



MỐI LIÊN HỆ GIỮA THAY ĐỔI CỔ TỨC VÀ LỢI TỨC BẤT THƯỜNG CỦA CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

LÊ THU THÙY

Thay đổi cổ tức (tăng, giảm) chi trả cho các cổ đông là một thông tin hữu ích và là tín hiệu được gửi có chủ ý đến các đối tượng liên quan về thu nhập hiện tại và dự báo triển vọng tương lai của doanh nghiệp. Lợi tức bất thường của cổ phiếu xuất hiện khi thị trường nhận ra sự thay đổi cổ tức sẽ có tác động tích cực (hoặc tiêu cực) đối với dòng tiền trong tương lai của doanh nghiệp, dẫn đến sự tăng (giảm) giá cổ phiếu. Bài viết phân tích mối liên hệ giữa thay đổi cổ tức và lợi tức bất thường cổ phiếu từ đó đưa ra các hàm ý chính sách với các đối tượng tham gia thị trường chứng khoán.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, cổ phiếu, cổ tức, lợi tức

THE RELATIONSHIP BETWEEN DIVIDEND CHANGES AND ABNORMAL STOCK RETURNS IN THE VIETNAM'S STOCK MARKET

Le Thu Thuy

Information is very important for all participants in the stock market since it influences the decision-making processes based on widely disseminated or specific information. Changes in dividends (increase or decrease) paid to shareholders are valuable pieces of information, deliberately signaling the current income and future prospects of a company. Abnormal stock returns occur when the market recognizes that changes in dividends will have a positive (or negative) impact on a company's future cash flow, leading to an increase (or decrease) in stock prices. This article analyzes the relationship between dividend changes and abnormal stock returns, providing policy implications for various participants in the stock market.

Keywords: Stock market, stocks, dividends, returns

Ngày nhận bài: 11/9/2023

Ngày hoàn thiện biên tập: 24/9/2023

Ngày duyệt đăng: 1/10/2023

Tổng quan nghiên cứu

Theo Fama và cộng sự (1969), lợi tức bất thường (CAR) là sự chênh lệch của lợi tức cổ phiếu so với mức thông thường do ảnh hưởng của thông tin công bố. Thông qua việc tính toán lợi tức bất thường cổ phiếu xuất hiện xung quanh thời điểm công bố thông tin, có thể thấy được ảnh hưởng của thông tin tới giá trị tài sản của các cổ đông. Nội dung của thông báo cổ tức được đại diện bởi thay đổi cổ tức và biến số này tạo ra sự khác biệt giữa thông báo cổ tức của các doanh

nh nghiệp với nhau. Thay đổi cổ tức có thể diễn ra theo chiều hướng tăng hoặc giảm.

Fuller (2003), Lee và Yan (2003) trong các nghiên cứu tại Mỹ đã đưa ra kết luận thay đổi cổ tức có mối quan hệ cùng chiều với lợi tức bất thường cổ phiếu. Eyup (2008) trong nghiên cứu từ năm 2003 đến năm 2007 tại Thổ Nhĩ Kỳ đã đưa ra những phát hiện khác biệt. Thông báo cổ tức với mức tiền mặt trả càng cao thì lợi tức bất thường của cổ phiếu âm càng lớn...

Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm các doanh nghiệp niêm yết (DNNY) trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn từ năm 2015 – 2022. Các DN được chọn vào mẫu nghiên cứu phải thỏa mãn các yêu cầu sau: (1) Có thông báo trả cổ tức bằng tiền; (2) Không có các thông báo trả cổ tức bằng cổ phiếu, chia tách, mua lại cổ phiếu trong năm có thông báo cổ tức bằng tiền; (3) Trả cổ tức bằng tiền hai năm liên tiếp; (4) Các DN không bị hủy niêm yết trong thời gian nghiên cứu; (5) Dữ liệu giá cổ phiếu phải đủ 110 ngày giao dịch trước và 30 ngày giao dịch sau sự kiện. Dữ liệu gốc ban đầu được thu thập với số lượng 1856 nghị quyết cổ tức ở cả 2 Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh, tác giả đã tổng hợp, số hóa các chỉ số, làm sạch dữ liệu, loại bỏ những giá trị khuyết thiếu và giá trị dị biệt.

Phương pháp nghiên cứu sự kiện

Nghiên cứu sự kiện là một kỹ thuật thích hợp trong nghiên cứu tài chính thực nghiệm để điều tra ảnh hưởng của một thông báo hoặc sự kiện cụ thể lên



giá cổ phiếu của một công ty (Bodie và cộng sự, 2011). Trọng tâm chính của nghiên cứu sự kiện là tính toán sự khác biệt giữa lợi tức thực tế và lợi tức bình thường - tức là lợi tức nếu không có sự kiện (Ahern, 2009). Lợi tức bất thường là khoản chênh lệch giữa lợi tức kỳ vọng và lợi tức thực tế của giá cổ phiếu doanh nghiệp. Lợi tức kỳ vọng cổ phiếu phản ánh lợi tức bình thường của doanh nghiệp khi không có sự kiện đó diễn ra, nó có thể được dự đoán và quan sát theo kinh nghiệm hoặc theo mô hình chung của thị trường. Phù hợp với dữ liệu có khả năng thu thập, tính toán được trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bài viết sử dụng mô hình tính lợi nhuận kỳ vọng qua mô hình thị trường:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha} + \hat{\beta} * R_{mt}$$

Lợi tức bất thường tại thời điểm t: AR_{it} (Abnormal Return)

Theo MacKinlay (1997), lợi tức bất thường là sự khác biệt giữa lợi tức thực tế và lợi tức kỳ vọng cổ phiếu của một doanh nghiệp.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Trong đó lợi tức thực tế R_{it} được tính bằng $R_{it} = \ln(P_{it}/P_{it-1})$, P_{it} là giá đóng cửa chứng khoán i tại thời điểm t, P_{it-1} là giá đóng cửa chứng khoán i tại thời điểm t-1.

Áp dụng theo mô hình thị trường để tính toán lợi tức kỳ vọng $E(R_{it})$ tương tự như các nghiên cứu của Dasilas & Leventis (2011), Ali & cộng sự (2017), Kumar (2017). Mô hình tính lợi tức kỳ vọng như sau:

$$R_{it} = \beta_1 + \beta_2 R_{mt} + \varepsilon_t$$

$$E(R_{it}) = \widehat{\beta}_1 + \widehat{\beta}_2 R_{mt}$$

Trong đó: $(\beta_1), (\beta_2)$ là hệ số ước lượng được tính từ hồi quy số liệu R_{it} theo R_{mt} trước ngày sự kiện từ [-110, -11]

R_{mt} : Lợi tức danh mục thị trường ngày t

ε_{it} : sai số ngẫu nhiên của mô hình ước lượng.

Như vậy, lợi tức bất thường AR_{it} sẽ được tính theo công thức:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - (\widehat{\beta}_1 + \widehat{\beta}_2 R_{mt})$$

Lợi tức bất thường tích lũy CAR (Cumulative Abnormal Return)

Để đo lường tổng hợp sự tác động của một sự kiện trong khoảng thời gian cụ thể (của số sự kiện), các khoản lợi tức bất thường riêng lẻ được cộng lại để tạo ra lợi tức bất thường tích lũy (CAR). CAR được tính toán để so sánh sự ảnh hưởng của sự kiện đối với các chứng khoán khác nhau có sự khác biệt như thế nào (MacKinlay, 1997.)

$$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}$$

Trong đó:

$CAR_i(T_1, T_2)$: Lợi tức bất thường tích lũy của cổ phiếu i trong khoảng thời gian T_1, T_2

AR_{it} : Lợi tức bất thường của cổ phiếu i vào ngày t

Bài báo xem xét mối liên hệ giữa thay đổi cổ tức và lợi tức bất thường cổ phiếu khi doanh nghiệp công bố thông tin cổ tức. Bằng cách hồi quy CAR trong giai đoạn (-5,5) xung quanh ngày thông báo cổ tức được công bố. Giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau: Thay đổi cổ tức có mối tương quan cùng chiều (+) với lợi tức bất thường cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tương tự như nghiên cứu của Nissim (2001,2003); Ali và cộng sự (2017), bài báo sử dụng mô hình nghiên cứu sau:

$$CAR_{i,t=5} = \beta_1 + \beta_2 DI * \Delta D_{i0} + \beta_3 DD * \Delta$$

Trong đó:

$CAR_{i,t=5} = \sum_{t=-5}^{t=5} AR_{it}$: giá trị CAR cổ phiếu i trong thời gian 11 ngày xung quanh ngày thông báo cổ tức, $t = (-5, +5)$.

DI: biến giả nhận giá trị 1 nếu cổ tức tăng và giá trị 0 trong các trường hợp khác

DD: biến giả nhận giá trị 1 nếu cổ tức giảm và giá trị 0 trong các trường hợp khác

$\Delta D_{(i,0)}$: tỷ lệ thay đổi cổ tức của cổ phiếu i tại năm t tương ứng với thông báo cổ tức, bằng chênh lệch giữa giá trị cổ tức trên mỗi cổ phiếu i năm t và năm t-1 chia cho giá cổ phiếu ngày ra thông báo cổ tức i năm t (giá trị cổ tức được tính bằng tỷ lệ chi trả cổ tức trên một cổ phiếu * mệnh giá một cổ phiếu)

$\Delta D_{i0} = (D_{i0} - D_{i-1})/P_{i0}$: giá trị thay đổi cổ tức năm thông báo cổ tức

Kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu

Để kiểm định mối quan hệ giữa thay đổi cổ tức với lợi tức bất thường cổ phiếu các doanh nghiệp niêm yết, tác giả sử dụng 3 phương pháp để ước lượng mô hình với dữ liệu mảng: mô hình hồi quy tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình ước lượng OLS gộp.

Mô hình ước lượng bằng phương pháp OLS thông thường cũng được coi là một kết quả dùng được, với kiểm định sự phù hợp của hàm hồi quy bằng kiểm định F và kiểm định dạng hàm bằng kiểm định Ramsey đều cho kết quả mô hình ước lượng đáng tin cậy. Kiểm định Redundant Fixed



BẢNG 1: KẾT QUẢ MỐI QUAN HỆ GIỮA CỔ TỨC VÀ LỢI TỨC BẤT THƯỜNG CỦA CỔ PHIẾU

$$CAR_{it=11} = \beta_1 + \beta_2 DI * \Delta D_{i0} + \beta_3 DD * \Delta D_{i0} + u$$

C	1,136242 ** -0,3615	1,532145 *** -0,5138	1,136890 *** -0,4715
DI*	0,164024 ** -0,0587	0,01173 -0,0961	0,154046 ** -0,0704
DD*	0,574790 *** -0,0623	0,525121 *** -0,0727	0,684734 *** -0,0635
Adjusted R2	0,06153	0,02135	0,06122
F_test	46,2812 [0,0000]	1,058629 [0,2267]	47,2813 [0,0000]
Ramsey test [F_test]	2,027602 [0,1568]		
Redundant Fixed Effects Tests [F_test]		0,888011[0,7380]	
Hausman test (χ^2_test)			4,53972 [0,0983]

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Effects cho mô hình FEM cho giá trị Pvalue>0,05, không có cơ sở bác bỏ giả thuyết H0, việc chia lát cắt theo năm hay theo mã chứng khoán với dữ liệu có sẵn cho mô hình này là không có ý nghĩa. Do vậy, mô hình ước lượng PoolOLS được ưu tiên sử dụng (Baltagi, 2008 trang 320; Gujarati, 2004 trang 652). Mô hình đã được kiểm tra tính đa cộng tuyến qua hệ số phóng đại phương sai VIF (variance inflation factor), xử lý khắc phục phương sai sai số thay đổi bằng phương pháp sai số chuẩn vững (robust standard error) của White và kiểm tra tính nội sinh trong mô hình.

Mô hình ước lượng:

$$\widehat{CAR}_{it=11} = 1,136242 + 0,164024 * DI * \Delta D_{i0} + 0,574790 * DD * \Delta D_{i0}$$

Với mức ý nghĩa $\alpha=5\%$ cho thấy các hệ số ước lượng đều có ý nghĩa thống kê. Hệ số (β_1) = 1,136242>0 cho biết khi có thông báo cổ tức, cho dù thông báo cổ tức tăng hay giảm thì phản ứng thị trường vẫn xảy ra, cần khẳng định phản ứng của thị trường đối với thông báo cổ tức là phản ứng tích cực và thông báo cổ tức cho dù là tăng hay giảm vẫn báo hiệu thông tin ra thị trường.

Với mức ý nghĩa $\alpha=5\%$, hệ số ước lượng (β_2)=0,164024<(β_3)=0,574790 cho biết phản ứng của thị trường trước thông báo cổ tức là khác nhau giữa xu hướng tăng cổ tức và xu hướng giảm cổ tức. Cụ thể phản ứng của thị trường đối với thông báo giảm cổ tức

lớn hơn phản ứng của thị trường đối với thông báo tăng cổ tức. Điều này ủng hộ lý thuyết tín hiệu cổ tức, khi cho rằng giảm cổ tức thể hiện thông tin tiêu cực từ phía doanh nghiệp và thị trường sẽ trừng phạt bằng cách giá cổ phiếu sụt giảm (Lintner,1956). Kết quả thực nghiệm tại thị trường Việt Nam phù hợp với nghiên cứu của Grulon và cộng sự (2002). Fuller và Goldstien (2011), Dasilass và Leventis (2011). Có thể giải thích hợp lý đối với thị trường Việt Nam đó là thông báo cổ tức giảm làm cho các nhà đầu tư chú ý hơn so với sự kiện thông báo tăng cổ tức. Một thực tế là thông báo cổ tức tăng, nhưng mức tăng không đáng kể và phần lợi tức thu được từ cổ tức không làm các nhà đầu tư quá chú ý và để tâm, ngược lại thông báo cổ tức giảm, có một dấu hiệu (tín hiệu) có thể là tiêu cực từ hoạt động của công ty, để làm cho các nhà đầu tư chú ý và đặt nghi vấn.

Kết luận

Từ kết quả kiểm định có thể kết luận, với thị trường chứng khoán Việt Nam, thông báo cổ tức là một thông tin có ý nghĩa, một tín hiệu được đưa ra thị trường trong chính sách cổ tức của mỗi doanh nghiệp. Thông báo thông tin cổ tức giảm tạo ra hiệu ứng thị trường lớn hơn thông báo tăng cổ tức. Từ đó, tác giả đưa ra các khuyến nghị gồm: (1) Đối với DNNY: nhận thức rõ tầm quan trọng của thông tin công bố, cần xây dựng chính sách cổ tức dài hạn, xây dựng chính sách cổ tức không thể tách rời với chính sách đầu tư và tài trợ; (2) Đối với các cơ quan quản lý nhà nước: Có chế tài xử phạt nghiêm các trường hợp chậm chi trả cổ tức, hoàn thiện các quy định về công bố thông tin đối với các DNNY; (3) Đối với nhà đầu tư: Nâng cao kiến thức chuyên môn về chứng khoán.

Tài liệu tham khảo:

1. Ali, I., Muhammad, N., Gohar, A. (2017), "Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Earnings? An Investigation Based on Market Rationality", *International Journal of Economics and Finance*; Số 9, Tập 4, tr. 20 – 34;
2. Dasilas, A. and Leventis, A. (2011), "Stock Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from the Greek Stock Market", *International Review of Economic and Finance*, Số 20, tr. 302 – 11;
3. Eyup, K. (2008) "The Announcement Effect of Cash Dividend: Evidence from Turkish Capital Market" Degree of MSc, United Kingdom, University of Leeds.

Thông tin tác giả:

TS. Lê Thu Thủy, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: thuyt@neu.edu.vn