

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

Nguyễn Thị Bích Phượng

TÓM TẮT

Nghiên cứu này được thực hiện để xem xét mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) tại Việt Nam. Tác giả sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát GLS trên dữ liệu bảng được tổng hợp từ báo cáo tài chính hợp nhất được kiểm toán của 338 doanh nghiệp được niêm yết trên HOSE và HNX từ năm 2012 đến năm 2023 từ data Finnpro. Các phát hiện của nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ tiêu cực giữa tỷ suất cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Mặt khác tỷ lệ chi trả cổ tức tác động tích cực đến biến động giá cổ phiếu nhưng không đáng kể. Ngoài ra, kết quả phân tích thông tin dữ liệu cũng cho thấy thấy rằng đòn bẩy tài chính và tăng trưởng tài sản không có ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu trong khi hiệu quả hoạt động có tác động tiêu cực đến biến động giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu này hỗ trợ các nhà quản lý doanh nghiệp và các nhà đầu tư hiểu rõ ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam để đưa ra quyết định đầu tư và quản trị doanh nghiệp hiệu quả hơn.

ABSTRACT

This study was conducted to examine the relationship between dividend policy and stock price volatility of listed companies on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) and the Hanoi Stock Exchange (HNX) in Vietnam. The author employed the generalized least squares (GLS) method on panel data collected from the audited consolidated financial statements of 338 listed companies on HOSE and HNX from 2012 to 2023, sourced from Finnpro data. The findings indicate a negative relationship between dividend yield and stock price volatility. Conversely, the dividend payout ratio has a positive but insignificant impact on stock price volatility. Additionally, the data analysis results show that financial leverage and asset growth do not influence stock price volatility, while operational efficiency has a negative effect on stock price volatility. These research results help corporate managers and investors understand the impact of dividend policy on market price volatility in Vietnam, enabling them to make more informed investment and management decisions.

Title: The impact of dividend policy on stock price volatility of listed companies on HOSE and HNX

Từ khóa: chính sách cổ tức, biến động giá cổ phiếu; HOSE; HNX,

Keywords: dividend policy; stock price volatility; HOSE; HNX

Lịch sử bài báo

Ngày nhận bài: 15/12/2024

Ngày nhận kết quả bình duyệt: 05/02/2025

Ngày chấp nhận đăng bài: 31/03/2025

Tác giả: học viên cao học, Đại học UEH

Email liên hệ: phuongntb85@gmail.com

1. Đặt vấn đề

Từ khi ra đời đến nay đã hơn 20 năm, HOSE và HNX đang không ngừng mở rộng. Đây được xem như một kênh tài chính

đáng chú ý để huy động vốn dài hạn từ đó đóng góp đáng kể vào tăng trưởng kinh tế trong dài hạn (Thanh et al., 2016). Do đó, thị trường chứng khoán (TTCK) ngày càng

quan trọng hơn đối với sự tăng trưởng của nền kinh tế nhờ sự đóng góp đáng kể của nó trong việc đẩy mạnh sự phát triển kinh tế (Thanh et al., 2016). Giá cổ phiếu được coi là một trong những yếu tố chính quyết định giá trị thị trường của một công ty. Nếu giá cổ phiếu của một công ty tăng đều đặn theo thời gian, có thể nói rằng doanh nghiệp vận hành một cách hiệu quả (Levišauskait, 2010).

Tổng quan lý thuyết cho thấy việc xem xét chính sách chi trả cổ tức có ảnh hưởng quan trọng đến sự dao động của giá cổ phiếu trên thị trường được sự quan tâm của giới học thuật và các nhà giao dịch trên TTCK (Camilleri et al., 2019). Mặc dù vậy, mối quan hệ này vẫn chưa được sự thống nhất giữa các học giả. Có nghiên cứu cho thấy tỷ suất cổ tức tác động có ý nghĩa thống kê đến biến động giá (Camilleri et al., 2019; Syed et al., 2023), nhưng một số phân tích khác chỉ ra rằng mức chi trả cổ tức (Allen & Rachim, 1996) không ảnh hưởng đáng kể trong việc ước tính giá cổ phiếu.

Trong bối cảnh tại Malaysia, tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Tuy nhiên, cũng có nghiên cứu cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức ảnh hưởng tích cực đến biến động giá cổ phiếu (Zakaria et al., 2012). Các mâu thuẫn này có thể bắt nguồn từ sự biến đổi theo thời gian và bối cảnh nghiên cứu.

Lý thuyết của Baskin đã được áp dụng trong các nghiên cứu trước đây trong bối cảnh các thị trường phát triển (Allen & Rachim, 1996) cũng như các thị trường mới nổi (Lotto, 2021). Một trong những lý do quan trọng cho những phát hiện không

nhất quán giữa các nghiên cứu là do bối cảnh nghiên cứu khác nhau trong các giai đoạn khác nhau. Đa số các nghiên cứu đã đề xuất rằng các phân tích theo ngành cụ thể là rất quan trọng để hiểu rõ hơn về ảnh hưởng của chính sách chi trả cổ tức đối với các dao động của thị trường cổ phiếu, đặc biệt là trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi (Phan & Tran, 2019; Zainudin et al., 2018).

Tổng quan cho thấy phần lớn các mô hình lý thuyết bắt nguồn từ các nước phát triển như Hoa Kỳ, ít được khảo sát tại các quốc gia đang phát triển do thiếu dữ liệu thực nghiệm (Ngoc & Dung, 2024). Sự tác động qua lại giữa chiến lược phân phối cổ tức và dao động của giá cổ phiếu đã được nghiên cứu ở các thị trường phát triển nhưng ít nghiên cứu được thực hiện tại Việt Nam (Phan & Tran, 2019).

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của chính sách cổ tức (CSCT) đối với sự biến động của giá cổ phiếu tại Việt Nam chưa nhất quán. Trong khi Võ Xuân Vinh (2014) tìm thấy rằng tỷ lệ chi trả cổ tức có ảnh hưởng tích cực đến biến động giá cổ phiếu thì Phan and Tran (2019) lại cho rằng mối quan hệ này không có sự tương quan. Hơn nữa, đa số các nghiên cứu trước sử dụng dữ liệu doanh nghiệp trong giai đoạn trước năm 2015, vì vậy ít nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu công ty niêm yết năm gần đây.

Vì vậy, nghiên cứu này được tiến hành để làm sáng tỏ tác động của CSCT, bao gồm hai đại diện là tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả, đến biến động giá cổ phiếu thông qua một mẫu cổ phiếu các công ty niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2012-2023.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Cổ tức và chính sách cổ tức

Cổ tức là phần lợi nhuận mà công ty chi trả cho các cổ đông, thường được trả dưới dạng tiền mặt hoặc cổ phiếu, phản ánh cách công ty phân phối lợi nhuận cho các nhà đầu tư. Thông thường có ba hình thức cổ tức, bao gồm cổ tức bằng tiền mặt, cổ tức bằng cổ phiếu, và cổ tức bằng tài sản. Cổ tức bằng tiền mặt là phần lợi nhuận mà công ty chi trả cho cổ đông dưới dạng tiền mặt. Khi công ty quyết định trả cổ tức tiền mặt, cổ đông sẽ nhận được một khoản tiền nhất định cho mỗi cổ phiếu mà họ sở hữu. Cổ tức bằng cổ phiếu là phương thức phân phối lợi nhuận mà công ty trả cho cổ đông bằng cách phát hành thêm cổ phiếu mới thay vì tiền mặt. Khi cổ đông nhận cổ tức bằng cổ phiếu, họ sẽ nhận được một số lượng cổ phiếu mới tương ứng với số cổ phiếu mà họ đang nắm giữ. Điều này giúp tăng số lượng cổ phần mà họ sở hữu trong công ty mà không cần phải chi tiền mặt, và có thể tạo ra giá trị dài hạn nếu giá trị cổ phiếu tăng trong tương lai. Cổ tức bằng tài sản là hình thức phân phối lợi nhuận mà công ty trả cho cổ đông không phải bằng tiền mặt hay cổ phiếu, mà bằng tài sản thực, như hàng hóa, bất động sản hoặc tài sản cố định. Cổ đông nhận được giá trị tài sản tương ứng với số lượng cổ phiếu mà họ nắm giữ. Hình thức cổ tức này giúp công ty giữ lại tiền mặt để tái đầu tư, đồng thời mang lại giá trị cho cổ đông dưới dạng tài sản cụ thể.

Chính sách chi trả cổ tức là một trong những quyết định tài chính quan trọng đối

với doanh nghiệp, liên quan trực tiếp đến việc phân chia lợi nhuận cho cổ đông dưới hình thức cổ tức (Võ Xuân Vinh, 2014). Chính sách này không chỉ ảnh hưởng đến quyền lợi của cổ đông mà còn tác động đến sự phát triển lâu dài và chiến lược quản lý tài chính trong doanh nghiệp. CSCT được xây dựng dựa trên nhiều yếu tố như khả năng sinh lời, nhu cầu tái đầu tư, và kỳ vọng của cổ đông. Theo lý thuyết tài chính, có ba loại CSCT chính mà các doanh nghiệp thường áp dụng (Hồ Thị Lam & Hồ Thùy Phương Trâm, 2020; Võ Xuân Vinh, 2014).

Thứ nhất, CSCT ổn định được hiểu là doanh nghiệp duy trì mức cổ tức cố định, bất kể sự thay đổi của lợi nhuận trong các kỳ hoạt động kinh doanh. Việc áp dụng chính sách này tạo ra sự tin cậy và ổn định cho nhà đầu tư, vì họ có thể dự đoán trước được khoản thu nhập đều đặn từ cổ tức. Tuy nhiên, điều này có thể tạo áp lực tài chính đối với doanh nghiệp trong các giai đoạn lợi nhuận sụt giảm, buộc họ phải duy trì mức chi trả cổ tức ngay cả khi kết quả kinh doanh không đạt kỳ vọng.

Thứ hai, đó là CSCT linh hoạt. Doanh nghiệp điều chỉnh mức cổ tức dựa trên kết quả hoạt động của doanh nghiệp từng kỳ. Khi lợi nhuận công ty tăng, cổ tức sẽ được điều chỉnh tăng theo; ngược lại, khi lợi nhuận giảm, cổ tức cũng sẽ giảm. Chính sách này phản ánh một cách linh hoạt sự biến đổi của lợi nhuận, đồng thời cho phép doanh nghiệp dễ dàng cân đối nguồn vốn trong các tình huống kinh doanh không ổn định. Tuy nhiên, điều này có thể tạo ra sự không nhất quán và thiếu tính ổn định đối với các người đầu tư.

Thứ ba, CSCT thẳng dư được thực hiện khi doanh nghiệp chỉ chi trả cổ tức sau khi đã đáp ứng các nhu cầu tái đầu tư và chi phí hoạt động cần thiết. Theo đó, doanh nghiệp ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư vào các dự án phát triển nhằm tăng cường giá trị cho các cổ đông trong dài hạn. Điều này có thể dẫn đến việc không chi trả cổ tức hoặc chi trả mức thấp trong một số kỳ hoạt động, phụ thuộc vào nhu cầu vốn của doanh nghiệp. Mặc dù có lợi cho sự phát triển lâu dài, chính sách này có thể không hấp dẫn đối với những cổ đông mong muốn nhận cổ tức ngay trong ngắn hạn. Có thể nói CSCT phụ thuộc vào mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp cũng như kỳ vọng của các cổ đông. Mỗi chính sách đều có ưu và nhược điểm riêng, đòi hỏi doanh nghiệp phải cân nhắc kỹ lưỡng nhằm tối ưu hóa giá trị cho cổ đông mà vẫn đảm bảo sự phát triển bền vững của doanh nghiệp trong tương lai.

2.1.2. Lý thuyết chim trong tay

Lý thuyết chim trong tay (Bird-in-hand Theory) do [Lintner \(1956\)](#) và [Gordon \(1962\)](#) phát triển. Lý thuyết này đề xuất rằng nhà đầu tư luôn xem rủi ro là vấn đề quan trọng và mong muốn nhận được cổ tức thay vì giữ lại lợi nhuận để đầu tư vào các dự án đem lại lợi nhuận trong tương lai. Khi công ty quyết định CSCT sẽ ảnh hưởng đáng kể đến giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Khi đưa ra các quyết định đầu tư, nhà đầu tư theo dõi CSCT của công ty và so sánh cổ tức và lợi nhuận từ việc tăng giá trị của cổ phiếu. Vì vậy, người đầu tư muốn nhận thu nhập sớm thay vì chờ đợi lợi nhuận trong tương lai ([Tran, 2024](#)).

2.1.3. Lý thuyết tín hiệu

Lý thuyết tín hiệu cho rằng cổ tức có tác động tín hiệu ([Miller & Rock, 1985](#)). Một công ty tăng cổ tức có thể gửi tín hiệu tích cực đến thị trường rằng doanh nghiệp đạt được lợi nhuận ổn định và tiềm năng tăng trưởng tốt. Ngược lại, việc giảm cổ tức có thể được hiểu là một tín hiệu tiêu cực về tình hình tài chính của công ty. Theo [Miller and Modigliani \(1961\)](#), ban quản lý công ty có xu hướng truyền tải những thông tin chỉ có lợi cho các nhà đầu tư. Do đó, những thông tin bất thường đến nhà đầu tư thường là những thông tin tiêu cực. Giá trị của công ty có thể bị suy giảm do liên quan đến chi phí cao hơn trong việc truyền tải thông tin đến các nhà đầu tư. [Lintner \(1956\)](#) lập luận rằng việc tăng cổ tức sẽ cung cấp dữ liệu rõ ràng hơn cho các nhà đầu tư. Cổ tức mang lại sự truyền tải trên thị trường cũng như liên quan đến triển vọng thu nhập trong tương lai của công ty. Tuy nhiên, khi một công ty thu hút vốn thông qua nguồn vốn từ bên ngoài, điều đó có thể hàm ý rằng công ty đang định giá quá cao tài sản của mình. Vì vậy, các người đầu tư sẽ kỳ vọng giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ giảm ([Baker & Weigand, 2015](#)).

2.2. Tổng hợp các nghiên cứu trước

Có rất nhiều nghiên cứu điều tra ảnh hưởng của CSCT đến biến động giá cổ phiếu (SPV) ở nhiều bối cảnh khác nhau. Một trong những nghiên cứu thực nghiệm tiên phong điều tra mối quan hệ giữa CSCT và SPV phải kể đến là nghiên cứu của [Baskin \(1989\)](#). Kết quả phân tích dữ liệu từ mẫu nghiên cứu bao gồm 2344 công ty tại Mỹ cho thấy có sự tương quan nghịch giữa CSCT và

giá cổ phiếu. Có hai thành phần chính để đo lường CSCT là tỷ lệ chi trả cổ tức (*PAYOUT*) và tỷ suất cổ tức (*DY*). Các thành phần này ảnh hưởng đến biến động giá thông qua hai cơ chế: hiệu ứng chênh lệch giá và hiệu ứng thông tin. Hiệu ứng chênh lệch giá dựa trên giả định thị trường không hoàn hảo, các nhà đầu tư tin tưởng các thông tin tốt sẽ kiếm nhiều lợi nhuận hơn dẫn đến việc định giá sai. Trong khi đó hiệu ứng thông tin là sự truyền tải thông tin, khi doanh nghiệp thông báo CSCT thì các nhà đầu tư tin tưởng vào báo cáo thu nhập phản ánh kết đặc điểm tài chính của doanh nghiệp.

Trong một nghiên cứu khác tại Australia, [Allen and Rachim \(1996\)](#) đã thực hiện nghiên cứu thực nghiệm dựa trên mẫu nghiên cứu bao gồm 173 công ty niêm yết trên TTCK trong giai đoạn 1972-1985. Kết quả nghiên cứu của [Allen and Rachim \(1996\)](#) chỉ ra rằng có mối quan hệ tiêu cực và đáng kể giữa *PAYOUT* và *SPV*. Các biến kiểm soát ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu bao gồm biến động lợi nhuận, quy mô công ty và tỷ lệ nợ trong dài hạn.

[Zakaria et al. \(2012\)](#) thực hiện nghiên cứu để đánh giá tác động của CSCT đến *SPV*, tập trung vào 77 công ty trong ngành xây dựng và vật liệu tại Malaysia trong giai đoạn từ 2005 đến 2010. Nghiên cứu đặc biệt chú trọng đến hai yếu tố chính của CSCT: *PAYOUT* và *DY*. Những yếu tố này được lựa chọn vì chúng thường được xem là các chỉ số quan trọng phản ánh sự ổn định và hiệu quả của CSCT trong việc tác động đến giá trị cổ phiếu. Để đảm bảo tính toàn diện của mô hình, nghiên cứu còn đưa vào các biến kiểm soát khác, bao gồm mức độ nợ của công ty, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, và biến động thu nhập, để kiểm soát những yếu

tố có thể làm sai lệch kết quả phân tích. Dựa trên phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS), nghiên cứu đã chỉ ra rằng *PAYOUT* có mối quan hệ tích cực đáng kể với *SPV*, điều này cho thấy khi các công ty tăng *PAYOUT*, *SPV* cũng có xu hướng gia tăng. Ngược lại, mặc dù nghiên cứu cũng phát hiện mối quan hệ tiêu cực giữa lợi tức cổ tức và biến động giá cổ phiếu, mối quan hệ này không đạt được mức ý nghĩa thống kê, gợi ý rằng lợi tức cổ tức có thể không phải là yếu tố quan trọng trong việc quyết định *SPV* đối với các công ty trong ngành này.

Tuy nhiên, cũng trong bối cảnh tại Malaysia, [Zainudin et al. \(2018\)](#) xem xét ảnh hưởng của CSCT đến *SPV* của các cổ phiếu niêm yết trên TTCK Malaysia. Họ đã nghiên cứu mẫu gồm 166 công ty được niêm yết trên Bursa Malaysia trong lĩnh vực sản phẩm công nghiệp từ năm 2003 đến năm 2012. Phát hiện nghiên cứu cho thấy *DY* và *PAYOUT* có mối tương quan tiêu cực với *SPV*.

[Dewasiri and Banda \(2015\)](#) đã kiểm tra tác động của CSCT đến *SPV* trên sàn giao dịch chứng khoán Colombo bằng cách sử dụng thử nghiệm nhân quả Granger và mô hình tác động ngẫu nhiên cắt ngang (CSREM) cắt ngang thông qua phương pháp bình quân tối thiểu (PLS), ước lượng bằng mô hình tự hồi quy (VAR) và các phương pháp kiểm định Granger causality. Phân tích điểm đột biến cấu trúc được thực hiện bằng cách chèn biến giả vào bài kiểm tra PLS. Sự khác biệt và mới mẻ của nghiên cứu này so với những nghiên cứu trước đó do việc áp dụng các mô hình mới để đo lường tác động ngắn hạn và dài hạn của các biến độc lập lên biến được giải thích, đó là biến động giá cổ phiếu. Họ sử dụng tăng trưởng tài sản và quy mô công ty làm biến kiểm soát trong

ngiên cứu này. Dữ liệu từ 93 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Colombo trong giai đoạn 2004-2013 đã được sử dụng cho nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho thấy *PAYOUT* tác động tiêu cực và đáng kể trong khi *DY* ảnh hưởng không đáng kể đến *SPV*.

Trong nghiên cứu đã kiểm tra ảnh hưởng của CSCT đối với *SPV* của 11 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán tại Tanzania trong giai đoạn 2009-2019, bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng, [Lotto \(2021\)](#) tìm thấy *DY* và *PAYOUT* có mối quan hệ ngược chiều với *SPV*. Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho thấy mối quan hệ nghịch đảo giữa quy mô công ty và *SPV*, giữa sự gia tăng giá trị tài sản và *SPV*, đòn bẩy tương quan tích cực đến *SPV*.

Trong một nghiên cứu gần đây, [Syed et al. \(2023\)](#) đã tiến hành nghiên cứu đối với các công ty tại các nước Ả Rập Saudi, UAE, Bahrain, Kuwait và Oman. Mẫu nghiên cứu chính thức bao gồm 250 công ty niêm yết ở 6 TTCK trong giai đoạn 2006-2020. Kết quả

của nghiên cứu này tiết lộ *PAYOUT* có mối quan hệ nghịch biến đáng kể với *SPV*, có ý nghĩa thống kê ở mức độ tin cậy 90%. Vốn chủ sở hữu có mối quan hệ tiêu cực có ý nghĩa về mặt thống kê với *SPV*. Trong khi đó, tăng trưởng tài sản, *DY* và *PAYOUT* không ảnh hưởng đến *SPV*.

Mối quan hệ giữa CSCT và *SPV* cũng các được học giả Việt Nam quan tâm. Với mẫu nghiên cứu gồm 103 công ty niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn 2008-2012 [Võ Xuân Vinh \(2014\)](#) phát hiện thấy CSCT liên quan mật thiết với *SPV*. Kết quả chỉ ra rằng *SPV* có mối quan hệ cùng chiều với *PAYOUT*. Tuy nhiên, một thành phần khác của CSCT là *DY* có mối tương quan nghịch với *SPV*. Nhằm điều tra tác động của CSCT và cấu trúc sở hữu đến *SPV* [Phan and Tran \(2019\)](#) chỉ ra *PAYOUT* không ảnh hưởng lớn đến *SPV* trong khi *DY* liên quan tiêu cực đến *SPV*.

Bảng 1. Sơ lược các nghiên cứu trước

Nghiên cứu	PAYOUT → SPV			DY → SPV		
	Tác động tích cực	Tác động tiêu cực	Không tác động	Tác động tích cực	Tác động tiêu cực	Không tác động
Baskin (1989)		✓			✓	
Allen and Rachim (1996)		✓				✓
Zakaria et al. (2012)	✓					✓
Võ Xuân Vinh (2014)	✓				✓	
Dewasiri and Banda (2015)		✓				✓
Zainudin et al. (2018)		✓			✓	
Phan and Tran (2019)			✓		✓	
Lotto (2021)		✓			✓	
Syed et al. (2023)		✓				✓

Nguồn: tác giả tổng hợp.

Bảng 1 chỉ ra rằng nghiên cứu mối quan hệ giữa CSCT và *SPV* được giới học thuật quan tâm. Tuy nhiên, kết quả vẫn

chưa đồng nhất giữa các nghiên cứu. Ví dụ như nghiên cứu của [Võ Xuân Vinh \(2014\)](#) cho thấy mối quan hệ giữa *PAYOUT* và *SPV*

là tích cực trong khi Syed et al. (2023) cho thấy mối quan hệ này là tiêu cực, trong khi đó Phan and Tran (2019) cho thấy mối quan hệ này là không có ý nghĩa thống kê.

2.3. Các giả thuyết nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, chúng tôi kỳ vọng rằng ở thị trường mới nổi như Việt Nam, nhà đầu tư sợ rủi ro khi đầu tư dài hạn, do đó, họ có xu hướng mong muốn nhận cổ tức thay vì nhận được những lợi ích trong tương lai như lãi vốn (Syed et al., 2023; Tran, 2024). Dựa vào Lý thuyết Chim trong tay và một số nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện trước đó (Baskin, 1989; Lotto, 2021) chúng tôi giả thuyết các sự liên kết sau đây:

H1: Mối quan hệ giữa DY và SPV là nghịch biến.

H2: Mối quan hệ giữa PAYOUT và SPV là nghịch biến.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của CSCT được đại diện bởi hai đại diện đó là PAYOUT và DY lên SPV. Dựa vào nghiên cứu của Baskin (1989), nghiên cứu này xem SPV là một biến phụ thuộc. Theo các nghiên cứu trước, các biến kiểm soát trong nghiên cứu này bao gồm quy mô công ty

(SIZE), đòn bẩy tài chính (DEBT), hiệu quả hoạt động (AEF), tăng trưởng tài sản (GROW) (Allen & Rachim, 1996; Baskin, 1989; Phan & Tran, 2019; Võ Xuân Vinh, 2014). Định nghĩa và cách tính các biến được mô tả trong Bảng 2.

Mô hình nghiên cứu được trình bày như sau:

$$SPV_{it} = \beta_0 + \beta_1 * PAYOUT_{it} + \beta_2 * DY_{it} + \beta_3 * SIZE_{it} + \beta_4 * DEBT_{it} + \beta_5 * AEF_{it} + \beta_6 * GRO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

- SPV_{it} : Biến động giá trị của cổ phiếu doanh nghiệp thứ i trong năm t

- $PAYOUT_{it}$: Tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp thứ i trong năm t

- DY_{it} : Tỷ suất cổ tức của doanh nghiệp thứ i trong năm t

- $SIZE_{it}$: Quy mô doanh nghiệp thứ i trong năm t

- $DEBT_{it}$: Đòn bẩy nợ của doanh nghiệp thứ i trong năm t

- AEF_{it} : Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thứ i trong năm t

- GRO_{it} : Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp thứ i trong năm t

Bảng 2. Định nghĩa các biến

Tên biến	Mã biến	Cách tính	Nghiên cứu có liên quan	Kỳ vọng dấu
Biến phụ thuộc				
Biến động giá cổ phiếu	SPV	Chênh lệch giữa giá cao nhất và thấp nhất hàng năm chia trung bình của giá cao nhất và thấp nhất trong năm	Ngọc and Cường (2016)	
Biến độc lập				

Tỷ suất cổ tức	<i>DY</i>	Tỷ lệ giữa cổ tức trên mỗi cổ phiếu và giá trị thị trường của mỗi cổ phiếu.	Baskin (1989); Phan and Tran (2019);	(-)
Tỷ lệ phân phối cổ tức	<i>PAYOUT</i>	Tỷ lệ giữa tổng số phân phối cho cổ đông và tổng lợi nhuận sau thuế.	Baskin (1989); Syed et al. (2023);	(-)
Quy mô công ty	<i>SIZE</i>	Logarit tự nhiên của tổng tài sản.	Baskin (1989); Ngọc and Cường (2016)	(-)
Đòn bẩy tài chính	<i>DEBT</i>	Tỷ lệ nợ dài hạn/ tổng tài sản.	Baskin (1989); Allen and Rachim (1996); Võ Xuân Vinh (2014)	(+)
Hiệu suất hoạt động	<i>AEF</i>	Lợi nhuận hoạt động trước khi trừ lãi vay và thuế chia tổng giá trị tài sản	Võ Xuân Vinh (2014)	(-)
Tăng trưởng tài sản	<i>GROW</i>	Tỷ lệ thay đổi tổng tài sản từ đầu năm đến cuối năm.	Baskin (1989); Allen and Rachim (1996); (Zainudin et al., 2018); Võ Xuân Vinh (2014)	(+)

Nguồn: tác giả tổng hợp.

Mẫu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm 338 công ty (4506 quan sát) được niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX trong 12 năm từ 2012 đến năm 2023. Tiêu chí để các công ty được chọn nghiên cứu là các công ty phi tài chính, có thời gian hoạt động liên tục trong suốt quá trình nghiên cứu, và không có các hoạt động mua lại và sáp nhập công ty. Dữ liệu được sử dụng trong phân tích trong nghiên cứu này là dữ liệu bảng được thu thập theo năm và trên cùng một công ty do Fiinpro cung cấp. Các giả thuyết được phân tích bằng cách sử dụng phân tích thống kê mô tả đối với mẫu nghiên cứu. Sau đó,

OLS, hiệu ứng cố định (Fix Effect Model - FEM) và ngẫu nhiên (Random Effect Model - REM); đồng thời, các kiểm định Hausman, phương sai thay đổi, đa cộng tuyến cũng được sử dụng trong nghiên cứu này.

4. Kết quả nghiên cứu và phân tích

Bảng 3 trình bày báo cáo thống kê mô tả các biến. Giá trị trung bình cho *SPV* là 0,523. *DY* và *PAYOUT* có giá trị trung bình cộng tương ứng lần lượt là 0,047 và 0,569. Giá trị của các biến kiểm soát bao gồm *SIZE*, *DEBT*, *AEF*, và *GROW*, lần lượt là 4.903; 0,092; 0,069 và 0,068.

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị bé nhất	Giá trị lớn nhất
SPV	4056	0,523	0,285	0,00	2,78
DY	4056	0,047	0,059	0,00	1,291
PAYOUT	4056	0,569	1,354	0,00	47,87
SIZE	4056	4.903	24.108	13.717	667.655
DEBT	4056	0,092	0,135	0,00	0,787
AEF	4056	0,069	0,08	-0,53	0,782
GROW	4056	0,068	0,191	-0,687	1,193

Nguồn: tác giả phân tích dữ liệu

nghiên cứu thực hiện các hồi quy Pooled

Bảng 3: Thống kê mô tả các biến**Bảng 4:** Ma trận mối quan hệ giữa các biến

Biến	SPV	DY	PAYOUT	DEBT	SIZE	AEF	GRO
SPV	1,000						
DY	-0,131	1,000					
PAYOUT	-0,051	0,261	1,000				
DEBT	0,031	-0,048	-0,036	1,000			
SIZE	0,013	-0,121	-0,094	0,357	1,000		
AEF	-0,104	0,274	0,014	-0,124	-0,075	1,000	
GROW	0,007	-0,010	-0,056	0,074	0,134	0,138	1,000

Nguồn: tác giả tự tính toán.

Kết quả phân tích cho thấy các cặp biến độc lập có hệ số tương quan thấp (xem Bảng 4). Điều này có nghĩa là dữ liệu tương thích với mô hình nghiên cứu. Bảng 5 chỉ ra hệ số lạm phát phương sai (VIF) đều nhỏ hơn 10 nên mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến. Kết quả kiểm định F và kiểm định Hausman cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn. Tuy nhiên, kết quả cũng cho thấy mô hình có phương sai thay đổi, do đó chúng tôi thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục khuyết tật mô hình nghiên cứu.

Bảng 5. Kiểm tra hệ số lạm phát phương sai

Biến	VIF	1/VIF
SIZE	1,18	0,847
DY	1,17	0,852
DEBT	1,16	0,861
AEF	1,13	0,887
PAYOUT	1,08	0,923
GROW	1,05	0,956
Mean VIF	1,13	

Bảng 6: Kết quả hồi quy dữ liệu bảng

Tên biến	OLS	REM	FEM	GLS
DY	-0.514***	-0.382***	-0.231***	-0.538***
	(0.082)	(0.083)	(0.088)	(0.076)
PAYOUT	-0.005	-0.003	0.001	0.000
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)
DEBT	0.047	0.065	0.141**	0.047
	(0.035)	(0.042)	(0.062)	(0.034)
SIZE	-0.003	-0.004	-0.064***	-0.005*
	(0.003)	(0.004)	(0.012)	(0.003)
AEF	-0.261***	-0.140**	0.243***	-0.123**
	(0.058)	(0.066)	(0.088)	(0.055)
GROW	0.003	-0.008	-0.014	-0.000
	(0.024)	(0.023)	(0.024)	(0.022)
_cons	0.639***	0.668***	2.274***	0.659***
	(0.079)	(0.101)	(0.334)	(0.076)
Kiểm định F			60.02***	
Kiểm định Hausman		148.49***	3616.49***	
Kiểm định phương sai thay đổi				

Standard errors in parentheses * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Kết quả phân tích hồi quy GLS cho thấy *DY* có mối quan hệ tiêu cực đáng kể với *SPV*, có ý nghĩa ở mức độ tin cậy 99%. Kết quả nghiên cứu này được ủng hộ bởi các nghiên cứu trước (Baskin, 1989; Lotto, 2021; Phan & Tran, 2019; Shah & Noreen, 2016; Võ Xuân Vinh, 2014; Zainudin et al., 2018). Tuy nhiên, kết quả này khác biệt với kết quả một số nghiên cứu ở một số quốc gia khác (Allen & Rachim, 1996; Dewasiri & Banda, 2015; Syed et al., 2023; Zakaria et al., 2012). Như vậy giả thuyết H1 được ủng hộ trong nghiên cứu này. Điều này có nghĩa là khi *DY* tăng thì *SPV* giảm và ngược lại. Những công ty có *DY* tăng chứng tỏ dòng tiền ổn định và chia sẻ lợi nhuận cho cổ đông trong tương lai. Các nhà đầu tư thích sự ổn định từ đó giảm thiểu rủi ro dẫn đến ít *SPV*.

Kết quả nghiên cứu này cũng tìm thấy *PAYOUT* không ảnh hưởng đáng kể đến *SPV*. Giả thuyết H2 bị bác bỏ. Kết quả hồi quy biến *PAYOUT* trái với kết quả của một số nghiên cứu trước (Baskin, 1989; Nguyen et al., 2020; Zainudin et al., 2018), nhưng giống với kết quả của Phan and Tran (2019) trong bối cảnh tại Việt Nam.

Trong các biến kiểm soát, chỉ có hai biến bao gồm *SIZE* và *AEF* tương quan tiêu cực đối với *SPV*. Dấu của hệ số hồi quy cho thấy *SIZE* phù hợp với kỳ vọng dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Như vậy quy mô công ty có tác động ngược chiều với CSCT. Kết quả nghiên cứu phù hợp với nghiên cứu của (Baskin, 1989; Syed et al., 2023; Võ Xuân Vinh, 2014). Kết quả hồi quy biến *AEF* và có mức ý nghĩa thống kê là 10%. *AEF* có tác động tiêu cực đến *SPV*.

Kết quả này tương tự phát hiện của Võ Xuân Vinh (2014) nhưng ngược lại kết quả nghiên cứu của Baskin (1989) và Allen and Rachim (1996). Nghiên cứu cung cấp chứng cứ rằng lợi nhuận càng thấp thì *SPV* càng cao và ngược lại.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu này nhằm xem xét mối quan hệ giữa CSCT với *SPV*. Dữ liệu được phân tích bao gồm 338 công ty trong khoảng thời gian mười hai năm, kéo dài từ năm 2012 đến năm 2023. Các phát hiện cho thấy *DY* là một yếu tố dự báo đáng kể *SPV*, trong khi *PAYOUT* không có tác động đáng kể. Điều này chỉ ra rằng, trong thị trường Việt Nam, CSCT đóng vai trò quan trọng trong việc dự báo biến động giá cổ phiếu. Cụ thể, lợi tức cổ tức cao hơn có liên quan đến biến động giá cổ phiếu thấp hơn.

Kết quả của nghiên cứu cho thấy CSCT có ảnh hưởng đáng kể đến *SPV*, từ đó tác động đến giá trị tổng thể của công ty. Trong bối cảnh TTCK Việt Nam, quyết định về CSCT là một vấn đề quan trọng đối với các doanh nghiệp. Nghiên cứu hiện tại cho thấy rằng mức độ nợ cao hơn dẫn đến *SPV* gia tăng. Do đó, các công ty cần thận trọng khi huy động vốn qua nợ, vì điều này có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và có khả năng cản trở mục tiêu huy động vốn của họ.

Trong các công ty nói chung, việc duy trì *DY* an toàn là rất quan trọng để củng cố niềm tin của nhà đầu tư. Một CSCT hợp lý có thể giúp duy trì sự ổn định của giá cổ phiếu và tăng cường niềm tin của các nhà đầu tư. Cụ thể, việc áp dụng CSCT hàng quý kết hợp với các khoản cổ tức thường vào

cuối năm có thể là một chiến lược hiệu quả cho các công ty niêm yết trên TTCK. Chính sách này không chỉ giúp đảm bảo sự phân phối đều đặn của lợi nhuận cho cổ đông mà còn giúp công ty duy trì sự ổn định tài chính và thu hút nhà đầu tư.

Ngoài ra, việc áp dụng CSCT này còn có thể tạo ra một hình ảnh tích cực về công ty trên TTCK, qua đó tăng cường giá trị của doanh nghiệp và hỗ trợ các hoạt động huy động vốn trong tương lai. Kết quả nghiên cứu này còn ngụ ý rằng các doanh nghiệp cần cân nhắc kỹ lưỡng và xây dựng một CSCT phù hợp với tình hình tài chính và mục tiêu phát triển của công ty.

Đối với nhà đầu tư, để đạt được mục tiêu đầu tư hiệu quả, các nhà đầu tư nên sử dụng thông tin về cổ tức của công ty một cách chiến lược để phân tích các khoản đầu tư tiềm năng. Điều quan trọng là phải đầu tư vào các doanh nghiệp cho thấy CSCT nhất quán, minh bạch và ổn định, vì

những đặc điểm này thường báo hiệu sức khỏe tài chính và độ tin cậy. Hơn nữa, các nhà đầu tư nên tìm kiếm các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng mạnh nhưng giá cổ phiếu bị định giá thấp. Cách tiếp cận này giúp xác định các cơ hội mà thị trường có thể không nhận ra đầy đủ tiềm năng thu nhập trong tương lai của công ty, do đó mang lại khả năng sinh lời đáng kể. Bằng cách ưu tiên các công ty có lịch sử cổ tức mạnh mẽ và triển vọng tăng trưởng thuận lợi, các nhà đầu tư có thể xây dựng danh mục đầu tư cân bằng giữa sự ổn định với các cơ hội tăng trưởng cao, tăng cơ hội đạt được thành công về mặt tài chính dài hạn.

Nghiên cứu này sử dụng sáu biến số cụ thể của công ty làm yếu tố quyết định SPV. Nghiên cứu chưa đánh giá các yếu tố kinh tế vĩ mô khác như tỷ lệ lạm phát, biến động trong dòng vốn, lãi suất và GDP. Các nghiên cứu tương lai cần xem xét bổ sung các biến số khác vào mô hình nghiên cứu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Allen, D. E., & Rachim, V. S. (1996). Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. *Applied financial economics*, 6(2), 175-188.
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>
- Baskin, J. (1989). Dividend policy and the volatility of common stocks. *Journal of portfolio Management*, 15(3), 19.
- Camilleri, S. J., Grima, L., & Grima, S. (2019). The effect of dividend policy on share price volatility: an analysis of Mediterranean banks' stocks. *Managerial Finance*, 45(2), 348-364. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2017-0451>
- Dewasiri, N., & Banda, Y. W. (2015). Dividend policy and stock price volatility: An error corrected approach. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 11(3), 165-

171.
<https://doi.org/10.1177/2319510X15588387>
- Gordon, M. J. (1962). The savings investment and valuation of a corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 37-51.
- Hồ Thị Lam, & Hồ Thùy Phương Trâm. (2020). The effects of dividend policy to stock prices of listed companies in Vietnam stock market. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính-Marketing*.
- Levišauskait, K. (2010). Investment analysis and portfolio management. *Leonardo da Vinci programme project*, 7.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 2(46), 97-113.
- Lotto, J. (2021). Does earnings distribution policy influence corporate stock price instability? Empirical evidence from Tanzanian listed industrial firms. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1953737. <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1953737>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Ngọc, Đ. B., & Cường, N. C. (2016). Các nhân tố tác động đến dao động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Kinh tế & Phát triển*, 228, 43-51.
- Ngoc, L. H. K., & Dung, T. V. (2024). A comparative empirical analysis of Miller and Modigliani's Dividend Irrelevance Theory in Vietnam and Singapore. *VNU Journal of Economics and Business*, 4(2), 12-22. <https://doi.org/10.57110/vnujeb.v2i6.272>
- Nguyen, T. H., Nguyen, H. A., Tran, Q. C., & Le, Q. L. (2020). Dividend policy and share price volatility: empirical evidence from Vietnam. *Accounting*, 67-78. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2019.12.006>
- Phan, T. K. H., & Tran, N. H. (2019). Dividend policy and stock price volatility in an emerging market: Does ownership structure matter? *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1637051. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1637051>
- Shah, S. A., & Noreen, U. (2016). Stock price volatility and role of dividend policy: Empirical evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 461-472.
- Syed, A. M., Bawazir, H. S., & AlSidrah, I. T. (2023). Dividend policies and stock volatility-empirical evidence from Middle Eastern stock markets. *Review of Accounting and Finance*, 22(5), 569-583. <https://doi.org/10.1108/RAF-03-2023-0069>
- Thanh, S. D., Hoai, B. T. M., & Bon, N. V. (2016). Determinants of stock market

- development: The case of developing countries and Vietnam. *Journal of Economic Development*, 24(1), 32-53.
- Tran, Q. T. (2024). Dividend Policy Theories and Empirical Evidence. In *Dividend Policy* (pp. 29-41). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/978-1-83797-987-520241005>
- Võ Xuân Vinh. (2014). Chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Kinh tế & Phát triển*, 203, 48-55.
- Zainudin, R., Mahdzan, N. S., & Yet, C. H. (2018). Dividend policy and stock price volatility of industrial products firms in Malaysia. *International Journal of Emerging Markets*, 13(1), 203-217. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-09-2016-0250>
- Zakaria, Z., Muhammad, J., & Zulkifli, A. H. (2012). The impact of dividend policy on the share price volatility: Malaysian construction and material companies. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 2(5), 1-8.