shyam Pradhan, R, (2003) đã nghiên cứu về ảnh hưởng của việc chi trả cổ tức và lợi nhuận giữ lại đến giá chứng khoán tại Nepal. Với 110 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Nepal, tác giả đã lựa chọn ra 29 công ty phù hợp với mục đích nghiên cứu trong thời gian từ năm 1991 đến năm 1999.

Sajid Gul, Muhammad sajid, Nasin Razzaq, Muhammad Farrukh Iqbal (2012) đã nghiên cứu sự tác động của chính sách cổ tức lên giá cổ phiếu của các công ty. Với mẫu nghiên cứu gồm 75 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán KSE giai đoạn 2005 - 2010 bằng phương pháp hồi quy đa biến và hồi quy từng phần.

**3. Tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

Để phân tích tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này sử dụng phương pháp ước lượng mô hình hồi quy đa biến, cụ thể như sau:

**3.1. Mô hình nghiên cứu**

**3.1.1. Biến phụ thuộc**

Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường được phản ánh thông qua giá thị trường của cổ phiếu phổ thông của doanh nghiệp đó. Do đó, tác giả lựa chọn biến phụ thuộc trong mô hình trên là Giá thị trường trên mỗi cổ phiếu (MPS). Theo Luật doanh nghiệp số 68/2014/QH13 ban hành ngày 26/11/2014 có hiệu lực kể từ ngày 01/07/2015 định nghĩa như sau: Giá thị trường của phần vốn góp hoặc cổ phần là giá giao dịch trên thị trường cao nhất ngày hôm trước, giá thỏa thuận giữa người bán và người mua, hoặc giá do một tổ chức thẩm định giá chuyên nghiệp xác định. Như vậy, khi giá thị trường của cổ phiếu thay đổi chính là giá cổ phiếu thay đổi. Giá thị trường của mỗi cổ phiếu luôn biến động hàng ngày theo từng giao dịch khớp lệnh trên sàn HOSE và HNX. Số liệu nghiên cứu về giá thị trường của cổ phiếu được lấy là giá giao dịch cuối năm.

**3.1.2. Biến độc lập**

Vận dụng đặc điểm kinh doanh của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết, điều kiện thực tế số liệu hiện có ở Việt Nam, tác giả lựa chọn các biến độc lập: Cổ tức mỗi cổ phần, Lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu và giá thị trường của cổ phiếu năm trước để đánh giá tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết với các cặp giả thuyết như sau:

**Giả thuyết 1: Cổ tức mỗi cổ phiếu (DPS) có quan hệ tỉ lệ thuận với giá cổ phiếu.** Biến DPS được dùng để đại diện cho chính sách cổ tức của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết thông qua giá trị chia cổ tức bằng tiền và bằng cổ phiếu. Khi có thông tin về việc chia cổ tức, trước ngày chốt danh sách chia cổ tức thì các nhà đầu tư sẽ mua thêm cổ phiếu và giá cổ phiếu thường tăng.

**Giả thuyết 2: Lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu (RE) có quan hệ tỉ lệ nghịch với giá cổ phiếu.** Khi đầu tư vào các công ty, mục tiêu mà các nhà đầu tư hướng đến là tìm kiếm lợi nhuận. Khi công ty muốn giữ lại nhiều lợi nhuận để tái đầu tư thì phần cổ tức mà cổ đông nhận được sẽ thấp. Vì vậy, các nhà đầu tư sẽ bán cổ phiếu của công ty đó và đầu tư vào công ty khác có mức cổ tức cao hơn. Khi các nhà đầu tư này bán cổ phiếu mà họ đang nắm giữ ra thì giá cổ phiếu của các công ty có thể giảm.

**Giả thuyết 3: Giá thị trường của cổ phiếu năm trước (MPS<sub>t-1</sub>) có quan hệ tỉ lệ thuận với giá cổ phiếu năm nay (MPS<sub>t</sub>).** Giá cổ phiếu năm trước là một trong những cơ sở để các nhà đầu tư tham khảo. Do đó giá cổ phiếu năm trước có tác động đến giá cổ phiếu tại hiện tại và tương lai. Trong nghiên cứu tác giả lựa chọn giá đóng cửa của cổ phiếu năm trước đó đại diện cho giá thị trường của cổ phiếu năm trước.

Bảng 1: Thống kê các biến trong mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Tên biến	Giải thích nội dung	Mối quan hệ dự đoán
<b>Biến phụ thuộc</b>		
MPS	Giá trị thị trường của cổ phiếu (đồng)	
<b>Biến độc lập</b>		
DPS	Cổ tức trên mỗi cổ phiếu (đồng)	Tỉ lệ thuận
RE	Lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu (đồng)	Tỉ lệ nghịch
MPS <sub>t-1</sub>	Giá trị thị trường trên mỗi cổ phiếu của năm trước (đồng)	Tỉ lệ thuận

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Như vậy, mô hình được sử dụng để nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu

của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là:

$$MPS_{it} = a + b DPS_{it} + c RE_{it} + d (MPS)_{it-1} + e_{it}$$

### 3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Tác giả thực hiện thu thập dữ liệu của các công ty thủy sản niêm yết trên sàn HNX và HOSE trong khoảng thời gian từ năm 2010 đến năm 2017, vì thông tin chi trả cổ tức của một số công ty thủy sản niêm yết năm 2018 chưa được công bố nên số liệu về chính sách cổ tức chỉ lấy đến năm 2017 để đảm bảo tính chính xác. Bên cạnh đó để đảm bảo tính thống nhất của dữ liệu, tất cả các công ty tham gia vào nghiên cứu chỉ dùng dữ liệu của công ty mẹ. Vì vậy, tác giả đã chọn lọc được 14 công ty thủy sản niêm yết đảm bảo các tiêu chí đã đề ra.

### 3.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của các nhân tố đến chính sách cổ tức của 14 công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 8 năm bằng ước lượng mô hình hồi quy dựa trên dữ liệu dạng bảng. Các mô hình dùng để ước lượng dữ liệu dạng bảng thường được sử dụng là: Mô hình Bình phương nhỏ nhất (OLS); Mô hình tác động cố định (FEM); Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Tuy nhiên, mô hình OLS lại xem xét các doanh nghiệp là đồng nhất, điều này thường không phản ánh đúng thực tế vì mỗi doanh nghiệp là một thực thể riêng biệt, có những đặc điểm riêng hoàn toàn khác nhau do vậy sử dụng mô hình OLS có thể dẫn đến những sai lệch nhất định khi ước lượng do không tính đến các sự khác biệt này. Để giảm thiểu những sai lệch này, nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích hồi quy dữ liệu bảng theo mô hình FEM và mô hình REM. Thông qua kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM phù hợp.

Kiểm định Hausman với cặp giả thuyết:

$H_0$ : Mô hình REM phù hợp hơn mô hình FEM

$H_1$ : Mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM

### 3.4. Kết quả nghiên cứu

#### 3.4.1. Mô tả dữ liệu

Qua bảng 2 có thể thấy giá thị trường trên cổ phiếu trung bình là 10.852 đồng (giá thấp nhất là 600 đồng và cao nhất là 57.800 đồng). Thống kê mô tả cho thấy giá thị trường trên cổ phiếu giữa các doanh nghiệp chênh lệch khá lớn, có những doanh nghiệp giá cổ phiếu thấp hơn mệnh giá rất nhiều, hay nói cách khác giá trị tài sản của các cổ đông đang bị mất đi, bên cạnh đó có những doanh nghiệp giá cao gấp 5 lần mệnh giá. Cổ tức mỗi cổ phiếu

trung bình là 1.545 đồng, cao nhất là 6.999,7 đồng và thấp nhất là 0 đồng do trong một năm, có một số doanh nghiệp không trả cổ tức cho cổ đông. Lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu có giá trị thấp nhất là -6.664,2 đồng và cao nhất là 96.359,2 đồng, trung bình 5.371,2 đồng. Có thể thấy, nhiều doanh nghiệp thủy sản mặc dù làm ăn thua lỗ nhưng vẫn duy trì trả cổ tức đều đặn hàng năm cho cổ đông. Giá thị trường của cổ phiếu năm trước cao nhất là 57.800 đồng, giá trị trung bình là 10.376 đồng. Điều này cho thấy giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết ngành thủy sản tương đối cao tuy nhiên cũng có sự chênh lệch tương đối lớn giữa các doanh nghiệp.

#### 3.4.2. Kết quả ước lượng

##### Lựa chọn mô hình hồi quy

Kết quả thực hiện kiểm định Hausman cho thấy  $p\text{-value} = 0,1089 > 0,05$  nên chấp nhận giả thuyết  $H_0$  hay mô hình REM là mô hình phù hợp hơn để thực hiện hồi quy cho mô hình nghiên cứu.

##### Kết quả ước lượng mô hình REM

Giá trị  $P\text{-value}$  của  $F\text{-test} = 0,0000 < 0,05$  có nghĩa mô hình đưa ra phù hợp với dữ liệu thực tế. Giá trị  $R^2$  cao cho thấy 39,10% thay đổi giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết được giải thích bởi các biến cổ tức trên mỗi cổ phiếu, lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu và giá thị trường trên mỗi cổ phiếu của năm trước.

Kết quả ở bảng 3 cho thấy có 2 trong số 3 biến giải thích được đưa vào mô hình có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, bao gồm: Cổ tức mỗi cổ phiếu (DPS) và Giá thị trường của cổ phiếu năm trước ( $MPS_{t-1}$ ). Ảnh hưởng của các từng nhân tố đến giá thị trường của cổ phiếu được diễn giải như sau:

##### Cổ tức mỗi cổ phiếu

Hệ số hồi quy của biến DPS là 1,155 nghĩa là doanh nghiệp cứ tăng chi trả cổ tức 1 đồng thì giá cổ phiếu tăng 1,155 đồng. Hệ số hồi quy của biến DPS trong bảng 3 mang dấu dương hoàn toàn phù hợp với kỳ vọng giả định ban đầu. Khi có thông tin về việc chia cổ tức, trước ngày chốt danh sách chia cổ tức thì các nhà đầu tư sẽ mua thêm cổ phiếu và giá cổ phiếu thường tăng. Tuy nhiên, sau khi chia cổ tức thì giá tham chiếu trong điều kiện thị trường không hấp dẫn nhà đầu tư đã làm cho mức giá giảm khi chia cổ tức cao hơn mức tăng giá trước thông tin chia cổ tức. Kết quả nghiên cứu hoàn toàn phù hợp với kết quả nghiên cứu của R.Azhagaiyah và SAbari Priya.N (2008), Shyam Pradhan (2003), Sajid Gul, Muhammad sajid, Nasin Razzaq, Muhammad Farrukh Iqbal (2012).

Bảng 2: Giá trị thống kê các biến

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
MPS	10.852,86	9.886,76	600	57.800
DPS	1.545,004	1.707,949	0	6.999,687
RE	5.371,197	18.266,62	-6.664,202	96.359,22
MPS <sub>-1</sub>	10.376,07	9.119,474	0	57.800

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm STATA

Bảng 3: Kết quả hồi qui mô hình REM

Biến giải thích	Hệ số tương quan	Độ lệch chuẩn	Thông kê z	Giá trị z
Hệ số chặn	520,4377	481,1323	1,08	0,279
DPS	1,155533	0,2803522	4,12	0,000
RE	0,0060758	0,0062482	0,97	0,331
MPS <sub>-1</sub>	0,8204113	0,0585083	14,02	0,000
Số quan sát: 112	R <sup>2</sup> = 0,3910	Prob > F = 0,0000		

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm STATA

**Giá thị trường của cổ phiếu năm trước**

Hệ số hồi quy tương ứng với biến MPS<sub>-1</sub> là 0,8204, giá cổ phiếu năm trước cao hơn 1 đồng thì giá cổ phiếu năm nay tăng 0,8204 đồng. Hệ số hồi quy biến MPS<sub>-1</sub> trong mô hình có ý nghĩa thống kê tại mức 1% và mang dấu dương, hoàn toàn phù hợp với kỳ vọng ban đầu. Khi giá cổ phiếu của kỳ trước cao sẽ có tác động tích cực đến giá cổ phiếu kỳ hiện tại và có tương quan tỷ lệ thuận với nhau. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của SAbari Priya.N (2008), Shyam Pradhan (2003), Sajid Gul, Muhammad sajid, Nasin Razzaq, Muhammad Farrukh Iqbal (2012).

**Lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu**

Hệ số hồi quy biến RE cũng có tác động khá thấp đến giá cổ phiếu, lợi nhuận giữ lại tăng 1 đồng thì giá cổ phiếu tăng 0,00605 đồng. Hệ số hồi quy tương ứng với biến RE trong mô hình mang dấu dương, cho thấy mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu với giá thị trường của cổ phiếu. Điều này trái ngược với kỳ vọng giả thuyết ban đầu. Như vậy, khi hoạt động kinh doanh có lãi, các doanh nghiệp có xu hướng giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, hạn chế vay bên ngoài. Mặt khác, các nhà đầu tư mong đợi vào sự phát triển trong tương lai của các công ty, công ty nào có lợi nhuận và lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư được xem là tín hiệu tốt cho sự phát triển của doanh nghiệp. Tuy nhiên, ảnh hưởng của nhân tố này không rõ ràng do p-value lớn (0,331). Vì vậy, có thể coi giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết ít chịu tác động của nhân tố này. Kết quả này hoàn toàn trái ngược với kết quả nghiên cứu của SAbari Priya.N (2008), Shyam Pradhan (2003), Sajid Gul, Muhammad sajid, Nasin Razzaq, Muhammad Farrukh Iqbal (2012).

**4. Kết luận**

Kết quả nghiên cứu này cho thấy mô hình nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức đến giá cổ phiếu của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010 - 2017 có nhiều điểm tương đồng với các nghiên cứu trên thế giới. Trong đó, cổ tức trên cổ phiếu và giá thị trường trên cổ phiếu của năm trước là các nhân tố có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết, tức là các doanh nghiệp trả cổ tức càng nhiều và giá thị trường trên cổ phiếu năm trước của doanh nghiệp càng cao thì giá thị trường mỗi cổ phiếu hay giá cổ phiếu của doanh nghiệp năm nay càng gia tăng. Lợi nhuận giữ lại trên mỗi cổ phiếu có quan hệ thuận chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê với giá cổ phiếu. Tuy nhiên, ngoài những nhân tố trên vẫn còn rất nhiều nhân tố khác cũng tác động đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp mà chưa được đề cập vào mô hình như: thu nhập trên mỗi cổ phiếu, khả năng sinh lời của doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp,... Chính vì vậy, kết quả của mô hình trên chỉ là một trong những căn cứ giúp nhà đầu tư và doanh nghiệp nghiên cứu trước sự thay đổi liên tục của giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

**Tài liệu tham khảo:**

Nguyễn Thị Dung (2015), "Tác động của chính sách đến giá cổ phiếu công ty cổ phần ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", Luận văn thạc sỹ, Đại học Tài chính - Marketing, Thành phố Hồ Chí Minh

Black, F & Scholes, M.S. (1974) "The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns", *Journal of financial economics* (No 1), 1-22.

Merton H. Miller, Franco Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 34 (4), Pp 411-433.

R.Azhagaiah and sabari Priya. N (2008), "The impact of dividend policy on shareholder's wealth", *International research journal of finance and economics*, Issue 20-2008, P180-187.

Sajid Gul, Muhammad Saji and Nasir Razzaq (2012), "The relationship between policy and shareholder's wealth", *Economics and finance review*. April 2012, p55-p59.

Shyam Pradhan, R. (2003), "Effects of dividends on common stock prices. The Nepalese evidence", *Social science research network*, May 13, 2009.

**Phụ lục: Kết quả Hausman test**

	Coefficients			
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
dps	.7504281	1.154722	-.4042939	.3170851
re	.0123371	.0060474	.0062897	.1131272
mpl1	.6780321	.8203397	-.1423076	.0636975

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(3) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
 = 6.06  
 Prob>chi2 = 0.1089