

Chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Võ Xuân Vinh*

Bài báo nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến dao động giá cổ phiếu. Chính sách cổ tức được đo bằng tỷ lệ chi trả cổ tức và lợi tức cổ phiếu. Bài báo sử dụng phân tích mô hình hồi quy dữ liệu bảng với dữ liệu từ 103 công ty niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian từ năm 2008 đến năm 2012 (515 quan sát). Kết quả cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và lợi tức cổ phiếu lên dao động giá cổ phiếu, cụ thể tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động cùng chiều với dao động giá cổ phiếu và lợi tức cổ phiếu có tác động ngược chiều với dao động giá cổ phiếu. Ngoài ra, các yếu tố khác tác động lên dao động giá cổ phiếu bao gồm hiệu quả hoạt động, quy mô công ty, tỷ lệ nợ dài hạn, tăng trưởng tài sản.

Từ khóa: cổ tức, dao động giá cổ phiếu, dữ liệu bảng.

1. Giới thiệu

Nghiên cứu này nhằm tìm hiểu mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đã có nhiều nghiên cứu được thực hiện để phân tích mối quan hệ này ở nước ngoài, thể hiện ở các bài báo của Baskin (1989) ở Mỹ, Allen & Rachim (1996) ở Úc, Nishat & Irfan (2004) ở Pakistan, Hashemijoo và ctg (2012) ở Malaysia. Tuy nhiên, nghiên cứu chủ đề này chưa xuất bản nhiều ở Việt Nam và bài báo này là một trong những nghiên cứu đầu tiên về chủ đề này.

Ngoài ra, nghiên cứu có một số hàm ý đối với nhà đầu tư cũng như các nhà quản trị doanh nghiệp. Thứ nhất, nghiên cứu này giúp cho nhà đầu tư ước lượng mức độ ảnh hưởng của việc chi trả cổ tức đến dao động giá cổ phiếu nhằm lựa chọn cổ phiếu, danh mục theo mong muốn và giảm thiểu rủi ro trong đầu tư. Bên cạnh đó, bài báo cũng giúp nhà quản trị doanh nghiệp có kế hoạch đối với việc trả cổ tức của công ty đồng thời ảnh hưởng đến giá cổ phiếu theo mong muốn. Ngoài ra, bài báo giúp các nhà quản trị doanh nghiệp thấy được tầm quan trọng của chính sách cổ tức đến dao động giá cổ phiếu của công ty.

2. Cơ sở lý thuyết

Mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu đã được nhiều chuyên gia tài chính

nghiên cứu phân tích ở nước ngoài, tuy nhiên vẫn chưa đi đến một kết luận cuối cùng về mối quan hệ này. Nhiều nghiên cứu cho rằng chính sách cổ tức không làm thay đổi giá trị công ty, do đó không làm ảnh hưởng đến dao động giá cổ phiếu. Lập luận của những nghiên cứu này dựa trên nền tảng lý thuyết cổ tức không liên quan đến giá trị công ty của Miller & Modigliani (1961). Theo lý thuyết này, cổ tức và lợi nhuận vốn là hai cách để đưa lợi nhuận của công ty đến cổ đông. Khi một công ty phân phối lợi nhuận thông qua chi trả cổ tức, giá cổ phiếu sẽ giảm xuống đúng bằng cổ tức chi trả vào ngày giao dịch không hưởng quyền. Tuy nhiên trong thực tế, các nhà quản lý công ty lại thường chỉ chuyển đến cổ đông những thông tin khả quan về kết quả hoạt động kinh doanh và giữ lại những thông tin xấu cho đến khi có các quy định hoặc những giới hạn tài chính khiến họ phải công bố các thông tin đó ra bên ngoài, thể hiện qua các nghiên cứu của Ball và cộng sự (1979), Baker và cộng sự (1985) và Baker & Powel (1999). Partington (1985) cũng đưa ra kết luận về việc các nhà quản lý ở Úc đã xem việc chi trả cổ tức cho cổ đông là một kênh hỗ trợ giá cho cổ phiếu.

Quan điểm thứ hai cho rằng có sự liên quan giữa chính sách cổ tức và giá trị doanh nghiệp, bao gồm cả việc làm tăng hoặc làm giảm giá trị doanh nghiệp, dẫn đến thay đổi và gây ra dao động giá cổ phiếu.

Luồng quan điểm này dựa trên nhiều lý thuyết như dựa trên sự không chắc chắn của dòng cổ tức trong tương lai hay giả thuyết “con chim trong bàn tay” (bird in hand) của Gordon (1962), và giả thuyết tín hiệu của Miller & Rock (1985).

Baskin (1989) là một trong những người đầu tiên nghiên cứu về mối liên hệ giữa chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu. Nghiên cứu này đưa ra một số lý thuyết để giải thích những sự ảnh hưởng của chính sách cổ tức, bao gồm tỷ lệ chi trả cổ tức và lợi tức của cổ phiếu đối với dao động giá cổ phiếu. Chính sách cổ tức bao gồm hai đại diện là tỷ lệ chi trả cổ tức và lợi tức cổ phiếu sẽ tác động đến dao động giá thông qua hai cơ chế đó là cơ chế hiệu ứng chênh lệch giá và hiện ứng thông tin. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng cho rằng nhà quản trị có thể chủ động tác động lên dao động giá cổ phiếu thông qua việc chi trả cổ tức.

2.1. Hiệu ứng chênh lệch giá

Hiệu ứng này xây dựng trên giả định thị trường tài chính không hoạt động hiệu quả. Theo đó, giá cổ phiếu có thể đi chệch ra khỏi giá trị nội tại, và việc tạo ra lợi nhuận từ chênh lệch giá có thể khó khăn nếu không muốn nói là không thể vì sự cân bằng diễn ra chậm chạp. Khi công ty chi trả cổ tức sẽ gây ra một hiệu ứng đầu tư và các nhà đầu tư có thể quan tâm hơn và nhận ra sự chênh lệch này, họ sẽ mua, bán cổ phiếu từ đó dẫn đến dao động giá cổ phiếu.

2.2. Hiệu ứng thông tin

Hiệu ứng thông tin là việc công ty đưa thông tin đến công chúng thông qua trả cổ tức. Nếu công ty đồng thời cùng chi trả cổ tức và cung cấp thông tin về lợi nhuận đạt được, nhà đầu tư sẽ cảm thấy tin tưởng hơn về tương lai ổn định của công ty. Nếu nhà đầu tư tin chắc vào quyết định của mình, họ sẽ phản ứng ít hơn đối với những nguồn thông tin nghi vấn và mong chờ của họ từ giá trị cổ phiếu sẽ không bị những ảnh hưởng bất hợp lý chi phối. Đặc biệt, hiệu ứng thông tin cho thấy nhà quản trị có thể làm giảm dao động giá bằng việc tăng tỷ lệ chi trả cổ tức dự kiến.

Allen & Rachim (1996) nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường Úc dựa trên cơ sở lý thuyết do Baskin (1989) đưa ra như đã nêu trên. Nghiên cứu này kết luận rằng có mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và dao động giá cổ phiếu. Các yếu tố khác cũng quyết định đến dao động giá cổ phiếu bao gồm dao động lợi nhuận, quy mô công

ty và tỷ lệ nợ dài hạn. Kết quả này không giống với kết quả nghiên cứu của Baskin (1989), khi ông này đưa ra kết luận có mối quan hệ ngược chiều có ý nghĩa và mang tính chi phối giữa lợi tức cổ tức và dao động giá cổ phiếu, bác bỏ giả thuyết lợi tức cổ tức gây tác động lên dao động giá cổ phiếu, và đề xuất chính tỷ lệ chi trả cổ tức, quy mô công ty, tỷ lệ nợ dài hạn và dao động lợi nhuận là những yếu tố tác động chính.

Nishat & Irfan (2004) phân tích mối quan hệ giữa dao động giá cổ phiếu và chi trả cổ tức bằng tiền mặt sau khi kiểm soát các biến quy mô công ty, dao động lợi nhuận, tỷ lệ đòn bẩy và tăng trưởng tài sản. Kết quả cho thấy cả hai biến đại diện cho chính sách cổ tức bằng tiền mặt bao gồm lợi tức và tỷ lệ chi trả cổ tức đều có tác động ý nghĩa đến dao động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Pakistan. Mức độ tác động này không bị ảnh hưởng ngay cả khi các biến kiểm soát trên được đưa vào. Điều đó cho thấy chi trả cổ tức bằng tiền mặt ảnh hưởng đến dao động giá cổ phiếu và cung cấp bằng chứng hỗ trợ cho các hiệu ứng lý thuyết mà Baskin (1989) đã đưa ra. Rashid & Rahman (2008) đã thực hiện nghiên cứu nhằm tìm ra ảnh hưởng của giá chứng khoán trước và sau thông báo chi trả cổ tức trên thị trường chứng khoán Dhaka. Bên cạnh kết luận về việc không có tác động có ý nghĩa vào giá cổ phiếu trước và sau thông báo chi trả cổ tức, nghiên cứu còn cho thấy chính tỷ lệ chi trả cổ tức có mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê với dao động giá cổ phiếu, trong khi lợi tức cổ phiếu thì không có tác động tới dao động giá. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Allen và Rachim (1996) nhưng lại khác với kết quả của Baskin (1989).

3. Giả thuyết nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết và qua một số nghiên cứu thực nghiệm về chính sách cổ tức và dao động giá của cổ phiếu, bài báo xây dựng các giả thuyết như sau:

H1: Có mối tương quan ngược chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và dao động giá cổ phiếu

H2: Có mối tương quan ngược chiều giữa lợi tức cổ phiếu và dao động giá cổ phiếu.

Ngoài ra, nghiên cứu này cũng kiểm định một số giả thuyết nghiên cứu khác được các tác giả khác xem xét, bao gồm:

H3: Có mối tương quan cùng chiều giữa hiệu quả hoạt động và dao động giá cổ phiếu

H4: Có mối tương quan cùng chiều giữa tỷ lệ nợ

dài hạn và dao động giá cổ phiếu.

H5: Có mối tương quan ngược chiều giữa quy mô công ty và dao động giá cổ phiếu.

H6: Có mối tương quan cùng chiều giữa tăng trưởng tài sản công ty và dao động giá cổ phiếu.

4. Phương pháp và mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được thể hiện bằng hàm số sau:

$PV = f(PAYOUT, DY, AEF, DEBT, SIZE, GROWTH)$

Từ mô hình tổng quát trên, nghiên cứu tiến hành sử dụng phân tích hồi quy pooled, phân tích hồi quy cho dữ liệu bảng bao gồm mô hình hồi quy dữ liệu bảng với tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy dữ liệu bảng với tác động ngẫu nhiên (REM) lần lượt được đưa vào xem xét như trình bày ở Wooldridge (1997) và Hsiao (2003). Để có cơ sở lựa chọn FEM hay REM nghiên cứu này sử dụng kiểm định Hausman (1978).

Biến phụ thuộc trong mô hình là dao động giá cổ phiếu (PV). Giống như các nghiên cứu trước cùng chủ đề Baskin (1989), Allen và Rachim (1996), tác giả sử dụng các biến độc lập đại diện cho chính sách cổ tức bao gồm: tỷ lệ chi trả cổ tức (PAYOUT) và lợi tức của cổ phiếu (DY). Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng một số biến kiểm soát khác đã được sử dụng trong các nghiên cứu tác động dao động giá bao gồm: hiệu quả hoạt động (AEF), tỷ lệ nợ dài hạn (DEBT), quy mô công ty (SIZE) và tăng trưởng tài sản công ty (GROWTH).

Dao động giá (PV): được đo lường bởi khoảng dao động của giá cổ phiếu xung quanh mức trung bình của nó trong một khoảng thời gian (Abken & Nandi, 1996). Nếu một cổ phiếu được xem là dao động mạnh, giá sẽ có nhiều biến động trong khoảng thời gian đó. Ngược lại một cổ phiếu ít dao động sẽ có ít biến động hơn. Do đó cách tính nguyên thủy đầu tiên của dao động giá cổ phiếu chính là độ lệch chuẩn của giá đóng cửa cuối ngày. Đến nay đã có nhiều nghiên cứu đưa ra để thay thế cách tính nguyên thủy về dao động giá như nghiên cứu của Parkinson (1980), Garman & Klass (1980), Roger & Satchell (1991) đã tăng đáng kể hiệu quả của việc ước lượng dao động giá. Mỗi cách tính về dao động giá đều dựa trên những giả thuyết không thực tế. Theo các nghiên cứu của Baskin (1989), Allen & Rachim (1996), tác giả đo lường dao động giá cổ phiếu dựa trên nghiên cứu của Parkinson (1980) với

công thức như sau:

$$PV = \sqrt{\left(\frac{H_i - L_i}{H_i + L_i} \right)^2}$$

Trong đó H_i và L_i là giá cao nhất và thấp nhất trong năm. Parkinson (1980) cũng đồng thời chứng minh tính ưu việt của phương pháp này so với phương pháp truyền thống do phương pháp truyền thống chỉ sử dụng giá đầu và cuối mỗi thời kỳ.

Tỷ lệ chi trả cổ tức (PAYOUT): là tỷ lệ phần trăm lợi nhuận thuần được trích ra để thanh toán cho cổ đông dưới dạng cổ tức bằng tiền mặt.

Lợi tức cổ phiếu (DY): được đo bằng tổng số tiền mặt chi trả cho cổ đông trong năm chia cho trung bình giá trị thị trường của cổ phiếu trong năm.

Hiệu quả hoạt động (AEF): được tính bằng tỷ lệ giữa tổng lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản.

Tỷ lệ nợ dài hạn hay đòn bẩy tài chính (DEBT): tỷ lệ giữa tổng nợ dài hạn với tổng tài sản của công ty.

Quy mô công ty (SIZE): là logarithm tự nhiên của giá trị thị trường trung bình của công ty. Giá trị thị trường trung bình được tính bằng giá trung bình của cổ phiếu trong năm quan sát nhân với số lượng cổ phiếu lưu hành trong năm đó (Baskin, 1989); Allen & Rachim, 1996).

Tăng trưởng tài sản (GROWTH): là tỷ lệ tăng trưởng tài sản của năm hiện hành so với năm liền trước đó giống như cách tính trong nghiên cứu của Baskin (1989), Allen & Rachim (1996) và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây.

Các biến nghiên cứu và công thức tính cũng như kỳ vọng dấu được trình bày trong phụ lục 1.

5. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ 103 công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh cho khoảng thời gian 2008 đến 2012. Dữ liệu phải đảm bảo được các tiêu chuẩn sau: i) Các công ty được niêm yết trước ngày 01/01/2008 và các báo cáo tài chính được công bố đầy đủ; ii) Các công ty tài chính sẽ được loại ra khỏi mẫu vì cấu trúc và chế độ kế toán có sự khác biệt đáng kể với các công ty

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Các biến trong mô hình	Giá trị trung bình	Giá trị trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị bé nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
PV	0,831	0,793	1,665	0,175	0,346	515
PAYOUT	0,388	0,388	3,567	-1,205	0,613	515
DY	0,069	0,060	0,359	0,000	0,062	515
AEF	0,111	0,095	0,614	-0,510	0,094	515
GROWTH	0,174	0,114	2,336	-0,674	0,296	515
SIZE	2,636	2,521	4,751	-0,756	0,628	515
DEBT	0,102	0,032	0,693	0,000	0,148	515

Nguồn: Tính toán của tác giả

phi tài chính; và iii) Các công ty không bị hủy niêm yết trong thời gian 2008-2012, cổ phiếu được giao dịch liên tục trong khoảng thời gian này hoặc nếu tạm ngừng giao dịch thì thời gian tạm ngừng ít hơn ba tháng. Với các tiêu chí trên, có 103 công ty đạt tiêu chuẩn và tổng cộng có 515 quan sát trong 5 năm.

6. Kết quả và thảo luận kết quả

Bảng 1 giới thiệu thống kê mô tả các biến. Từ bảng thống kê trên, có một số thông tin nổi bật sau:

Tỷ lệ chi trả cổ tức (PAYOUT) tương đối cao thể hiện qua giá trị trung bình chi trả cổ tức của các công ty qua các năm là 38,8%, cho thấy trung bình chung các công ty sử dụng gần 40% lợi nhuận sau thuế thu được để trả cổ tức cho cổ đông. Tỷ lệ chi trả cổ tức thấp nhất thuộc về Công ty cổ phần Kinh đô (KDC) năm 2008 với giá trị -1,2. Nguyên nhân của việc tỷ lệ chi trả cổ tức là số âm do trong năm công ty thực hiện tạm ứng cổ tức cho cổ đông nhưng kết quả kinh doanh cuối năm của công ty là số âm. Tuy nhiên, đa phần các công ty chỉ tạm ứng cổ tức khi đã chắc chắn về kết quả kinh doanh năm của mình, nên chỉ có 2/515 trường hợp có tỷ lệ chi trả cổ tức là số âm.

Lợi tức cổ phiếu (DY) của các công ty tương đối thấp khi tỷ lệ lợi tức trung bình của các công ty trong các năm qua là 7%. Điều này cho thấy nếu một nhà đầu tư mua cổ phiếu với mong muốn được hưởng cổ tức thì mức lợi nhuận mong chờ dành cho họ chỉ đạt 7%/năm.

Bảng 2 trình bày hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình. Có thể thấy dao động giá cổ phiếu có tương quan cùng chiều với tỷ lệ chi trả cổ tức (PAYOUT), tăng trưởng (GROWTH) và đòn bẩy tài chính (DEBT) và tương quan ngược chiều với lợi tức cổ phiếu (DY), hiệu quả hoạt động (AEF) và quy mô công ty (SIZE).

Ngoài ra, ma trận hệ số tương quan giữa các biến cũng được sử dụng để phân tích và kiểm tra khả năng xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình. Dựa vào bảng số liệu trên có thể kết luận khả năng xuất hiện đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy là không lớn do hầu hết các hệ số tương quan giữa các biến đều khá nhỏ, không có trường hợp nào có trị tuyệt đối vượt quá 0.8. Hơn nữa, có thể lưu ý thấy 2 biến PAYOUT và DY có quan hệ tương quan cùng chiều với hệ số khá thấp (0.26) nên nghiên cứu

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

	PV	PAYOUT	DY	AEF	GROWTH	SIZE	DEBT
PV	1						
PAYOUT	0,026	1					
DY	-0,161	0,261	1				
AEF	-0,156	0,073	0,254	1			
GROWTH	0,077	0,010	-0,030	0,184	1		
SIZE	-0,066	-0,082	-0,269	0,216	0,219	1	
DEBT	0,121	-0,132	-0,203	-0,247	0,147	0,266	1

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3: Kết quả hồi quy qua các mô hình 2

Biến	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4		Mô hình 5	
	Pooled model		Cross-section fixed		Period fixed		Cross-section fixed & Period fixed		Cross-section random	
	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.
C	1,0595***	0,0000	1,1536***	0,0000	1,0335***	0,0000	0,8915***	0,0000	1,0595***	0,0000
PAYOUT	0,0682*	0,0798	0,1406***	0,0020	-0,0571*	0,0535	-0,0126	0,6752	0,0682*	0,0775
DY	-	0,0003	-	0,0038	-0,5094**	0,0131	-0,4789**	0,0239	-	0,0003
AEF	-0,3011*	0,0971	-0,0848	0,7458	-0,3209**	0,0139	-0,0164	0,9220	-0,3011*	0,0946
DEBT	0,2278**	0,0416	0,6884**	0,0171	0,1671**	0,0332	0,3583**	0,0432	0,2278**	0,0401
SIZE	-	0,0055	-0,1492**	0,0488	-0,0481**	0,0124	-0,0195	0,6801	-	0,0052
GROWTH	0,1190**	0,0233	0,1040*	0,0774	-0,0068	0,8555	-0,0417	0,2550	0,1190**	0,0223
No. of observation	515		515		515		515		515	
Adjusted R-squared	0,0606		0,0746		0,5396		0,6545		0,0606	
Prob(F-statistic)	0,0000		0,0134		0,0000		0,0000		0,0000	

Ghi chú: i) Biến phụ thuộc: PV và ii) *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%; Nguồn: Tính toán của tác giả

không cần chạy phương trình hồi quy với các biến độc lập PAYOUT và DY đơn lẻ. Phương pháp này cũng giống như Baskin (1989) và Allen & Rachim (1996) khi đưa cả PAYOUT và DY vào mô hình hồi quy.

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 (pooled model), thứ hai là mô hình hồi quy với các tác động cố định (fixed effects model) và cuối cùng là mô hình hồi quy với các tác động ngẫu nhiên (random effects model). Kết quả kiểm định Hausman cho thấy FEM là ước lượng được lựa chọn phù hợp hơn so với REM. Tuy nhiên, để tăng độ tin cậy, khi thảo luận kết quả, bài báo sẽ thảo luận tất cả các ước lượng và nếu kết quả có sự khác biệt sẽ lấy kết quả của ước lượng FEM.

Từ kết quả trên, có thể thấy một số điểm nổi bật ở kết quả như sau: Thứ nhất, phần lớn các hệ số của mô hình có ý nghĩa thống kê ở mức 10% và nhiều hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Thứ hai, hệ số R-squared điều chỉnh có sự thay đổi lớn giữa các mô hình và điều này phù hợp với lý thuyết kinh tế lượng. Thứ ba, hệ số Prob(F-statistic) đều nhỏ hơn 0.05.

Kết quả ở cả năm mô hình cho thấy hệ số hồi quy của biến PAYOUT có dấu dương và có ý nghĩa thống kê (ngoại trừ mô hình 4). Như vậy có thể kết luận, các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao sẽ có mức dao động giá cổ phiếu cao hơn các công ty khác. Kết quả tìm thấy trái ngược với các lý thuyết đưa ra của Baskin (1989) và các kết quả thực nghiệm trước đó. Kết luận này có thể được lý giải bởi thị trường Việt Nam đang còn non trẻ, khá nhiều nhà đầu tư xem xét việc chi trả cổ tức như một tín hiệu phát triển tốt của công ty và luôn cố gắng mua cổ phiếu của những công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn các công ty khác. Ngoài ra, giá cổ phiếu biến động bởi sự mua đi bán lại của các nhà đầu tư sử dụng chiêu thức đầu cơ ngắn hạn kiếm lời hơn là đầu tư dài hạn, nên các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao thường được các nhà đầu tư chú ý hơn, nên dao động giá cổ phiếu cao hơn.

Kết quả cũng cho thấy biến DY có hệ số hồi quy mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa thống kê 1% hoặc 5%. Điều này có nghĩa các công ty có lợi tức cổ phiếu cao cũng có dao động giá cổ phiếu thấp. Kết quả này cũng tương đồng với kết quả tìm thấy của Baskin (1989), Nishat & Irfan

(2004) và Hashemijoo và cộng sự. (2012), không giống với kết quả của Allen & Rachim (1996) và Rashid & Rahman (2008).

Như vậy, đối với quan hệ giữa chính sách cổ tức và dao động giá cổ phiếu, chúng ta có thể bác bỏ giả thuyết “có mối tương quan ngược chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và dao động giá cổ phiếu” và đưa ra bằng chứng khẳng định mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và dao động giá cổ phiếu. Tuy nhiên, nghiên cứu đưa ra bằng chứng chấp nhận giả thuyết “Có mối tương quan ngược chiều giữa lợi tức cổ phiếu và dao động giá cổ phiếu”.

Giả thuyết đưa ra là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cao sẽ dẫn đến giá cổ phiếu dao động nhiều. Kết quả ở các mô hình thấy rằng giá trị của hệ số hồi quy của biến AEF có dấu âm mức ý nghĩa 10% và 5% (một số mô hình khác tuy không có ý nghĩa thống kê nhưng dấu của hệ số hồi quy vẫn là dấu âm). Như vậy, có thể thấy giả thuyết H3: “Có mối tương quan cùng chiều giữa hiệu quả hoạt động và dao động giá cổ phiếu” không có bằng chứng được chấp nhận ở nghiên cứu này và khẳng định lợi nhuận doanh nghiệp càng cao thì biến động giá cổ phiếu càng thấp. Nghiên cứu của Nishat & Irfan (2004) và Rashid & Rahman (2008) cũng cho kết quả tương tự. Một cách lý giải khác có thể là do cổ đông đánh giá triển vọng của công ty qua chỉ số lợi nhuận này, từ đó có các quyết định đầu tư ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Kết luận trên cũng cho thấy có sự khác biệt giữa các kết quả nghiên cứu giữa các nước phát triển trong các nghiên cứu của Baskin (1989) và Allen & Rachim (1996) và các nước đang phát triển trong các nghiên cứu của Nishat & Irfan (2004), Rashid & Rahman (2008). Điều này hàm ý một phần lớn các nhà đầu tư mua bán cổ phiếu thường xuyên có thể không chú trọng nhiều đến lợi nhuận doanh nghiệp khi mua bán cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam nên những cổ phiếu có lợi nhuận tốt thì dao động không nhiều.

Kết quả hồi quy của nghiên cứu này cho thấy dấu của hệ số hồi quy của biến DEBT giống với dấu kỳ vọng của giả thuyết, tức là tỷ lệ nợ dài hạn và dao động giá cổ phiếu có mối quan hệ cùng chiều với mức ý nghĩa 5% ở tất cả các mô hình. Kết quả này cho phép nghiên cứu kết luận chấp nhận giả thuyết H4: có mối tương quan cùng chiều giữa tỷ lệ nợ dài hạn và dao động giá cổ phiếu. Trong các kết quả nghiên cứu của Baskin (1989), Allen & Rachim (1996), Nishat & Irfan (2004) và Hashemijoo và

cộng sự. (2012) đều tìm thấy mối quan hệ dương và có ý nghĩa thống kê giữa tỷ lệ nợ dài hạn và dao động giá cổ phiếu. Tuy nhiên, trong nghiên cứu của Hashemijoo và cộng sự (2012) thì không đưa ra được kết luận tương tự.

Dấu của hệ số hồi quy SIZE giống như kỳ vọng của giả thuyết ban đầu, với mức ý nghĩa thống kê 1% ở mô hình 1 và mô hình 5 và mức ý nghĩa thống kê 5% ở mô hình 2 và 3. Như vậy, nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H5 cho thấy mối liên hệ giữa quy mô công ty và dao động giá cổ phiếu và mối liên hệ này là nghịch biến khi hệ số hồi quy mang dấu âm ở các mô hình. Theo lý thuyết, các công ty có quy mô lớn thường có khuynh hướng đa dạng hóa đầu tư, vì thế có thể tránh được sự ảnh hưởng do chu kỳ kinh doanh của một ngành kinh doanh đơn lẻ, kết quả kinh doanh sẽ được ổn định hơn so với các công ty có quy mô nhỏ. Ngoài ra, các công ty có quy mô lớn cũng được tập trung chú ý đầu tư của các tổ chức đầu tư tài chính lớn, có các chiến lược đầu tư ổn định lâu dài. Đây cũng là yếu tố khiến dao động giá của các công ty có quy mô lớn được cho là ổn định hơn. Một lý giải nữa có thể do các công ty lớn còn có cổ đông là các tổ chức tài chính chuyên nghiệp đầu tư lâu dài còn các công ty có quy mô nhỏ chủ yếu được sở hữu bởi một hoặc một số nhóm người với mục đích đầu tư ngắn hạn cho nên dẫn đến kết quả mối liên hệ ngược chiều giữa quy mô công ty và dao động giá cổ phiếu.

Kết quả nghiên cứu từ mô hình hồi quy chỉ ra tăng trưởng tài sản và dao động giá cổ phiếu có quan hệ cùng chiều, đúng với kỳ vọng của giả thuyết nghiên cứu và các hệ số đều có ý nghĩa thống kê ở mức 10% và 5%. Kết quả này phù hợp với các kết quả nghiên cứu của Baskin (1989), Allen & Rachim (1996), Nishat & Irfan (2004), và Rashid & Rahman (2008). Như vậy, chấp nhận giả thuyết có mối tương quan cùng chiều giữa tăng trưởng tài sản công ty và dao động giá cổ phiếu.

Tóm lại, nghiên cứu chỉ ra rằng, trên thị trường chứng khoán Việt Nam, ngoài phân tích về tác động của chính sách cổ tức như trên, thì dao động giá cổ phiếu công ty chịu ảnh hưởng cùng chiều và có ý nghĩa thống kê bởi tỷ lệ nợ của công ty và tăng trưởng tài sản của công ty. Mặt khác, hiệu quả hoạt động và quy mô của công ty có tác động ngược chiều đến dao động giá cổ phiếu.

7. Kết luận

Nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa chính sách

cổ tức đối với dao động giá cổ phiếu. Ngoài ra, nghiên cứu cũng xem xét tác động của các yếu tố như lợi nhuận, quy mô công ty, tỷ lệ nợ dài hạn và tăng trưởng tài sản lên dao động giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy sự tác động có ý nghĩa thống kê của các yếu tố như tỷ lệ chi trả cổ tức, lợi tức cổ phiếu, dao động lợi nhuận, quy mô công ty, tỷ lệ nợ dài hạn và tăng trưởng tài sản lên dao động giá cổ phiếu của doanh nghiệp có ý nghĩa thống kê.

Đối với tác động của chính sách cổ tức lên dao động giá, có thể thấy hai biến chính đại diện cho chính sách cổ tức trong nghiên cứu này là tỷ lệ chi trả cổ tức và lợi tức cổ phiếu đều có tác động lên dao động giá cổ phiếu có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên biến lợi tức cổ phiếu có tác động ngược chiều và có ý nghĩa thống kê lên dao động giá cổ phiếu, còn biến tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê lên dao động giá cổ phiếu.

Các yếu tố được chọn làm biến kiểm soát trong mô hình cũng cho thấy mối liên hệ với dao động giá

cổ phiếu. Đa số các biến này có tác động đến dao động giá cổ phiếu giống như kỳ vọng của giả thuyết, cụ thể tỷ lệ nợ dài hạn và tăng trưởng tài sản có tác động cùng chiều, biến quy mô công ty có tác động ngược chiều đến dao động giá cổ phiếu. Tuy nhiên, biến dao động lợi nhuận lại có tác động trái với giả thuyết ban đầu, và có tác động ngược chiều với dao động giá cổ phiếu.

Nghiên cứu này có một số hàm ý đối với các nhà đầu tư và các nhà quản trị doanh nghiệp. Đối với các nhà đầu tư, nghiên cứu đã cung cấp thêm một kênh thông tin về các yếu tố tác động đến rủi ro giá cổ phiếu để từ đó giúp nhà đầu tư có thêm định hướng khi xác định chiến lược đầu tư cổ phiếu của mình. Đối với các nhà quản trị doanh nghiệp, giống như lý thuyết của Baskin (1989), việc chi trả cổ tức cũng có tác động nhất định đối với dao động giá cổ phiếu giúp cho các nhà quản trị có thể sử dụng chính sách cổ tức để có mức độ dao động giá cổ phiếu kỳ vọng. □

Phụ lục 1: Tóm tắt khái niệm các biến nghiên cứu, công thức tính và kỳ vọng quan hệ dấu trong nghiên cứu

Biến độc lập	Ký hiệu	Công thức tính	Quan hệ
Tỷ lệ chi trả cổ tức	PAYOUT	Tổng số tiền chi trả cho cổ đông/ Tổng lợi nhuận sau thuế của công ty	-
Lợi tức cổ phiếu	DY	(Tổng số tiền cổ tức cổ đông nhận được trong năm)/ (Giá trị trung bình cổ phiếu trong năm)	-
Hiệu quả hoạt động	AEF	Tổng lợi nhuận trước thuế và lãi va/ (Tổng tài sản)	+
Tỷ lệ nợ dài hạn	DEBT	Tổng nợ dài hạn/ Tổng tài sản	+
Quy mô công ty	SIZE	Ln (giá trị thị trường)	-
Tăng trưởng tài sản	GROWTH	Tổng tài sản năm hiện hành/ Tổng tài sản năm liền trước	+

Tài liệu tham khảo

- Abken, P.A. & Nandi, S. (1996), 'Options and Volatility', *Economic Review*, Vol. Dec, pp. 21-35.
- Allen, D.E. & Rachim, V.S. (1996), 'Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence', *Applied Financial Economics*, Vol. 6, no. 2, pp. 175-88.
- Baker, H.K., E.Farrelly, G. & B.Edelman, R. (1985), 'A survey of management views on dividend policy', *Financial management*, Vol. 14, No. 3, pp. 78-84.
- Baker, H.K. & Powel, G.E. (1999), 'How corporate managers view dividend policy', *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 38, No. 2, pp. 17-35.
- Ball, R., Brown, P., J.Finn, F. & Officer, R.R. (1979), 'Dividends and the value of the firm: evidence from the Australian equity market', *Australian Journal of Management*, Vol. 4, No. 1, pp. 13-26.
- Baskin, J. (1989), 'Dividend policy and the volatility of common stocks', *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 15, No. 3, pp. 19-25.
- Garman, M.B. & Klass, M.J. (1980), 'On the Estimation of Security Price Volatility from Historical Data', *Journal of Business*, Vol. 53, No. 1, pp. 67-78.

- 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.
- Hashemijoo, M., Ardekani, A.M. & Younesi, N. (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. 111-29.
- Hausman, J. (1978), 'Specification Tests in Econometrics', *Econometrica*, vol. 46, pp. 1251 - 71.
- Hsiao, C. (2003), *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961), 'Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares', *The Journal of Business*, vol. 34, pp. 411-33.
- Miller, M.H. & Rock, K. (1985), 'Dividend Policy under Asymmetric Information', *The Journal of Finance*, vol. 40, no. 4, pp. 1031-51.
- Nishat, M. & Irfan, C.M. (2004), 'Dividend policy and stock price volatility in Pakistan', *Working paper*.
- Parkinson, M. (1980), 'The extreme value method for estimating the variance of the rate of return', *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 53, no. 1, pp. 61-5.
- Partington, G.H. (1985), 'Dividend policy and its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence', *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 12, pp. 531-42.
- Rashid, A. & Rahman, A.Z.M.A. (2008), 'Dividend policy and stock price volatility: evidence from Bangladesh', *Journal of Applied Business and Economics*, vol. 8, no. 4, pp. 71-81.
- Roger, L.C. & Satchell, S. (1991), 'Estimating variance from High, Opening & Closing Price annals of applied probability', *The Annals of Applied Probability*, vol. 1, no. 4, pp. 504-12.
- Wooldridge, J.M. (1997), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Massachusetts London, England.

Dividend policy and stock price volatility in Vietnam stock market

Abstract:

This paper investigates the impact of dividend policy on stock price volatility. Dividend policy is proxied by dividend payout and dividend yield. This research uses panel data analysis with a data set from 103 firms listed on Ho Chi Minh City stock exchange from 2008 to 2012 (515 observations). The results provide evidence of a significant relationship between dividend payout and stock price volatility and between dividend yield and stock price volatility. Dividend payout is positively correlated with stock price volatility while dividend yield is negatively correlated with stock price volatility. Other factors affecting stock price volatility include firm performance, size, long term debt ratio and asset growth.

Thông tin tác giả:

* **Võ Xuân Vinh**, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Ngân hàng - Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, Tài chính, Ngân hàng

- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Phát triển khoa học và công nghệ, Tạp chí công nghệ ngân hàng, Global Finance Journal, Research in International Business and Finance, Applied Financial Economics, Applied Economics, International Review of Financial Analysis, Emerging Markets Finance and Trade

- Thông tin liên lạc: Địa chỉ email: vinhvx@ueh.edu.vn