

ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC LÊN GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG CỦA CÁC CÔNG TY NGÀNH KHOÁNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON THE MARKET VALUE OF LISTED MINERAL COMPANIES IN THE VIETNAM'S SECURITIES MARKET

Ngày nhận bài: 19/09/2017

Ngày chấp nhận đăng: 24/11/2017

Phan Trọng Nghĩa, Nguyễn Ngô Bảo Linh

TÓM TẮT

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của toàn bộ công ty trong ngành khoáng sản được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ năm 2006 đến năm 2016 và phương pháp hồi qui gộp (Pooled OLS) để đánh giá mức độ ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị thị trường của các công ty ngành khoáng sản được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy chính sách cổ tức ảnh hưởng ngược chiều đến giá trị thị trường của công ty. Ngoài ra, với vai trò là các biến kiểm soát như: qui mô công ty, hệ số đòn bẩy, tỷ suất sinh lời căn bản đều có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của các công ty trong mẫu nghiên cứu.

Từ khóa: Chính sách cổ tức, giá trị thị trường, công ty khoáng sản niêm yết

ABSTRACT

This paper investigates the effect of dividend policy on the market value of mineral companies listed in the Vietnam's securities market by using data of all mineral companies listed in the Vietnam's securities market over the 2006 - 2016 period and pooled OLS specification. The study shows that dividend policy is negatively related to the market value of the companies. In addition, the control variables such as company size, leverage, and rate of return have significant influences on the market value of the companies in the sample.

Keywords: Dividend policy, market value, listed mineral companies.

1. Đặt vấn đề

Chính sách cổ tức là một trong các quyết định tài chính quan trọng trong doanh nghiệp, nó ấn định mức lợi nhuận của công ty được giữ lại để tái đầu tư cho công ty hay chi trả cho các cổ đông dưới dạng cổ tức. Chính sách cổ tức hợp lý sẽ giúp cho doanh nghiệp có nguồn vốn từ giữ lại để tái đầu tư, đồng thời sẽ tác động đến giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Sự biến động giá cổ phiếu ngoài việc chịu ảnh hưởng lớn bởi các thông tin chung của toàn thị trường thì còn chịu ảnh hưởng bởi các nhân tố thuộc về đặc thù của công ty niêm yết, trong đó chính sách cổ tức giữ một trò quan trọng. Giá cổ phiếu của các công ty ngành khoáng sản niêm yết tại Việt Nam có sự biến động mạnh trong giai đoạn

2006-2016, trên cơ sở thu thập dữ liệu về giá cổ phiếu và chính sách cổ tức của các công ty ngành khoáng sản niêm yết. Nghiên cứu đánh giá mức độ ảnh hưởng của chính sách cổ tức lên giá trị thị trường của các công ty trong ngành khoáng sản được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Trên thế giới đã có một số nghiên cứu liên quan đến tác động của chính sách cổ tức đến giá trị thị trường như: Nazir và cộng sự (2012), Mohammad và cộng sự (2012), Kyle và Frank (2013), Rashid và Rahman (2008). Kết quả từ các nghiên cứu này cho thấy rằng tồn tại mối quan hệ ngược chiều và có ý

ThS. Phan Trọng Nghĩa, ThS. Nguyễn Ngô Bảo Linh, Khoa Tài chính Ngân hàng & QTKD, Trường Đại học Quy Nhơn

nghĩa giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường. Ở Việt Nam, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường bắt đầu được quan tâm (Võ Xuân Vinh (2014), Đặng Thị Quỳnh Anh và Phạm Thị Yên Nhi (2015), Nguyễn Ngọc Huy và Trương Thị Mỹ Tâm (2016)). Nghiên cứu của Đặng Thị Quỳnh Anh và Phạm Thị Yên Nhi (2015) cho rằng có một mối quan hệ cùng chiều giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường của các công ty. Tuy nhiên, Nguyễn Ngọc Huy và Trương Thị Mỹ Tâm (2016), Võ Xuân Vinh (2014) lại cho rằng mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường của các công ty là mối quan hệ ngược chiều. Mục tiêu nghiên cứu của bài viết này là xem xét ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị thị trường của các công ty ngành khoáng sản niêm yết trong mối tương quan với các biến kiểm soát thuộc về yếu tố đặc thù của công ty.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu rút ra từ ngành khoáng sản sẽ cho thấy chính sách cổ tức và các yếu tố đặc thù của các công ty trong ngành ảnh hưởng như thế nào đến giá trị thị trường của các công ty. Kết quả nghiên cứu cũng đưa ra một số hàm ý trong vấn đề quản trị tài chính đối với các doanh nghiệp; hàm ý đối với các nhà đầu tư trong việc phân tích và đưa ra quyết định đầu tư.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Giá trị thị trường của công ty

Giá trị thị trường của công ty là giá trị vốn hóa của công ty trên thị trường tại một thời điểm nhất định. Giá trị vốn hóa được tính bằng cách lấy tổng cổ phiếu đang lưu hành của công ty nhân với giá thị trường mỗi cổ phiếu. Hay nói cách khác, giá trị thị trường của công ty chính là tổng giá trị của các cổ phiếu của công ty trên thị trường tại một thời điểm nhất định.

Theo nghiên cứu của Lê Tấn Phước (2016); Phạm Hữu Hồng Thái và Lê Dũng Hiệp (2016) thì giá trị thị trường của cổ phiếu chịu tác động của nhiều yếu tố, bao gồm các yếu tố thuộc về môi trường vĩ mô như: lạm phát, lãi suất, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế,... và các yếu tố thuộc về nội tại của các công ty niêm yết như: kết quả và hiệu quả kinh doanh của công ty, tình hình tài chính và triển vọng phát triển của công ty, quy mô công ty, đòn bẩy tài chính, chính sách cổ tức. Chính sách cổ tức được đánh giá là nhân tố cơ bản tác động đến giá trị thị trường (giá cổ phiếu) của công ty. Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM – Dividend Discount Model) sẽ cho ta thấy rõ nhất tác động của chính sách cổ tức lên giá trị thị trường (hay giá cổ phiếu) của công ty.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Trong đó: - V_0 : Giá trị cổ phiếu ở thời điểm hiện tại.

- D_t : Cổ tức nhận được trong khoảng thời gian thứ t .

- k : Tỷ suất lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư đối với cổ phiếu.

Mô hình này dựa vào giá trị phần cổ tức mà công ty trả cho cổ đông, vì cổ tức đại diện cho dòng tiền thực tế mà cổ đông nhận được, do đó chính sách cổ tức sẽ là nhân tố ảnh hưởng đến giá trị thị trường của công ty.

2.1.2. Mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường của công ty

Đã có rất nhiều lý thuyết giải thích cho mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường (hay giá cổ phiếu) của công ty. Có hai trường phái lý thuyết chính đó là chính sách cổ tức không tác động tới giá trị thị trường và chính sách cổ tức tác động tới giá trị thị trường.

Trường phái thứ nhất 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 của trường phái này dựa trên 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. Đại diện tiêu biểu cho trường phái này là Merton Miller & Franco Modigliani (1961). Các nhà nghiên cứu này lập luận rằng chính sách cổ tức không tác động tới giá trị thị trường của công ty mà giá trị thị trường của công ty do quyết định đầu tư ấn định. Những lập luận của trường phái này chỉ phù hợp khi được dựa trên các điều kiện của một thị trường vốn hiệu quả và hoàn hảo.

Trường phái lý thuyết thứ hai là chính sách cổ tức tác động đến giá trị thị trường của công ty. Các nhà nghiên cứu tiêu biểu đại diện cho trường phái này là Gordon (1962), Lintner (1956)... Họ lập luận rằng giá trị thị trường của công ty chịu tác động của sự phân chia lợi nhuận cho cổ tức và lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư. Về cơ bản họ đồng ý rằng các ý kiến của Merton Miller & Franco Modigliani (1961) là hợp lý nếu như có giả định thị trường vốn hoàn hảo. Nhưng chính sách cổ tức lại trở nên quan trọng hơn khi không có các giả định này. Các nhà nghiên cứu thuộc trường phái này tin rằng chính sách chi trả cổ tức cao sẽ làm tối đa hóa giá trị công ty nên họ đề xuất các công ty nên chi trả cổ tức ở mức cao. Những khẳng định của trường phái này được lập luận dựa trên ba lý thuyết sau:

Thứ nhất, lý thuyết chú chim trong lòng bàn tay (Bird in hand theory). Gordon (1962) đã đưa ra những bằng chứng thực nghiệm khẳng định rằng những cổ đông không thích rủi ro thường yêu thích dòng tiền đến từ cổ tức hơn là dòng tiền đến từ lãi vốn. Do đó, có thể thấy cổ tức làm giảm tính bất trắc cho cổ đông và cho phép họ chiết khấu lợi nhuận trong tương lai của công ty với tỷ lệ thấp hơn,

từ đó làm tăng giá trị thị trường của công ty và ngược lại.

Thứ hai, lý thuyết phát tín hiệu. Theo lý thuyết này thì việc chia cổ tức mang thông tin và là tín hiệu cho nhà đầu tư. Nói cách khác, thông báo chia cổ tức có thể truyền đạt thông tin về thu nhập tiềm năng của công ty trong tương lai, từ đó tác động đến giá trị thị trường của công ty.

Thứ ba, lý thuyết chi phí đại diện. Lý thuyết chi phí đại diện xuất hiện khi xảy ra mâu thuẫn lợi ích giữa ban quản lý và cổ đông trong công ty. Việc chi trả nhiều cổ tức sẽ làm giảm số lượng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư và đòi hỏi công ty phải huy động nhiều hơn từ bên ngoài để tài trợ cho sự tăng trưởng của công ty. Khi huy động vốn từ bên ngoài thì công ty sẽ chịu sự giám sát của các nhà tài trợ vốn và các nhà đầu tư trong tương lai. Nhờ vậy làm giảm chi phí đại diện giữa các cổ đông và ban quản lý, từ đó làm tăng giá trị thị trường của công ty.

Qua việc phân tích hai trường phái lý thuyết chính sách cổ tức không tác động tới giá trị thị trường và chính sách cổ tức tác động tới giá trị thị trường ta có thể thấy rất khó tìm được một thị trường có đầy đủ các điều kiện của một thị trường vốn hiệu quả và hoàn hảo như trường phái chính sách cổ tức không tác động tới giá trị thị trường đưa ra. Và thị trường Việt Nam không phải là một thị trường hoàn hảo, do đó tác giả ủng hộ lý thuyết *chính sách cổ tức có tác động tới giá trị thị trường của công ty*.

Từ cơ sở lý thuyết và một số nghiên cứu thực nghiệm về chính sách cổ tức và giá trị thị trường cổ phiếu, giả thuyết của nghiên cứu này như sau:

H1: Có mối tương quan ngược chiều giữa tỷ suất cổ tức và giá trị thị trường của các công ty ngành khoáng sản.

H2: Có mối tương quan ngược chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và giá trị thị trường của các công ty ngành khoáng sản.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Dữ liệu phân tích

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm các báo cáo tài chính của các công ty ngành khoáng sản được niêm yết và dữ liệu về giá cổ phiếu của các công ty ngành khoáng sản được niêm yết. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ công ty ngành khoáng sản được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn từ 2006-2016.

2.2.2. Các biến nghiên cứu trong mô hình

(i) Biến giá trị thị trường

Giá trị thị trường được đo lường bằng bằng giá cổ phiếu của công ty (P – Price). Giá cổ phiếu được sử dụng là giá đóng cửa của cổ phiếu vào phiên giao dịch ngày cuối cùng của năm để đo lường cho giá trị thị trường của công ty.

(ii) Biến đại diện cho chính sách cổ tức

Tương tự như các nghiên cứu của Rashid và Rahman (2008), Nazir và cộng sự (2012), Mohammad và cộng sự (2012), Kyle và Frank (2013) chính sách cổ tức được đo lường thông qua hai chỉ tiêu là tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ suất cổ tức.

Tỷ lệ chi trả cổ tức (Dividend payout ratio – DPR)

$$\text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức mỗi cổ phần (DPS)}}{\text{Thu nhập mỗi cổ phần (EPS)}}$$

Tỷ suất cổ tức (Dividend yield – DY)

$$\text{Tỷ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức mỗi cổ phần (DPS)}}{\text{Giá thị trường mỗi cổ phần}}$$

(iii) Các biến kiểm soát

Để loại bỏ khả năng ảnh hưởng chi phối của những biến đặc thù của công ty đến mối

quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường, nhóm tác giả đã kiểm soát các biến đặc thù của công ty trong mô hình hồi quy. Các biến kiểm soát được xác định dựa trên các nghiên cứu trước: Rashid và Rahman (2008), Nazir và cộng sự (2012), Mohammad và cộng sự (2012), Kyle và Frank (2013), Võ Xuân Vinh (2014), bao gồm:

+ Qui mô công ty (SIZE): được xác định bằng cách lấy logarit tự nhiên của tổng tài sản của công ty trong năm được tính;

+ Hệ số tăng trưởng tài sản (GROWTH): được xác định bằng chênh lệch tổng tài sản của năm được tính so với tổng tài sản của năm trước chia cho tổng tài sản của năm trước.

+ Hệ số đòn bẩy (DEBT): được tính bằng tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm của năm được tính;

+ Tỷ số sức sinh lợi căn bản (BEPR): được tính bằng lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản bình quân của công ty vào năm được tính.

2.2.3. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên tổng quan nghiên cứu và giả thuyết của nghiên cứu, nhóm nghiên cứu thực hiện phân tích để xem xét ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị thị trường của các công ty trong ngành khoáng sản được niêm yết dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng như sau:

$$P = \beta_0 + \beta_1 DY_t + \beta_2 DPR_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 GROWTH_t + \beta_5 BEPR_t + \beta_6 DEBT_t$$

Trong đó, P là biến giá trị thị trường của công ty i được đo lường bởi giá cổ phiếu như được trình bày trong mục (i); DY và DPR là biến tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức đã được định nghĩa ở mục (ii); SIZE, GROWTH, BEPR và DEBT là các biến kiểm soát đặc thù của công ty được trình bày ở mục (iii).

Dữ liệu dạng bảng trong tài chính thường có hiện tượng tương quan chéo và hiện tượng tự tương quan của biến. Nếu điều này xảy ra, sai số chuẩn được tính theo cách thông thường trong hồi quy sẽ bị lệch và tạo ra giá trị thống kê t (t-statistics) không chính xác (Petersen, 2009). Để giải quyết vấn đề này, tác giả sử dụng sai số chuẩn Robust để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và tự tương quan khi tính giá trị thống kê t theo như phương pháp của Petersen (2009).

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Ngành khoáng sản ở nước ta được xem là ngành có sự biến động về giá cổ phiếu mạnh nhất từ năm 2006 đến nay. Vào những năm 2006 – 2008, giá cổ phiếu của ngành khoáng sản được xem là ngành có tỷ suất sinh lời để các nhà đầu tư tin tưởng lựa chọn. Tuy nhiên, giá cổ phiếu của các công ty trong ngành giảm sút mạnh sau đó, nguyên nhân là bởi giá các kim loại trên thị trường quốc tế liên tục giảm, nhà nước hạn chế cấp phép cho việc khai thác các mỏ mới, hạn chế trong việc xuất khẩu quặng thô. Ngoài ra, nhà nước tăng thuế tài nguyên, thuế bảo vệ môi trường và thuế xuất khẩu đối với một số khoáng sản ví dụ như thuế tài nguyên đối với titan tăng từ 11% lên 16% từ năm 2013 cũng làm cho lĩnh vực

khai thác, sản xuất titan bị ảnh hưởng đáng kể. Những thay đổi trong chính sách của nhà nước và thị trường tiêu thụ đã ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh và qua đó ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của các công ty trong ngành.

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả của biến giá trị thị trường, biến tỷ suất cổ tức, biến tỷ lệ chi trả cổ tức và các biến kiểm soát trong mô hình. Từ kết quả trên ta thấy trung bình trong giai đoạn nghiên cứu giá cổ phiếu (P) của của các công ty được niêm yết là 21.004 đồng, trong đó giá trị lớn nhất là 332.000 đồng và giá trị nhỏ nhất là 800 đồng. Giá trị lớn nhất của biến P gấp 415 lần so với giá trị nhỏ nhất cho thấy giá cổ phiếu của các công ty trong ngành khoáng sản được niêm yết từ năm 2006 đến năm 2016 có xu hướng biến động cao. Trung bình tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty được niêm yết trong ngành khoáng sản là 8.68% và 142.86%. Chênh lệch giữa giá trị nhỏ nhất và lớn nhất của tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR) rất lớn, điều này cho thấy trong ngành có những công ty hoạt động có kết quả kinh doanh tốt và có tỷ suất cổ tức cao (33.71%) nhưng cũng có những công ty không chi trả cổ tức (DY=0) và thậm chí thua lỗ trong hoạt động sản xuất kinh doanh (DPR = -122.52%).

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	ĐVT	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
<i>P</i>	(đồng)	259	21004.17	800	332000	32158.64
<i>DY</i>	(%)	130	8.680538	0	33.71	5.427194
<i>DPR</i>	(%)	134	142.8557	-122.52	5128.21	447.8348
<i>SIZE</i>		367	26.19741	20.22	30.91	1.486678
<i>BEPR</i>	(%)	324	8.548889	-61.32	120.81	12.88715
<i>GROWTH</i>	(%)	324	-8.036883	-97.22	366.65	40.51498
<i>DEBT</i>	(%)	282	16.64723	0	216.73	20.10962

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong nghiên cứu và hệ số VIF. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến cho thấy, cả hai biến đo lường chính sách cổ tức, *DY* và *DPR*, có tương quan thấp với nhau (-0.0688). Nhìn chung, tương quan giữa các

biến độc lập là thấp và hệ số VIF đều nhỏ hơn 10, chứng tỏ hiện tượng đa cộng tuyến không xảy ra giữa các biến độc lập và có thể loại bỏ khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong phân tích hồi quy.

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến và hệ số VIF

Biến	<i>DY</i>	<i>DPR</i>	<i>SIZE</i>	<i>BEPR</i>	<i>GROWTH</i>	<i>DEBT</i>	<i>VIF</i>
<i>DY</i>	1.0000						1.13
<i>DPR</i>	-0.0688	1.0000					1.05
<i>SIZE</i>	0.2561	0.1073	1.0000				2.36
<i>BEPR</i>	0.1157	-0.1286	-0.2566	1.0000			1.50
<i>GROWTH</i>	0.0122	-0.0580	-0.2186	0.5321	1.0000		1.44
<i>DEBT</i>	0.2428	-0.0009	0.7413	-0.2386	-0.2714	1.0000	2.34

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

3.2. Kết quả thực nghiệm

3.2.1. Chính sách cổ tức và giá trị thị trường của công ty

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá trị thị trường của các công ty ngành khoáng sản đã được niêm yết. Kết quả hồi quy thể hiện các kết quả tương ứng qua ba trường hợp tương ứng

với ba ước lượng của mô hình. Trường hợp thứ nhất là mô hình hồi quy pooled OLS, thứ hai là hồi quy với mô hình hiệu ứng tác động cố định (Fixed effects model - FEM) và cuối cùng là hồi quy với mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random effects model - REM). Kết quả kiểm định F và kiểm định Hausman cho thấy mô hình pooled OLS là phù hợp hơn hai mô hình REM và FEM.

Bảng 3: Chính sách cổ tức và giá trị thị trường

Biến	Mô hình Pooled OLS	Mô hình FEM	Mô hình REM
<i>DY</i>	-2512.735 *** (824.4243)	-2668.716*** (572.561)	-2512.735*** (414.112)
<i>DPR</i>	1.346532 (2.5970)	0.26 (5.046)	1.347 (4.535)
<i>SIZE</i>	-7626.548 ** (2649.004)	-22355.22** (9510.308)	-7626.548** (3230.336)
<i>BEPR</i>	1941.074*** (558.4337)	1830.127*** (303.265)	1941.074*** (230.918)
<i>GROWTH</i>	67.99357 (122.3498)	388.331** (158.973)	67.994 (64.469)
<i>DEBT</i>	452.6256 (273.5859)	344.286 (319.175)	452.626** (213.18)

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5% và 1%.

Từ kết quả, có thể thấy phần lớn các hệ số của mô hình có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và nhiều hệ số có ý nghĩa ở mức 5%.

Kết quả ở cả 3 mô hình đều cho thấy hệ số hồi quy của biến tỷ suất cổ tức (DY) có dấu âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy tỷ suất cổ tức có ảnh hưởng ngược chiều đến giá cổ phiếu. Như vậy có thể kết luận, các công ty trong ngành khoáng sản có tỷ suất cổ tức cao thì giá cổ phiếu sẽ thấp và ngược lại. Kết quả này cũng phù hợp với phát hiện của một số nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị thị trường trên thế giới như: Nazir và cộng sự (2012), Mohammad và cộng sự (2012), Kyle và Frank (2013). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu này lại không ủng hộ kết quả của các nghiên cứu trước như: nghiên cứu của Đặng Thị Quỳnh Anh và Phạm Thị Yến Nhi (2015) lại cho rằng có một mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ suất cổ tức (DY) và giá cổ phiếu (P). Nghiên cứu của Rashid và Rahman (2008) lại kết luận rằng chưa có bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa tỷ suất cổ tức và giá cổ phiếu.

Kết quả cũng cho thấy rằng biến tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR) có hệ số hồi quy mang dấu dương ở cả ba mô hình và không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy chưa thể khẳng định tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR) và giá trị thị trường của các ngành khoáng sản được niêm yết tại Việt Nam. Kết quả này khác với các nghiên cứu trên thế giới như: Rashid và Rahman (2008), Mohammad và cộng sự (2012). Các nhà nghiên cứu này cho rằng có một mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và giá cổ phiếu.

Qui mô công ty (SIZE) có mối quan hệ ngược chiều với giá cổ phiếu (P) tại mức ý nghĩa 5% (hệ số ước lượng bằng 2649.004), có nghĩa là khi qui mô một công ty trong

ngành khoáng sản tăng thì sẽ làm cho giá cổ phiếu của công ty đó giảm và ngược lại. Kết luận này giống với kết luận của các nhà nghiên cứu Rashid & Rahman (2008), Nazir & các cộng sự (2012), Mohammad & cộng sự (2012), Kyle & Frank (2013), Võ Xuân Vinh (2014), Đặng Thị Quỳnh Anh & Phạm Thị Yến Nhi (2015). Nghiên cứu Nguyễn Ngọc Huy & Trương Thị Mỹ Tâm (2016) lại cho rằng tồn tại một mối quan hệ cùng chiều giữa qui mô công ty (SIZE) và giá cổ phiếu (P).

Tỷ số sức sinh lợi căn bản (BEPR) có mối quan hệ cùng chiều với giá cổ phiếu (P) tại mức ý nghĩa 1% (hệ số ước lượng bằng 558.4337), có nghĩa là khi tỷ số sức sinh lợi căn bản (BEPR) tăng thì sẽ làm cho giá cổ phiếu (P) tăng. Tỷ số sức sinh lợi căn bản của công ty tăng qua các năm là tín hiệu cho thấy rằng công ty có hoạt động sản xuất kinh doanh tốt, từ đó thu hút các nhà đầu tư mua cổ phiếu của công ty và làm giá cổ phiếu của công ty tăng.

Kết quả hồi quy cho thấy chưa có bằng chứng về mối quan hệ giữa hệ số tăng trưởng tài sản (GROWTH) và giá cổ phiếu (P). Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy, sau khi dùng câu lệnh robust thì biến hệ số đòn bẩy (DEBT) không còn ý nghĩa thống kê, nhưng trước đó hệ số đòn bẩy (DEBT) vẫn có tác động cùng chiều lên giá cổ phiếu (P).

3.2.2. Kiểm định tính bền vững của kết quả

Kiểm định Wooldridge và Breusch – Pagan được sử dụng để phát hiện hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi có xảy ra trong mô hình hay không. Kết quả kiểm định cho thấy trong mô hình pooled OLS có xảy ra hiện tượng tự tương quan bậc 1 và phương sai sai số thay đổi. Kiểm định Robustness test được nhóm tác giả sử dụng để khắc phục hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi.

4. Kết luận và Hàm ý nghiên cứu

4.1. Kết luận

Thông qua phương pháp hồi quy đối với bộ dữ liệu bảng của các công ty ngành khoáng sản được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí trong khoảng thời gian từ 2006-2016, nhóm tác giả phát hiện tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất cổ tức (DY) và giá trị thị trường của công ty trên cơ sở kiểm soát các biến thuộc về đặc thù của công ty như: Quy mô công ty (SIZE), tỷ số sức sinh lợi căn bản (BEPR), hệ số tăng trưởng tài sản (GROWTH) và hệ số đòn bẩy (DEBT). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy chưa có cơ sở để khẳng định tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR) và giá trị thị trường của các ngành khoáng sản được niêm yết tại Việt Nam.

4.2. Hàm ý nghiên cứu

Từ kết quả của nghiên cứu, nhóm tác giả diễn giải một số hàm ý đối với các doanh nghiệp trong ngành khoáng sản, và đối với nhà đầu tư như sau:

- Đối với các doanh nghiệp trong ngành khoáng sản

Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ ngược chiều giữa biến tỷ suất cổ tức đại diện cho chính sách cổ tức và giá trị thị trường của công ty. Như vậy, thông qua việc quyết định một tỷ suất cổ tức hợp lý thì các nhà quản trị doanh nghiệp có thể sử dụng chính sách cổ tức để đạt được mức giá cổ phiếu kỳ vọng của công ty. Hay nói cách khác nhà quản trị có thể thông qua việc điều tiết chính sách cổ tức để làm tăng giá trị thị trường của công ty trên thị trường.

- Đối với nhà đầu tư

Thông tin về chính sách cổ tức cho phép nhà đầu tư đánh giá được tính thông tin của giá cổ phiếu, ra quyết định đầu tư và lựa chọn cổ phiếu được tốt hơn. Khi phân tích cổ phiếu của một công ty trong ngành khoáng sản, bên cạnh việc quan tâm đến các thông tin chung trên thị trường thì nhà đầu tư nên quan tâm đến các thông tin về chính sách cổ tức, tỷ suất cổ tức và các thông tin thuộc về đặc thù của công ty để có đầy đủ thông tin nhất trước khi đưa ra quyết định. Chính sách cổ tức là một kênh tham khảo hữu ích đối với nhà đầu tư khi đưa ra quyết định đầu tư.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Đặng Thị Quỳnh Anh, Phạm Thị Yến Nhi (2015), 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, Tạp chí Phát triển và Hội nhập, số 26, tr. 60-65.
- Lê Tân Phước (2016), Các nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu niêm yết, Tạp chí Tài chính kỳ I, số tháng 8/2016, tr. 49-51.
- Nguyễn Ngọc Huy, Trương Thị Mỹ Trâm (2016), Tác động của chính sách cổ tức đến giá trị doanh nghiệp và một số gợi ý, Tạp chí Tài chính, kỳ I, số tháng 8/2016, tr. 65-67.
- Phạm Hữu Hồng Thái, Lê Dũng Hiệp (2016), Yếu tố quyết định giá cổ phiếu niêm yết và hàm ý chính sách, Tạp chí Tài chính kỳ I, số tháng 8/2016, tr. 61-64.
- Võ Xuân Vinh (2014), Chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 203, tr. 48-55.
- Gordon, M. J., (1962), The Savings, Investment and Valuation of a Corporation, The Review of Economics and Statistics, Vol. 44, No. 1, pp. 37-51.

- Kyle & Frank, (2013), Dividend policy and stock price volatility in the U.S equity capital market, *Journal of Business and Behavioral Sciences*, Vol. 25, No. 2, pp. 63-72.
- Lintner, J., (1956), The distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes, *American Economic Review*, Vol. 46, pp. 97-113.
- Miller, M.H. & Modigliani, F., (1961), Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *The Journal of Business*, Vol. 34, pp. 411-33.
- Mohammad, Aref & Nejat (2012), The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market, *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol. 4, No. 1, pp. 111-129.
- Nazir, Abdullah & Nawaz (2012), How Dividend Policy Affects Volatility of Stock Prices of Financial Sector Firms of Pakistan, *American Journal of Scientific Research*, Iss. 61, pp.132-139.
- Petersen, M.A., (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22, 435-480.
- Rashid & Rahman (2008), Dividend Policy and Stock Price Volatility: Evidence from Bangladesh, *Journal of Applied Business and Economics*, Vol. 8, Iss. 4.