

**VAI TRÒ CỦA MINH BẠCH CÔNG BỐ THÔNG TIN
ĐỐI VỚI GIÁ TRỊ VÀ RỦI RO CỦA CỔ PHIẾU
NHÌN TỪ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC**

**ROLE OF DISCLOSURE AND TRANSPARENCY
TO STOCK PRICE AND VOLATILITY
FROM ASPECT OF DIVIDEND POLICY**

Nguyễn Thu Hiền

Trường Đại học Bách khoa Tp. Hồ Chí Minh, ĐHQG-HCM

Nguyễn Đức Trung

Trường Đại học Bách khoa Tp. Hồ Chí Minh, ĐHQG-HCM

(Bài nhận ngày 11 tháng 7 năm 2013, hoàn chỉnh sửa chữa ngày 25 tháng 10 năm 2013)

TÓM TẮT

Minh bạch công bố thông tin là một trong hai nền tảng của quản trị công ty và giúp đảm bảo các quyền lợi của những nhà đầu tư bên ngoài. Một trong những phương tiện để công ty công bố thông tin cho bên ngoài là chính sách cổ tức. Hiện nay, Việt Nam là một thị trường mới nổi do đó vấn đề công bố thông tin chưa được xem trọng. Nghiên cứu này tìm hiểu sự tác động của điều kiện minh bạch thông tin đối với vai trò của chính sách cổ tức đối với giá trị của cổ phiếu và rủi ro của nhà đầu tư. Nói cách khác, bài báo muốn tìm hiểu sự hỗ trợ của minh bạch thông tin đối với chính sách cổ tức. Giá trị của cổ phiếu được đại diện bằng giá thị trường trung bình trong năm của cổ phiếu. Rủi ro của nhà đầu tư được đại diện bằng sự biến động giá cổ phiếu. Nghiên cứu tìm ra rằng công bố và minh bạch thông tin là yếu tố quan trọng tại Việt Nam, nơi mà những quy định chưa được hoàn thiện, và rủi ro phần lớn thuộc về nhà đầu tư. Minh bạch công bố thông tin giúp giảm rủi ro dao động giá cổ phiếu, và giúp nâng cao giá trị cổ phiếu.

Từ khóa: *Quản trị công ty, minh bạch và công bố thông tin, chính sách cổ tức, bất đối xứng thông tin, lý thuyết tín hiệu.*

ABSTRACT

Transparency and disclosure are two platforms of corporate governance to protect the rights of outside investors. One of the mechanisms through which companies send information signal to external investors is dividend policy. Vietnam is an emerging market and the disclosure of information is not of appropriate concern. This research aims at finding out the impacts of dividend policy announcement in conditions of high and low information transparency on the stock value and stock volatility. In other words, this paper studies the supporting roles of information transparency to dividend policy. It is found that transparency and disclosure reduces stock volatility and enhances stock prices. Therefore, transparency and disclosure is an important factor in the stock market of Vietnam, where most of risks are borned by investors.

Keywords: *Corporate governance, transparency and disclosure, dividend policy, asymmetric information, signaling theory.*

1. GIỚI THIỆU

Vai trò của quản trị công ty ngày càng được xem trọng trên phạm vi toàn cầu, ngay tại Việt Nam khái niệm về quản trị công ty đã được nhắc tới nhiều qua các cuộc hội thảo và những chuyên gia kinh tế. Nội dung của quản trị công ty đặc biệt chú ý đến vấn đề minh bạch và công bố thông tin bởi vì đây là sự đảm bảo cho việc thực hiện đầy đủ quyền làm chủ của cổ đông đối với công ty. Do đó, nếu công ty thực hiện tốt minh bạch và công bố thông tin sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư bên ngoài. Đối với xã hội, minh bạch và công bố thông tin giúp phân phối hiệu quả những nguồn lực của nền kinh tế vào các nơi cần thiết. Công ty có nhiều lựa chọn để công bố thông tin qua rất nhiều kênh như báo cáo tài chính, họp báo, đại hội cổ đông, trang website... Ngoài ra, chính sách cổ tức là một phương tiện quan trọng giúp công bố thông tin cho những nhà đầu tư bên ngoài. Healy & Palepu [16] đã tiến hành kiểm chứng và xác nhận rằng việc thay đổi chính sách cổ tức sẽ truyền đạt những thông tin về lợi nhuận trong tương lai của công ty. Hai tác giả nhận thấy có sự tác động của việc công bố cổ tức đối với không chỉ giá trị của cổ đông mà còn tác động đến thu nhập trên mỗi cổ phiếu. Tương tự, trong kết luận của mình, Copeland & Weston [7] đã nêu lên tác động tài chính quan trọng nhất là hiệu ứng tín hiệu cổ tức phát sinh từ sự bất đối xứng thông tin giữa những nhà quản lý và nhà đầu tư.

Số liệu của thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy giá trị chi trả cổ tức giai đoạn 2006-2012 tăng qua các năm, ngay cả trong giai đoạn tăng trưởng khó khăn của nền kinh tế giai đoạn 2008-2012. Trong điều kiện kinh tế khó khăn, mặc dù các công ty thu xếp dòng tiền kinh doanh một cách vất vả nhưng các công ty vẫn cố gắng duy trì cổ tức. Hành động này cho thấy

công ty rất quan tâm đến hiệu ứng công bố thông tin của chính sách cổ tức. Tuy nhiên, nếu mức độ minh bạch thông tin cao thì lợi ích của việc dùng cổ tức nhằm công bố tín hiệu ra thị trường sẽ có tác dụng thấp hơn so với trường hợp có mức độ minh bạch thông tin thấp. Nghiên cứu này do vậy được thực hiện với mục đích tìm hiểu tác động của việc công bố chính sách cổ tức ảnh hưởng như thế nào đến giá trị và rủi ro của cổ đông trong môi trường minh bạch thông tin cao và thấp. Dữ liệu của nghiên cứu được thu thập trên cả hai thị trường chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Số lượng công ty quan sát trong một năm là 100 công ty kéo dài trong vòng 3 năm 2010, 2011, 2012. Những công ty được chọn trong danh sách 100 công ty mỗi năm là những công ty có mức vốn hóa lớn nhất thị trường tính đến thời điểm đầu năm tương ứng. Tổng số quan sát công ty/năm là 300.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

Nghiên cứu này tìm hiểu tác động của minh bạch công bố thông tin lên giá trị và rủi ro của cổ phiếu thông qua phân tích chính sách cổ tức của công ty. Mối liên hệ giữa chính sách cổ tức với giá cổ phiếu và sự biến động giá cổ phiếu đã được tìm hiểu bởi rất nhiều nhà nghiên cứu khác nhau, tại những thời điểm và thị trường khác nhau. Những nhóm lý thuyết này bao gồm: lý thuyết chính sách cổ tức không liên quan đến giá cổ phiếu, lý thuyết sở hữu trong hiện tại (the bird-in-hand theory), lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết hiệu ứng nhóm khách hàng, lý thuyết cổ tức được xem như là công cụ truyền tín hiệu.

2.1. Chính sách cổ tức

Pandy (1979) định nghĩa cổ tức như là một phần phân chia từ lợi nhuận ròng của một công ty được ban giám đốc đề xuất để phân phối cho

các cổ đông tương ứng với tỷ lệ cổ phiếu mà họ nắm giữ trong công ty. Woolridge (1982) định nghĩa cổ tức là các khoản thanh toán cho những cổ đông được thực hiện bởi các doanh nghiệp. Khoản tiền đó được xem như là sự phân phối lợi nhuận kinh doanh cho chủ sở hữu của công ty và cũng có thể xem như là một phần thưởng cho việc đầu tư vào doanh nghiệp.

Chính sách cổ tức thường bao gồm hai vấn đề. Đầu tiên là quyết định các mốc thời gian chi trả cổ tức cố định và các mốc thời gian này sẽ tùy vào từng công ty có thể theo năm, nửa năm, hoặc hàng quý. Vấn đề thứ hai là mức giá trị mà công ty quyết định chi trả cho cổ đông. Ngày nay, chính sách cổ tức không chỉ có hai vấn đề trên mà có thêm sự lựa chọn phân phối tiền mặt thông qua mua cổ phiếu thưởng. Các lựa chọn chủ yếu xem xét làm thế nào để tối đa hóa lợi ích cho cổ đông.

Theo Damodaran [8] có hai phương pháp để đo lường chính sách cổ tức:

– Lợi suất cổ phiếu (*Dividend Yield*): Lợi suất của cổ phiếu được dùng vì nó cho thấy một trong hai thành phần quan trọng của tổng lợi nhuận khi đầu tư cổ phiếu.

– Tỷ lệ chi trả cổ tức (*Dividend payout ratio*): Tỷ số này được dùng bởi vì nó thể hiện mức chi trả cổ tức so với lợi nhuận của công ty và cũng là thông số quan trọng cho việc ước tính giá cổ phiếu.

2.2. Lý thuyết chính sách cổ tức không liên quan đến giá cổ phiếu

Đại diện cho nhóm lý thuyết này là hai nhà nghiên cứu Miller & Modigliani (1961). Hai ông đề xuất rằng chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến cổ đông cũng như sự giàu có của cổ đông không thay đổi khi tất cả các khía cạnh của chính sách đầu tư không thay đổi. Lý thuyết dựa trên giả thiết thị trường vốn là hoàn hảo, thị trường không có thuế, không có chi phí giao

dịch (chuyên nhượng), những đối tượng mua và bán cổ phiếu riêng lẻ không thể thao túng giá cổ phiếu.

2.3. Lý thuyết sở hữu trong hiện tại

Khởi đầu cho lý thuyết này là Gordon (1961, 1962) lập luận rằng những nhà đầu tư thích một chính sách cổ tức cao. Họ thích được nhận cổ tức ngay ngày hôm nay thay vì phải đợi sự tăng giá không chắc chắn của cổ phiếu (*capital gains*) trong tương lai. Cơ sở của lý thuyết này là những biến động và tính không chắc chắn của tương lai. Ngoài ra, thêm một yếu tố củng cố cho lý thuyết được nhà nghiên cứu Al-Malkawi (2007) đưa ra đó là những tài sản được công ty đầu tư quản lý thường có thời gian đầu tư trải dài qua nhiều thời kỳ nắm quyền của các ban giám đốc khác nhau. Do hiệu quả công việc của mỗi thời kỳ ban giám đốc khác nhau nên suất sinh lợi của tài sản khác nhau qua các giai đoạn. Việc tái đầu tư sẽ không chắc chắn tạo ra lợi nhuận lớn hơn trong tương lai.

2.4. Lý thuyết chi phí đại diện

Theo Jensen & 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 công ty thực hiện những hoạt động nhằm mục đích mang lại lợi ích riêng cho họ thay vì những hoạt động có lợi cho các cổ đông, chính là những người sở hữu công ty. 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 các công ty có quá nhiều tiền mặt thường yêu cầu chi trả cổ tức thay vì tái đầu tư. Do vậy, bên cạnh chi phí đại diện được đề cập bởi Jensen & Meckling (1976) thì Easterbrook [12] đã đưa ra chi phí đại diện phát sinh từ thái độ e sợ rủi ro của ban giám đốc. Thái độ e ngại với rủi ro bắt nguồn từ việc ban giám đốc lo sợ kết quả kinh doanh của công ty kém sẽ ảnh hưởng đến vị trí công việc của họ,

nên họ có xu hướng chọn những dự án an toàn cũng đồng nghĩa với suất sinh lợi không cao.

2.5. Lý thuyết hiệu ứng nhóm khách hàng

Nhà đầu tư được xem như khách hàng, mỗi khách hàng khác nhau sẽ có những nhu cầu khác nhau và có xu hướng thích mua cổ phiếu của các công ty thực hiện những 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 hai tình huống được chi trả cổ tức và tăng giá của cổ phiếu, bên cạnh việc phát sinh chi phí giao dịch khi thực hiện mua bán cổ phiếu. Miller & Modigliani (1961) lập luận rằng để tối thiểu hóa các chi phí này nhà đầu tư sẽ ưu tiên lựa chọn những công ty nào có thể đem đến cho họ những lợi ích tốt nhất mà họ mong đợi. Tương tự như vậy, công ty hướng đến thu hút những đối tượng khách hàng khác nhau dựa trên chính sách cổ tức của họ qua các thời kỳ phát triển của mình.

Al-Malkawi (2007) khẳng định rằng những công ty, trong thời kỳ tăng trưởng, 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 công ty, trong giai đoạn bão hòa sẽ có xu hướng chi trả nhiều cổ tức hơn, thu hút các đối tượng khách hàng yêu cầu có thu nhập ngay từ cổ tức. Cũng trong nghiên cứu năm 2007, Al-Malkawi đã chia các khách hàng thành hai nhóm: nhóm khách hàng bị chi phối bởi thuế và nhóm khách hàng bị chi phối bởi chi phí giao dịch. Ông kết luận rằng những nhà đầu tư giao dịch cổ phiếu trong thị trường có khung thuế suất cao thường thích các công ty trả ít hoặc 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 các nhà đầu tư nhỏ, lẽ 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.

2.6. Lý thuyết cổ tức được xem như là công cụ truyền tín hiệu

2.6.1. Vấn đề bất đối xứng thông tin

Khái niệm bất đối xứng thông tin được Akerlof, G [4] đưa ra đầu tiên trong thị trường mua bán xe ô tô. Spence, M [29] cho rằng bất đối xứng thông tin còn xảy ra trong thị trường tuyển dụng lao động. Tiếp nối các lý thuyết của các tác giả trên, cơ chế sàng lọc của Stiglitz, J [31] cho rằng bất cứ hàng hóa nào đều có những đặc tính khác nhau như chất lượng, mẫu mã nên cần phải phân loại chúng. Trên thị trường chứng khoán, Copeland & Weston [7] định nghĩa khi có một cơ chế giúp cho một nhóm người tham gia trong thị trường có được thông tin chính xác và kịp thời hơn những người còn lại thì xuất hiện tình trạng bất đối xứng thông tin.

2.6.2. Lý thuyết tín hiệu

Trong nghiên cứu của Miller & Modigliani (1961) giả thiết rằng nhà đầu tư và ban giám đốc đều có hiểu biết hoàn hảo và toàn diện về công ty. Tuy nhiên, nhiều 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 hàng ngày và nắm bắt nhiều thông tin nội bộ mà nhà đầu tư bên ngoài không tiếp cận được. Để thu hẹp khoảng cách này, nhà quản lý sử dụng cổ tức như là một công cụ để truyền tải các thông tin nội bộ của công ty cho các nhà đầu tư (Al-Malkawi, 2007).

Trong điều kiện bất cân xứng thông tin này, cổ tức được xem là công cụ truyền tín hiệu còn được thấy trong kết quả nghiên cứu của Gordon (1963) và Lintner, J. [20]. Theo nghiên cứu của hai tác giả, thông thường nhà đầu tư đều rất e ngại rủi ro, không thích mạo hiểm điều đó lý giải tại sao họ thích cổ tức hiện tại và tăng trưởng ổn định hơn là trông chờ vào việc tăng giá cổ phiếu. Cũng theo kết quả của hai tác giả trên, cổ tức

cung cấp một tín hiệu về sự phát triển của công ty cho nhà đầu tư.

Lý thuyết tín hiệu là nền tảng chủ yếu của bài nghiên cứu để tìm hiểu ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị cổ phiếu và sự biến động của cổ phiếu đại diện cho rủi ro của nhà đầu tư.

2.7. Vai trò minh bạch và công bố thông tin

Quản trị công ty là các quy tắc, hệ thống được thiết lập nhằm kiểm soát tốt nhất vấn đề đại diện giúp gia tăng giá trị của cổ đông. Quản trị công ty mà trong đó minh bạch và công bố thông tin là yếu tố rất quan trọng đối với khả năng tồn tại dài hạn của công ty và đối với việc phân phối nguồn lực hiệu quả trong thị trường tài chính. Như Cromme (2005) đã chỉ ra chức năng quan trọng của quản trị công ty đó chính là tạo ra sự minh bạch, niềm tin của thị trường vào điều hành công ty của ban quản trị. Farrer & Ramsay (1998) đưa ra nhận định bằng cách công bố tất cả các tài liệu thông tin cho công chúng, nhà quản lý sẽ có ít cơ hội hơn để theo đuổi lợi ích cho riêng bản thân. Mục tiêu sau cùng của minh bạch là giúp giám sát quá trình ra quyết định của nhà quản lý để đảm bảo rằng tất cả các hành động của họ đều hướng đến mục tiêu phù hợp với lợi ích cổ đông và thúc đẩy hành vi quản lý theo hướng tối đa hóa sự giàu có của cổ đông.

Tính minh bạch của công ty được định nghĩa là sự sẵn có của những thông tin cụ thể trong hoạt động kinh doanh mà công ty đang thực hiện. Những thông tin cụ thể này phù hợp với nhu cầu thông tin của nhà đầu tư bên ngoài, và được xem như là kết quả chung của một hệ thống nhiều hoạt động như thu thập, xử lý, xác nhận và truyền đạt thông tin cho các bên tham gia trên thị trường (Bushman & Smith, 2003; Bushman et al., 2004). Minh bạch của công ty là việc thúc đẩy công bằng, hiệu quả, minh bạch trong quản lý để đáp ứng nhu cầu mục tiêu của tổ chức. Minh bạch cũng chính là động lực thúc đẩy quá trình xây dựng hệ thống và cơ cấu giúp cho việc

hợp tác và kiểm soát công ty với tầm nhìn chiến lược dài hạn thỏa mãn nhu cầu của chủ sở hữu, nhà cung cấp, khách hàng và các định chế tài chính trong quá trình soạn thảo những luật lệ và quy định trong việc kinh doanh.

Trong nghiên cứu này, dữ liệu từ kết quả đánh giá cho nội dung Minh bạch và công bố thông tin trong Thẻ điểm Quản trị công ty Việt Nam do IFC thực hiện trong ba năm 2010, 2011 và 2012 sẽ được sử dụng cho các phân tích. Theo Thẻ điểm này, minh bạch thông tin được đo dựa vào thang đo được xây dựng từ các nguyên tắc quản trị công ty của OECD - thước đo được công nhận toàn cầu về Quản trị công ty nói chung và về Minh bạch thông tin nói riêng và về quản trị công ty nói chung. Nguyên tắc Quản trị công ty của OECD được công nhận toàn cầu và được áp dụng tại các nước thành viên lẫn không phải thành viên của OECD. Bộ nguyên tắc được xây dựng năm 1998 và chỉnh sửa năm 2004. Nội dung thang đo “Minh bạch và công bố thông tin của doanh nghiệp” gồm: (1) Chất lượng Công bố thông tin về Cấu trúc sở hữu; (2) Chất lượng của Báo cáo thường niên; (3) Chất lượng công bố thông tin đối với giao dịch với các bên có liên quan; (4) Thông tin về việc mua bán cổ phiếu công ty của thành viên Hội đồng quản trị; (5) Ý kiến kiểm toán độc lập và Báo cáo kiểm toán; (6) Công bố thông tin thông qua các phương tiện truyền thông; (7) Tình hình công bố báo cáo tài chính; (8) Thông tin từ trang web công ty; (9) Thông tin về quan hệ cổ đông. Điểm minh bạch và công bố thông tin là điểm số được xây dựng từ việc đánh giá các khía cạnh trên, gồm 32 câu hỏi. Công ty nhận được điểm từ 0 - 2 điểm cho mỗi câu hỏi tùy theo mức độ đáp ứng tiêu chí đánh giá.

Theo kết quả nghiên cứu của các tác giả khác cho thấy việc minh bạch công bố thông tin sẽ hỗ trợ rất nhiều cho nhà đầu tư và cổ đông trong các quyết định lựa chọn đầu tư bởi vì điều này giúp cho nhà đầu tư đánh giá chính xác hiện trạng và

dự đoán viễn cảnh tương lai của doanh nghiệp tốt hơn. Nhà đầu tư có thể lựa chọn nhiều nguồn tài liệu giúp cho việc tiếp cận thông tin tốt hơn. Một trong số các nguồn công bố thông tin là chính sách cổ tức để giúp cho doanh nghiệp ổn định giá trị cổ phiếu và giảm rủi ro cho nhà đầu tư.

Tuy nhiên, công bố chính sách cổ tức có hỗ trợ cho sự gia tăng giá trị cổ phiếu cũng như ổn định giá cổ phiếu, mà điều này giúp làm giảm rủi ro cho cổ đông hay không thì chưa được nghiên cứu nhiều trong thực tiễn ở Việt Nam. Bởi vì, chính sách cổ tức cũng chỉ là một phương tiện truyền thông tin nếu không được hỗ trợ từ sự minh bạch thông tin trong quá trình hoạt động của công ty thì việc công bố chính sách cổ tức có thể sẽ không tạo ra được hiệu ứng tích cực như những nhà quản lý doanh nghiệp mong đợi. Vấn đề bài nghiên cứu muốn tìm hiểu là minh bạch thông tin sẽ hỗ trợ tạo niềm tin cho nhà đầu tư khi tiếp nhận chính sách cổ tức như thế nào.

2.8. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Từ thực tế thị trường chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả muốn tìm hiểu ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến rủi ro và giá trị của cổ phiếu trong điều kiện môi trường minh bạch thông tin cao và thấp. Nhóm tác giả sẽ dùng hai mô hình để phục vụ nghiên cứu. Mô hình thứ nhất được dùng để nghiên cứu tác động của cổ tức và minh bạch thông tin đến rủi ro của cổ đông thông qua sự biến động giá cổ phiếu. Mô hình còn lại được dùng để nghiên cứu tác động của cổ tức và minh bạch thông tin đến giá trị của cổ phiếu.

2.8.1. Mô hình sự biến động giá cổ phiếu (Price volatility)

Sự biến động giá cổ phiếu, được sử dụng để đo lường cho mức độ thay đổi giá của của một cổ phiếu nào đó trong một thời gian nhất định và đại diện cho mức độ rủi ro của nhà đầu tư, cổ đông. Sự thay đổi giá càng lớn thể hiện mức rủi ro càng cao cho nhà đầu tư. Trong ngắn hạn, sự biến động giá càng lớn khi có sự thay đổi giữa khả năng tăng trưởng và sự thua lỗ càng nhiều hoặc ngược lại. Sự biến động giá của cổ phiếu sẽ làm thay đổi giá trị của các cổ phiếu. Mô hình (2.1) được Baskin (1989) đưa ra như sau:

$$PVYN_j = \alpha_1 + \alpha_2 DY_j + \alpha_3 POR_j \quad (2.1)$$

Theo các kết quả nghiên cứu của Nishat & Irfan [23]; Nazir, et al [22]; Khan [11] lại cho thấy có sự ảnh hưởng của các biến khác đến sự biến động giá cổ phiếu. Do vậy, Nishat & Irfan, Nazir, Khan đã xây dựng mô hình dựa theo các kết quả nghiên cứu của các ông như sau:

$$PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1 DY_j + \alpha_2 POR_j + \alpha_3 LNERV_j + \alpha_4 SZTA_j + \alpha_5 DA_j + \alpha_6 ASGY_j \quad (2.2)$$

Ngoài ra, mục tiêu của bài viết còn muốn kiểm định xem sự biến động giá cổ phiếu thay đổi như thế nào giữa nhóm công ty có sự minh bạch thông tin cao và thấp khi công ty công bố việc chi trả cổ tức. Do vậy, biến đo lường minh bạch thông tin sẽ được đưa vào làm biến kiểm soát. Người viết kiểm chứng mô hình sau:

$$PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1 DY_j + \alpha_2 POR_j + \alpha_3 LNERV_j + \alpha_4 SZTA_j + \alpha_5 DA_j + \alpha_6 ASGY_j + \alpha_7 DT_j \quad (2.3)$$

Tương quan kỳ vọng của các biến độc lập đối với biến phụ thuộc như sau:

Bảng 2.1: Tương quan kỳ vọng của mô hình biến động giá cổ phiếu

| Tên biến | Ký hiệu | Tương quan kỳ vọng với biến phụ thuộc | Tương quan của những kiểm chứng đã thực hiện |
|----------------------|---------|---------------------------------------|--|
| Sự biến động giá | PVYN | Biến phụ thuộc | |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức | POR | Nghịch (-) | ngịch (Baskin, 1989); thuận (Allen and Rachim, 1996); ngịch (Hussainey, 2011) |

| | | | |
|----------------------------|-------|------------|---|
| Lợi suất của cổ phiếu | DY | Nghịch (-) | nghịch (Baskin, 1989; Allen and Rachim, 1996; Hussainey, 2011) |
| Tỷ lệ tăng trưởng tài sản | ASGY | Nghịch (-) | nghịch (Hussainey, 2011) |
| Sự biến động thu nhập ròng | LNERV | Thuận (+) | thuận (Hussainey, 2011) |
| Quy mô công ty | SZTA | Nghịch (-) | nghịch (Hussainey, 2011) |
| Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản | DA | Thuận (+) | thuận (Hussainey, 2011) |
| Sự minh bạch thông tin | DT | Nghịch (-) | |

Bảng 2.1 trình bày kỳ vọng về tác động của các yếu tố lên biến động giá cổ phiếu. Tương quan nghịch của tỷ lệ chi trả cổ tức cho thấy công ty trả càng nhiều cổ tức sẽ giúp cho rủi ro của cổ phiếu giảm và giá ổn định hơn. Nhất là trong giai đoạn khủng hoảng hiện nay, cổ đông thấy yên tâm hơn khi được trả cổ tức cao; Tương quan nghịch của lợi suất của cổ phiếu xuất phát từ việc lợi suất cổ phiếu thể hiện lợi ích đạt được của nhà đầu tư. Do đó, nhà đầu tư đạt được lợi ích càng nhiều thì rủi ro của cổ phiếu càng thấp, tương quan nghịch của tỷ lệ tăng trưởng tài sản cho công ty tăng trưởng tốt, giảm rủi ro cho cổ phiếu; tương quan thuận của sự biến động thu nhập ròng thể hiện thu nhập ròng thay đổi càng nhiều có thể gây ra rủi ro càng nhiều cho giá trị của cổ phiếu; tương quan nghịch của quy mô công ty thể hiện quy mô công ty càng lớn càng đảm bảo cho những giá trị đầu tư của cổ đông; tương quan thuận của tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản cho thấy mức rủi ro của công ty càng gia tăng khi sử dụng nợ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh; tương quan nghịch của minh bạch thông tin thể hiện khi minh bạch thông tin càng lớn giúp cho rủi ro của cổ đông càng giảm.

2.8.2. Mô hình nghiên cứu giá cổ phiếu (Stock market prices)

Bài viết nghiên cứu giá trị của cổ phiếu thông qua giá thị trường của cổ phiếu. Mô hình hồi quy dùng biến giá thị trường làm biến phụ thuộc, các biến lợi suất cổ phiếu, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, thu

nhập trên mỗi cổ phiếu, lợi nhuận sau thuế và lãi, tỷ lệ lợi nhuận trên vốn cổ phần là biến độc lập. Dạng mô hình sẽ như sau:

$$LNP_i = \alpha_0 + \alpha_1 RR_i + \alpha_2 DY_i + \alpha_3 PAT_i + \alpha_4 EPS_i + \alpha_5 ROE_i \quad (2.4)$$

Mô hình (2.4) được Khan et al. [11] kiểm chứng và kết luận xác nhận sự hữu ích của mô hình trong thực tế. Tuy nhiên, biến thu nhập trên mỗi cổ phiếu, lợi nhuận sau thuế và lãi là hai biến giống nhau về tính chất, nên sẽ có xu hướng ảnh hưởng giống nhau lên giá cổ phiếu. Ngoài ra, hai biến trên cùng thể hiện giá trị của cổ đông tương tự như biến tỷ lệ lợi nhuận giữ lại nên nhóm tác giả loại bỏ hai biến này khỏi mô hình. Tiếp theo, biến tỷ lệ lợi nhuận giữ lại là biến ngược với biến tỷ lệ chi trả cổ tức (tỷ lệ lợi nhuận giữ lại = 1 - tỷ lệ chi trả cổ tức). Do vậy, biến lợi nhuận giữ lại được thay thế bằng tỷ lệ chi trả cổ tức. Tuy nhiên, mô hình vẫn chưa có biến đo lường rủi ro và giá trị của cổ phiếu. Nên nhóm tác giả đề nghị bổ sung các biến qui mô công ty, tỷ lệ tăng trưởng tài sản, sự biến đổi thu nhập ròng, tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản, sự minh bạch thông tin vào để kiểm định mô hình. Mô hình được hiệu chỉnh để phù hợp với mục tiêu nghiên cứu là:

$$LNP_i = \alpha_0 + \alpha_1 POR_i + \alpha_2 DY_i + \alpha_3 ASGY_i + \alpha_4 SZTA_i + \alpha_5 LNERV_i + \alpha_6 ROAA_i + \alpha_7 DT \quad (2.5)$$

Tương quan kỳ vọng của các biến độc lập đối với biến phụ thuộc như sau:

Bảng 2.2: Tương quan kỳ vọng của mô hình giá trị cổ phiếu

| Tên biến | Ký hiệu | Tương quan kỳ vọng với biến phụ thuộc | Tương quan của những kiểm chứng đã thực hiện |
|-----------------------------------|---------|---------------------------------------|--|
| Giá thị trường của cổ phiếu | LNP | Biến phụ thuộc | |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức | POR | Thuận (+) | thuận (Khan. et al, 2011) |
| Lợi suất của cổ phiếu | DY | Thuận (+) | thuận (Khan. et al, 2011) |
| Tỷ lệ tăng trưởng tài sản | ASGY | Thuận (+) | |
| Sự biến động thu nhập ròng | LNERV | Nghịch (-) | |
| Quy mô công ty | SZTA | Thuận (+) | |
| Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản | ROAA | Thuận (+) | |
| Sự minh bạch thông tin | DT | Thuận (+) | |

Bảng 2.2 trình bày kỳ vọng về tác động của các yếu tố lên giá trị cổ phiếu. Tương quan thuận của tỷ lệ chi trả cổ tức cho thấy trong giai đoạn khủng hoảng ít có khả năng tăng trưởng. Nếu công ty chi trả càng nhiều cổ tức khiến cho nhà đầu tư cảm thấy giá trị của cổ phiếu cao hơn, sẽ đầu tư nắm giữ cổ phiếu. Tương quan thuận của lợi suất của cổ phiếu thể hiện nhà đầu tư đạt được lợi ích càng nhiều sẽ chấp nhận giá trị cổ phiếu càng cao. Tương quan thuận của tỷ lệ tăng trưởng tài sản cho thấy việc gia tăng đầu tư tài sản tăng khả năng tạo ra lợi nhuận tăng giá trị cho cổ phiếu. Kết quả này xuất phát từ nghiên cứu của Cooper. M, et al (2009) cho rằng ASGY ảnh hưởng đến lợi nhuận của cổ phiếu. Tương quan nghịch của sự biến động thu nhập ròng thể hiện thu nhập ròng thay đổi càng nhiều thể hiện rủi ro càng nhiều khiến cho cổ đông không tin tưởng giá trị của cổ phiếu. Tương quan thuận của quy mô công ty thể hiện quy mô công ty càng lớn càng đảm bảo cho những giá trị đầu tư của cổ đông. Tương quan thuận của tỷ lệ lợi nhuận ròng trên tổng tài sản vì biến lợi nhuận ròng trên tổng tài sản là thước đo hiệu quả hoạt động của công ty. Tương quan thuận của minh bạch thông tin thể hiện khi minh bạch thông tin càng cao sẽ giúp cho cổ đông tin tưởng vào giá trị của công ty.

3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dữ liệu để thực hiện kiểm chứng các mô hình là dữ liệu thu thập từ 100 công ty có giá trị vốn hoá lớn nhất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 3 năm là 2010, 2011, 2012, cách chọn mẫu này được thực hiện giống cách chọn mẫu của Thẻ điểm quản trị công ty của IFC. Số lượng công ty quan sát mỗi năm là 100 công ty, đây là những công ty đại chúng có giá trị niêm yết lớn nhất tính theo giá trị vốn hóa của cổ đông trên cả hai sở giao dịch chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) tính đến ngày đầu của năm quan sát tương ứng. Tính gộp lại, các công ty này đại diện cho hơn 80% tổng giá trị vốn hóa của cả hai sở giao dịch chứng khoán Việt Nam trong từng năm quan sát. Cách chọn mẫu như vậy giúp thể hiện gần như hầu hết giá trị của thị trường chứng khoán. Do vậy, mỗi sự biến động giá của các công ty sẽ không chỉ ảnh hưởng đáng kể đến thị trường chứng khoán mà còn tác động đến nhiều nhà đầu tư và cổ đông. Ngoài ra, những công ty này là các công ty đại chúng lớn nên việc minh bạch thông tin và phương pháp tiếp cận thông tin cũng thuận tiện hơn.

Dữ liệu tài chính hầu hết được lấy vào cuối

các năm 2010, 2011, 2012, tuy nhiên dữ liệu chi trả cổ tức được lấy cho năm kế sau năm tài chính. Bởi vì, việc chi trả cổ tức phải dựa vào báo cáo kết quả kinh doanh cuối năm trước và được thực hiện trong năm tiếp theo.

Dữ liệu điểm cho biến Minh bạch và Công bố thông tin (DT) được thu thập từ Thẻ điểm quản trị công ty (IFC) trong 3 năm. Đây là điểm phần trăm được tính bằng cách lấy tổng số điểm của 32 câu hỏi đánh giá các tiêu chí Minh bạch và công bố thông tin mà công ty đạt được chia cho tổng điểm tối đa có thể đạt được (64 điểm).

Các bước kiểm định thực hiện như sau: Mô tả thống kê các biến, phân tích tương quan cặp giữa các biến. Chạy hồi quy đa biến sai lệch bình phương tối thiểu để kiểm định mối quan hệ giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc.

4. KẾT QUẢ VÀ BÌNH LUẬN

Thời gian của dữ liệu thu thập là 3 năm 2010, 2011, 2012. Số lượng công ty tương ứng mỗi năm là 100 công ty. Do vậy, tổng số quan sát công ty-năm là 300.

Bảng 4.1: Thống kê tình trạng chi trả cổ tức của các công ty trong 3 năm

| | Cổ tức bằng tiền (Mẫu A) | | | Cổ tức bằng tiền và CP thưởng* (Mẫu B) | | | Cổ tức bằng CP thưởng (Mẫu C) | | | Không trả cổ tức (Mẫu D) | | |
|----------|--------------------------|------|------|--|------|------|-------------------------------|------|------|--------------------------|------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Năm | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Số lượng | 36 | 48 | 38 | 42 | 32 | 22 | 13 | 6 | 8 | 9 | 14 | 32 |
| Tổng | 122 | | | 96 | | | 27 | | | 55 | | |
| Tính % | 40.67% | | | 32.00% | | | 9.00% | | | 18.33% | | |

Số liệu thống kê cho thấy những công ty chỉ chi trả cổ tức bằng tiền mặt là 40.67%. Nhóm công ty này không bị những tác động khác ảnh hưởng đến giá như cổ phiếu thưởng, chia tách cổ phiếu...Nhóm công ty này, được ký hiệu là

nhóm A, phản ánh tốt nhất chính sách cổ tức bằng tiền mặt lên giá cổ phiếu.

Thống kê mô tả các biến

Thống kê mô tả các biến nghiên cứu gồm hai biến phụ thuộc và tám biến kiểm soát.

Bảng 4.2: Thống kê mô tả các biến

| Ký hiệu | Phương pháp tính của biến | Trung bình | Trung vị | Lớn nhất | Nhỏ nhất | Quan sát |
|---------|---|------------|----------|----------|-----------|----------|
| ASGY | (Giá trị tài sản cuối năm-giá trị tài sản đầu năm)/ Giá trị tài sản đầu năm | 0.242511 | 0.191355 | 2.315535 | -0.601731 | 300 |
| DA | Tổng nợ dài hạn trung bình/ Tổng tài sản trung bình | 0.199313 | 0.094205 | 0.951996 | 0.00 | 300 |
| DT | Thẻ điểm quản trị công ty | 0.122777 | 0.120968 | 0.1875 | 0.046875 | 300 |
| DY | Tổng cổ tức tiền mặt/ Giá trung bình cổ phiếu trong năm | 0.059097 | 0.054637 | 0.2729 | 0.00 | 300 |

| | | | | | | |
|-------|---|----------|----------|----------|-----------|------|
| LNERV | Độ lệch chuẩn của lợi nhuận trước lãi và thuế trong 5 năm | 25.36387 | 25.325 | 28.94 | 22.19 | 300 |
| LNP | Logarit cơ số tự nhiên của trung bình giá thị trường hàng ngày trong năm của CP | 9.832461 | 9.823935 | 11.53168 | 7.025538 | 300 |
| POR | Tổng cổ tức/ Tổng lợi nhuận ròng | 0.342007 | 0.321269 | 0.992027 | 0.00 | 284* |
| PVYN | $[(\text{Giá CP cao nhất} - \text{giá CP thấp nhất}) / \text{TB giá CP}]^2$ | 0.565032 | 0.470394 | 2.575827 | 0.016472 | 300 |
| ROAA | Lợi nhuận ròng/Tổng tài sản trung bình | 0.084534 | 0.064477 | 0.561994 | -0.271727 | 300 |
| SZTA | Logarit cơ số tự nhiên của tổng tài sản công ty | 28.86989 | 28.53172 | 33.76356 | 25.74673 | 300 |

Phân tích tương quan giữa các biến

Phân tích tương quan để thấy được mối tương quan giữa các cặp biến với nhau.

Bảng 4. 3: Tương quan cặp giữa các biến

| | ASGY | DA | DT | DY | LNERV | LNP | POR | PVYN | ROAA | SZTA |
|-------|----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|------|
| ASGY | 1 | | | | | | | | | |
| DA | 0.066 | 1 | | | | | | | | |
| DT | 0.134** | -0.022 | 1 | | | | | | | |
| DY | 0.059 | -0.061 | 0.017 | 1 | | | | | | |
| LNERV | 0.162*** | 0.344*** | 0.177*** | -0.1* | 1 | | | | | |
| LNP | 0.349*** | -0.142** | 0.259*** | -0.071 | 0.12** | 1 | | | | |
| POR | 0.071 | 0.017 | 0.045 | 0.728*** | -0.044 | -0.025 | 1 | | | |
| PVYN | -0.076 | -0.0083 | -0.138** | -0.214*** | -0.02 | -0.402*** | -0.194*** | 1 | | |
| ROAA | 0.307*** | -0.326*** | 0.184*** | 0.256*** | 0.028 | 0.568*** | 0.059 | -0.341*** | 1 | |
| SZTA | 0.194*** | 0.671*** | 0.102* | -0.029 | 0.770*** | -0.03 | 0.120** | -0.0401 | -0.24*** | 1 |

Dấu ***, **, * tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

Trước khi phân tích hồi quy, tương quan giữa các cặp biến kiểm soát có mối tương quan cao sẽ được xem xét. Những cặp biến kiểm soát cần quan tâm gồm: DY và POR (hệ số tương quan 0.728); DA và SZTA (hệ số tương quan 0.671); LNERV và SZTA (hệ số tương quan 0.770). Để tránh hiện tượng đa cộng tuyến, các cặp biến kiểm soát có mối tương quan cao không đồng thời xuất hiện trong cùng mô hình hồi quy.

4.1. Phân tích mô hình hồi quy

Trong 300 mẫu quan sát công ty/năm, nhóm quan sát gồm (122 quan sát) những công ty có hình thức trả cổ tức duy nhất bằng tiền mặt trong năm quan sát. Do vậy, trong quá trình phân tích hồi quy mô hình sẽ tiến hành phân tích hồi quy mẫu quan sát chỉ chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Tuy nhiên ngoài chính sách cổ tức, nhóm tác

giá cũng muốn tìm hiểu tác động của minh bạch thông tin lên giá cổ phiếu như thế nào, do vậy các mô hình hồi quy sẽ lần lượt được kiểm chứng với tổng thể mẫu (300 quan sát).

4.1.1. Phân tích mô hình hồi quy sự biến động giá cổ phiếu

Mô hình phân tích sự biến động giá cổ phiếu:

$$PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1DY_j + \alpha_2POR_j + \alpha_3LNERV_j + \alpha_4SZTA_j + \alpha_5DA_j + \alpha_6ASGY_j + \alpha_7DT_j \quad (2.3)$$

Trước khi phân tích hồi quy, tương quan giữa các cặp biến kiểm soát có mối tương quan cao sẽ được xem xét gồm: DY và POR (0.728); DA và SZTA (0.671); LNERV và SZTA (0.770). Để

tránh hiện tượng đa cộng tuyến, các cặp biến kiểm soát có mối tương quan cao không đồng thời xuất hiện trong cùng mô hình hồi quy. Do đó, những mô hình đảm bảo yêu cầu gồm:

$$\bullet PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1POR_j + \alpha_2DT_j + \alpha_3LNERV_j + \alpha_4ASGY_j + \alpha_5DA_j \quad (4.1)$$

$$\bullet PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1POR_j + \alpha_2DT_j + \alpha_3SZTA_j + \alpha_4ASGY_j \quad (4.2)$$

$$\bullet PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1DY_j + \alpha_2DT_j + \alpha_3LNERV_j + \alpha_4DA_j + \alpha_5ASGY_j \quad (4.3)$$

$$\bullet PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1DY_j + \alpha_2DT_j + \alpha_3SZTA_j + \alpha_4ASGY_j \quad (4.4)$$

Phân tích hồi quy các mô hình trên mẫu A. Kết quả hồi quy được tóm tắt trong bảng sau:

Bảng 4. 4: Tóm tắt mô hình hồi quy của sự biến động giá cổ phiếu trên mẫu A

| | Mô hình | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | (4.1.A) | (4.2.A) | (4.3.A) | (4.4.A) |
| INTERCEPT | 1.34429 | 0.433928 | 1.836947 | 0.90496 |
| POR | 0.5756 | 0.161744 | - | - |
| DY | - | - | -0.338502 | -0.319518 |
| ASGY | 0.31681 | 0.302039 | 0.252417 | 0.250808 |
| LNERV | -0.041324 | - | -0.054069 | - |
| SZTA | - | -0.000825 | - | -0.010846 |
| DA | 0.156311 | - | 0.173484 | - |
| DT | -0.025909 | -0.66688 | -0.169714 | -0.878991 |
| R ² | 0.079459 | 0.06434 | 0.058279 | 0.038203 |
| Adj. R ² | 0.036037 | 0.029362 | 0.017687 | 0.005321 |
| F-stat | 1.829933 | 1.83945 | 1.435737 | 1.161832 |
| F-prob. | 0.11317 | 0.126593 | 0.216619 | 0.331308 |
| Durbin-Watson stat | 1.809438 | 1.793051 | 1.832083 | 1.844459 |
| Prob. F (White test) | 0.0472 | 0.2879 | 0.9478 | 0.6356 |
| Ghi chú: Significance: *10%, **5%, ***1% | | | | |

Kết quả hồi quy các mô hình đều có giá trị F-prob > 5%. Do vậy, mô hình không có ý nghĩa để giải thích biến phụ thuộc. Các kiểm

định quan trọng trong mô hình như kiểm định giả thiết phương sai không đổi cho thấy các mô hình đều đạt yêu cầu (sử dụng White test). Biến

DT trong mô hình mặc dù có hệ số không đáng kể về mặt thống kê, nhưng chiều tác động là như kỳ vọng, tức khi công ty có Minh bạch thông tin

cao thì mức độ dao động giá cổ phiếu sẽ giảm.

Nhóm tác giả tiến hành phân tích mô hình hồi quy với tổng thể mẫu. Kết quả được tóm tắt sau:

Bảng 4.5: Tóm tắt mô hình hồi quy của sự biến động giá cổ phiếu trên tổng thể

| | Mô hình | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | (4.1) | (4.2) | (4.3) | (4.4) |
| INTERCEPT | 0.675137 | 0.564174 | 0.913187* | 0.856306** |
| POR | -0.201114*** | -0.205561*** | - | - |
| DY | - | - | -1.157816*** | -1.15877*** |
| ASGY | -0.118565* | -0.119454* | -0.102641 | -0.099596 |
| LNERV | -0.001162 | - | -0.004827 | - |
| SZTA | - | 0.00813 | - | -0.001742 |
| DA | 0.050039 | - | 0.051913 | - |
| DT | -1.521319* | -1.539143* | -1.546044* | -1.591037* |
| R ² | 0.058716 | 0.057889 | 0.056753 | 0.055491 |
| Adj. R ² | 0.041476 | 0.044135 | 0.040377 | 0.042419 |
| F-stat | 3.405846 | 4.209039 | 3.465642 | 4.244795 |
| F-prob. | 0.005304 | 0.002529 | 0.004666 | 0.002357 |
| Durbin-Watson stat | 1.723784 | 1.713816 | 1.780379 | 1.768077 |
| Prob. F (White test) | 0.6837 | 0.9033 | 0.992 | 0.9379 |
| Ghi chú: Significance: *10%, **5%, ***1% | | | | |

Nhận xét: Kết quả hồi quy các mô hình đều có giá trị F-prob \leq 5%, vậy các biến kiểm soát trong mô hình có khả năng giải thích cho biến phụ thuộc. Tuy nhiên, giá trị Adj. R² nằm trong khoảng 0.0396 đến 0.047 cho thấy mức giải thích của mô hình hồi quy với biến phụ thuộc khá thấp. Các kiểm định quan trọng trong mô hình như kiểm định giả thiết phương sai không đổi cho thấy các mô hình đều đạt yêu cầu (sử dụng White test). Trong kết quả này, DT có tác động âm và đáng kể về mặt thống kê.

Ngoài ra, mục tiêu chính của bài viết là kiểm định sự hỗ trợ của minh bạch thông tin cho việc công bố chính sách cổ tức. Nhờ sự hỗ trợ này giúp cho cổ đông có kỳ vọng chính xác về tương lai của công ty. Do vậy, một biến mới được đưa vào dựa trên biến minh bạch thông tin, biến LDT. Mẫu được chia thành hai nhóm: nhóm công ty

có minh bạch thông tin cao và nhóm công ty có minh bạch thông tin thấp. Giá trị trung vị của DT là 0.120968 được lấy làm mốc so sánh. Giá trị DT của công ty lớn hơn 0.120968 thì công ty đó thuộc nhóm có DT cao, biến LDT cho các công ty này nhận giá trị là 0. Những công ty còn lại thuộc nhóm DT thấp, biến LDT cho các công ty này nhận giá trị là 1. Biến LDT là biến nhị phân, nhận giá trị 0,1 tương ứng với quy ước đã nêu. Sau đó, lấy biến LDT nhân với POR, tạo ra biến tương tác ký hiệu là LDTXPOR. Biến tương tác cho phép kiểm chứng được tác động của chính sách cổ tức trong các công ty có minh bạch thông tin cao so với công ty có minh bạch thông tin thấp. Hệ số góc âm của biến tương tác LDTXPOR cho thấy một sự gia tăng tỉ lệ chi trả cổ tức trong các doanh nghiệp có minh bạch thông tin thấp sẽ làm giảm dao động của giá cổ phiếu.

Sau đó, biến LDTXPOR dùng thay thế biến DT trong tất cả mô hình 4.1, 4.2, 4.3, 4.4, mô hình mới. Biến mới kiểm tra sự hỗ trợ của minh bạch thông tin với công bố cổ tức chi trả tiền mặt do vậy các mô hình 4.5, 4.6, 4.7, 4.8 chỉ được phân tích hồi quy với Mẫu A. Kết quả tóm tắt trong bảng 4.6:

$$\bullet PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1POR_j + \alpha_2LDTXPOR_j +$$

$$\alpha_3LNERV_j + \alpha_4ASGY_j + \alpha_5DA_j \quad (4.5)$$

$$\bullet PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1POR_j + \alpha_2LDTXPOR_j + \alpha_3SZTA_j + \alpha_4ASGY_j \quad (4.6)$$

$$\bullet PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1DY_j + \alpha_2LDTXPOR_j + \alpha_3LNERV_j + \alpha_4DA_j + \alpha_5ASGY_j \quad (4.7)$$

$$\bullet PVYN_j = \alpha_0 + \alpha_1DY_j + \alpha_2LDTXPOR_j + \alpha_3SZTA_j + \alpha_4ASGY_j \quad (4.8)$$

Bảng 4. 6: Mô hình hồi quy vai trò của minh bạch thông tin cho chính sách cổ tức đối với sự biến động giá cổ phiếu trên mẫu A

| | Mô hình | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 4.5 | 4.6 | 4.7 | 4.8 |
| INTERCEPT | 1.360791 | 0.381947 | 1.869391 | 0.844224 |
| POR | 0.16827 | 0.16404 | - | - |
| DY | - | - | -0.250648 | -0.192486 |
| ASGY | 0.320182 | 0.304261 | 0.261477 | 0.265771 |
| LNERV | -0.042197 | - | -0.056181 | - |
| SZTA | - | -0.001998 | - | -0.016161 |
| DA | 0.157921 | - | 0.176618 | - |
| LDTXPOR | -0.015235 | 0.062506 | -0.037831 | -0.02425 |
| R ² | 0.079595 | 0.027459 | 0.05905 | 0.039164 |
| Adj. R ² | 0.03618 | 0.026943 | 0.018492 | 0.006314 |
| F-stat | 1.833339 | 1.783505 | 1.455934 | 1.192225 |
| F-prob. | 0.112516 | 0.137473 | 0.209668 | 0.31793 |
| Durbin-Watson stat | 1.804931 | 1.784668 | 1.811247 | 1.820993 |
| Prob. F (White test) | 0.2133 | 0.3584 | 0.9483 | 0.5795 |
| Ghi chú: Significance: *10%, **5%, ***1% | | | | |

Nhận xét: Kết quả hồi quy các mô hình đều có giá trị F-prob >5%, vậy các biến kiểm soát trong mô hình không có khả năng giải thích cho biến phụ thuộc.

4.1.2. Phân tích hồi quy mô hình giá cổ phiếu

Mô hình phân tích giá cổ phiếu được sử dụng:

$$LNP_i = \alpha_0 + \alpha_1POR_i + \alpha_2DY_i + \alpha_3ASGY_i + \alpha_4SZTA_i + \alpha_5LNERV_i + \alpha_6ROAA_i + \alpha_7DT \quad (2.5)$$

Tương tự mô hình biến động giá cổ phiếu,

trong mô hình (2.5) tồn tại các cặp biến có tương quan cao. Những cặp biến kiểm soát trong mô hình gồm DY và POR (0.728); DA và SZTA (0.671); LNERV và SZTA (0.770). Để tránh hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy, những mô hình đảm bảo yêu cầu gồm:

$$\bullet LNP_i = \alpha_0 + \alpha_1POR_i + \alpha_2DT_i + \alpha_3ASGY_i + \alpha_4ROAA_i + \alpha_5SZTA_i \quad (4.9)$$

$$\bullet LNP_i = \alpha_0 + \alpha_1POR_i + \alpha_2DT_i + \alpha_3LNERV_i + \alpha_4ASGY_i + \alpha_5ROAA_i \quad (4.10)$$

$$\bullet \text{ LNP}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DY}_i + \alpha_2 \text{DT}_i + \alpha_3 \text{LNERV}_i + \alpha_4 \text{ASGY}_i + \alpha_5 \text{ROAA}_i \quad (4.11)$$

$$\bullet \text{ LNP}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DY}_i + \alpha_2 \text{DT}_i + \alpha_3 \text{SZTA}_i + \alpha_4 \text{ASGY}_i + \alpha_5 \text{ROAA}_i \quad (4.12)$$

Tương tự, phân tích mô hình hồi quy được thực hiện trước trên mẫu A. Kết quả được tóm tắt trong bảng sau:

Bảng 4. 7: Tóm tắt mô hình hồi quy giá cổ phiếu mẫu A

| | Mô hình | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | (4.9.A) | (4.10.A) | (4.11.A) | (4.12.A) |
| INTERCEPT | 8.461364*** | 9.556982*** | 9.601242*** | 9.254041*** |
| POR | -0.946875*** | -0.908157*** | - | - |
| DY | - | - | -6.905753*** | -6.95386*** |
| ASGY | 0.015661 | 0.051238 | -0.128724 | -0.144764 |
| LNERV | - | -0.006806 | 0.00413 | - |
| SZTA | 0.034098 | - | - | 0.016161 |
| ROAA | 3.103215*** | 2.983825*** | 3.983335*** | 4.066003*** |
| DT | 4.746246** | 5.06366** | 2.643887 | 2.530958 |
| R ² | 0.453185 | 0.45007 | 0.552388 | 0.553086 |
| Adj. R ² | 0.427392 | 0.42413 | 0.533095 | 0.533822 |
| F-stat | 17.56999 | 17.35037 | 28.63063 | 28.71152 |
| F-prob. | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Durbin-Watson stat | 2.733039 | 2.809171 | 2.80492 | 2.787925 |
| Prob. F (White test) | 0.5161 | 0.5541 | 0.7806 | 0.7623 |
| Ghi chú: Significance: *10%, **5%, ***1% | | | | |

Nhận xét: Kết quả hồi quy các mô hình đều có giá trị F-prob ≤ 5%, vậy các biến kiểm soát trong mô hình có khả năng giải thích cho biến phụ thuộc. Giá trị Adj. R² nằm trong khoảng 0.42 đến 0.53 cho thấy mức giải thích của mô hình hồi quy với biến phụ thuộc ở mức khá. Các kiểm định quan trọng trong mô hình như kiểm định giả thiết phương sai không đổi cho thấy các mô hình đều đạt yêu cầu (sử dụng White test).

Tương tự mô hình phân tích biến động giá cổ phiếu, người viết kiểm chứng giả thuyết minh bạch thông tin hỗ trợ cho chính sách cổ tức khi công bố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu với các mô hình gồm:

$$\bullet \text{ LNP}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{POR}_i + \alpha_2 \text{LDTXPOR}_i + \alpha_3 \text{ASGY}_i + \alpha_4 \text{ROAA}_i + \alpha_5 \text{SZTA}_i \quad (4.13)$$

$$\bullet \text{ LNP}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{POR}_i + \alpha_2 \text{LDTXPOR}_i + \alpha_3 \text{LNERV}_i + \alpha_4 \text{ASGY}_i + \alpha_5 \text{ROAA}_i \quad (4.14)$$

$$\bullet \text{ LNP}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DY}_i + \alpha_2 \text{LDTXPOR}_i + \alpha_3 \text{LNERV}_i + \alpha_4 \text{ASGY}_i + \alpha_5 \text{ROAA}_i \quad (4.15)$$

$$\bullet \text{ LNP}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DY}_i + \alpha_2 \text{LDTXPOR}_i + \alpha_3 \text{SZTA}_i + \alpha_4 \text{ASGY}_i + \alpha_5 \text{ROAA}_i \quad (4.16)$$

Kết quả hồi quy mô hình được tóm tắt trong bảng sau:

Bảng 4.8: Tóm tắt mô hình hồi quy hỗ trợ của minh bạch thông tin cho chính sách cổ tức đối với giá cổ phiếu trên mẫu A

| | Mô hình | | | |
|----------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | (4.13) | (4.14) | (4.15) | (4.16) |
| INTERCEPT | 9.039653*** | 9.93202*** | 9.787347*** | 9.529974*** |
| POR | -0.626076** | -0.583941* | - | - |
| DY | - | - | -6.568163*** | -6.606332*** |
| ASGY | 0.081641 | 0.113677 | -0.073615 | -0.08994 |
| LNERV | - | 0.000554 | 0.011729 | - |
| SZTA | 0.03195 | - | - | 0.019079 |
| ROAA | 3.239382*** | 3.120502*** | 3.888103*** | 3.990264*** |
| LDTXPOR | -0.459567** | -0.478507** | -0.309383** | -0.306457** |
| R ² | 0.462524 | 0.459711 | 0.56301 | 0.563783 |
| Adj. R ² | 0.437171 | 0.434226 | 0.544174 | 0.54498 |
| F-stat | 18.24363 | 18.03828 | 29.89047 | 29.98451 |
| F-prob. | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Durbin-Watson stat | 2.660532 | 2.718659 | 2.766991 | 2.761558 |
| Prob. F (White test) | 0.532 | 0.5568 | 0.3132 | 0.2667 |

Ghi chú: Significance: *10%, **5%, ***1%

Nhận xét: Kết quả hồi quy các mô hình đều có giá trị F-prob $\leq 5\%$, vậy các biến kiểm soát trong mô hình có khả năng giải thích cho biến phụ thuộc. Tuy nhiên, giá trị Adj. R² nằm trong khoảng 0.46 đến 0.54 cho thấy mức giải thích của mô hình hồi quy với biến phụ thuộc ở mức tương đối. Các kiểm định quan trọng trong mô hình như kiểm định giả thiết phương sai không đổi cho thấy các mô hình đều đạt yêu cầu (sử dụng White test).

4.2. Kết luận kết quả mô hình hồi quy

4.2.1. Kết quả mô hình hồi quy sự biến động giá cổ phiếu

Nhìn chung, kết quả kiểm định tác động của chính sách cổ tức lên sự biến động giá cổ phiếu, đại diện cho rủi ro của cổ đông, không được kết quả như mong đợi. Kết quả hồi quy các mô hình 4.1 đến 4.4 trên mẫu chỉ trả cổ tức tiền mặt, là

mẫu thể hiện rõ nhất ảnh hưởng của cổ tức tiền mặt lên giá cổ phiếu, không có ý nghĩa thống kê. Tiếp theo, kết quả hồi quy các mô hình 4.1 đến 4.4 trên toàn bộ mẫu, mặc dù cho ý nghĩa thống kê thể hiện khả năng giải thích biến phụ thuộc, nhưng trong mẫu quan sát có những công ty không chia cổ tức và có cả công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu thưởng. Nên thực sự, tác động của cổ tức bằng tiền mặt tác động lên giá cổ phiếu không rõ ràng, bị chi phối bởi các tác động pha loãng giá cổ phiếu.

Tuy nhiên, kết quả hồi quy trên tổng thể cho thấy một kết quả thú vị, rất đáng chú ý là yếu tố minh bạch thông tin có tác động giảm sự biến động giá của cổ phiếu. Ảnh hưởng này không phụ thuộc vào việc công ty có trả cổ tức hay không hoặc hình thức trả cổ tức (tiền mặt và cổ phiếu thưởng) của công ty. Điều này cho thấy khi công ty có minh bạch thông tin cao sẽ giúp nhà

đầu tư cảm thấy an toàn thể hiện qua mức giá cổ phiếu ổn định hơn so với những công ty có minh bạch công ty thấp. Kết quả này cũng đồng nghĩa với việc, nếu minh bạch thông tin của công ty cao thì việc xây dựng chính sách cổ tức nhằm đảm bảo mục tiêu giảm rủi ro cho cổ đông cũng dễ dàng thực hiện hơn. Bởi vì trong quá trình theo dõi thị trường, cổ đông có cơ hội cập nhật kịp thời thông tin về hoạt động của công ty, nên niềm tin của nhà đầu tư với công ty sẽ tốt hơn, giá cổ phiếu công ty ổn định hơn.

4.2.2. Kết quả mô hình hồi quy giá cổ phiếu

Mô hình 4.13 đến 4.16 tìm hiểu sự hỗ trợ của minh bạch thông tin đối với giá cổ phiếu. Kết quả hồi quy của mô hình giá cổ phiếu cho thấy giá cổ phiếu có tương quan nghịch với tỷ lệ trả cổ tức và lợi suất của cổ phiếu, thước đo của chính sách cổ tức. Ngoài ra, kết quả mô hình cho thấy minh bạch thông tin có thể làm tăng giá cổ phiếu (biến DT). Trong các kết quả, biến tương tác LDTXPOR có ý nghĩa thống kê và tương quan nghịch. Kết quả cho thấy công ty có minh bạch thông tin thấp khi chi trả cổ tức giá trị cổ phiếu sẽ giảm. Nguyên nhân có thể lý giải là đối với công ty có minh bạch thông tin thấp dù dùng hình thức trả cổ tức cao để thu hút nhà đầu tư, nhằm nâng giá cổ phiếu thì nhà đầu tư không tin tưởng vào tín hiệu này. Bởi vì việc trả cổ tức cao trong một năm có thể là che dấu sự bất ổn hơn là thể hiện hiệu quả hoạt động lâu dài của công ty. Hay nói cách khác, công bố trả cổ tức cao cần phải kèm theo nhiều thông tin để chứng minh khả năng hoạt động hiệu quả của công ty. Bởi vì, thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường mới nổi quy định về trách nhiệm của tổ chức phát hành chưa rõ ràng. Mọi rủi ro đầu tư

nếu xảy ra, hậu quả phần lớn sẽ thuộc về nhà đầu tư. Những vụ bê bối trên thị trường chứng khoán cũng làm suy giảm niềm tin của nhà đầu tư.

5. KẾT LUẬN

Kết quả hồi quy của mô hình sự biến động giá cổ phiếu chỉ ra tầm quan trọng của minh bạch thông tin trong việc làm giảm rủi ro cổ phiếu. Nếu công ty đã xây dựng sự minh bạch thông tin tốt, việc xây dựng chính sách cổ tức nhằm mục đích giúp làm giảm rủi ro của cổ đông sẽ dễ dàng thực hiện hơn.

Kết quả hồi quy của mô hình giá cổ phiếu cho thấy giá cổ phiếu có tương quan nghịch với tỷ lệ trả cổ tức và lợi suất của cổ phiếu. Nghiên cứu cũng cung cấp một kết quả thực nghiệm đáng chú ý là giá cổ phiếu được sự trợ giúp của minh bạch thông tin, công ty có minh bạch cao thì giá cổ phiếu cũng cao hơn công ty có minh bạch thông tin thấp. Ngoài ra, giá cổ phiếu có tương quan thuận với tốc độ tăng trưởng tài sản, lợi nhuận ròng trên tổng tài sản. Tương quan thuận của giá cổ phiếu với minh bạch thông tin là kết quả hoàn toàn phù hợp với kỳ vọng.

Kết luận: Dù kết quả hai mô hình không tốt như trong các nghiên cứu trước mà người viết đã tham khảo, tuy nhiên, kết quả của hai mô hình cho thấy yếu tố minh bạch thông tin giúp giảm thiểu rủi ro và tăng giá trị của cổ phiếu. Điều này một lần nữa khẳng định bằng thực nghiệm tầm quan trọng của minh bạch thông tin đối với thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, còn một số yếu tố khác giúp tăng giá trị cổ đông như hiệu quả hoạt động, đầu tư tài sản cũng cần được quan tâm đến.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Tài liệu tiếng Việt**
- [1]. IFC, *Báo cáo thể điểm quản trị công ty 2012* (2012), TPHCM: Cty CP in Bắc Sơn.
- [2]. Nguyễn Đình Thọ (2011), *Phương pháp nghiên cứu khoa học trong kinh doanh*, TP.HCM, NXB Lao động Xã hội.

Tài liệu tiếng Anh

- [3]. 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.
- [4]. Akerlof G. (1970), The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84, 485-500.
- [5]. Bhattacharya, S. (1979), Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy, *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- [6]. Brealey, Meyers (2003), *Principles of Corporate Finance*, 7th ed., New York, McGraw-Hill Higher Education.
- [7]. Copeland, T.E. and J.F. Weston (2005), *Financial Theory and Corporate Policy*, 4th ed., Addison-Wesley.
- [8]. Damodaran (2011), *Applied Corporate Finance*, 3rd ed, New York, John Wiley & Sons Inc.
- [9]. Dichev, I. and Tang, V. (2009), Earnings volatility and earnings predictability, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 47 Nos 1/2, pp. 160-81.
- [10]. Drury, C. (2008), *Management & Cost Accounting*, 7th ed., London: Cengage Learning.
- [11]. Dong, M., Robinson, C., & Veld, C. (2005), Why Individual Investors Want Dividends, *Journal of Corporate Finance*, 1 (12), 121-158.
- [12]. Easterbrook, F.H. (1984), Two agency - cost explanations of dividends, *The American Economic Review*, Vol. 74, pp. 650-9
- [13]. Fama, E. and French, K. (2001), Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, pp. 3-43.Jensen.
- [14]. M.C., (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economics Review* 76, 323-339
- [15]. Habib, Yasir., Kiani Z. I., Khan M.A., (2012), Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Pakistan, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol 12 Issue 5 Version 1.0 March 2012
- [16]. Healy, P.M., Palepu, K.G., (1988), Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions, *Journal of Financial Economics* 21, 149-176.
- [17]. Hussainey, K., Mgbame, C. O., & Chijoke - Mgbame, A. M. (2011). Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence, *Journal of Risk Finance*, 12(1), 57-68.
- [18]. Gordon, M.J. (1959), Dividend, Earnings and Stock Prices, *Review of Economics and Statistics*, 11, May, pp 99-105.
- [19]. Khan, Aamir, Qayyum, Nasir, M. I. Khan. (2011), Can Dividend Decisions Affect the Stock Prices: A Case of Dividend Paying Companies of KSE, *International Research Journal of Finance and Economics* 76 (2011), 67 - 74.
- [20]. Lintner, J. (1956), Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economic Review* (46),97-113.

- [21]. Miller, Rock (1985), Dividend Policy under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, 1030-1051.
- [22]. 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), 100-107.
- [23]. Nishat, M., & Irfan, C. M. (2003), Dividend Policy and Stock Price Volatility in Pakistan, 11th Pacific Basin Finance, *Economics and Accounting Conference*.
- [24]. Modigliani, F., (1982) Debt, Dividend Policy, Inflation and Market Valuation, *The Journal of Finance*, 37, pp 225-275.
- [25]. Parkinson, M. (1980), The extreme value method for estimating the variance of the rate of return, *Journal of Business*, Vol. 53, pp. 61-5.
- [26]. Palepu, Krishna. G., Healy, Paul., M., (2001) Information asymmetry, corporatedisclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics* 31 (2001) 405–440
- [27]. Patel, S. A., Balic, A., Bwakira, L. (2002), Measuring transparency and disclosure at firm level in emerging markets, *Emerging Markets Review* 3 (2002) 325–337
- [28]. Ross, S., Westerfeld, R. and Jordon, B. (2003), *Fundamentals of Corporate Finance*, 6th ed., New York, NY, McGraw-Hill Higher Education.
- [29]. Spence M. (1973), Job Market Signalling, *Quarterly Journal of Economics* 87, 355-374.
- [30]. Spence M. (1974), *Market Signaling*, Harvard University Press (Cambridge, MA).
- [31]. Stiglitz J. (1975), The Theory of Screening, Education, and the Distribution of Income, *American Economic Review* 65, 283-300.
- [32]. Stiglzbauer, M., (2010), Transparency & disclosure on corporate governance as a key factor of companies' success: a simultaneous equations analysis for Germany, *Problems and Perspectives in Management*, Vol 8, Issue 1, 2010.
- [33]. Tarus, D. K., Omandi E. M., (2013), Business Case for Corporate Transparency: Evidence from Kenya, *European Journal of Business and Management*, Vol.5, No.3, 2013.
- [34]. Williams, J.(1988), Efficient Signalling with Dividends, Investment, and Stock Repurchases, *The Journal of Finance*, Vol.43, pp.737-747.

Internet

- [35]. Auronen, L. (2003). Asymmetry Information: Theory and Applications, lấy về từ: <http://memory2.net/a/asymmetric-information-theory-and-applications---citespace-erx-w4615>.
- [36]. Cooper, Michael J., Gulen, Huseyin and Schill, Michael J., The Asset Growth Effect in Stock Returns (2009). Darden Business School Working Paper No. 1335524, lấy về từ: <http://ssrn.com/abstract=1335524> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1335524>.
- [37]. Kinder, C. (2002), Estimating stock volatility, lấy về từ: <http://www.mcs.sdsmt.edu/rwjohnso/html/chrisk.doc>.