

Ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

ĐẶNG THỊ QUỲNH ANH & PHẠM THỊ YẾN NHI

Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM

Nhận bài: 29/07/2015 - Duyệt đăng: 30/10/2015

Mục đích của bài viết nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu các công ty trên thị trường VN, từ dữ liệu của 165 công ty niêm yết trên HOSE và HNX, chi trả cổ tức đầy đủ trong 5 năm từ năm 2009 đến năm 2013. Sử dụng mô hình hồi quy, hiệu ứng tác động có định (FEM) dành cho dữ liệu bảng kết hợp với phân tích thống kê mô tả, kết quả cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ suất cổ tức, tỷ lệ chi trả cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Từ đó kết hợp với đặc điểm của thị trường tại VN, tác giả đưa ra gợi ý cho các nhà quản trị tài chính về chính sách phân phối lợi nhuận. Đồng thời giúp nhà đầu tư có cái nhìn tổng quan ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu, hỗ trợ cho việc ra quyết định.

Từ khóa: Chính sách cổ tức, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ suất chi trả cổ tức.

1. Giới thiệu

Chính sách cổ tức ấn định việc phân chia lợi nhuận sau thuế của công ty, bao nhiêu phần trăm sẽ được giữ lại để tái đầu tư, bao nhiêu phần trăm được sử dụng để chi trả cho cổ đông dưới hình thức cổ tức (Nguyễn Minh Kiều, 2009). Dù cổ tức được chi trả theo phương thức nào thì đều làm giảm phần lợi nhuận giữ lại của công ty. Nếu lợi nhuận giữ lại của công ty được đem tái đầu tư hứa hẹn dòng thu nhập mang lại trong tương lai cho cổ đông, thì cổ tức là dòng thu nhập hiện hữu chắc chắn mà cổ đông nhận được như là phần thưởng cho

kết quả đầu tư của mình.

Quyết định chi trả cổ tức ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, đồng thời thông tin hàm chứa trong việc chi trả cổ tức, tỷ suất cổ tức (Dividend Yield), tỷ lệ chi trả cổ tức (Dividend Payout) và cách thức chi trả cổ tức ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết, ảnh hưởng trực tiếp đến danh tiếng của công ty. Trong những năm gần đây, nguồn thu nhập từ cổ tức bắt đầu được các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán VN quan tâm; tuy nhiên, hầu hết các công ty chưa nhận thức đúng đắn tầm quan trọng của chính sách cổ tức, chưa có những

định hướng rõ ràng, mang tính dài hạn cho chính sách phân phối lợi nhuận. Việc chậm chi trả cổ tức, nợ cổ tức diễn ra nhiều ở các công ty. Nhà đầu tư, đặc biệt là những nhà đầu tư cá nhân luôn bị động trước biến động giá cổ phiếu, gây nên khó khăn trong việc thiết lập kế hoạch đầu tư ngân hàng ngân hàng nhằm đạt được mục tiêu đề ra.

2. Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

Đã có rất nhiều nghiên cứu làm tiền đề, cơ sở lý thuyết giải thích cho mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Có hai trường phái lý thuyết đó là

sự độc lập và không độc lập của chính sách cổ tức.

Lý thuyết về sự độc lập của chính sách cổ tức cho rằng chính sách cổ tức của công ty không tác động đến giá cổ phiếu và chi phí sử dụng vốn của công ty. Lý thuyết này dựa trên các giả định thị trường vốn là hoàn hảo, hành vi của nhà đầu tư là hợp lý và sự chắc chắn về nguồn lợi nhuận trong tương lai. Ủng hộ cho lý thuyết này có những nghiên cứu của Merton Miller và Franco Modigliani (1961; Brennan, 1971; Hakansson, 1982).

Các lý thuyết thuộc trường phái sự không độc lập của chính sách cổ tức như: 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.

Theo lý thuyết chú chim trong lòng bàn tay, một nhà đầu tư yêu thích dòng tiền đến từ cổ tức hơn là dòng tiền đến từ lãi vốn. Bởi lẽ dòng tiền đến từ cổ tức là dòng tiền mà nhà đầu tư chắc chắn nhận được ngay lập tức, trong khi nguồn lãi vốn có được do kết quả thành công từ việc tái đầu tư của công ty trong tương lai là điều không chắc chắn (Gordon, 1962; Diamond, 1967; Lintner, 1956; Water, 1963).

Lý thuyết phát tín hiệu hay còn gọi là giả thuyết nội dung thông tin cho rằng việc chia trả cổ tức mang thông tin, là tín hiệu cho nhà đầu tư. Bởi lẽ 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).

Lý thuyết chi phí đại diện xuất hiện khi xảy ra mâu thuẫn lợi ích

giữa nhà quản lý và cổ đông trong công ty, một bên là người sở hữu tài sản, một bên là người sử dụng tài sản (Jensen, Solberg & Zorn, 1992; Holder, 1998; Saxena, 1999). Hiệu ứng nhóm khách hàng cho rằng công ty có những nhóm khách hàng khác nhau và những nhóm khách hàng này có những sở thích khác nhau, do đó việc thay đổi trong chính sách cổ tức có thể khiến cho một nhóm khách hàng chủ yếu không hài lòng, ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu (Yoon, 1997; Lewellen, Stanley & Lease, 1978; Dhaliwal, Erickson, & Trezevant, 1999).

Đi đầu về nghiên cứu trực tiếp mối quan hệ giữa biến động giá cổ phiếu và chính sách cổ tức có nghiên cứu của Black và Scholes (1974). Trong nghiên cứu của mình Black và Scholes 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 nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và lợi nhuận mà nhà đầu tư nhận được sau khi điều chỉnh rủi ro và thuế. Biến đại diện cho biến động giá được tác giả đưa vào mô hình dưới hình thức là rủi ro nhà đầu tư phải đối mặt để thu được lợi nhuận mong muốn. Tác giả đi đến kết luận không có mối quan hệ nào giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu.

Baskin (1989) đã nghiên cứu thực nghiệm 2.344 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ. Thời gian nghiên cứu trong vòng 20 năm từ năm 1967 đến 1986. Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy xây dựng mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Biến độc lập là biến động giá cùng với

biến phụ thuộc bao gồm nhóm biến đại diện cho chính sách cổ tức và nhóm biến kiểm soát. Biến đại diện cho chính sách cổ tức là tỷ lệ chi trả cổ tức (Dividend Payout Ratio) và tỷ suất cổ tức (Dividend Yield). Biến kiểm soát gồm quy mô công ty, tốc độ tăng trưởng tài sản, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản, biến động trong thu nhập. Ông tìm ra mối tương quan âm giữa tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức đến biến động giá cổ phiếu. Các biến kiểm soát biến động thu nhập và tỷ lệ nợ dài hạn có mối tương quan dương với biến động giá. Bên cạnh đó, để nghiên cứu ảnh hưởng của ngành nghề kinh doanh đến biến động giá cổ phiếu, tác giả cũng tạo 5 biến giả đại diện cho 6 ngành chiếm tỷ trọng lớn trong chuỗi dữ liệu. Nghiên cứu đã kết luận chính sách cổ tức tác động trực tiếp đến biến động giá cổ phiếu; vì vậy nhà quản trị có thể sử dụng mối quan hệ này để điều chỉnh rủi ro nhằm thu hút đầu tư. Đây là nghiên cứu tiền đề và mô hình trong nghiên cứu được xem là khuôn mẫu cho những nghiên cứu sau này.

Cũng sử dụng mô hình nghiên cứu với các biến như trong mô hình của Baskin, hoặc phát triển lên dành cho chuỗi dữ liệu bảng, hàng loạt các nghiên cứu tiến hành trên nhiều thị trường chứng khoán khác nhau: Rachim và Allen (1996) nghiên cứu thị trường chứng khoán Australia; Hussainey, Oscar và Chijoke (2010): thị trường chứng khoán Luân Đôn; Nazir và cộng sự (2010): thị trường chứng khoán Pakistan; Okafor và Chijoke (2011): thị trường chứng khoán Nigeria; Ramadam (2013): thị trường chứng khoán Jordan... Các nghiên cứu đưa đến kết luận chính sách cổ tức ảnh hưởng đến biến

động giá cổ phiếu. Tuy nhiên, tùy vào thời gian nghiên cứu, bản chất thị trường mỗi quốc gia, chế độ pháp luật mà chính sách cổ tức tác động theo chiều hướng khác nhau đến biến động giá cổ phiếu niêm yết.

3. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng là phương pháp hồi quy dữ liệu dạng bảng với kỹ thuật hiệu ứng tác động cố định (FEM) được lựa chọn sau khi tiến hành kiểm định Hausman test. Dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu bảng với 825 quan sát bao gồm 165 công ty thuộc tất cả các ngành nghề niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX, chi trả cổ tức đầy đủ liên tục từ năm 2009 – 2013 dưới hình thức tiền mặt hoặc cổ phiếu. Nguồn dữ liệu thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty, Bloomberg và cafev.vn.

Mô hình nghiên cứu được sử dụng là mô hình của Baskin đã xây dựng vào năm 1989 và sau đó đã được các nhà khoa học khác sử dụng nghiên cứu trên nhiều thị trường chứng khoán khác nhau và qua nhiều khoảng thời gian khác nhau. Trong mô hình nghiên cứu biến phụ thuộc là biến động giá (PV), biến độc lập bao gồm hai nhóm biến. Nhóm biến đại diện cho chính sách cổ tức bao gồm biến tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt (CDY), tỷ suất cổ tức bằng cổ phiếu (SDY), tỷ lệ chi trả cổ tức (DPO) và tốc độ tăng trưởng cổ tức (DG). Nhóm biến kiểm soát bao gồm, biến quy mô công ty (SIZE), tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LEV), biến động thu nhập (EV) và tốc độ tăng trưởng tài sản (GA).

Mô hình 1:

$$PV_{it} = \alpha + \beta_1 CDY_{it} + \beta_2 DPO_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 GA_{it} + \beta_6 EV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

$$PV_{it} = \frac{\sigma_{it}}{P_{it}}$$

σ_{it} : Mức lệch chuẩn giá của công ty thứ i trong năm t

P_{it} : Giá bình quân cổ phiếu i trong năm t

$$CDY_{it} = \frac{CD_{it}}{MV_{it}}$$

CD_{it} : Tổng cổ tức bằng tiền mặt của công ty i trong năm t

MV_{it} : Giá thị trường cuối năm của cổ phiếu i trong năm t

$$DPO_{it} = \frac{TD_{it}}{EAT_{it}}$$

TD_{it} : Tổng cổ tức đã chi trả của công ty i trong năm t

EAT_{it} : Lợi nhuận sau thuế của công ty i trong năm t

$$SIZE_{it} = \ln(\text{Total Assets})_{it}$$

$$LEV_{it} = \frac{LD_{it}}{ASSET_{it}}$$

LD_{it} là nợ dài hạn công ty i trong năm t

$ASSET_{it}$ tổng tài công ty i vào cuối năm t

$$GA_{it} = \frac{\Delta ASSET_{it}}{ASSET_{it}}$$

$\Delta ASSET_{it}$: Tổng tài sản cuối năm trừ tổng tài sản đầu năm

$$EV_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it}$$

R_{it} : Lợi nhuận hoạt động chia cho tổng tài sản của công ty

\bar{R}_{it} : Trung bình R_{it} trong các năm t

Mô hình 2:

$$PV_{it} = \alpha + \beta_1 CDY_{it} + \beta_2 SDY_{it} + \beta_3 DPO_{it} + \beta_4 DG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 GA_{it} + \beta_8 EV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

$$SDY_{it} = \frac{SD_{it}}{MV_{it}}$$

SD_{it} : Tổng cổ tức bằng cổ phiếu của công ty i trong năm t

$$DG_{it} = \frac{TD_{it} - TD_{it-1}}{TD_{it-1}}$$

Mô hình 2 đã được bổ sung thêm hai biến tỷ suất cổ tức bằng cổ phiếu và tốc độ tăng trưởng cổ tức, hai biến này là hai biến hoàn toàn mới. Thêm vào mô hình vì tại thị trường chứng khoán VN chi trả cổ tức bằng cổ phiếu là một trong những phương thức chi trả khá phổ biến; tuy nhiên, trong mô hình gốc của Baskin chỉ đề cập đến tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt, việc thêm biến tỷ suất cổ tức bằng cổ phiếu đánh giá được ảnh hưởng của việc trả cổ tức bằng cổ phiếu và trả cổ tức bằng tiền mặt đến biến động giá cổ phiếu. Tốc độ tăng trưởng cổ tức cũng là một nhân tố ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu nên cũng được đưa vào mô hình.

Mô hình 3:

$$PV_{it} = \alpha + \beta_1 CDY_{it} + \beta_2 SDY_{it} + \beta_3 DPO_{it} + \beta_4 DG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Kết quả hồi quy mô hình 3 trả lời câu hỏi tại thị

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến số

	PV	CDY	SDY	DPO	DG	SIZE	LEV	EV	GA
Trung bình	0,1835	0,0944	0,0050	0,5499	0,0830	13,29	0,0840	0,0891	0,1532
Trung vị	0,1776	0,0851	0,0000	0,5516	0,0000	13,30	0,0263	0,0693	0,1231
Lớn nhất	0,4969	0,3225	0,7936	1,0000	3,3333	19,45	0,6267	0,5569	1,2820
Nhỏ nhất	0,0435	0,0000	0,0000	0,0611	-0,8914	9,76	0,0000	0,0000	-0,4117
Độ lệch chuẩn	0,0643	0,0519	0,0349	0,2072	0,5283	1,55	0,1245	0,0769	0,2189
Số quan sát	N = 825								

Nguồn: Kết quả thống kê mô tả

trường chứng khoán VN, chính sách cổ tức tác động như thế nào đến biến động giá cổ phiếu và mức độ ảnh hưởng là bao nhiêu?

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả thống kê mô tả được trình bày ở Bảng 1 cho thấy đặc trưng của từng biến số như giá trị trung bình, trung vị, lớn nhất, nhỏ nhất và độ lệch chuẩn. Biến phụ thuộc PV thay đổi trong khoảng từ 4,35% đến 49,69% với giá trị trung bình là 18,35%, cho thấy biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường khoán VN từ năm 2009 – 2013 trung bình là 18,35%. Trung vị của SDY bằng 0, suy ra trong những doanh nghiệp nghiên cứu hầu hết là các doanh nghiệp ít trả cổ tức bằng cổ phiếu. Tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của các doanh nghiệp nghiên cứu bằng 54,99% cho thấy hầu hết các doanh nghiệp đều sử dụng trên 50% lợi nhuận sau thuế trong kỳ dùng để chi trả cổ tức. Giá trị trung vị của tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không, hầu hết các doanh nghiệp đều cố gắng giữ mức cổ tức ổn định qua các năm.

Dựa vào kết quả hồi quy Bảng 2 ra một số kết luận mô hình 1 cho $R^2 = 74\%$ chứng tỏ các biến trong mô hình giải thích được 74% ý nghĩ cho biến phụ thuộc. Kết quả hồi quy mô hình 2 cho

Bảng 2: Tóm tắt kết quả hồi quy

Mô hình 1				
Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Xác suất
C	0,344314	0,117731	2,924573	0,0036
CDY	0,199417	0,045995	4,335649	0,0000
DPO	0,029853	0,009153	3,261543	0,0012
SIZE	-0,013772	0,008869	-1,552877	0,0032
EV	-0,132927	0,031788	-4,181668	0,6783
LEV	0,011455	0,027602	0,415007	0,0000
GA	-0,013157	0,007894	-1,666787	0,0961
R^2	0,740047			
Mô hình 2				
C	0,367501	0,118382	3,104370	0,0020
CDY	0,210611	0,047708	4,414618	0,0000
SDY	0,090503	0,045512	1,988554	0,0472
DPO	0,029250	0,009147	3,197758	0,0015
DG	-0,003401	0,002908	-1,169716	0,2425
SIZE	-0,015502	0,008912	-1,739420	0,0824
EV	-0,147532	0,032486	-4,541403	0,6872
LEV	0,011232	0,027670	0,405917	0,0069
GA	-0,011666	0,007952	-1,467073	0,1428
R^2	0,741811			
Mô hình 3				
C	0,144146	0,006022	23,93620	0,0000
CDY	0,217323	0,048345	4,495279	0,0000
SDY	0,043367	0,045061	0,962401	0,0362
DPO	0,034365	0,009127	3,765010	0,0002
DG	-0,002403	0,002888	-0,832100	0,4057
R^2	0,259627			

Nguồn: Kết quả hồi quy

trị số R^2 lớn hơn mô hình 1 nên các biến mới được thêm vào tăng mức độ giải thích cho biến phụ thuộc. Mô hình 3 cho trị số $R^2 = 25,96\%$ nên tại thị trường VN chính sách cổ tức giải thích được 25,96% sự thay đổi biến động giá. Trong 3 mô hình chỉ có giá trị hồi quy của các biến thay đổi trong khi dấu không thay đổi nên các biến độc lập trong từng mô hình có mối quan hệ đồng nhất với biến phụ thuộc.

Đối với nhóm biến đại diện cho chính sách cổ tức, biến CDY, SDY và DPO có quan hệ cùng chiều với biến động giá cổ phiếu ở cả 3 mô hình. Tức là khi tăng tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt hoặc bằng cổ phiếu thì giá cổ phiếu biến động tăng và ngược lại. Kết quả này giống với kết quả đã nghiên cứu ở các nước đang phát triển, có thị trường chứng khoán tương tự VN như Nigeria, Pakistan. Tỷ suất cổ tức là thước đo chính xác nhất phản ánh lợi nhuận mà nhà đầu tư thu được trên một đồng vốn thức sự bỏ ra, những doanh nghiệp có mức tỷ suất cổ tức hấp dẫn sẽ thu hút nhiều nhà đầu tư hơn. Tỷ suất cổ tức ảnh hưởng bởi hai nhân tố, giá thị trường của cổ phiếu và mức cổ tức. Khi xét các doanh nghiệp trong cùng ngành, tỷ suất cổ tức của các doanh nghiệp có thị giá nhỏ song có mức chi trả cổ tức bằng hoặc cao hơn mức chi trả cổ tức của các doanh nghiệp có thị giá lớn thì sẽ có tỷ suất cổ tức cao hơn. Điều này được hiểu rằng các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, đang trên đà tăng trưởng và chi trả cổ tức ở mức hấp dẫn hơn thì giá cổ phiếu biến động theo xu hướng tăng trong tương lai. Và việc chi trả cổ tức bằng tiền

mặt hay cổ phiếu đều ảnh hưởng cùng chiều đến biến động giá của cổ phiếu. Song hệ số hồi quy của biến CDY có ý nghĩa thống kê mức 1% trong khi SDY có ý nghĩa thống kê mức 5% cho thấy việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt tác động đến biến động giá cổ phiếu mạnh mẽ hơn.

Tại thị trường chứng khoán VN, DPO quan hệ cùng chiều với biến động giá cổ phiếu, khi ở cả 3 mô hình đều cho hệ số hồi quy dương ở mức ý nghĩa 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. Tuy nhiên không đồng nghĩa với việc những doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức cao là những doanh nghiệp không có những dự án tiềm năng đáng để đầu tư. Kết quả mô hình có thể lý giải những doanh nghiệp đang trong giai đoạn tăng trưởng, có những tính toán đúng đắn để đảm bảo nguồn vốn đầu tư vào những dự án tiềm năng nhưng vẫn chi trả cổ tức ở mức cao dẫn đến biến động tăng giá trong tương lai, khi các dự án tiềm năng mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho doanh nghiệp. Điều này hàm ý những doanh nghiệp tăng trưởng bền vững, vẫn đảm bảo hài hòa giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và nguồn vốn để đầu tư. Trong nhóm biến chính sách cổ tức chỉ có biến DG có mối quan hệ âm với biến động giá song biến này không có ý nghĩa thống kê.

Biến SIZE quan hệ ngược chiều với biến động giá, điều này phù hợp với kỳ vọng và lý thuyết cổ điển. Những doanh nghiệp có

quy mô lớn thường có biến động giá ít hơn những doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Biến LEV có mối quan hệ cùng chiều với biến động giá doanh nghiệp khi cho hệ số hồi quy dương ở cả hai mô hình với mức ý nghĩa 1%. Điều này hàm ý tại thị trường chứng khoán VN khi doanh nghiệp tăng mức độ sử dụng nợ dài hạn thì giá cổ phiếu biến động tăng, có thể hiểu được bởi lẽ các doanh nghiệp quan sát đa số là những doanh nghiệp sử dụng rất ít nợ, vì thế chưa tận dụng tối đa lợi thế của đòn bẩy tài chính, khi tăng mức độ sử dụng nợ, giá trị doanh nghiệp sẽ tăng dẫn đến biến động giá tăng; tuy nhiên, nó chỉ tăng trong một giới hạn sử dụng nợ nhất định.

5. Kết luận

Chính sách cổ tức ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu, thông qua đó ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Sự ảnh hưởng không nằm ở cách hạch toán kế toán, và ở việc nhà đầu tư đánh giá tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp như thế nào và bản chất doanh nghiệp đó ra sao. Vì vậy, quyết định chính sách cổ tức là một quyết định rất quan trọng đối với doanh nghiệp, dù tại thị trường chứng khoán còn chưa phát triển như ở VN. Rõ ràng rất khó có thể đưa ra một chính sách cổ tức được xem là khuôn mẫu cho tất cả các doanh nghiệp, bởi lẽ chính sách cổ tức nằm trong mối quan hệ hài hòa giữa chính sách đầu tư và chính sách tài trợ. Tuy nhiên, mỗi doanh nghiệp tùy vào đặc điểm kinh doanh, điều kiện kinh tế thị trường hiện tại lại có những chính sách đầu tư và phát triển khác nhau. Vì vậy, khuyến nghị chính sách đưa ra dựa trên kết quả nghiên cứu của mô hình kết

hợp với thực trạng chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN.

Thứ nhất, chính sách cổ tức phải kết hợp hài hòa giữa chính sách đầu tư và chính sách tài trợ. Thứ hai, cần nhắc lựa chọn phương thức chi trả cổ tức phù hợp cho từng công ty vào từng giai đoạn khác nhau. Thứ ba, cố gắng duy trì một tỷ lệ cổ tức an toàn, chính sách cổ tức nhỏ hàng quý kết hợp với thường cổ tức cuối năm nên được xem xét và sử dụng cho các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN.

Về phía nhà đầu tư, để đạt được mục tiêu đầu tư của mình cũng nên xem xét tận dụng thông tin về cổ tức của doanh nghiệp sử dụng để phân tích công ty, lựa chọn đầu tư vào những doanh nghiệp có chính sách cổ tức nhất quán, rõ ràng và ổn định, đồng thời lựa chọn ưu tiên đầu tư vào những doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao tuy nhiên thị giá chứng khoán còn thấp●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Aharony, J. & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' return: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, vol. 35, no. 1, pp. 1-12.

Allen D. E. and Rachim V. S.. (1996). Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. *Journal of Applied Economics*, no. 6, pp. 175-188.

Baltagi. B.H. (2005). *Economic Analysis of Panel Data*. John Wiley & Sons. England.

Baskin. J.. (1989). Dividend policy and the volatility of common stock. *Journal of Portfolio Management*, no. 15, pp. 19-25.

Bhattacharya. S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Ball Journal of Economic*, vol. 10, no. 1, pp. 259-70.

Black. F. & Scholes. M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and return. *Journal of Financial Economics*, vol. 1, no. 1, pp. 1-22.

Bloomberg. 2015. *Vietnam Ho Chi Minh stock index*. Available from < <http://www.bloomberg.com/quote/VNINDEX:IND>>. [20 January 2015].

Brown. S.J & Warner. J.B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 8, no. 3, pp. 205-88.

Damodar Gujarati. (2003). *Econometric Analysis of Panel Data*. McGraw-Hill.

Diamond. J.J. (1967). Earnings distribution and the evaluation of shares: some recent evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. vol.2. no.1. pp 15-30.

Dữ liệu lịch sử dành cho Metastock và AmiBroker. Truy cập tại < <http://s.cafef.vn/du-lieu/download.chn#data>>. [Truy cập ngày: 5/1/2015].

Gordon. M.J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, vol.41, no.2, pp. 99-105.

Hakansson. N.H. (1982). To Pay or not to pay dividend. *The Journal of Finance*, vol. 37, no. 2, pp. 415-28

Holder. M. E.. Langrehr. F.W. & Hexter. J. L. (1989). Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory. *Financial Management*, vol. 3, no. 4, pp. 73-82.

Hussainey. K.. Mgbame. C.O.. & Chijoke-Mgbame. A. M.. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *Journal of Risk Finance*, no. 12, vol. 1, pp. 57-68.

Imad Zeyad Ramadan (2013). Dividend policy and price volatility empirical evidence from Jordan. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*. pp. 15-22

Tác động của khủng hoảng...

(Tiếp theo trang 59)

Charoenwong. C. Ding. DK. Chian. LK & Yang. YC (2012). *Liquidity and crises in Asian markets*. Working paper.

Choi. JJ. Sami. H & Zhou. H (2010). The impacts of state ownership on information asymmetry: Evidence from an emerging market. *China Journal of Accounting Research*, vol. 3, pp. 13-50.

Chordia. T. Roll. R & Subrahmanyam. A (2000). Commonality in liquidity. *Journal of Financial Economics*, vol. 56, no. 1, pp. 3-28.

Dunbar. K (2008). US corporate default swap valuation: the market liquidity hypothesis and autonomous credit risk. *Quantitative Finance*, vol. 8, no. 3, pp. 321-34.

Fernández-Amador. O. Gächter. M. Larch. M & Peter. G (2013). Does monetary policy determine stock market liquidity? New evidence from the euro zone. *Journal of Empirical Finance*, vol. 21, pp. 54-68.

Filardo. A. George. J. Loretan. M. Ma. G. Munro. A. Shim. I. Wooldridge. P. Yetman. J & Zhu. H (2010). The international financial crisis: timeline, impact and policy responses in Asia and the Pacific. *BIS Papers*, vol. 52, pp. 21-82.

Florackis. C. Kontonikas. A & Kostakis. A (2014). Stock market liquidity and macro-liquidity shocks: Evidence from the 2007–2009 financial crisis. *Journal of International Money and Finance*, vol. 44, pp. 97-117.

Frieder. L & Martell. R (2006). *On capital structure and the liquidity of a firms stock*. truy cập ngày 8 tháng 1 năm 2015. từ http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880421.

Guillén. MF (2009). *The global economic & financial crisis: A Timeline*. truy cập ngày 22 tháng 1 năm 2015. từ <http://globalizationstudies.sas.upenn.edu/node/636>.

Hameed. A. Kang. W & Viswanathan. S (2010). Stock market declines and liquidity. *The Journal of Finance*, vol. 65, no. 1, pp. 257-93.