CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN DAO ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Đinh Bảo Ngọc*, Nguyễn Chí Cường**

Ngày nhận: 13/7/2015
Ngày nhận bản sửa: 14/9/2015
Ngày duyệt đăng: 25/4/2016

Tóm tắt:

Nghiên cứu tập trung xác định các nhân tố tác động đến dao động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng dựa trên số liệu từ báo cáo tài chính của 95 công ty niêm yết trong giai đoạn 2008-2013 (bao gồm 570 quan sát). Ứng dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), nghiên cứu đã chỉ ra các nhân tố nội sinh của doanh nghiệp như khả năng sinh lời (ROA), quy mô, cấu trúc vốn và chính sách cổ tức có tác động đến dao động giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng xác định được một số nhân tố vĩ mô như tốc độ tăng trưởng kinh tế và lạm phát cũng có ảnh hưởng đến dao động giá cổ phiếu.

Từ khóa: Nhân tố tác động; dao động giá cổ phiếu; dữ liệu bảng; mô hình ảnh hưởng cố định; mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên.

Determinants of stock price volatility: An empirical study of listed firms in Vietnam

Abstract:

This study aims at identifying determinants of stock price volatility of listed companies on the Vietnamese stock market. In order to achieve the objective of this study, panel data derived from financial statements of 95 listed companies in Vietnam during the period from 2008 to 2013 (570 observations) is analyzed by using two estimation models which are Fixed Effect Model (FEM) and Random Effect Model (REM). The results show that the internal factors, such as dividend policy, profitability (ROA), firm size and financial structure and macro-economic factors, such as GDP growth rate and inflation affect the stock price volatility of the companies.

Keywords: Determinants; stock price volatility; panel data; Fixed Effect Model; Random Effect Model.

1. Giới thiệu

Sau 15 năm hoạt động và phát triển, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn tồn tại nhiều hạn chế như thực trạng quy mô chưa tương xứng với tiềm năng, chưa ngang tầm với thị trường chứng khoán của các quốc gia khác trong khu vực, hoạt động thị trường vẫn chưa ổn định... Trong số đó, dao động giá chứng khoán là một trong những chủ đề được quan tâm do tính phức tạp và tầm quan trọng của vấn đề này trong quá trình ổn định hệ thống tài chính. Thật vậy, sự dao động giá cổ phiếu quá mức có thể dẫn đến những rủi ro cho thị trường chứng khoán.

Nghiên cứu này tập trung phân tích các nhân tố tác động đến dao động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (trên cả 2 sàn HOSE và HNX). Kết quả nghiên cứu sẽ giúp các nhà đầu tư lựa chọn cơ hội đầu tư, xây dựng và quản lý danh mục đầu tư của mình phù hợp hơn. Nghiên cứu cũng sẽ giúp cho các doanh nghiệp nhận diện được các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, từ đó có cơ sở để xây dựng công tác quản trị và kế hoạch sản xuất kinh doanh tốt hơn, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra, các nhà hoạch định và điều hành chính sách kinh tế vĩ mô có thể tham khảo kết quả của nghiên cứu này để đưa ra các

giải pháp hạn chế rủi ro, góp phần ổn định thị trường tài chính Việt Nam, nhất là trong bối cảnh toàn cầu hóa như hiện nay.

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

Khi đầu tư vào thị trường chứng khoán, giá cổ phiếu là yếu tố thu hút sự quan tâm hàng đầu của các nhà đầu tư. Theo Ambrosio (2007), dao động giá cổ phiếu được hiểu là sự biến động của giá cổ phiếu niêm yết trên thị trường trong một khoảng thời gian nhất định và là công cụ để đo lường rủi ro của cổ phiếu. Thông thường, do tính khó đoán trước và biến động theo thời gian của giá cổ phiếu, nhà đầu tư (đa phần ngại rủi ro) sẽ chọn những danh mục đầu tư cổ phiếu có mức dao động giá thấp hơn những cổ phiếu có mức dao động cao (Kinder, 2002).

Lý thuyết thị trường hiệu quả EMH (Fama, 1970) cho rằng giá cổ phiếu và biến động giá phản ánh đầy đủ các thông tin sẵn có liên quan đến cổ phiếu đó (Maysami & công sự, 2004). Một số các nghiên cứu khác cũng tìm ra mối liên hệ giữa những biến động cơ bản của nền kinh tế, sự thay đổi về kỳ vọng đối với bối cảnh tương lai (Ahmed, 2008), dấu hiệu về các rủi ro thị trường (Brown & Otsuki, 1990) với sự biến động của thị trường chứng khoán. Nói cách khác, một khi thị trường vốn đạt hiệu quả thì giá chứng khoán sẽ biến động theo quy luật nhận biết được dựa trên những dữ liệu đầu vào có liên quan. Trong khi đó, lý thuyết "Bước đi ngẫu nhiên" (Random Walk) (Burton, 1973) cho rằng sự dao động của giá cả trên thị trường chứng khoán mang tính "độc lập theo kỳ" và giá trong quá khứ không phải là chỉ báo tin cậy cho xu hướng giá tương lai. Như vậy, sự biến động giá là ngẫu nhiên và không thể đoán trước được.

Hiện tượng thông tin bất cân xứng diễn ra phổ biến ở thị trường chứng khoán tại nhiều quốc gia (đặc biệt là các quốc gia đang phát triển). Thông tin dẫu công bố vẫn không thể được phản ánh đầy đủ trong giá cổ phiếu và do vậy dẫn đến những dao động bất thường của giá cổ phiếu. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm tập trung tìm hiểu các nhân tố ảnh hưởng đến dao động giá cổ phiếu. Kết quả của những nghiên cứu này cho thấy dao động giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố, bao gồm:

Thu nhập trên mỗi cổ phần: Thu nhập trên mỗi cổ phần thể hiện thu nhập mà mỗi cổ phần có được trong năm tài chính. Chỉ số EPS là một trong những chỉ số cơ bản mà nhà đầu tư vận dụng trong định giá cổ phiếu (theo công thức: P = hệ số P/E * EPS kỳ vọng). Chính vì lý do đó, công ty có EPS càng cao thường có giá cổ phiếu càng cao kèm theo là những chu trình dao động mạnh của giá trên thị trường. Nghiên cứu của Baskin (1989), Allen & Rachim (1996), Adefila và cộng sự (2004) đã chỉ ra mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa EPS và dao động giá cổ phiếu.

Khả năng sinh lời: Được đo lường thông qua các chỉ tiêu như ROA, ROE,… khả năng sinh lời phản ánh mức độ hiệu quả của hoạt động sản xuất kinh doanh mà doanh nghiệp đạt được. Thông thường, những cổ phiếu của doanh nghiệp đạt hiệu quả hoạt động kinh doanh càng cao thường thu hút mạnh mẽ khối nhà đầu tư mua bán trên thị trường. Chính quá trình mua đi bán lại này sẽ đẩy giá cổ phiếu biến động mạnh. Các nghiên cứu thực nghiệm của Baskin (1989) và Allen & Rachi (1996) đã chỉ ra tác động tích cực của khả năng sinh lời đến dao động giá cổ phiếu. Trong khi đó, Nishat & Irfan (2003), Rashid & Rahman (2008) hay Vinh (2014) lại tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa hai biến này.

Chính sách cổ tức: Được đo lường thông qua tiêu thức Lợi tức cổ phiếu (Dividend Yield), chính sách cổ tức từ lâu đã luôn được xem là một yếu tố có tác động quyết định đến dao động giá cổ phiếu doanh nghiệp. Các lý thuyết của Lintner (1956) hay lý thuyết *Con chim trong bàn tay* của Gordon (1963) đã lập luận về mối liên hệ giữa giá trị doanh nghiệp và chính sách cổ tức do tâm lý ngại rủi ro của nhà đầu tư. Một chính sách cổ tức cao về cơ bản sẽ làm yên lòng các nhà đầu tư trong ngắn hạn với dòng tiền hiện tại họ thu thập được từ cổ tức chi trả, đồng thời tín hiệu (Miller & Rock, 1985) phát ra qua những công bố thông tin về chính sách cổ tức sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến tình hình biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Trên phương diện nghiên cứu thực nghiệm, Nishat & Irfan (2003) đã tiến hành nghiên cứu tại Pakistan và đưa ra kết luận về tác động tích cực của Lợi tức cổ phiếu đến Dao động giá. Các nghiên cứu sau đó của Rashid & Rahman (2008), Zakaria & cộng sự (2012) hay Habib & cộng sự (2012) cũng đồng thuận với kết luận nêu trên. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác như Baskin (1989), Vinh (2014) lại kết luận một mối quan hệ ngược chiều giữa lợi tức cổ phiếu và dao động giá cổ phiếu.

Cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp: Doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường là những doanh nghiệp đang trên đà phát triển; vì thế, đầu tư vào những doanh nghiệp này thường đồng nghĩa với kỳ vọng về giá tăng trưởng trong dài hạn. Từ đó, giá cổ phiếu sẽ có thể tăng mạnh trong thực tế. Các nghiên cứu của Baskin (1989), Allen & Rachim

(1996) hay Nishat & Irfan (2003) đã chứng minh luận điểm này.

Quy mô doanh nghiệp: Các công ty lớn trên thị trường thường có giá cổ phiếu ổn định trong một khoảng thời gian dài. Chính vì thế, thông thường những công ty có quy mô lớn thường ít có sự dao động giá cổ phiếu hơn so với những công ty nhỏ. Nghiên cứu của Rashid & Rahman (2008) tại Bangladesh, Nazir & cộng sự (2010) tại Pakistan, Hussainey & cộng sự (2011) tại Anh hay Vinh (2014) tại Việt Nam đều thừa nhận mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa quy mô doanh nghiệp và dao động giá cổ phiếu.

Cấu trúc tài chính của doanh nghiệp: Trong thực tế, những giả định thị trường hiệu quả không tồn tại, Modigliani & Miller (1961) đã thừa nhận cấu trúc vốn tối ưu và tác động của cấu trúc vốn tối ưu đến giá trị của doanh nghiệp. Chính vì thế, đầu tư vào một doanh nghiệp đang có cấu trúc tài chính với tỷ lệ nợ cao sẽ là một quyết định đầu tư mạo hiểm. Do đó, các doanh nghiệp có tỷ trọng nợ càng lớn thì rủi ro biến động giá càng mạnh. Các nghiên cứu của Rashid & Rahman (2008), Hussainey & cộng sự (2011), Vinh (2014) đã chứng minh tác động tỷ lệ thuận của cấu trúc vốn với tỷ lệ nợ cao đến dao động giá cổ phiếu. Trong khi đó, Nazir & cộng sự (2010) lại có kết luận ngược lại.

Ngoài ra, một số nghiên cứu thực nghiêm cũng đã chỉ ra bên cạnh những nhân tố nội sinh doanh nghiệp đã nêu trên, dao động giá cổ phiếu còn chịu tác động của nhiều nhân tố vĩ mô khác như:

Tốc độ tăng trưởng kinh tế: Trong thời kỳ quốc gia đạt tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và ổn định, giá cổ phiếu thông thường ít bị tác động bởi các yếu tố vĩ mô, đặc biệt là các cú sốc kinh tế hay khủng hoảng. Do đó, giá cổ phiếu trong những giai đoạn tăng trưởng cao của nền kinh tế thường ít dao động hơn. Các nghiên cứu của Chiwon (2000), Jefferis & Okeahalam (2000) và Pryymachenko (2003) đã chứng minh GDP là một biến giải thích quan trọng trong tương quan với sự dao động của giá cổ phiếu.

Lạm phát: Khi nền kinh tế rơi vào tình trạng lạm phát cao, doanh nghiệp thường phải chi nhiều hơn cho các chi phí sản xuất kinh doanh, từ đó ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp đạt được. Điều này dẫn đến tình trạng kém hấp dẫn của cổ phiếu doanh nghiệp trong mắt nhà đầu tư, gây ra sự dao động về giá của cổ phiếu. Ngoài ra, khi sức mua của đồng tiền giảm sút, nhà đầu tư sẽ phải tái cơ cấu danh mục của mình với việc bán đi những chứng khoán xấu và mua vào những chứng khoán tốt. Tình trạng này kết hợp với thực tế bất đối xứng thông tin tại những thị trường chứng khoán non trẻ càng làm thay đổi nhanh chóng lượng cung cầu của các loại cổ phiếu trên thị trường. Lý thuyết hiệu ứng Fisher (1930) từng đề xuất về mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa lạm phát quốc gia và dao động giá cổ phiếu. Các nghiên cứu thực nghiệm sau đó của Gultekin (1983), Barnes và cộng sự (1999), Siele (2009) hay của Waweru (2013) cũng đã chứng minh mối liên hệ này. Tuy nhiên, các nghiên cứu của Jaffe & Madelker (1976), Fama & Schwert (1977), Fama (1981) hay Gertler & Grinols (1982) đã chứng minh điều ngược lại khi chỉ ra rằng lạm phát và dao động giá cổ phiếu có quan hệ tỷ lệ nghịch.

Lãi suất thị trường: Thorbecke (1997) và Smal & Jager (2001) cho rằng khi lãi suất trên thị trường của một quốc gia giảm xuống sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền vào quốc gia đó. Nghiên cứu của Patelis (1997) cũng đã cho thấy lãi suất là một yếu tố quyết định đến biến động giá cổ phiếu trong một quãng thời gian khảo sát dài. Giá chứng khoán thay đổi do lãi suất thị trường dao động thất thường (rủi ro lãi suất), thông thường lãi suất và giá chứng khoán có mối quan hệ tỷ lệ nghịch. Khi lãi suất thị trường tăng, nhà đầu tư có xu hướng bán chứng khoán để lấy tiền gửi vào ngân hàng, dẫn đến giá chứng khoán giảm và ngược lại. Ngoài ra, lãi suất tăng có thể ảnh hưởng đến các công ty chứng khoán kinh doanh chủ yếu dựa trên nguồn vốn vay, khi mức chi phí vốn gia tăng sẽ làm sụt giảm thu nhập, cổ tức và giá cổ phiếu. Jefferis & Okeahalam (2000), Siele (2009) cũng đã khẳng định mối tương quan âm giữa lãi suất và dao động giá chứng khoán. Tuy nhiên, Goodfriend (2003) cho rằng rất khó để lãi suất chi phối giá cổ phiếu bởi nghiên cứu này không tìm thấy mối tương quan bền vững giữa hai biến này. Bernanke & Kuttner (2003) cũng đồng tình với quan điểm thị trường chứng khoán không có nhiều phản ứng với sự biến động của lãi suất ngân hàng.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Để nghiên cứu các nhân tố tác động đến dao động giá cổ phiếu doanh nghiệp, chúng tôi đã sử dụng mô hình hồi quy bội. Mô hình nhân tố bao gồm các biến:

Biến phụ thuộc: Dao động giá (PV- Price Volatility) đo lường bằng khoảng dao động của giá cổ phiếu (chênh lệch giữa giá cao nhất và giá thấp nhất) quanh giá trung bình trong một thời kỳ (trung bình của giá cao nhất và giá thấp nhất). Giá cổ phiếu dao động càng mạnh thì hệ số này càng lớn và ngược lại, giá cổ phiếu dao động yếu thì hệ số này sẽ nhỏ. Nghiên cứu này sử dụng cách tính dao động

giá cổ phiếu dựa vào phương pháp giá trị cực biên theo nghiên cứu của Parkinson (1980). Những nghiên cứu sau đó như Baskin (1989), Allen & Rachim (1996), Rashid & Rahman (2009), Nazir & cộng sự (2010), Khan (2012) hay của Vinh (2014) cũng đã sử dụng cách tính dao động giá cổ phiếu theo phương pháp này.

$$PV = \frac{H_i - L_i}{\frac{H_i + L_i}{2}}$$

Trong đó: H_i và L_i là giá cao nhất và thấp nhất trong năm.

Biến độc lập: Dựa trên các lý thuyết cũng như những nghiên cứu thực nghiệm trước đây về các nhân tố tác động đến dao động giá cổ phiếu và kết hợp với những đặc điểm của các doanh nghiệp Việt Nam, nghiên cứu sử dụng các nhân tố chủ yếu để tham gia vào mô hình như trình bày trong Bảng 1.

Sử dụng dữ liệu bảng (Panel data), nghiên cứu tiến hành hồi quy hai mô hình: mô hình nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Hausman được sử dụng nhằm lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM là phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu. Cuối cùng, để tăng tính chính xác và độ tin cậy của kết quả, chúng tôi tiếp tục thực hiện hồi quy với robust option regression cho kết quả của mô hình hồi quy được lựa chọn.

Dữ liệu của nghiên cứu này được thu thập dựa vào các báo cáo tài chính của 95 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (cả 2 sàn chứng khoán HOSE và HNX) trong 6 năm, từ 2008 đến 2013. Các doanh nghiệp này được lựa chọn dựa trên tiêu chí: doanh nghiệp niêm yết liên tục trong suốt giai đoạn trên, có cung cấp đầy đủ thông tin cần thiết phục vụ cho mục đích nghiên cứu. Các dữ liệu vĩ mô như tốc độ tăng GDP, chỉ số CPI, lãi suất được lấy từ nguồn số liệu của Tổng cục thống kê, IMF và World Bank.

Dữ liệu thu thập được cho nghiên cứu này là dữ liệu bảng cân bằng (balanced panel data) với trục không gian là 95 doanh nghiệp và trục thời gian là 6 năm liên tiếp 2008-2013 (tổng cộng 570 quan sát).

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 thống kê mô tả giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của các biến trong mô hình nghiên cứu.

Nghiên cứu kiểm tra khả năng xảy ra hiện tượng

Bảng 1: Cách tính và kỳ vọng về dấu của các biến

Biến	Mã biến	Cách tính	Các nghiên cứu có liên quan	Kỳ vọng dấu
Thu nhập trên mỗi cổ phần	EPS	EPS	Baskin (1989), Allen & Rachim (1996), Adefila và cộng sự (2004), Khan và cộng sự (2011)	(+)
Lợi tức cổ phiếu	DY	Cổ tức mỗi cổ phần/ Giá thị trường của CP	Nishat & Irfan (2003), Rashid & Rahman (2008), Habib & cộng sự (2012), Vinh (2014)	(+)/(-)
Khả năng sinh lời	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	Allen & Rachim (1996), Nishat & Irfan (2003), Rashid & Rahman (2008), Vinh (2014)	(+)
Cơ hội tăng trưởng	GROW	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	Rashid & Rahman (2008), Habib & cộng sự (2012), Vinh (2014)	(+)
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Ln(Tổng tài sản)	Rashid & Rahman (2008), Nazir & cộng sự (2010), Habib & cộng sự (2012), Vinh (2014)	(-)
Cấu trúc tài chính	CAP	Tỷ lệ nợ/ tổng tài sản	Rashid & Rahman (2008), Nazir & cộng sự (2010), Hussainey & cộng sự (2011)	(+)/(-)
Tốc độ tăng trưởng kinh tế	GDP	Tốc độ tăng trưởng GDP.	Chiwon (2000), Pryymachenko (2003).	(-)
Lạm phát	CPI	Chỉ số tăng giá tiêu dùng CPI	Jaffe & Madelker (1976), Fama & Schewert (1977), Guitekin (1983), Waweru (2013)	(+)/(-)
Lãi suất thị trường	INTEREST	Lãi suất tiền gửi kì hạn 12 tháng	Thorbecke (1997), Jefferis & Okeahalam (2000), Smal & Jager (2001), Waweru (2013)	(-)

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Số quan sát	GT trung bình	Độ lệch chuẩn	GT nhỏ nhất	GT lớn nhất
PV (%)	570	80,27	36,35	14	200
DY (%)	570	13,01	10,90	0	91
EPS (nghìn đồng)	570	2,99	2,39	-8,65	18,66
ROA (%)	570	10,45	9,31	-0,14	70
GROW (%)	570	16,96	36,51	-100	342
SIZE	570	5,76	0,76	4,08	8,45
CAP (%)	570	44,04	23,11	4	96
GDP (%)	570	5.84	6.41	5.03	6.78
CPI (%)	570	13.31	6.37	6.81	22.97
INTEREST (%/năm)	570	11.64	2.169	8.47	14.37

Nguồn: *Tính toán của tác giả từ mẫu nghiên cứu*

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	PV	EPS	DY	ROA	GROW	SIZE	CAP	GDP	CPI
PV	**1**								
EPS	-0,24	**1**							
DY	0,17	0,09	**1**						
ROA	-0,01	0,67	0,16	**1**					
GROW	0,02	0,08	0,04	0,07	**1**				
SIZE	-0,15	0,09	-0,28	-0,11	0,17	**1**			
CAP	0,01	-0,22	-0,01	-0,50	0,15	0,39	**1**		
GDP	0,21	0,02	0,16	0,06	0,21	-0,04	-0,01	**1**	
CPI	0,46	-0,06	0,42	0,03	0,18	-0,07	-0,01	0,60	**1**

Nguồn: Tính toán của tác giả từ mẫu nghiên cứu

đa cộng tuyến giữa các biến độc lập được trình bày ở Bảng 3. Kết quả cho thấy tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến giữa hai biến CPI và INTEREST với hệ số tương quan $r_{CPI, INTEREST} = 0,9$ (>0,8). Tiến hành kiểm định độ phù hợp đối với mô hình hồi quy, tác giả đã loại biến INTEREST và giữ lại biến CPI.

Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy của các mô hình xác định các nhân tố ảnh hưởng đến dao động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp được biểu hiện ở Bảng 4.

Sau khi kiểm định Hausman được thực hiện, kết quả cho thấy mô hình phù hợp để phân tích nhân tố ảnh hưởng đến dao động giá cổ phiếu trong nghiên cứu này là mô hình ảnh hưởng cố định (FEM).

Tiếp đó, để tăng tính chính xác và độ tin cậy của kết quả hồi quy, chúng tôi tiếp tục tiến hành hồi quy mô hình với việc loại bỏ các biến không có ý nghĩa trong mô hình trước và thực hiện ước lượng vững với robust option nhằm khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Kết quả của mô hình này cho thấy:

Biến DY đại diện cho *Chính sách cổ tức* có tác động tỷ lệ thuận (+) đến *Dao động giá cổ phiếu* của doanh nghiệp với mức ý nghĩa thống kê 10%. Mô hình hồi quy đã chứng minh một thực tế rằng vào thời điểm chính sách tiền mặt được công bố, những tín hiệu tốt của chính sách cổ tức tiền mặt (sự gia tăng của tỷ lệ cổ tức) sẽ làm giá cổ phiếu trên thị trường được đà tăng theo và dao động mạnh. Điều này có thể được lý giải bởi thực tế thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn non trẻ và thực trạng bất cân xứng thông tin hiện hữu mạnh, các nhà đầu tư thường dựa vào các tín hiệu về chính sách cổ tức như những tín hiệu về tình hình hoạt động và phát triển tốt hay xấu của doanh nghiệp (giống như lý thuyết tín hiệu của Miller & Rock (1985) đã đề cập). Họ luôn cố gắng đặt mua những cổ phiếu có lợi tức cổ phiếu cao trên thị trường với hy vọng kiếm lời nhiều nhất từ cổ phiếu với cùng một mức tài chính đem đầu tư; chính điều này làm giá cổ phiếu bị biến động mạnh mẽ bởi quá trình mua đi bán lại của các

Bảng 4: Kết quả hồi quy và kiểm định Hausman

Biến phụ thuộc: PV Biến độc lập	Mô hình hồi quy	
	FEM	**REM**
C	7,9181*** (0,000)	1,2547*** (0,000)
EPS	0,0095 (0,4376)	-0,0286*** (0,0003)
DY	0,2645* (0,0793)	0,2698* (0,0508)
ROA	0,6578** (0,0481)	0,8748*** (0,0001)
GROW	-0,0372 (0,3191)	-0,0507 (0,1467)
SIZE	-0,1248*** (0,0000)	-0,0829*** (0,0003)
CAP	0,5226*** (0,0021)	0,2340*** (0,0029)
GDP	-7,7975*** (0,0022)	-6,4001** (0,0110)
CPI	2,4063*** (0,0000)	3,2729*** (0,000)
R^2	0,5229	0,2737
R^2 hiệu chỉnh	0,5175	0,2621
Prob (F-statistic)	0,0000	0,0000
Durbin-Watson	2,0219	1,8838
Số quan sát	570	570
Hausman Test		
λ^2	93,2734	
Prob. > λ^2	0.0000	

*Ghi chú: *, **, ***: tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%*

Bảng 5: Kết quả hồi quy với Robust Option

Biến phụ thuộc: PV Biến độc lập	Mô hình hồi quy **FEM**
C	7,6722*** (0,0000)
DY	0,2655* (0,0954)
ROA	0,7869*** (0,0019)
SIZE	-1,2039*** (0,0000)
CAP	0,4802** (0.0160)
GDP	-7,9198*** (0,0015)
CPI	2,1869*** (0,0000)
R^2	0.4238
R^2 hiệu chỉnh	0.4190
Prob (F-statistic)	0,0000
Durbin-Watson	1,8997
Số quan sát	570

*Ghi chú: *, **, ***: tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%*

nhà đầu tư (đặc biệt là khối đầu tư lướt sóng). Kết quả này tương đồng với kết luận của Nishat & Irfan (2003), Rashid & Rahman (2008), Zakaria & cộng sự (2012), Habib & cộng sự (2012), nhưng lại ngược với kết luận trong các nghiên cứu của Baskin (1989) và Vinh (2014).

Khả năng sinh lời của doanh nghiệp có tác động tỉ lệ thuận (+) đến *Dao động giá cổ phiếu* của doanh nghiệp với mức ý nghĩa là 1%. Điều này cho thấy doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động càng cao thì giá

cổ phiếu trên thị trường chứng khoán càng dao động mạnh, nhận định trên cũng phù hợp với thực tiễn khi nhà đầu tư luôn muốn đổ tiền vào các doanh nghiệp có hiệu quả cao trong sản xuất - kinh doanh, tất yếu, giá cổ phiếu của những công ty này luôn dao động mạnh do quá trình mua bán sôi động của thị trường. Kết quả đạt được phù hợp với nghiên cứu của Baskin (1989), Allen & Rachim (1996). Tuy nhiên, kết quả này lại trái ngược với kết luận của Nishat & Irfan (2004), Rashid & Rahman (2008), Vinh (2014).

Quy mô doanh nghiệp có tác động tỉ lệ nghịch (-) đến *Dao động giá cổ phiếu* với mức ý nghĩa 5%. Như vậy, quy mô doanh nghiệp càng lớn, giá cổ phiếu của doanh nghiệp càng cao. Điều này có thể lý giải bởi thực tế những công ty lớn trên thị trường Việt Nam thường có được lợi thế về danh tiếng. Đây chính là một trong những yếu tố tạo niềm tin của thị trường đối với sự vững mạnh về giá cổ phiếu khi đầu tư, do đó cổ phiếu của những công ty này thường ít có biến động lớn. Một cách lý giải khác cho kết quả nghiên cứu là những doanh nghiệp lớn thường có nhiều cơ hội hơn trong việc đa dạng hóa danh mục ngành nghề và đầu tư nên sẽ hạn chế được các rủi ro phi hệ thống, kết quả kinh doanh vì thế cũng ổn định hơn và cổ phiếu thường ít chịu sự biến động về giá trong ngắn hạn. Trong dài hạn, danh mục đầu tư sản xuất đa dạng cho doanh nghiệp nhiều cơ hội để tăng trưởng phát triển và đạt lợi nhuận. Đây chính là yếu tố ảnh hưởng đến sự ổn định trong dài hạn của các doanh nghiệp quy mô lớn. Cuối cùng, những mã cổ phiếu của các công ty lớn thường được sở hữu bởi những nhà đầu tư dài hạn, ít diễn ra hiện tượng đầu cơ nhất thời làm biến động giá mạnh như đối với trường hợp của các công ty nhỏ vốn bị nắm giữ bởi một nhóm người có mục đích đầu tư ngắn hạn. Kết quả này phù hợp với kết quả đạt được từ các nghiên cứu của Rashid & Rahman (2008) hay nghiên cứu của Nazir & cộng sự (2010) và Vinh (2014).

Cấu trúc tài chính và *Dao động giá cổ phiếu* của doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều (+) với mức ý nghĩa 10%. Có thể giải thích mối quan hệ này bằng thực tiễn khi doanh nghiệp vay nợ quá nhiều, chi phí lãi vay và áp lực trả nợ tạo ra nguy cơ vỡ nợ và rủi ro mất khả năng thanh toán. Do đó, thông thường, các nhà đầu tư ngại rủi ro sẽ đánh giá các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ càng lớn thì rủi ro về biến động giá càng mạnh. Kết quả đạt được phù hợp với kết luận từ các nghiên cứu của Baskin (1989), Allen & Rachim (1996), Nishat & Irfan (2004) và Vinh (2014).

Tốc độ tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ ngược chiều (-) với *Dao động giá cổ phiếu* với mức ý nghĩa 1%. Như vậy, giá cổ phiếu ít dao động hơn trong thời kỳ nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng cao và ổn định so với thời kỳ nền kinh tế có mức tăng trưởng thấp. Kết quả này ngược với kết luận của Pryymachenko (2003) khi thực hiện nghiên cứu tại Ukraine.

Lạm phát có tác động tỷ lệ thuận (+) đến *Dao động giá cổ phiếu* với mức ý nghĩa 1%. Như vậy, dao động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp sẽ mạnh hơn khi nền kinh tế đang ở trong giai đoạn lạm phát cao. Kết luận này phù hợp với lý thuyết hiệu ứng Fisher (1930) cũng như nghiên cứu của Waweru (2013).

5. Kết luận

Nghiên cứu tập trung phân tích các nhân tố tác động đến dao động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian 2008-2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự tác động có ý nghĩa thống kê của các nhân tố như: chính sách cổ tức, khả năng sinh lợi, cấu trúc tài chính và lạm phát có tác động tỉ lệ thuận (+) đến dao động giá cổ phiếu. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng kinh tế có tác động tỉ lệ nghịch (-) đến dao động giá cổ phiếu.

Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng trong lĩnh vực đầu tư tài chính, trong công tác quản trị doanh nghiệp cũng như trong điều hành chính sách kinh tế tài chính vĩ mô, nhất là trong điều kiện hiện nay, các nghiên cứu định lượng về dao động giá cổ phiếu còn ít ỏi. Nghiên cứu đã chỉ ra được một số đặc điểm của dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam và những nhân tố cơ bản có ảnh hưởng đến dao động giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Những kết quả của nghiên cứu sẽ phần nào giúp cho các nhà đầu tư ước lượng được mức độ ảnh hưởng của những biến động từ nhân tố bên trong cũng như bên ngoài doanh nghiệp đến sự dao động giá thị trường của các cổ phiếu để có thể dự đoán được các chuyển biến của giá cổ phiếu kịp thời, từ đó đưa ra những quyết định đầu tư phù hợp hơn và hạn chế được rủi ro khi tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán. Theo đó, nhà đầu tư nên chú ý đến các yếu tố và biến động của các yếu tố nội sinh doanh nghiệp như khả năng sinh lời, chính sách cổ tức chi trả, quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính mà công ty sử dụng cũng như các yếu tố vĩ mô như GDP, lạm phát… Những kết quả của nghiên cứu cũng giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp xây dựng một chính sách quản lý và những kế hoạch tài chính phù hợp với đặc điểm và mục tiêu phát triển, đồng thời có thể thực hiện các động thái tác động

tích cực nhằm đạt được giá trị doanh nghiệp như mục tiêu đề ra. Ngoài ra, kết quả của nghiên cứu sẽ là cơ sở để các nhà hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô đưa ra các giải pháp hạn chế rủi ro do dao động giá cổ phiếu quá mức có thể gây ra, góp phần ổn định và phát triển thị trường tài chính Việt Nam.

Bên cạnh những kết quả đạt được, nghiên cứu cũng còn hạn chế về dữ liệu và thời gian nghiên cứu. Do yêu cầu doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam phải có đầy đủ thông tin cần thiết phục vụ cho mục đích nghiên cứu nên dữ liệu chỉ bao gồm 95 doanh nghiệp với thời gian nghiên cứu trong 6 năm, từ 2008 đến 2013. Ngoài ra, một số biến có thể tác động đến dao động giá cổ phiếu trên thực tiễn nhưng chưa được đưa vào mô hình nghiên cứu. Do đó, nghiên cứu tương lai sẽ bổ sung thêm các biến mới để mô hình hồi quy được hoàn thiện hơn, dữ liệu và thời gian nghiên cứu cũng sẽ được mở rộng hơn để kết quả nghiên cứu đạt được sẽ chính xác hơn.❐

Tài liệu tham khảo

Adefila, J. J., Oladipo, J. A., & Adeoti, J. O. (2004), 'The Effect of Dividend Policy on the Market Price of Shares in Nigeria: Case Study of Fifteen Quoted Companies', *International Journal of Accounting*, 2(1). Available at: http://unilorin.edu.ng/publications/adeotijo/the%10effect%20of%20dividend%20policy.pdf and http://www.scribd.com/doc/132398617/14-the-Effect-of-Dividend-Policy-Error! Hyperlink reference not valid.

Ahmed, S. (2008). 'Aggregate economic variables and stock market in India'. *International Journal of Finance & Economics,* 14, 144-64.

Allen, D.E. & Rachim, V.S. (1996), 'Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence', *Applied Financial Economics*, 6 (2), 175-88.

Ambrosio, F. J. (2007), 'An Evaluation of risk metrics', *Valley Forge, Investment Counseling And Research, the Vanguard Group*. Available online at: retrieved on January 19, 2016 from <https://personal.vanguard.com/pdf/flgerm.pdf>.

Barnes, M. L., Boyd, J. H. & Smith, B. D. (1999), 'Inflation and asset returns'. *European Economic Review*, 43, 737-54.

Baskin, J. (1989), 'Dividend policy and the volatility of common stocks', *The Journal of Porfolio Management*, 15 (3), 19-25.

Bernanke, B. &d Kuttner, K.N. (2003). 'What explains the stock market"s reaction to federal? Reserve policy*?*', *Journal of Finance*, 60 (3), 122-157.

Brown, S.J. & Otsuki, T. (1990). 'Marcoeconomic factors and the Japanses equity markets'. *The CAPMD project, in Elton, E.J. and M.J.Japanese Capitals Markets, Harper & Row, New York, NY.*

Burton, G. M. (1973), 'A Random Walk Down Wall Street', *working paper in W.W. Norton & Company, Inc*.

Chiwon, Y. (2000), 'Fundamentals of Fads: Explaining Price Volatility of Emerging Markets', *Jod Market Paper, University of California, Irvine*, October 2000.

Fama, E.F. & Schwert, G.W. (1977), 'Asset Return and Inflation', *Journal of Financial Economics*, 5, 115-146.

Fama, E.F. (1970), 'Efficient capital markets: a review of theory and empirical work', *Journal of Finance,* 25, 383-417.

Fama, E.F. (1981), 'Stock Returns, Real Action, Inflation and Money', *American Economic Review*, 71 (4), 545-565.

Fisher, I. (1930). *The theory of Interest*, Macmillan, New York.

Gertler, M. & Grinols, E.L. (1982), 'Unemployment, inflation and common stock returns', *Journal of Money Credit and Banking*, 14 (2), 216-233.

Goodfriend, M. (2003), 'Interest rate policy should not react directly to asset prices', in Hunter, W., Kaufman, G. & Pomerleano, M. (Eds)*, Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary Policy and Regulatory Policies and International Policies*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, USA.

Gordon, M. J, (1963), 'Optimal investment and financing policy', *Journal of Finance*, 18 (2), 264-272.

Gultekin, N. B. (1983), 'Stock Market Returns and Inflation: Evidence from Other Countries', *Journal of Finance*, 38(1), 49-65.

Habib, Y., Kiani, Z.I. & Khan, M.A. (2012), 'Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Pakistan', *Global Journal of Management and Business Research*, 12 (5), 79-83.

Hussainey, K., Mgbame, C. O. & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011), 'Dividend policy and share price volatility: UK evidence', *The Journal of Risk Finance*, 12 (1), 57-68.

Jaffe, J. & Mandelker, G. (1976), 'The Fisher effect for risky assets: an empirical Investigation', *Journal of Finance*, 31, 447-458.

Jefferis, K.R. & Okeahalam, C.C. (2000). 'The impact of economic fundamentals on stock market in Africa'. *Devel-*

opment Southern Africa, 17(1). 23-51.

Khan, K.I. (2012), 'Effect of Dividends on Stock Prices - A case of chemical and pharmaceutical Industry of Pakistan', *Journal of Management*, 2(5), 141-148.

Khan, K.I., Amir, M., Qayyum, A., Nasir, A., & Khan, M.I. (2011), 'Can dividend decisions affect the stock prices: A case of dividend paying companies of KSE', *International Research Journal of Finance and Economics*, 76, 67-74.

Kinder, C. (2002). *Estimating Stock Volatility.* Mimeo, May 7th 2002. Available at: http://www.bryongaskin.net/education/MBA%20TRACK/CURRENT/MBA611/Assignments/Project/volatility%20report.doc

Lintner, John. V. (1956), 'Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes', *American Economic Review*, 46 (2), 97-133.

Maysami, R.C., Howe, L.C. & Hamaz, M.A. (2004). 'Relationship between macroeconomic variables and stock market indices: co-integration evidence from stock exchange of Singapore's All-S Sector Indices', *Journal Penguruson*, 24, 47-77.

Miller M.H. & Modigliani F. (1961), 'Dividend policy, growth, and the valuation of shares', *Journal of Business,* 34(4), 411-433.

Miller, Merton. H, & Kevin Rock, (1985), 'Dividend policy under asymmetric information', *Journal of Finance,* 40, 1031-105l.

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.

Nishat, M., Irfan, C.M. (2003), 'Dividend Policy and Stock Price Volatility in Pakistan', *Working Paper in 11th Pacific Basin Finance, Economics and Accounting Conference*

Parkinson, M. (1980), 'The extreme value method for estimating the variance of the rate of return', *Journal of Business Finance and Accounting*, 53 (1), 61-65.

Patelis, A.D. (1997), 'Stock return predictability: the role of monetary policy', *Journal of Finance,* 52, 1951-72.

Pryymachenko, I. (2003), 'Stock Price Volatility and its Determinants on the Emerging Financial Market of Ukraine', Master thesis, National University of Kyiv-Mohyla Academy, Ukraine.

Rashid A. & Rahman A.Z.M.A. (2008), 'Dividend policy and stock price volatility: evidence from Bangladesh', *Journal of Applied Business and Economics*, 8 (4), 71-81.

Siele, W. (2009), 'An Empirical investigation of the relationship between selected Marco Economic variables and the Nairobi Stock Exchange 20 Share Index', *Unpublished MBA project, University of Nairobi.*

Smal, M.M. & de Jager, S. (2001), 'The monetary transmission mechanism in South Africa'. *South African Reserve Bank Occasional Paper*, 16.

Thorbecke, W. (1997), 'On stock market returns and monetary policy', *Journal of Financ*e, 76, 635-564.

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 & Phát triển*, 203, 48-55.

Waweru, N.N. (2013), 'Analysis of the Determinants of Stock Price Volatility at Nairobi Securities Exchange', Research Project in University of Nairobi, October 2013.

Zakaria, Z., Muhamad, J. & Zukifili, 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), 01-08.

Thông tin tác giả:

***Đinh Bảo Ngọc,** Tiến sỹ*

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính - Ngân hàng

- Một số tạp chí tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Khoa học Kinh tế, International Journal of Economics and Finance

- Địa chỉ Email: dinhbaongoc@yahoo.com

Nguyễn Chí Cường

- Địa chỉ Email: nguyenchicuong36k15.2@gmail.com