

TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH CỔ TỨC TỚI BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU - BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HỒ CHÍ MINH

Trần Tất Thành

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: trantatthanh@neu.edu.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Đại học Công nghiệp Hà Nội

Email: yennth@hau.edu.vn

Hoàng Kiều Anh

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: kieukieu0521@gmail.com

Ngày nhận: 27/08/2022

Ngày nhận lại: 25/10/2022

Ngày duyệt đăng: 28/10/2022

Nghiên cứu này đánh giá ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2016 - 2020. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi quy để đánh giá ảnh hưởng nêu trên. Trong quá trình thực hiện, nhóm tác giả tiến hành các kiểm định cần thiết và khắc phục các hiện tượng như đa cộng tuyến, phương sai không đồng đều. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động thuận chiều và cổ tức trên một cổ phiếu có tác động ngược chiều đến biến động giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu phù hợp với lập luận của lý thuyết tín hiệu và có thể giúp nhà đầu tư có chiến lược đầu tư phù hợp.

Từ khóa: chính sách cổ tức, công ty niêm yết, biến động giá cổ phiếu.

JEL Classifications: D53, F65.

1. Giới thiệu

Tác động của chính sách cổ tức tới biến động giá cổ phiếu là vấn đề quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách, các nhà quản lý và các nhà đầu tư trong việc đưa ra quyết định trên góc độ rủi ro đầu tư. Đã có nhiều nghiên cứu trước đây về chủ đề này (Ví dụ: (Lintner, 1956), (Gordon, 1963); (Miller & Modigliani, 1961); (Black & Scholes, 1974); (Al-Malkawi, 2008)). Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đây cho kết quả không thống nhất. Ở Việt Nam, các nghiên cứu về chủ đề này chưa nhiều và dữ liệu cũng chưa cập nhật. Thị trường chứng khoán tại Việt Nam đang ngày càng có bước thay đổi, phát triển

mạnh mẽ, thu hút ngày càng nhiều nhà đầu tư. Tác động của chính sách cổ tức tới biến động giá cổ phiếu như thế nào vẫn là một câu hỏi cần nhiều nghiên cứu thực nghiệm bổ sung cho lịch sử nghiên cứu về vấn đề này. Nghiên cứu này nhằm mục đích trả lời câu hỏi nghiên cứu sau: Ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp được niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2020 như thế nào? Bằng phương pháp nghiên cứu định lượng hồi quy trên dữ liệu bảng. Mẫu được chọn gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán HOSE, có đầy đủ 5 năm trả cổ tức liên tục bằng tiền

mặt hoặc cổ phiếu từ 2016 tới 2020. Các lập luận được giải thích theo cơ sở các lý thuyết về cổ tức. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu, và tùy từng thang đo, ảnh hưởng sẽ khác nhau. Kết quả nghiên cứu bổ sung cho lịch sử nghiên cứu về ảnh hưởng không rõ ràng giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và cổ tức trên một cổ phiếu đến biến động giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cũng cung cấp thêm cơ sở để đưa ra các khuyến nghị đối với nhà đầu tư trên sở giao dịch chứng khoán HOSE nói riêng và nhà đầu tư chứng khoán ở Việt Nam nói chung.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Các lý thuyết về chính sách cổ tức đã được nghiên cứu trong nhiều năm qua và vẫn đang tiếp tục là một chủ đề gây tranh cãi giữa các học giả. Ở lý thuyết cầm chắc lợi ích (Bird in hand), Lintner (1956) và Gordon (1959) cho rằng nhận được cổ tức bằng tiền mặt có giá trị hơn là chờ đợi lãi về vốn khi giá cổ phiếu tăng, do sự không chắc chắn của dòng tiền trong tương lai và thông tin không cân xứng nên các nhà đầu tư muốn nhận cổ tức hơn lợi nhuận giữ lại. Lý thuyết này bao gồm hai ý tưởng: tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ tỷ lệ thuận với giá cổ phiếu và tỷ lệ nghịch với chi phí vốn chủ sở hữu. Do đó, các doanh nghiệp phải thực hiện chính sách chi trả cổ tức cao để nâng cao giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, Miller và Modigliani (1961) và Black và Scholes (1974) phát triển một lý thuyết cho rằng chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và chi phí vốn. Như vậy, chính sách cổ tức không liên quan đến sự biến động của giá cổ phiếu (Dividend irrelevance).

Một số tác giả đã nhấn mạnh tầm quan trọng của nội dung thông tin về cổ tức (Asquith và Mullin, 1983; Born, Moser & officer 1983). Miller và Rock (1985) cho rằng thông báo cổ tức cung cấp những thông tin còn thiếu về công ty và cho phép thị trường ước tính thu nhập hiện tại của công ty. Baskin (1989) đã đề xuất một lý thuyết cơ bản liên quan đến chính sách cổ tức đối với sự biến động giá

cổ phiếu. Sử dụng hiệu ứng chênh lệch giá, Baskin (1989) gợi ý rằng cổ tức có xu hướng làm cho cổ phiếu của một công ty ra khỏi mức giá hợp lý của nó, đồng thời cho rằng cổ tức không chỉ là một tập hợp các luồng thông tin đưa vào thị trường, mà còn là tín hiệu cho thấy niềm tin của thị trường đối với hoạt động của công ty. Dựa trên hai lập luận này, chính sách cổ tức có thể ảnh hưởng đáng kể đến sự biến động của giá cổ phiếu của một công ty. Như vậy, theo lý thuyết tín hiệu (signalling theory), các công ty thường quan tâm đến các thông tin công bố chi trả cổ tức như một dấu hiệu tốt về tình hình tài chính cũng như tiềm năng phát triển của công ty ((Miller & Modigliani, 1961); (Pettit, 1972); (Al-Malkawi, 2008)). Cổ tức góp phần gia tăng sự tin nhiệm của nhà đầu tư vào chính sách công ty cũng như bộ máy lãnh đạo của công ty đó. Từ đây, ta có thể đưa ra đánh giá sơ bộ rằng chính sách cổ tức rất có khả năng ảnh hưởng ít nhiều đến biến động giá của cổ phiếu trên thực tế.

Trong bối cảnh các thị trường phát triển như Mỹ, Anh, Úc,... nhiều nhà nghiên cứu đã đặt nền móng cho việc nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức tới biến động giá cổ phiếu. Black và Scholes (1974) sử dụng 25 danh mục đầu tư trong giai đoạn 1926-1966 để nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và lợi nhuận mà nhà đầu tư nhận được sau khi điều chỉnh rủi ro và thuế, họ đã sử dụng mô hình định giá tài sản vốn và đưa đến kết luận rằng chính sách cổ tức không tác động đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, Baskin (1989) sử dụng dữ liệu từ năm 1967 đến năm 1986 của 2.344 công ty tại Mỹ cho thấy mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa biến động giá cổ phiếu và tỷ suất cổ tức. Profilet & Bacon (2013) ủng hộ kết quả này khi thực hiện nghiên cứu với mẫu là 599 công ty có trụ sở tại Mỹ được niêm yết trên S&P 500. Kết quả tương tự được ghi nhận bởi Hussainey và cộng sự (2011) trong một nghiên cứu về các công ty ở Anh từ năm 1998 đến 2007. Tại Úc, Ball và cộng sự (1979) đã tìm thấy tác động tích cực của tỷ suất cổ tức đối với tỷ lệ hoàn vốn sau thông báo,

nhưng Allen & Rachim (1996) đã không tìm thấy bất kỳ bằng chứng nào cho thấy tỷ suất cổ tức ảnh hưởng đến sự biến động giá cổ phiếu ở quốc gia này.

Tại thị trường mới nổi, chủ đề về chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu cũng được tranh luận rất sôi nổi từ sau năm 2000. Tại Pakistan, Nishat & Irfan (2003), Nazir và cộng sự (2010) cũng như Shah và Noreen (2016) đều ủng hộ mối quan hệ giữa chính sách cổ tức (qua hai thước đo tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ suất cổ tức) với biến động giá cổ phiếu. Ramadan (2013) nhận thấy rằng sự gia tăng trong tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức có xu hướng làm giảm biến động giá cổ phiếu tại Jordan. Kết quả nghiên cứu tại Malaysia đều cho rằng chính sách cổ tức có tác động đến giá cổ phiếu nhưng chưa có sự đồng thuận về chiều hướng tác động. Zakaria & Shamsuddin (2012) trong một nghiên cứu về 77 công ty xây dựng và vật liệu niêm yết tại Bursa từ năm 2005 đến 2010, biến động giá cổ phiếu có mối quan hệ tích cực với tỷ lệ chi trả cổ tức. Sew và cộng sự (2015) sử dụng một bộ dữ liệu lớn gồm 319 công ty từ nhiều lĩnh vực khác nhau được niêm yết tại Kuala Lumpur lại cho kết quả ngược lại khi cho rằng tỷ suất cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ ngược chiều đến sự biến động của giá cổ phiếu. Zainudin và cộng sự (2018) với mẫu nghiên cứu gồm 166 công ty sản phẩm công nghiệp trong giai đoạn 2003 - 2012 khẳng định chính sách cổ tức là một yếu tố dự đoán mạnh mẽ biến động giá cổ phiếu của các công ty sản xuất sản phẩm công nghiệp ở Malaysia, đặc biệt là trong thời kỳ hậu khủng hoảng.

Tại Việt Nam, Đặng Thị Quỳnh Anh & Phạm Thị Yến Nhi (2015) đã nghiên cứu dữ liệu của 165 doanh nghiệp trả cổ tức đầy đủ trong 5 năm (2009-2013) niêm yết trên HOSE và HNX. Họ đã phát hiện ra mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Vinh Vo Xuan (2014) cũng xác nhận mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức với biến động giá cổ phiếu.

Như vậy, các công trình nghiên cứu trên thế giới và ở Việt Nam đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm

hỗ trợ hiệu ứng thực hiện chênh lệch giá và hiệu ứng thông tin ở các thị trường, tuy nhiên các kết quả nghiên cứu còn chưa đồng thuận về chiều hướng tác động của mối quan hệ này.

3. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu, bài báo xây dựng các giả thuyết sau đây:

Theo lý thuyết tín hiệu, các khoản chi trả cổ tức mang thông tin, là tín hiệu cho các nhà đầu tư và giúp họ dự đoán thu nhập ròng của công ty cũng như cổ tức mà họ sẽ nhận được trong tương lai, do đó có ảnh hưởng đến nhu cầu về cổ phiếu và giá cổ phiếu. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả đưa ra các giả thuyết như sau:

H₁: Có mối quan hệ thuận chiều giữa cổ tức trên một cổ phiếu và biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên HOSE.

H₂: Có mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên HOSE.

Để tăng mức độ tin cậy của mô hình, nhóm tác giả đã tổng hợp từ lịch sử nghiên cứu các công trình về chủ đề này để lựa chọn các biến kiểm soát có thể thu thập được dữ liệu. Kết quả tổng hợp của nhóm tác giả được thể hiện ở bảng 1 sau:

Như vậy, ngoài hai biến độc lập là cổ tức trên một cổ phiếu và tỷ lệ chi trả cổ tức, mô hình nghiên cứu còn bao gồm các biến kiểm soát như sau: Quy mô doanh nghiệp, Tỷ lệ đòn bẩy, Biến động thu nhập và Tốc độ tăng trưởng tài sản.

Vì thế, mô hình nghiên cứu được xác định như sau:

$$SVP_{i;t} = \alpha + \beta_1 DPS_{i;t} + \beta_2 DP_{i;t} + \beta_3 SIZE_{i;t} + \beta_4 LEV_{i;t} + \beta_5 EV_{i;t} + \beta_6 GA_{i;t} + u_{i;t}$$

Trong đó:

SVP_{i;t} là biến động giá cổ phiếu của công ty *i* tại năm *t*

DPS_{i;t} là cổ tức trên mỗi cổ phiếu của công ty *i* tại năm *t*

DP_{i;t} là tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty *i* tại năm *t*

SIZE_{i;t} là quy mô của công ty *i* tại năm *t*

Bảng 1: Mô tả và kỳ vọng dấu các biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình

Biến	Tên biến	Cách tính toán	Nguồn	Kỳ vọng dấu
DPS	Cổ tức trên một cổ phiếu	Tổng số tiền cho việc chi trả cổ tức chia cho tổng số cổ phiếu đang được lưu hành	(Ramadan, 2013); (Shah & Noreen, 2016).	(+)
DP	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Cổ tức chi trả bao gồm cả bằng tiền và bằng cổ phiếu cho mỗi cổ phiếu thường chia cho thu nhập trên mỗi cổ phiếu đó	(Sew, 2015); (Zainudin, 2018); (Rashid & Rahman, 2008)	(+)
SIZE	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	(Baskin, 1989); (Al-Malkawi, 2008); (Sew, 2015); Rashid và Rahman (2008); Nishat và Irfan (2004)	
LEV	Tỷ lệ nợ dài hạn	Tổng các khoản nợ dài hạn chia cho tổng tài sản của năm tương ứng	(Allen & Rachim, 1996); (Schwert, 1989); (Zakaria & Shamsuddin, 2012); (Zainudin, 2018); (Rashid & Rahman, 2008); (Nishat & Irfan, 2003)	
EV	Biến động thu nhập	Độ lệch chuẩn của EBIT trong giai đoạn nghiên cứu	(Shiller, 1981); (Rashid & Rahman, 2008); (Nishat & Irfan, 2003)	
GA	Tốc độ tăng trưởng tài sản	Tỷ số giữa sự thay đổi của tổng tài sản cuối năm so với đầu năm chia cho tổng tài sản đầu năm	(Baskin, 1989); (Allen & Rachim, 1996); (Hashemijoo và cộng sự, 2012); (Sew, 2015); (Zainudin, 2018); (Rashid & Rahman, 2008); (Nishat & Irfan, 2003)	

(Nguồn: Tổng hợp từ kết quả tổng quan)

$LEV_{i,t}$ là tỷ lệ Nợ dài hạn trên tổng tài sản hay tỷ lệ đòn bẩy của công ty i tại năm t

$EV_{i,t}$ là biến động thu nhập của công ty i tại năm t

$GA_{i,t}$ là tốc độ tăng trưởng tài sản của công ty i tại năm t

Biến phụ thuộc trong mô hình là biến động giá thị trường của cổ phiếu (SPV). Theo nghiên cứu của (Baskin, 1989), biến này được tính theo công thức như dưới đây:

$$SPV = \sqrt{\frac{HP - LP}{\frac{(HP + LP)^2}{2}}}$$

Với HP là giá trị lớn nhất và LP là giá trị nhỏ nhất của cổ phiếu qua từng năm. Dựa trên phạm vi giá cổ phiếu đã điều chỉnh hàng năm, chia cho bình phương của trung bình giữa giá cao nhất và thấp nhất trong một năm cụ thể. Sau đó, giá trị gốc được xác định sẽ được lấy để tính toán sự biến động giá cổ phiếu. SPV được sử dụng như một đại diện cho sự biến động giá cổ phiếu thay vì độ lệch chuẩn vì độ lệch chuẩn có thể bị ảnh hưởng bởi các giá trị cực trị.

4. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu ban đầu do Vietstock cung cấp gồm toàn bộ các công ty phi tài chính niêm yết từ trước năm 2016 trên sở giao dịch chứng khoán HOSE. Từ dữ liệu đó, nhóm tác giả đã lọc ra các công ty đáp ứng được các điều kiện sau:

(i) Có đầy đủ báo cáo tài chính đã được kiểm toán và công bố công khai từ năm 2016 tới năm 2020 tính tại thời điểm kết thúc khoảng thời gian thu thập dữ liệu nghiên cứu là ngày 30/10/2021. Một số công ty bị loại vì thiếu báo cáo tài chính của năm 2020 tại thời điểm này nên không thu thập được thông tin về chi trả cổ tức.

(ii) Trả cổ tức liên tục bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu trong suốt các năm từ 2016 tới 2020.

Chỉ có 112 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2020 đáp ứng cả hai điều kiện nói trên. Nhóm tác giả

chọn khoảng thời gian 5 năm để đảm bảo số công ty bị loại khỏi mẫu nghiên cứu không quá lớn và chuỗi dữ liệu về việc trả cổ tức vẫn đảm bảo. Việc yêu cầu các công ty phải trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc bằng tiền trong 6 năm hoặc 7 năm liên tiếp sẽ loại đi thêm một số lượng lớn các công ty nữa khỏi mẫu nghiên cứu vì nhiều công ty chỉ trả cổ tức 5 năm liên tiếp, sau đó tạm dừng rồi mới tiếp tục trả cổ tức. Điều này dẫn tới tình trạng mẫu nghiên cứu còn quá nhỏ. Càng tăng số năm yêu cầu trong mẫu quan sát, số lượng công ty thỏa mãn được yêu cầu về việc trả cổ tức liên tục sẽ càng nhỏ. Nhóm tác giả chọn dữ liệu tới năm 2020 là dữ liệu cập nhật nhất tại thời điểm nghiên cứu (30/10/2021). Để loại bỏ tác động của Covid 19, nhóm tác giả đã chạy lại các mô hình hồi quy của bài báo cho thời kỳ 2014-2018. Kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ được quan tâm trong mô hình là dấu của hai biến DP và DPS không bị thay đổi.

4.2. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả cho thấy các biến đều có trung bình dương trong giai đoạn nghiên cứu bảng 2:

Trong đó, biến động giá cổ phiếu (SPV) của các doanh nghiệp trong mẫu thay đổi trong khoảng từ 4,47% đến 45,56% với giá trị trung bình xấp xỉ 16,58%. Cổ tức trên một cổ phiếu (DPS) đạt trung bình 1,956 nghìn đồng và là biến có dao động mạnh nhất. Tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình gần 15%. Tốc độ tăng trưởng (GA) có trung vị thấp gần bằng 0 và trung bình hơn 7,3% trên một năm cho thấy nhìn chung, các doanh nghiệp đều đang trong trạng thái tăng trưởng đều và có phần ổn định trong giai đoạn này.

Bên cạnh đó, ta có thể dễ dàng nhận thấy biến động giá của cổ phiếu có mối tương quan ngược chiều với tỷ lệ trả cổ tức, thu nhập trên một cổ phiếu, quy mô và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp và có quan hệ thuận chiều với đòn bẩy tài chính và biến động lợi nhuận.

4.3. Phương pháp nghiên cứu

Để kiểm định sự ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu, bài báo thực hiện

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung vị	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
SPV	560	0,1658082	0,0665646	0,1555	0,0447388	0,4556451
DP	560	0,1498839	0,0923851	0,1200	0,02	1
DPS	560	1956,032	1489,579	1500,07	0	12880,76
SIZE	560	11,929215	0,6540785	11,8395	10,62235	14,39191
GA	560	0,0736246	0,1762648	0,0043	-0,481041	1,249153
LEV	560	0,1055128	0,1339007	0,0450	0	0,7181762
EV	560	0,0885562	0,6631106	0,0307	-7,081002	9,134123

(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả)

Bảng 3: Ma trận tương quan của các biến giải thích

	SPV	DP	DPS	SIZE	GA	LEV	EV
SPV	1,000						
DP	-0,3955	1,000					
DPS	-0,4552	0,4771	1,000				
SIZE	-0,3845	0,2852	0,2350	1,000			
GA	-0,0214	0,1246	-0,0240	0,1179	1,000		
LEV	0,1435	-0,1289	-0,1852	-0,0154	-0,0039	1,000	
EV	0,0451	-0,0160	0,0057	0,0251	0,1235	0,0677	1,000

(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả)

hồi quy dữ liệu bảng trên phần mềm STATA 14. Trước tiên, thực hiện ước lượng OLS thông thường, sau đó thực hiện các kiểm định để lựa chọn mô hình phù hợp bao gồm kiểm định F-test, kiểm định Breusch & Pagan Lagrangian và kiểm định Hausman.

Kết quả kiểm định giá trị của F-test bằng 5,32. Khi so sánh với mức ý nghĩa thông kê là 1% thì F-test lớn hơn ($5,32 > 0,01$). Do đó, ta có cơ sở để kết luận mô hình hồi quy OLS ghép không phù hợp bằng mô hình hồi quy với tác động cố định (FEM). Do đó ta chọn FEM.

Tiếp theo, kiểm định (Breusch & Pagan, 1980) đã được thực hiện để xem mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên hay hồi quy OLS ghép hiệu quả hơn. Kết quả từ kiểm định này được rút ra từ bảng trên cho thấy giá trị thống kê bằng 217,10. Khi so sánh với mức ý nghĩa thông kê 1%, ta nhận thấy giá trị thống kê lớn hơn nên cho ra kết luận ước lượng tác động ngẫu nhiên hiệu quả hơn hồi quy OLS ghép.

Sau đó, nghiên cứu tiến hành kiểm tra bằng kiểm định Hausman để cân nhắc giữa việc tập trung vào tác động ngẫu nhiên hay kết quả từ tác động cố định. Kết quả kiểm định được ghi nhận ở bảng dưới đây với giá trị p thu được bằng 0,0038. Nhận thấy

Bảng 4: Kết quả hồi quy lựa chọn mô hình

	Poole OLS	FEM	REM
DP	-0,1224383*** (-4,11)	-0,0874692*** (-3,19)	-0,1123382*** (-4,25)
DPS	-0,000134*** (-7,32)	-0,0000489*** (0,03)	-0,00000513*** (-2,99)
SIZE	-0,0272673*** (-7,21)	-0,0681423*** (-6,08)	-0,0368908*** (-6,52)
GA	0,0071181*** (0,52)	0,0029277*** (0,27)	0,0039795*** (0,36)
LEV	0,0044695*** (1,64)	-0,0835182*** (-2,11)	0,0111286*** (0,45)
EV	0,0044695*** (1,25)	0,0034743*** (1,29)	0,0034304*** (1,25)
_cons	0,5316478*** (12,10)	0,999996*** (7,50)	0,6309895*** (9,45)
F-Test:		5,32***	
R-squared	0,6825		
Adj R-squared	0,6791		
Hausman test:		17,43***	
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test:			217,10***

Ghi chú: *t*-statistic trong ngoặc đơn ().***, ** thể hiện mức ý nghĩa thống kê 1% và 5%, tương ứng.
(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả)

rằng giá trị của P-value nhỏ hơn mức ý nghĩa thống kê 5%, chúng ta có thể kết luận rằng mô hình tác động cố định phù hợp hơn với mô hình tác động ngẫu nhiên.

Từ ba kiểm định được thực hiện ở trên, tác giả rút ra phương pháp ước lượng phù hợp là mô hình ước lượng với tác động cố định (FEM).

Ngoài ra, nghiên cứu còn thực hiện các kiểm định như:

- + Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến (Multicollinearity);

- + Kiểm định hiện tượng tự tương quan (Autocorrelation);

- + Kiểm định phương sai sai số thay đổi (White).

Bảng 5 cho thấy kết quả kiểm định phương sai thay đổi thu được: Bác bỏ giả thiết cho rằng mô hình có phương sai không đổi với mức ý nghĩa 1%. Từ đó, ta kết luận mô hình ước lượng vi phạm giả định của mô hình hồi quy tuyến tính thông thường về tính chất không đổi của phương sai của phần dư. Tuy nhiên, hiện tượng này vẫn có thể được kiểm soát và khắc phục bằng phương pháp GLS (Judge, 1988).

Bảng 5: Kết quả kiểm định phương sai thay đổi

Kiểm định White cho phương sai thay đổi theo nhóm trong mô hình hồi quy tác động cố định

H_0 : Constant variance

$X^2_1 =$	93,30***
Prob > $X^2 =$	0,0000

Ghi chú: *** Mức ý nghĩa thông kê 1%.

(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả)

Dựa trên các thử nghiệm được đề cập ở trên, ta rút ra kết luận cuối cùng về chất lượng của tập dữ liệu là không có đa cộng tuyến, mô hình FEM không có hiện tượng tự tương quan nhưng có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do vậy, tác giả cân nhắc giữa hai phương án khắc phục các khuyết tật này. Đó là: sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) trên dữ liệu bảng và sử dụng ước lượng OLS vững trên dữ liệu bảng. Tuy nhiên, khi tính toán lại ma trận hiệp phương sai của sai số và các sai số chuẩn của hệ số hồi quy thì các kiểm định hệ số hồi quy trở nên đáng tin cậy hơn. Do đó, tác giả quyết định thực hiện hồi quy GLS để đánh giá mối liên hệ của chính sách cổ tức và biến động giá cổ phiếu. Kết quả kiểm định Wald của mô hình ước lượng với giá trị P-value bằng 0,1265 lớn hơn mức ý nghĩa 5% cho thấy mô hình được sử dụng là thích hợp.

5. Kết quả tính toán thực nghiệm

Áp dụng phương pháp ước lượng GLS ta thu được kết quả ở Bảng 6, biến động giá thị trường của các cổ phiếu chịu tác động ngược chiều của thu nhập trên mỗi cổ phiếu và thuận chiều của tỷ lệ chi trả cổ tức. Các kết quả trên phù hợp với phát hiện của các nghiên cứu trước đây của (Hussainey và cộng sự, 2011) và nghiên cứu của (Hashemijoo và cộng sự, 2012).

Thứ nhất, về mối quan hệ ngược chiều của cổ tức trên một cổ phiếu (DPS) đến sự biến động giá cổ phiếu.

Nhà đầu tư cá nhân nói chung và ở Việt nam nói riêng đều coi trọng vấn đề trả cổ tức và thường cho rằng đây là hành động mang tín hiệu thông tin tích cực. Nên khi nghe được tin tức về doanh nghiệp, nhà đầu tư sẽ mặc định rằng đây là tín hiệu thông tin

Bảng 6: Kết quả hồi quy GLS

Biến độc lập	Hệ số ước lượng	Sai số chuẩn	z	P > z
DPS	-0,0000882	0,0001341	-6,59	0,000
DP	0,0002069	0,0176624	-5,67	0,000
SIZE	-0,028071	0,0027628	-10,16	0,000
LEV	0,0363932	0,0136298	2,67	0,008
EV	0,0090899	0,0025297	3,59	0,000
GA	-0,0169817	0,0091286	-1,86	0,063
-Constant	0,5230483	0,0328831	15,91	0,000

(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả)

mà các nhà quản trị muốn truyền tải đến họ (Bhattacharya, 1979); (Aharony & Swary, 1980); (Asquith và cộng sự, 1983)). Cổ tức được trả đều đặn mỗi quý hoặc mỗi năm với một nguồn thu nhập ổn định thì các nhà đầu tư dài hạn càng có xu hướng nắm giữ lâu hơn, tin tưởng vào ban lãnh đạo và trung thành hơn với doanh nghiệp. Từ đó cũng làm cho giá cổ phiếu ít có sự biến động hơn.

Hầu hết những nghiên cứu trước đây cũng đồng tình với kết quả này như nghiên cứu của Baskin (1989); Hussainey và cộng sự (2011); Hashemijoo và cộng sự (2012); Ramadan (2013); Hunjra và cộng sự (2014); Sew và cộng sự (2015); Shah & Noreen (2016). Tuy nhiên, vẫn còn ý kiến trái chiều như Asghar và cộng sự (2011). Asghar và cộng sự (2011) cho rằng khi tăng cổ tức trên một cổ phiếu thì giá cổ phiếu sẽ bị điều chỉnh thấp đi, tiếp cận được nhiều nhà đầu tư nhỏ lẻ khác khiến họ có kỳ vọng hơn về sự phát triển của doanh nghiệp trong tương lai và có nhu cầu mua vào cổ phiếu đó nhiều hơn. Theo quy luật cung - cầu đã được đề cập ở trên thì điều này sẽ khiến giá cổ phiếu có thể tăng nhanh trong ngắn hạn tương ứng theo tin tức và gây ra biến động không nhỏ nhờ vào tâm lý thị trường và hiệu ứng bầy đàn.

Phạm Thị Yến Nhi, 2015) nhưng lại ủng hộ kết quả từ một số nghiên cứu khác ((Hussainey và cộng sự, 2011), (Hashemijoo và cộng sự, 2012)).

Nhà đầu tư tin rằng các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức trên thu nhập cao nghĩa là công ty đó phải có sức khỏe tài chính tốt, có triển vọng cải thiện hoạt động sản xuất kinh doanh và thu hút được nhiều nguồn vốn lớn từ các nhà đầu tư cá nhân hoặc tổ chức tài chính. Điều này sẽ hấp dẫn các nhà đầu tư muốn tận dụng lợi ích lâu dài này để sở hữu mã cổ phiếu đó như một khoản đầu tư “tích sản”. Nhà đầu tư sẽ mua vào dần dần mã cổ phiếu đó với lượng tiền lớn trước khi ra tin trả cổ tức và sau đó, doanh nghiệp lại có vốn để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong năm tới, doanh nghiệp có thể công bố tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn nữa và theo đó giá cổ phiếu sẽ tăng mạnh nhờ vào kết quả kinh doanh hiệu quả, đồng thời khiến cho mã cổ phiếu đó có sự biến động lớn về giá.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu cho thấy có cơ sở để đưa ra kết luận về sự ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá của cổ phiếu, thông qua đó gây ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị của doanh nghiệp. Phần sau của nghiên cứu sẽ đưa ra khuyến nghị chính sách dựa trên kết quả của nghiên cứu.

Bảng 7: Tổng hợp kết quả nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng theo lý thuyết

Nhân tố	Biến	Giá thuyết	Kết quả hồi quy	Kết luận
Cổ tức trên một cổ phiếu	DPS	+	(- ^{***})	Bác bỏ giả thuyết H ₁
Tỷ lệ chi trả cổ tức	DP	+	(+ ^{***})	Chấp nhận giả thuyết H ₂

(Nguồn: So sánh kết quả hồi quy và giả thuyết nghiên cứu)

Thứ hai, về ảnh hưởng cùng chiều của tỷ lệ chi trả cổ tức tới biến động giá cổ phiếu

Kết quả cho thấy công ty càng có tỷ lệ chi trả cổ tức cao thì giá cổ phiếu của công ty đó càng có sự biến động mạnh. Điều này trái với kết quả nghiên cứu của một số công trình trước đây ((Baskin, 1989); (Nazir, 2010); (Đặng Thị Quỳnh Anh &

6. Kết luận và hàm ý nghiên cứu

6.1. Kết luận

Nghiên cứu nhằm đánh giá ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp được niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2020. Bằng việc sử dụng các mô hình kiểm định và đưa ra phương pháp hồi

quy phù hợp nhất, nhóm tác giả đã chỉ ra rằng: Cổ tức trên một cổ phiếu có mối quan hệ ngược chiều và tỷ lệ chi trả cổ tức có mối quan hệ cùng chiều với độ biến động giá cổ phiếu.

6.2. Hàm ý nghiên cứu

Nghiên cứu cung cấp thêm bằng chứng về tác động của chính sách cổ tức tới sự biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Từ đó, các nhà đầu tư có tầm nhìn sâu hơn về chính sách cổ tức. Họ sẽ có thêm thông tin từ việc chi trả cổ tức để nhận ra những tín hiệu quan trọng khi đưa ra quyết định đầu tư. Nếu họ là những nhà đầu tư không ưa thích rủi ro, họ có thể lựa chọn những cổ phiếu được phát hành bởi doanh nghiệp có cổ tức trên một cổ phiếu cao vì giá cổ phiếu sẽ ít biến động hơn. Ngược lại khi họ ưa thích những cổ phiếu có rủi ro cao và lợi nhuận đột biến, họ có thể cân nhắc giải ngân vào những mã cổ phiếu mà doanh nghiệp chi trả cổ tức trên một cổ phiếu thấp vì giá cổ phiếu sẽ có biến động lớn. Tuy nhiên, phương án này lại đem đến cả cơ hội và những rủi ro khó lường. Vì vậy, để có thể tìm ra những mã cổ phiếu tiềm năng thì trước tiên, nhà đầu tư phải có cái nhìn toàn cảnh về các chính sách trả cổ tức của doanh nghiệp cũng như ưu và nhược điểm của mỗi loại hình trả cổ tức đối với từng đối tượng. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35(1), 1-12.

2. Allen, D. E., & Rachim, V. S. (1996). Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. *Applied financial economics*, 6(2), 175-188.

3. Al-Malkawi, H. (2008). Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. *International journal of business*, 13(2), 177-195.

4. Asghar và cộng sự, M. S. (2011). Impact of Dividend. *Far East Journal of Psychology and Business*, 4(1), 45-52.

5. Asquith và cộng sự, P. D. (1983). The impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *Journal of Business*, 5(6), 77-96.

6. Ball, R., B, P., Frank, J., & Officer, A. (1979). Dividend and the Value of the Firm: Evidence from the Australian Equity Market. *Australian Journal of Management* 4, 13-26.

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

8. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "The Bird in The Hand" fallacy. *Journal of Economics*, 10, 259-270.

9. Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1, 1-22.

10. Breusch, T., & Pagan, A. (1980). The lagrange multiplier test and its applications to. *Review of Economic Studies*, 47, 239-253.

11. Đặng Thị Quỳnh Anh, & Phạm Thị Yên 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*, 61-65.

12. Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.

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

14. Hashemijoo và cộng sự, M. A. (2012). The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian Stock Market. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1), 111-129.

15. Hunjra và cộng sự, A. S. (2014). Impact of dividend policy, earning per share, return on equity, profit after tax on stock prices. *International*

Journal of Economics and Empirical Research, 2(3), 109-115.

16. Hussainey và cộng sự, K. M.-M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 12(1), 57-68.

17. Judge, G. G. (1988). *Introduction to the theory and practice of econometrics*. New York: Wiley-Blackwell.

18. Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46, 97-113.

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

20. Nazir, M. N. (2010). Determinants of stock price volatility in Karachi stock exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, 55, 100-107.

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

22. Pettit, R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance*, 27(5), 993-1007.

23. Profilet, A., & Bacon, W. (2013). Dividend policy and share price volatility in the US equity capital market. *Proceedings of ASBBS, Vol 20 No 1*.

24. Ramadan, I. (2013). Dividend policy and price volatility: empirical evidence from Jordan. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 3(2), 15-22.

25. Rashid, A., & Rahman, A. (2008). Dividend Policy and Stock Price Volatility: Evidence from Bangladesh. *The Journal of Applied Business and Economics*, 71-81.

26. Schwert, G. (1989). Why does stock market volatility change over time?. *The Journal of Finance*, 44(5), 1115-1153.

27. Sew, E. A. (2015). Dividend policy and share price volatility. *Investment Management and Financial Innovations*, 12(1), 226-234.

28. Shah, S., & Noreen, U. (2016). Stock price volatility and role of dividend policy: empirical evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 461-472.

29. Shiller, R. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *The American Economic Review*, 71(3), 421-436.

30. Vo, X. (2014). Dividend Policy and Stock Price Volatility in Vietnam stock market. *Journal of Economics and Development*, 20(3), 48-55.

31. Zainudin, R. M. (2018). Dividend policy and stock price volatility of industrial products firms in Malaysia. *International Journal of Emerging Market*, 13(1), 203-217.

32. Zakaria, Z., & Shamsuddin, S. (2012). Empirical evidence on the relationship between Stock Market Volatility and macroeconomics volatility in Malaysia. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(2), 61-71.

Summary

Our paper investigates the impact of dividend policy on stock price volatility of non-financial companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange in the period of 2016 - 2020. The authors use regression model to evaluate the above impact. We also conduct necessary tests to solve issues such as multicollinearity and heteroskedasticity. Our results show that dividend pay-out ratio has a positive impact and dividend per share has a negative impact on stock price volatility. This result is in line with the viewpoints of signalling theory and the results may help investors to have a suitable investment strategy.