

Tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM

NGUYỄN THỊ MINH HUỆ

Viện Ngân hàng Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân - minhhuectqd@gmail.com

Ngày nhận:

23/01/2015

Ngày nhận lại:

13/05/2015

Ngày duyệt đăng:

15/05/2015

Mã số:

0115-G19-V14

Tóm tắt

Bài viết bổ sung vào khoảng trống nghiên cứu của hệ thống tài liệu trong nước về chính sách cổ tức thông qua việc tìm hiểu tác động của thông báo chi trả cổ tức (tăng - giảm - giữ nguyên) lên giá trị thị trường của cổ phiếu công ty. Phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study) được áp dụng cho 20 công ty có giá trị vốn hóa lớn nhất niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn 2006–2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy với các thông báo tăng cổ tức, giá cổ phiếu có xu hướng điều chỉnh tăng tính từ ngày bắt đầu thông báo cổ tức cho tới một vài ngày sau thông báo. Trong khi đó, với các thông báo giảm cổ tức, giá cổ phiếu có xu hướng giảm trong giai đoạn một vài ngày trước thông báo cổ tức. Đối với các thông tin giữ nguyên cổ tức, thị trường nhìn chung có phản ứng tích cực được ghi nhận qua giá trị thu nhập bất thường tích lũy và trung bình dương. Dựa trên kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đã đưa ra một số khuyến nghị có liên quan tới chính sách cổ tức đối với nhà đầu tư, doanh nghiệp và nhà hoạch định chính sách.

Abstract

This research aims to fill the gap of domestic existing literature on dividend policy by studying the impact of dividend announcements on market share prices together with the use of event study method. The sample consists of the top 20 companies by market capitalization listed on the HOSE for the period of 2006–2013. The results show that for announcements of dividend increases stock prices tend to increase from the date of declaration until a few days after declaration, whereas, for reduced dividend announcements, stock prices tend to fall during a few days before the announcements. For announcements of unchanged dividends, the market responses positively and generates positive cumulative and average abnormal returns. Based on the results, this paper also provides some recommendations regarding the dividend policy to investors, companies, and policy makers.

Từ khóa:

Thông báo cổ tức, giá cổ phiếu, nghiên cứu sự kiện

Keywords:

Dividend announcements, stock prices, event study.

1. Giới thiệu

Chính sách cổ tức là một trong những quyết sách tài chính quan trọng của doanh nghiệp, bởi nó có ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất kinh doanh và có những tác động to lớn tới tâm lý cổ đông cũng như cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp. Do vậy, trên thế giới, những lý thuyết căn bản về chính sách thanh toán cổ tức ra đời từ rất sớm và có thể được chia thành ba trường phái lớn. Thứ nhất, theo Miller & Modigliani (1961), cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu (với các giả định của một thị trường vốn hoàn hảo như cổ tức không chịu thuế, và công ty có thể phát hành thêm cổ phiếu với chi phí bằng không vào bất kỳ lúc nào). Thứ hai, theo Graham & Dodd (1951), nếu nhà đầu tư thích cổ tức, hoặc cổ tức là tín hiệu cho việc tăng trưởng trong tương lai thì việc tăng cổ tức sẽ làm tăng giá trị cổ phiếu; bên cạnh đó, việc chi trả cổ tức cao ở hiện tại sẽ làm giảm tính bất ổn của dòng tiền trong tương lai, tỉ lệ chi trả cao sẽ làm giảm chi phí sử dụng vốn và từ đó làm gia tăng giá trị của cổ phiếu. Thứ ba, theo Brennan (1970), nếu cổ tức phải chịu thuế cao hơn so với thuế đánh vào thu nhập từ việc bán cổ phiếu thì cổ tức cao sẽ làm giảm giá trị cổ phiếu do công ty sẽ lựa chọn giữ lại lợi nhuận để gia tăng thu nhập cho cổ đông.

Hàng loạt các nghiên cứu thực tiễn được triển khai sau đó nhằm kiểm định các lý thuyết trên. Trong khuôn khổ của bài viết, tác giả tập trung vào hướng nghiên cứu tìm hiểu tác động của thông báo chi trả cổ tức lên giá trị thị trường của cổ phiếu công ty. Lý thuyết cơ sở của những nghiên cứu này là các cổ đông và nhà đầu tư thường dựa vào các thông báo chi trả cổ tức để đưa ra các phán đoán về tình hình hoạt động hiện tại và tương lai của công ty (Graham & Dodd, 1951).

Thực tế cho thấy những thông báo về việc chi trả cổ tức có ảnh hưởng lớn đến giá thị trường của cổ phiếu, song chưa có nghiên cứu nào tiến hành phân tích cụ thể đối với thị trường chứng khoán VN. Để bổ sung vào khoảng trống đó, nghiên cứu này sẽ phân tích tác động của việc thông báo cổ tức tới giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) dựa trên việc tham khảo các lý thuyết và nghiên cứu đã có.

2. Tổng quan các nghiên cứu về tác động của thông báo chi trả cổ tức lên giá cổ phiếu công ty

Nghiên cứu về ảnh hưởng của thông báo cổ tức đến thị giá cổ phiếu thường tập trung làm rõ hai vấn đề lớn: (i) Sự thay đổi của giá cổ phiếu so với thông báo về sự

thay đổi cổ tức; và (ii) Sự thay đổi cổ tức có giúp thị trường phán đoán thu nhập tương lai của công ty không.

Để trả lời hai câu hỏi này, các nghiên cứu dựa vào sự kiện (Event Study) để phân tích định lượng về tác động của việc thông báo chi trả cổ tức lên giá cổ phiếu của công ty trong một khoảng thời gian xác định. Những nghiên cứu nổi bật như Pettit (1972), Watts (1973), và Michaely & cộng sự (1995) đã dựa vào giá trị của thu nhập bất thường thu được từ bán cổ phiếu tại các thời điểm khác nhau trong giai đoạn công bố cổ tức để đánh giá tác động (tích cực, tiêu cực, không có tác động) của các loại thông báo cổ tức khác nhau (tăng, giảm, ngừng, bắt đầu chi trả cổ tức) lên giá cổ phiếu.

Nghiên cứu đầu tiên được thực hiện bởi Pettit (1972) cho thấy thị trường phản ứng tích cực với các thông báo tăng cổ tức (một sự gia tăng có ý nghĩa trong giá trị cổ phiếu) và phản ứng tiêu cực trước thông tin cắt giảm cổ tức. Asquit & Mullins (1983) nghiên cứu phản ứng của thị trường trước thông tin 168 công ty bắt đầu trả cổ tức lần đầu tiên và thực hiện chi trả cổ tức trở lại sau một thời gian tạm dừng. Bằng việc kiểm tra thu nhập trung bình ngày vượt trội của cổ phiếu trong khoảng 10 ngày trước và sau thông báo bắt đầu trả cổ tức. Trong giai đoạn 2 ngày của thông báo, một mức thu nhập vượt trội khoảng 3,7% được ghi nhận; các tác giả cũng sử dụng phân tích hồi quy và tìm ra mối quan hệ có ý nghĩa và tích cực giữa giá trị cổ tức và mức thu nhập bất thường.

Michaely & cộng sự (1995) thực hiện nghiên cứu tác động của việc bắt đầu chi trả cũng như dừng chi trả cổ tức lên cổ phiếu trong giai đoạn 1964–1988. Kết quả cho thấy thị trường phản ứng nhiều hơn với thông tin dừng chi trả hơn là bắt đầu chi trả (mức thu nhập vượt trội trung bình là -0,7% đối với việc dừng chi trả và +3,4% đối với bắt đầu chi trả).

Tác động của thông báo cổ tức lên thị trường cũng khác nhau ở các thị trường chứng khoán. Dewenter & Warther (1998) đưa ra kết luận rằng tác động của việc thông báo dừng và bắt đầu chi trả cổ tức lên TTCK Mỹ lớn hơn so với TTCK Nhật. Kết quả nghiên cứu 420 công ty Mỹ và 194 công ty Nhật cho thấy: Trong hoạt động dừng trả cổ tức, thu nhập trung bình ở Mỹ và Nhật giảm tương ứng 4,89% và 2,53%; trong khi với hoạt động bắt đầu chi trả cổ tức thì số liệu tương ứng là 2,38% và 0,03%. Lí giải cho hiện tượng này, các tác giả cho rằng hiện tượng bất cân xứng thông tin ở Nhật không lớn như ở Mỹ, do phần lớn các công ty ở Nhật được tổ chức dưới hình

thức các nhóm công ty; nói cách khác, bản chất cấu trúc sở hữu doanh nghiệp giải thích sự khác biệt giữa các kết quả ở Mỹ và Nhật.

Các nghiên cứu trên thế giới đã sử dụng sức mạnh của lý thuyết thống kê, kinh tế lượng để lượng hóa sự tác động của các nhân tố chủ quan và khách quan lên chính sách cổ tức của công ty cũng như tác động của chính sách cổ tức lên giá trị công ty. Trong khi đó, các nghiên cứu trong nước mới dừng lại ở mô tả thống kê và phân tích định tính (Đào Lê Minh, 2004; Vũ Văn Ninh, 2008; Trần Thị Hải Lý, 2012; và Hồ Viết Tiến & Đinh Thị Thu Hà, 2012); cụ thể là mức độ tác động của các nhân tố lên tỉ lệ chi trả cổ tức và sự ảnh hưởng của chính sách cổ tức lên giá trị công ty. Sử dụng phương pháp mô tả thống kê và phân tích định tính thường tỏ ra hiệu quả khi đánh giá độc lập từng đối tượng nghiên cứu, ở đây là chính sách cổ tức của công ty niêm yết; nhưng phân tích định lượng trên mẫu nghiên cứu lớn có thể cho biết liệu kết quả quan sát có được là ngẫu nhiên hay đã phản ánh đúng bản chất của toàn mẫu nghiên cứu. Cho đến nay cũng chưa có nghiên cứu nào thực hiện đánh giá tác động của thông báo chi trả cổ tức lên giá cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán VN.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu lựa chọn 20 công ty có giá trị vốn hóa lớn nhất niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2006–2013. Do giới hạn về nguồn lực và thời gian nên nghiên cứu mới chỉ được thực hiện trên 20 công ty; tuy nhiên đây là những công ty chủ động công bố thông tin cổ tức chính xác, kịp thời đến các nhà đầu tư; và là những cổ phiếu có mức vốn hóa lớn (Bluechips) nên khi có những thông báo về cổ tức, tác động của những thông báo này lên giá cổ phiếu cũng như thị trường được dự báo sẽ rõ ràng hơn. Giai đoạn nghiên cứu 2006–2013 được lựa chọn nhằm giúp thu thập thông tin cập nhật; bên cạnh đó, giai đoạn này thị trường chứng khoán trải qua nhiều biến động lớn nên chính sách cổ tức của các công ty cũng thay đổi tương ứng - điều này giúp mẫu nghiên cứu đa dạng, bao gồm cả chính sách tăng, giảm, hoặc giữ nguyên cổ tức.

Thông tin về giá cổ phiếu và thời điểm chi trả cổ tức tiền mặt của từng công ty lần lượt được thu thập¹. Cụ thể là giá đóng cửa (đã được điều chỉnh) của các cổ phiếu cũng như của chỉ số VN-Index được thu thập trong giai đoạn 2006–2013². Chỉ có các thông báo cổ tức chính thức đầu tiên trong năm của công ty niêm yết là được lựa chọn. Các

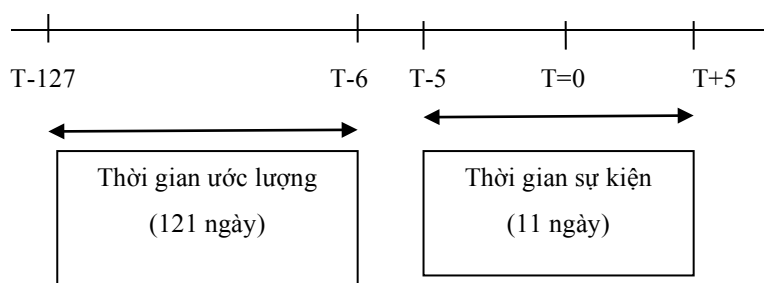
thông báo cổ tức sau đó được phân loại thành thông báo tăng, giảm và giữ nguyên cổ tức qua các năm.

3.2. Khung thời gian nghiên cứu sự kiện

Khung thời gian phân tích gồm hai khái niệm: Thời gian sự kiện (Event Window) và thời gian ước lượng (Estimation Period). Trong đó, thời gian sự kiện để đánh giá mức độ phản ứng của thị trường trước và sau khi thông tin được công bố a ngày; và coi $t=0$ là ngày thông báo cổ tức. Thời gian ước lượng giúp ước lượng hệ số của mô hình thị trường (Market Model) trong việc tính toán thu nhập bất thường của cổ phiếu.

Theo McCluskey & cộng sự (2006), khung sự kiện để đánh giá tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu cần phản ánh được mức độ phản ứng của thị trường khi có sự rò rỉ thông tin trước sự kiện chính thức và với trường hợp của các thị trường có khối lượng giao dịch thấp thì thị trường cần thời gian vài ngày để thông tin có thể phản ánh đầy đủ vào giá của cổ phiếu. Ngày thông báo cổ tức của công ty (căn cứ dựa vào đăng kí của công ty với Sở Giao dịch Chứng khoán) được chọn là ngày sự kiện ($t=0$). Độ dài của khung sự kiện là 11 ngày³, tức là giai đoạn bắt đầu từ 5 ngày trước sự kiện ($t=-5$) và kéo dài tới 5 ngày sau của sự kiện ($t=+5$).

Độ dài của khung ước lượng nhằm xác định thu nhập kì vọng của cổ phiếu được lựa chọn là 121 ngày trước khung sự kiện (được tính từ ngày $t=-6$ đến $t=-127$). Việc lựa chọn độ dài khung ước lượng đủ dài để có thể ước lượng thu nhập kì vọng của cổ phiếu chính xác hơn, hạn chế ảnh hưởng của những biến động ngắn hạn. Bên cạnh đó, độ dài khung ước lượng như vậy có thể hạn chế sự ảnh hưởng của một số hoạt động công bố thông tin của doanh nghiệp lên giá cổ phiếu trong thời kì quan sát.



Hình 1. Khung thời gian nghiên cứu sự kiện

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Để phân tích tác động của chính sách cổ tức lên giá trị công ty, các nghiên cứu thường được tiến hành thông qua hai bước. Bước thứ nhất: Kiểm định giá trị thu nhập bất thường của cổ phiếu khác 0 có ý nghĩa. Bước thứ hai: Xây dựng mô hình hồi quy đánh giá tác động của chính sách cổ tức và một số yếu tố có liên quan lên thu nhập bất thường của cổ phiếu. Tuy nhiên, do việc xây dựng mô hình hồi quy đánh giá tác động của chính sách cổ tức và một số yếu tố khác lên thu nhập bất thường của cổ phiếu khá phức tạp (trong việc xây dựng mô hình hồi quy, tập hợp thông tin số liệu) nên nghiên cứu này tập trung vào bước thứ nhất. Nghiên cứu tham khảo mô hình định lượng và các giả thuyết của các nghiên cứu trước đây như Gurgul & cộng sự (2003), McCluskey & cộng sự (2006), và Dasilas & Leventis (2011) để minh chứng tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu của công ty thông qua việc chứng minh thu nhập bất thường của cổ phiếu khác 0 có ý nghĩa thống kê. Việc minh chứng này được thực hiện qua các việc kiểm chứng các giả thuyết sau:

- Giả thuyết tổng quát (H₀): Các thông báo cổ tức không cung cấp thông tin cho thị trường chứng khoán VN (hay giá cổ phiếu không phản ứng trước các thông báo cổ tức)
- Giả thuyết 1 (H₀): Việc thông báo cổ tức giảm không tạo ra những giá trị thu nhập bất thường âm
- Giả thuyết 2 (H₀): Việc thông báo cổ tức tăng không tạo ra những giá trị thu nhập bất thường dương

Để kiểm chứng các giả thuyết trên, các bước tính toán cụ thể được thực hiện như sau:

Bước 1:

- Tính thu nhập bất thường của từng cổ phiếu trong từng ngày của nghiên cứu sự kiện:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

Trong đó: $AR_{i,t}$ là thu nhập bất thường của cổ phiếu i ngày t ; $R_{i,t}$ là thu nhập thực tế của cổ phiếu i vào ngày t ; $E(R_{i,t})$ là thu nhập kì vọng của cổ phiếu i ngày t

- Thu nhập thực tế của cổ phiếu được tính dựa trên chênh lệch giá cổ phiếu giữa ngày t và $t-1$. Cụ thể là:

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} \quad (2)$$

Trong đó: $P_{i,t}$, $P_{i,t-1}$ lần lượt là giá của cổ phiếu i trong ngày t và $t-1$

- Thu nhập kì vọng của cổ phiếu có thể được tính theo nhiều phương pháp khác nhau. Hai trong số các phương pháp phổ biến là theo mô hình thị trường (Market Model) hoặc theo mô hình định giá tài sản (CAPM-Capital Asset Pricing Model). Nghiên cứu lựa chọn phương pháp thứ nhất - mô hình thị trường (Market Model). Theo mô hình này nhân tố duy nhất tác động đến thu nhập của cổ phiếu i vào ngày t là thu nhập thị trường vào ngày t . Mô hình này khá tương đồng với CAPM ngoại trừ một điểm đó là hệ số chặn được lựa chọn cố định thay vì lãi suất phi rủi ro (Risk-free Rate). Với điều kiện thông tin ở VN, việc xác định đầy đủ các yếu tố của mô hình CAPM cũng gặp khó khăn (hệ số Beta công ty không có sẵn, thông tin về lãi suất phi rủi ro thường tương đương với lãi suất trái phiếu chính phủ thường không có thông kê đầy đủ cho các ước lượng thời gian). Vì vậy việc lựa chọn mô hình thị trường để tính thu nhập kì vọng của cổ phiếu được thực hiện theo công thức:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó: $E(R_{i,t})$ là thu nhập kì vọng của cổ phiếu i trong ngày t ; $R_{m,t}$ là thu nhập hàng ngày của danh mục thị trường trong ngày t (được tính theo công thức 1); α_i and β_i là hệ số của mô hình thị trường, $\varepsilon_{i,t}$ là phần thừa (hay hệ số lỗi bất kì).

Cụ thể, các hệ số α_i , β_i đều có thể được ước lượng thông qua mô hình hồi quy tuyến tính giữa giá cổ phiếu của công ty và chỉ số giá của thị trường (VN-Index) trong khung ước lượng, tức là trong giai đoạn $t=-6$ đến $t=-127$. Nghiên cứu tiến hành hồi quy cho từng sự kiện thông báo cổ tức (69 lần thực hiện hồi quy)

Bước 2:

- Tính thu nhập bất thường trung bình và thu nhập bất thường tích lũy theo 2 công thức sau:

$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N}$ là trung bình cộng thu nhập bất thường của N cổ phiếu (trong nhóm thông báo tăng - giảm - giữ nguyên cổ tức) và được tính cho từng ngày trong khung sự kiện ($t=-5$ đến $t=+5$)

$CAAR_{i,t=5} = \sum_{t=-5}^{+5} AAR_{i,t}$ là tổng cộng thu nhập bất thường trung bình tích lũy tính cho 1 cổ phiếu trong khung sự kiện

Bước 3: Tính giá trị t-stat cho AAR và CAAR

Dùng lí thuyết thống kê (kiểm định t-test) để kiểm định tính có ý nghĩa của giá trị thu nhập bất thường. Nếu kiểm định giả thuyết cho thấy giá trị thu nhập bất thường này

khác 0 và có ý nghĩa tức là thông báo chi trả cổ tức có tác động lên giá cổ phiếu. Thông qua đó, còn có thể đánh giá mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán qua phân tích tốc độ điều chỉnh giá cổ phiếu khi có thông tin chi trả cổ tức được ban hành.

Với giả định thu nhập trung bình $AAR_{i,t}$ độc lập và tuân theo phân phối chuẩn, thì giá trị $t(AAR_{i,t})$ có dạng phân phối t- student với bậc tự do là $(N-1)$ dưới giả thuyết H_0 . Mặc dù giá trị thu nhập hàng ngày bất thường nhìn chung là không chuẩn nhưng với lý thuyết giới hạn trung tâm (Central Limit Theorem), giá trị của các thu nhập bất thường của các công ty sẽ tiệm cận dần với phân phối chuẩn khi số lượng cổ phiếu gia tăng (Gurgul & cộng sự, 2003). Công thức để tính t-stat do AAR_t và $CAAR_t$ trong khung sự kiện như sau:

$$t - statistic(AAR) = \frac{AAR_t}{SE_{(AAR_t)}} \quad (4)$$

Trong đó $SE_{(AAR_t)} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-95}^{-6} (AAR_t - E(AAR_t))^2}{N(N-1)}}$ là giá trị sai số chuẩn (Standard Error) của các giá trị AAR_t trong khung ước lượng

$$t - statistic (CAAR_{t=5}) = \frac{\sum_{t=-5}^5 AAR_t}{\sqrt{11} SE_{(AAR_t)}} \quad (5)$$

4. Kết quả định lượng và phân tích

Kết quả tổng hợp về giá trị thu nhập bất thường trung bình AAR và thu nhập bất thường tích lũy cùng với giá trị t- stat trong khoảng thời gian diễn ra thông báo chi trả cổ tức được tổng hợp trong bảng sau. Bảng tổng hợp thông tin dưới 3 dạng thông báo là thông báo tăng - giảm - giữ nguyên cổ tức và toàn bộ mẫu nghiên cứu.

Bảng 1

Tổng hợp kết quả phân tích

Ngày	N	AAR	AAR (t-test)	CAAR	CAAR (t-test)
Toàn bộ mẫu nghiên cứu					
t=-5	69	0,00003	0,01465	0,00003	0,00442
t=-4	69	0,00086	0,34735	0,00089	0,10839
t=-3	69	0,00118	0,53876	0,00207	0,28581
t=-2	69	0,00239	0,84313	0,00446	0,47395

Ngày	N	AAR	AAR (t-test)	CAAR	CAAR (t-test)
t=-1	69	0,00205	0,80051	0,00652	0,76551
t=0	69	0,00261***	2,89420	0,00913	0,99945
t=1	69	0,00355	1,42200	0,01268	1,53110
t=2	69	-0,00178	-0,61083	0,01090	1,12811
t=3	69	0,00572*	1,79603	0,01662*	1,81086
t=4	69	0,00479**	2,07692	0,02148**	2,40957
t=5	69	0,00358	1,40342	0,02498***	2,95604
Thông báo tăng cổ tức					
t=-5	17	-0,00177	-0,44064	-0,00177	-0,13286
t=-4	17	0,00564	1,02196	0,00387	0,21125
t=-3	17	0,00434	0,82341	0,00820	0,46982
t=-2	17	0,00644	1,48528	0,01465	1,01808
t=-1	17	0,00146	1,82975	0,01611	1,09356
t=0	17	0,00492**	2,29803	0,02103	1,05033
t=1	17	0,00775**	2,18534	0,02879*	1,85135
t=2	17	0,00483	0,88930	0,03362*	1,86577
t=3	17	0,00906*	1,86443	0,04268**	2,22115
t=4	17	0,00453	0,84848	0,04721**	2,66692
t=5	17	0,00211	0,46413	0,04932***	3,27121
Thông báo giảm cổ tức					
t=-5	18	0,00300	0,64723	0,00300	0,19515
t=-4	18	0,00339	0,63139	0,00639	0,35847
t=-3	18	-0,00387	-1,02159	0,00252	0,20078
t=-2	18	-0,00390**	-2,198058	-0,00138	-0,06190
t=-1	18	-0,00172**	-1,96910	-0,00310	-0,17981
t=0	18	0,00241	1,37758	-0,00069	-0,03234

Ngày	N	AAR	AAR (t-test)	CAAR	CAAR (t-test)
t=1	18	0,00480	0,87022	0,00411	0,22486
t=2	18	-0,00225	-0,33065	0,00186	0,08229
t=3	18	0,00889	1,24118	0,01074	0,45249
t=4	18	0,01110	1,70465	0,02184	1,01151
t=5	18	0,00442	0,71445	0,02626	1,28078
Thông báo cổ tức giữ nguyên					
t=-5	34	-0,00064	-0,22877	-0,00064	-0,06898
t=-4	34	-0,00287	-0,92326	-0,00351	-0,34027
t=-3	34	0,00227	0,76887	-0,00124	-0,12688
t=-2	34	0,00370	0,92849	0,00246	0,18611
t=-1	34	0,00435	1,12277	0,00681	0,53003
t=0	34	0,00156	0,45906	0,00837	0,74069
t=1	34	0,00079	0,22890	0,00916	0,79955
t=2	34	-0,00483	-1,25931	0,00433	0,33978
t=3	34	0,00237	0,77902	0,00669	0,66447
t=4	34	0,00158	0,48609	0,00827	0,76675
t=5	34	0,00386	1,13095	0,01214	1,07108

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

Kết quả tổng hợp cho thấy mức thu nhập bất thường trung bình AAR có giá trị dương (0,00261%) được ghi nhận vào ngày thông báo cổ tức (t=0) và có mức ý nghĩa 1%. Trong cả khung thời gian sự kiện (t=-5 đến t=+5), mức thu nhập bất thường trung bình AAR_t phần lớn đều nhận giá trị dương (ngoại trừ ngày t=2). Trong đó có thêm ngày t=3 và t=4, giá trị AAR_t dương và có mức ý nghĩa lần lượt là 10% và 5%. Từ đây có thể kết luận giá cổ phiếu niêm yết trên sàn HOSE có phản ứng trước các thông tin thông báo cổ tức (giả thuyết tổng quan H_0 bị bác bỏ). Khi nhìn vào kết quả của giá trị thu nhập tích lũy CAAR sẽ có thể cho biết mức độ phản ánh thông tin vào giá cổ phiếu. Cụ thể, tất cả các giá trị thu nhập trung bình tích lũy trong giai đoạn t=-5 đến t=+5 đều có giá trị dương; đặc biệt CAAR (-5,3), CAAR (-5,4), CAAR (-5,5) có mức ý

nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%. Kết quả này trùng với kết quả quan sát được ở những nghiên cứu trước đây trên thế giới như Gurgul & cộng sự (2003), McCluskey & cộng sự (2006), và Dasilas & Leventis (2011). Tức là, tồn tại độ trễ nhất định trong việc phản ánh thông tin cổ tức vào giá cổ phiếu niêm yết trên HOSE, độ trễ lên tới 3-5 ngày để thông tin được phản ánh đầy đủ. Với một thị trường chứng khoán đang phát triển như VN với khối lượng và số lượng mã cổ phiếu giao dịch không lớn, bên cạnh đó các phương tiện để thông tin được truyền tải tới tất cả các nhà đầu tư còn hạn chế thì việc giá cổ phiếu phản ứng chậm trễ với thông tin là có thể hiểu được.

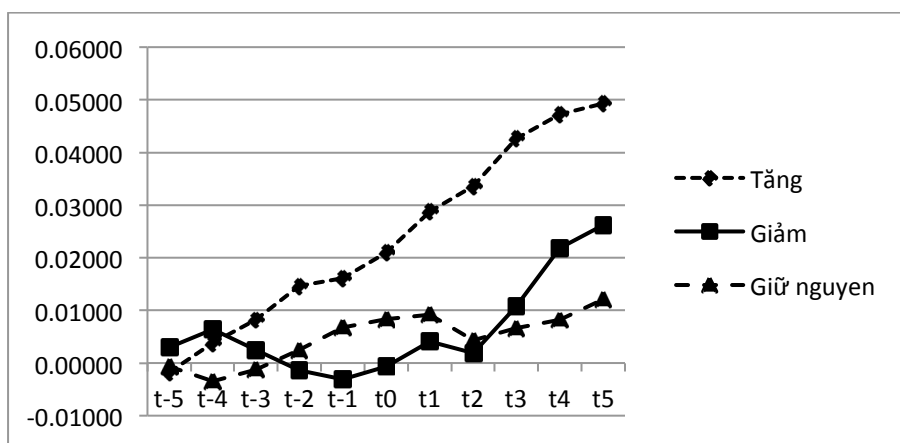
Về kết quả của các thông báo cổ tức tăng, phần lớn giá trị thu nhập bất thường trung bình được ghi nhận trong giai đoạn $t=-5$ đến $t=+5$ đều dương (ngoại trừ ngày $t=-5$). Đáng lưu ý là, giá trị thu nhập bất thường trung bình AAR đạt mức 0,00492% vào ngày $t=0$ (mức ý nghĩa 5%) và đạt mức 0,00775% vào ngày $t=1$ (mức ý nghĩa 5%). Điều này khẳng định khi xuất hiện thông báo cổ tức tăng trên thị trường, giá cổ phiếu có xu hướng tăng theo, đặc biệt vào thời điểm $t=0$ và $t=1$ (nói cách khác, Ho giả thuyết 1 đã bị bác bỏ). Khi quan sát giá trị thu nhập bất thường tích lũy CAAR, giá trị này cũng nhận giá trị dương trong suốt khung sự kiện (ngoại trừ ngày $t=-5$). Đặc biệt, các giá trị CAAR tích lũy tới các ngày $t=1$ đến $t=5$ đạt mức ý nghĩa cao (lần lượt là 10%, 5%, 5%, 1%). Kết quả này một lần nữa cho thấy, thông tin cổ tức được phản ánh khá trễ vào giá cổ phiếu thường là vào giai đoạn sau khi có thông tin cổ tức chính thức được đưa ra.

Đối với kết quả của các thông báo giảm cổ tức, giá trị thu nhập bất thường trung bình có giá trị âm chỉ được ghi nhận ở ngày $t=-3$ (AAR=-0,00387%), $t=-2$ (AAR=-0,00390%) (mức ý nghĩa 5%), $t=-1$ (AAR= -0,00172) (mức ý nghĩa 5%) và ngày $t=2$ (AAR= -0,00225%). Các mức giá trị thu nhập bất thường này cũng gia tăng độ lớn trong khoản $t=-3$ đến $t=-1$. Điều này chứng tỏ, khi có thông báo cổ tức giảm giá cổ phiếu có xu hướng giảm; tuy nhiên việc sụt giảm giá cổ phiếu lại diễn ra trước thời điểm công bố thông tin 2-3 ngày. Thêm vào đó, giá trị thu nhập bất thường tích lũy CAAR mang giá trị âm trong các ngày $t=-2$, $t=-1$, $t=0$ (mặc dù không có ý nghĩa thống kê). Kết quả này cho thấy thông tin cổ tức giảm đã có sự phản ánh vào giá của cổ phiếu trước khi có sự công bố thông tin chính thức. Có thể đã xảy ra hiện tượng rò rỉ thông tin trước ngày thông báo cổ tức chính thức.

Đối với kết quả của thông báo cổ tức giữ nguyên, giá trị thu nhập bất thường trung bình có giá trị âm ở những ngày đầu trong khung sự kiện ($t=-5, -4, -3$) nhưng sau đó

phần lớn thời gian nhận giá trị dương. Phần lớn các giá trị dương của AAR_t ghi nhận trong trường hợp này cao hơn giá trị dương của AAR_t trong thông báo cổ tức giảm; điều này phần nào phản ánh phản ứng tích cực của thị trường khi có thông tin duy trì cổ tức thay vì giảm cổ tức. Đáng lưu ý là không giá trị thu nhập bất thường trung bình AAR nào có mức ý nghĩa thống kê, điều này chứng tỏ với những thông báo cổ tức giữ nguyên không tạo ra tác động lên giá cổ phiếu một cách có ý nghĩa.

Hình 2 miêu tả giá trị thu nhập bất thường tích lũy trong ba trường hợp là thông báo cổ tức tăng - giảm - giữ nguyên trong khung sự kiện ($t=-5$ đến $t=5$).



Hình 2. Giá trị thu nhập bất thường tích lũy CAAR trong thông báo cổ tức tăng - giảm - giữ nguyên

Một điều dễ nhận thấy là dù là thông báo tăng - giảm - giữ nguyên, giá trị CAAR đều có xu hướng tăng qua thời gian. Đối với thông báo tăng cổ tức, giá trị CAAR có mức tăng rõ rệt và lớn nhất. Đối với thông báo giảm cổ tức, giá trị CAAR nhìn chung có xu hướng tăng nhưng trong giai đoạn 2-3 ngày trước thời điểm công bố thông tin có giá trị âm. Đối với thông báo giữ nguyên cổ tức, giá trị CAAR có mức gia tăng thấp nhất trong đó có thời điểm $t=-5$ nhận giá trị âm. Biểu đồ miêu tả giá trị CAAR một lần nữa khẳng định thông tin đã được phân tích ở những nội dung trên.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

5.1. Kết luận

Kết quả cho thấy giá cổ phiếu niêm yết trên sàn HOSE phản ứng trước các thông tin thông báo cổ tức. Kết quả này khẳng định giả thuyết phát tín hiệu của chính sách cổ

tức đã được kết luận trong một số nghiên cứu của Chen & cộng sự (2002), Cheng & Leung (2008), Gurgul & cộng sự (2003), McCluskey & cộng sự (2006), và Dasilas & Leventis (2011).

Cụ thể, với các thông báo tăng cổ tức, giá cổ phiếu có xu hướng điều chỉnh tăng (giá trị thu nhập bất thường trung bình dương) tính từ ngày bắt đầu thông báo cổ tức ($t=0$) cho tới một vài ngày sau thông báo. Trong khi đó, với các thông báo giảm cổ tức, giá cổ phiếu có xu hướng giảm (giá trị thu nhập bất thường trung bình âm) trong giai đoạn một vài ngày trước thông báo cổ tức ($t=-2$, $t=-1$). Điều này cho thấy thông tin cổ tức tăng được phản ánh vào giá cổ phiếu trễ vài ngày so với ngày thông báo chính thức; ngược lại thông tin giảm cổ tức đã được phản ánh vào giá cổ phiếu một vài ngày trước ngày thông báo chính thức. Đây có thể xuất phát từ việc thông tin giảm cổ tức (thông tin không tốt) đã bị rò rỉ ra ngoài thị trường trước khi có công bố chính thức trong khi với thông tin tăng cổ tức (thông tin tích cực) ảnh hưởng của nó được duy trì vài ngày sau thông báo chính thức được đưa ra. Từ đây có thể suy luận thị trường vẫn phản ứng khá thận trọng trước những thông tin tiêu cực, trong khi ảnh hưởng của những thông tin tích cực lên thị trường lại khá lớn và có dư âm. Đối với các thông tin giữ nguyên cổ tức, thị trường nhìn chung có phản ứng tích cực được ghi nhận qua giá trị thu nhập bất thường tích lũy và trung bình dương.

5.2. Gợi ý chính sách

Từ những kết quả định lượng trên, một số gợi ý có thể đưa ra cho các doanh nghiệp, nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách ở VN. Đối với các nhà đầu tư, thông tin cổ tức là một trong những căn cứ để họ dự đoán giá cổ phiếu. Đặc biệt nhà đầu tư có thể nhận được những mức thu nhập bất thường dương trong ngày thông báo hoặc một vài ngày sau đó khi có thông tin công bố tăng cổ tức. Vì vậy, nhà đầu tư cần chủ động nắm bắt thông tin kịp thời để đưa ra quyết định mua-bán cổ phiếu vào đúng thời điểm trong khung xảy ra sự kiện thông báo. Trong trường hợp thông báo cổ tức giảm, nhà đầu tư cần lưu ý về hiện tượng rò rỉ thông tin khiến thông tin được phản ánh vào giá một vài ngày trước khi sự kiện được công bố chính thức.

Đối với các doanh nghiệp, thông báo cổ tức là cách truyền thông tin hiệu quả tới các nhà đầu tư bên ngoài về tình hình tài chính và triển vọng hoạt động của công ty. Căn cứ vào phản ứng của thị trường, thị trường luôn có phản ứng tích cực đối với thông báo tăng cổ tức và theo kết quả nghiên cứu, phản ứng tích cực cũng diễn ra đối với các thông báo giữ nguyên cổ tức. Vì vậy, nếu doanh nghiệp có nguồn thu nhập tăng ổn

định thì nên điều chỉnh tăng mức chi trả cổ tức; hoặc ít nhất là duy trì mức chi trả cổ tức hiện có để tránh những phản ứng tiêu cực trên thị trường.

Đối với các nhà xây dựng chính sách, mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán ở VN chưa cao, biểu hiện qua việc thông tin được phản ánh cả trước và sau thời điểm công bố chính thức. Một mặt, các cơ quan xây dựng chính sách cần có biện pháp ngăn chặn các hành động gây rò rỉ thông tin, hoặc việc lợi dụng nắm bắt thông tin nội bộ để gây ảnh hưởng lên giá cổ phiếu. Mặt khác, cần có những khoản mục đầu tư nhất định cho hệ thống cơ sở truyền tải thông tin trên thị trường, để khi thông tin được công bố có thể chuyển tới tất cả các nhà đầu tư trên thị trường. Bên cạnh đó cần có những chính sách khuyến khích nhất định để các công ty niêm yết công bố thông tin đầy đủ, chính xác và kịp thời đến các nhà đầu tư trên thị trường.

Nghiên cứu này mặc dù là một trong số ít những nghiên cứu đầu tiên ở VN về tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu của công ty trong giai đoạn 2006–2013; tuy nhiên nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định. Ví dụ, mẫu nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở 20 công ty có giá trị vốn hóa lớn nhất thị trường; nghiên cứu chỉ kiểm tra mức có ý nghĩa thống kê của thu nhập bất thường; thông báo cổ tức mới chỉ được phân loại thành tăng - giảm - giữ nguyên. Những nghiên cứu tiếp theo có thể được triển khai để khắc phục những điểm yếu này. Ví dụ, mở rộng mẫu nghiên cứu từ đó có thể thực hiện phân loại thông báo cổ tức thành tăng - giảm - giữ nguyên - dừng chi trả - bắt đầu chi trả. Bên cạnh đó, có thể thực hiện phân tích hồi quy xác định những nhân tố tác động lên mức thu nhập bất thường của cổ phiếu không chỉ bao gồm thông báo cổ tức mà còn mức cổ tức, khối lượng giao dịch, quy mô công ty....■

Chú thích

¹ Thông báo chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc phát hành thêm thường được nghiên cứu riêng (Henk & William, 2008; Husam & cộng sự, 2010)

² Công ty Stoxplus đã cung cấp số liệu cho nghiên cứu này

³ Độ dài khung sự kiện tham khảo từ các nghiên cứu trước đây của Gurgul & cộng sự (2003), McCluskey & cộng sự (2006), Dasilas & Leventis (2011).

Tài liệu tham khảo

Al-Malkawi, H. A. N., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9(1), 171-200.

- Brennan, M. (1970). Tax, market valuation, and corporate financial policy. *National Tax Journal*, 417-427.
- Chen, G., Firth, M. & Gao, N. (2002). The information content of concurrently announced earnings, cash dividends, and stock dividends: An investigation of the Chinese stock market. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13(2), 101-124.
- Cheng, L.T.W. & Leung, T.Y. (2008). Is there information content from insider trading activities preceding earnings and dividend announcements in Hong Kong? *Journal of Accounting and Finance*, 48(3), 417-437.
- Dasilas, A. & Leventis, S. (2010). Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market. *Journal of International Review of Economics & Finance*, 20(2), 302-311.
- Dewenter, K. L., & Warther, V. A. (1998). Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms. *The Journal of Finance*, 53(3), 879-904.
- Đào Lê Minh. (2004). *Chính sách cổ tức và tác động của nó tới công ty - Những gợi ý cho VN*. Hà Nội: NXB Chính trị Quốc gia.
- Graham, B. & Dodd, D. L. (1951). *Security Analysis*. New York: McGraw-Hill.
- Gurgul, H., Mestel, R. & Schleicher, C. (2003). Stock market reactions to dividend announcements: Empirical evidence from the Austrian stock market. *Financial Markets and Portfolio Management*. 17(3), 332-350.
- Healy, P. M & Pale, K. G. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*, 21, 149-175.
- Hồ Việt Tiến & Đinh Thị Thu Hà. (2012). So sánh hiệu quả của phát hành cổ phiếu bổ sung trong giai đoạn thị trường thuận lợi và không thuận lợi: Trường hợp HOSE 2007-2010. *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, 76, 3-10.
- McCluskey, T., Burton, B. M., Power, D. M. & Sinclair, C. D. (2006). Evidence on the Irish stock market's reaction to dividend announcements. *Journal of Financial Economics*. 16(8), 617-628.
- Michaely, R., Thaler, R. H., & Womack, K. L. (1995). Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?. *The Journal of Finance*, 50(2), 573-608.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Paul, A. & David, W. M. Jr. (1983). The impact of Initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business*, 56(1), 77-96.
- Pettit, R. R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance*, 27(5), 993-1007.

- Trần Thị Hải Lý. (2012). Quan điểm của các nhà quản lý doanh nghiệp VN về chính sách cổ tức với giá trị doanh nghiệp. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 4(14): *Phát triển doanh nghiệp theo hướng tái cấu trúc*, 13-20, 80.
- Von Eije, H., & Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89(2), 347-374.
- Vũ Văn Ninh. (2008). *Hoàn thiện chính sách trả cổ tức trong các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán ở VN*. Hà Nội: Luận văn tiến sĩ Học viện Tài chính.
- Watts, R. (1973). The informational content of dividends. *Journal of Business*, 46, 191-211.