THÔNG BÁO CỔ TỨC VÀ PHẢN ỨNG THỊ TRƯỜNG - NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Thu Thủy
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: thuylt@neu.edu.vn
Lê Thị Hương Lan
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: lanlh@neu.edu.vn

Ngày nhận: 15/9/2020
Ngày nhận bản sửa: 09/10/2020
Ngày duyệt đăng: 05/11/2020

Tóm tắt:
Nghiên cứu đưa ra những kết quả thực nghiệm của phản ứng thị trường khi thông báo chi trả cổ tức bằng tiền mặt được công bố. Dữ liệu nghiên cứu gồm 1945 thông báo chi trả cổ tức tiền mặt của 657 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ tháng 1/2015 đến tháng 5/2020. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường phản ứng chậm với các thông tin cổ tức và xảy ra hiện tượng rò rỉ thông tin trước thời điểm thông báo cổ tức được công bố.Thị trường phản ứng mạnh hơn với các thông báo giảm cổ tức và không có phản ứng rõ ràng với các thông báo cổ tức không đổi.
Từ khóa: Chứng khoán, lợi tức bất thường, nghiên cứu sự kiện, phản ứng thị trường, thông báo cổ tức.
Mã JEL: **B26, D21, D22.**

Dividend announcements and stock market reaction: Empirical evidence from Vietnam
Abstract:
This research presents the empirical results of market reactions to cash dividend announcements. It examines 1,945 cash dividend announcements between January 2015 and May 2020 of 657 firms listed on the Vietnam Stock Exchange. Applying the event research method, the study indicates that market reactions are behind lagging dividend announcements and there are signs of information leakage prior to the disclosure of these announcements. The market reacts more strongly to dividend reduction announcements and shows no response to constant dividend.
Keywords: *Stock, abnormal return, event study, stock market action, dividend announcements.*
JEL Codes: B26, D21, D22

1. Giới thiệu

Trong tài chính doanh nghiệp, nhà quản trị luôn phải đối mặt với các quyết định liên quan đến phân chia lợi nhuận cho các cổ đông. Công ty nên phân phối tất cả lợi nhuận dưới hình thức cổ tức hay giữ lại một phần để tiếp tục tái đầu tư là tối ưu? Câu hỏi này dường như vẫn là một thách thức chưa tìm được câu trả lời thỏa đáng.

Thông báo cổ tức là một tuyên bố công khai về sự kiện chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Theo Pettit (1972) và Brown & Warner (1985), thông báo cổ tức có chứa đựng những thông tin cụ thể ảnh hưởng tới thị trường và tạo ra sự biến động giá cổ phiếu. Fama (1970) coi cổ tức như một phương tiện truyền tải thông tin từ nhà

quản lý ra thị trường. Do bất đối xứng thông tin, doanh nghiệp muốn thông qua cổ tức để truyền tải thông điệp về tình hình tài chính tới các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư bên ngoài có thể nhận thấy thông báo cổ tức như một phản ánh đánh giá của các nhà quản lý về hiệu suất và triển vọng của công ty. Việc tăng cổ tức được hiểu là công ty có khả năng sinh lời tốt trong tương lai (tin tốt), và do đó giá cổ phiếu của công ty sẽ có phản ứng tích cực. Ngược lại, việc cắt giảm cổ tức được coi là một tín hiệu cho thấy công ty có triển vọng tương lai không tốt (tin xấu) và giá cổ phiếu có thể phản ứng bất lợi (Ross,1977).

Bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện, nghiên cứu này xem xét chi tiết nội dung thông báo cổ tức và kiểm tra sự phản ứng của thị trường đối với thông báo cổ tức bằng tiền mặt của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Phản ứng của thị trường được phản ánh thông qua sự biến động về giá cổ phiếu và tạo ra lợi tức bất thường xung quanh ngày thông báo cổ tức. Kết quả nghiên cứu nhằm đưa ra hàm ý thực tiễn với các đối tượng tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam. Đối với các công ty niêm yết, hiểu biết về phản ứng thị trường đối với các công bố cổ tức sẽ giúp cho doanh nghiệp chủ động trong các quyết định phân phối lợi nhuận. Đối với nhà đầu tư, hiểu được các thông tin hàm chứa trong mỗi thông báo cổ tức sẽ giúp cho họ đưa ra các quyết định đúng đắn nhằm tối đa hóa lợi nhuận đầu tư trong tương lai.

Sau phần 1 giới thiệu, kết cấu của bài viết được chia thành 5 phần: Phần 2 đề cập tổng quan nghiên cứu về phản ứng thị trường đối với thông báo cổ tức doanh nghiệp; phần 3 trình bày dữ liệu nghiên cứu; phần 4 - giả thuyết và dữ liệu nghiên cứu; phần 5 - kết quả và thảo luận; và phần 6 - kết luận.

2. Tổng quan nghiên cứu

Lý thuyết tín hiệu cổ tức được xây dựng bắt nguồn từ nghiên cứu của Lintner (1956) khi phỏng vấn 28 nhà quản lý về các yếu tố ảnh hưởng tới quyết định tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Lintner đã phát hiện ra thu nhập là yếu tố đầu tiên doanh nghiệp quyết định chi trả cổ tức và các doanh nghiệp thường có mục tiêu dài hạn và sẽ từ từ điều chỉnh để đáp ứng sự thay đổi của thu nhập.

Pettit (1972) là một trong những người đầu tiên nghiên cứu phản ứng của thị trường đối với thông báo cổ tức tại thị trường Mỹ giai đoạn 1964 –) trên thị trường chứng khoán Mỹ khi thông báo cổ tức tăng được công bố. Cổ tức tăng được coi là một tín hiệu tích cực về cho triển vọng phát triển, mang lại dòng tiền trong tương lai cho nhà đầu tư. Nghiên cứu của Mrzyglod & Nowak (2017) tại Ba Lan đã đưa ra kết quả về phản ứng của thị trường với các thông báo cổ tức, xuất hiện lợi tức bất thường của cổ phiếu tại ngày thông báo cổ tức và tồn tại sau đó hai ngày. Nghiên cứu của Ali & cộng sự (2017) tại Pháp và Đức cũng tìm thấy mối tương quan tích cực và có ý nghĩa giữa thông báo cổ tức và lợi tức bất thường của cổ phiếu.

Nhiều nghiên cứu về ảnh hưởng của thông báo cổ tức tới phản ứng thị trường ở các nước đang phát triển cũng đưa ra kết quả tương tự. Nghiên cứu của Pan & cộng sự (2014) tại thị trường Trung Quốc, các doanh nghiệp trả cổ tức có lợi tức bất thường dương và phản ứng ngược lại đối với các doanh nghiệp không trả cổ tức. Nghiên cứu của Anwar & cộng sự (2017) tại Ấn Độ tìm thấy mối quan hệ đồng biến giữa thông báo cổ tức và lợi tức bất thường cổ phiếu và lợi tức bất thường cổ phiếu đạt giá trị cao nhất vào năm 1968. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường phản ứng rất mạnh với thông báo cổ tức giảm, trả cổ tức lần đầu hoặc khi có một sự gia tăng tỷ lệ chi trả cổ tức đáng kể (mức chi trả hơn 25%).

Kết quả nghiên cứu ban đầu của Pettit (1972) đã nhận được nhiều ủng hộ từ các nhà nghiên cứu tại các nước phát triển. Kết quả nghiên cứu mẫu thông báo cổ tức tăng của Laabs & Bacon (2013) cho thấy có sự phản ứng tích cực (giá cổ phiếu tăng điểm một ngày sau thông báo cổ tức. Điều này tương tự như kết quả nghiên cứu tại Pakistan và Jordan của Bashir & cộng sự (2013), Al-Shattarat & cộng sự (2017).

Những kết quả này có xu hướng ủng hộ quan điểm có thông tin đáng kể tiềm ẩn trong các thông báo cổ tức khi đưa ra thị trường. Hầu hết các thông tin tiềm ẩn trong thông báo cổ tức đều được phản ánh trong giá chứng khoán và sự thay đổi giá chứng khoán với thay đổi cổ tức có mối quan hệ cùng chiều. Giá cổ phiếu tăng lên cho thấy phản ứng tích cực của thị trường và nhà đầu tư đã xem thông tin cổ tức tăng (hoặc giảm) trong thông báo cổ tức là một tín hiệu tích cực (tiêu cực) về triển vọng phát triển tương lai của công ty.

Thông báo cổ tức tác động tới giá cổ phiếu thường được nghiên cứu trong bối cảnh về thị trường hiệu quả. Thị trường hiệu quả phụ thuộc phần lớn vào thông tin có giá trị, trong đó giá cổ phiếu phải phản ánh những thông tin liên quan hoặc giá cổ phiếu phải mang tính thông tin cao. Theo Fama (1970), đối với thị trường

hiệu quả, giá chứng khoán không chỉ phản ánh thông tin có chứa chuỗi giá chứng khoán trong quá khứ mà còn thể hiện tất cả những thông tin sẵn có. Tại đó, thông tin sẽ phong phú và thị trường được kỳ vọng hấp thụ bất kỳ thông tin nào được đưa ra công chúng. Khi đó, giá cổ phiếu phản ánh đầy đủ tất cả những thông tin có sẵn tại bất kỳ thời điểm nào và về mặt nguyên tắc, nhà đầu tư sẽ không kiếm được lợi tức bất thường (Vega, 2006).

Hiệu ứng tín hiệu của thông báo cổ tức tại thị trường Việt Nam đã được đề cập trong một số nghiên cứu, tuy vậy các kết quả không đồng nhất. Nghiên cứu của Quoc Trung Tran & Y Dat Mai (2015) khẳng định thông báo cổ tức tác động tích cực đến giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán trên cả 3 mẫu thông báo: tăng cổ tức, cổ tức giảm và không thay đổi cổ tức, trong đó mẫu tăng cổ tức có mức độ tăng giá lớn nhất. Hơn nữa, khi kiểm tra hành vi của lợi tức bất thường, các tác giả đã tìm thấy bằng chứng của giao dịch nội gián trước ngày công bố. Điều này cũng trùng hợp với kết quả nghiên cứu của Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái (2015), thông qua dấu hiệu của khối lượng giao dịch bất thường trung bình tồn tại trước ngày sự kiện hai ngày và kéo dài sau 5 ngày. Các tác giả khẳng định thị trường Việt Nam không hiệu quả ở dạng vừa do thị trường phản ứng chậm thông qua giá cổ phiếu tăng trong một giai đoạn và xảy ra hiện tượng rò rỉ thông tin thông qua khối lượng giao dịch bất thường.

Tran Thi Xuan Anh & cộng sự (2016) đưa ra kết luận ngược lại với các nghiên cứu trước đó tại thị trường Việt Nam. Mẫu nghiên cứu gồm 247 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2014- 2015. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng không có mối tương quan giữa giá cổ phiếu và thông báo cổ tức và thông tin từ thông báo cổ tức đã không phản ảnh đầy đủ trong giá cổ phiếu. Cùng quan điểm với nhóm nghiên cứu trên, Quang Hung Do & Luu Van Hieu (2018) cho rằng với đặc điểm của các doanh nghiệp Việt Nam có cơ cấu sở hữu tập trung cao, thuế cổ tức thấp hơn thuế lãi vốn, những điều này làm giảm nội dung thông tin về thông báo cổ tức. Các công ty khi đưa ra thông báo tăng cổ tức sẽ không có phản ứng giá tích cực đáng kể ở bất kỳ mức độ có ý nghĩa thống kê nào. Do đó, các tác giả kết luận thông báo tăng cổ tức không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Nói cách khác, thông báo tăng cổ tức không có giá trị thông tin cũng như không truyền đạt bất kỳ thông điệp nào ra thị trường

Như vậy có thể thấy rằng, với bất kỳ một thị trường chứng khoán nào, thông báo cổ tức luôn chứa thông tin quan trọng trong đó. Sự tác động của thông tin thông báo cổ tức đối với thị trường chứng khoán khác nhau là khác nhau tùy thuộc vào môi trường thể chế, chất lượng môi trường thông tin và các quy định chế độ kế toán tới tốc độ phản ứng đối với các thông tin mới được công bố và hành vi của nhà đầu tư trên thị trường.

3. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và sở giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn từ năm 2015 – 2020. Các công ty 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 công ty không bị hủy niêm yết trong thời gian nghiên cứu.

Ngày sự kiện (ngày 0) được xác định là lần đầu tiên thông tin về việc chi trả cổ tức được công bố chính thức trên các phương tiện thông tin đại chúng. Thông báo này được thể hiện thông qua Nghị quyết Đại hội đồng cổ đông bao gồm các thông tin: (1) Năm chi trả cổ tức (2) Hình thức chi trả; (3) Mức chi trả; (4) Ngày chốt quyền; (5) Ngày thanh toán cổ tức.

Tổng số thông báo cổ tức quan sát được là 1945 thông báo. Trong đó sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) là 883 quan sát, sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) là 1065 quan sát. Số công ty được quan sát là 657 công ty (HNX: 319, HOSE: 338).

4. Giả thuyết và phương pháp nghiên cứu

4.1. Giả thuyết nghiên cứu

Để xác định tác động của các thông báo cổ tức đối với giá cổ phiếu, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$\begin{cases} H_0: \textit{Không tồn tại lợi tức bất thường xung quanh ngày thông báo cổ tức} \\ H_1: \textit{Có tồn tại lợi tức bất thường xung quanh ngày thông báo cổ tức} \end{cases}$$

Bảng 1: Số lượng thông báo cổ tức trả bằng tiền trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015 – 2020

Năm	HOSE-Thay đổi cổ tức					HNX-Thay đổi cổ tức					Toàn TT-Thay đổi cổ tức				
	Miss	Giảm	Không đổi	Tăng	Tổng	Miss	Giảm	Không đổi	Tăng	Tổng	Miss	Giảm	Không đổi	Tăng	Tổng
2015	42	**0**	**0**	**0**	42	19	**0**	**0**	**0**	19	61	**0**	**0**	**0**	61
2016	240	**0**	**0**	**2**	242	252	**0**	**0**	**0**	252	492	**0**	**0**	**2**	494
2017	168	**15**	**23**	**33**	239	81	**17**	**27**	**46**	171	249	**32**	**50**	**79**	410
2018	85	**42**	**36**	**88**	251	41	**50**	**45**	**41**	177	126	**92**	**81**	**129**	428
2019	31	**78**	**65**	**56**	230	16	**41**	**49**	**105**	211	47	**119**	**114**	**161**	441
2020	7	**18**	**21**	**12**	58	6	**16**	**17**	**14**	53	13	**34**	**38**	**26**	111
Tổng	**573**	**153**	**145**	**191**	**1062**	**415**	**124**	**138**	**206**	**883**	**988**	**277**	**283**	**397**	**1945**

Nguồn: Tác giả tự tính toán từ số liệu của Fiin Group.

Nếu H_0 đúng, phản ứng thị trường gần như bằng 0. Nếu H_1 đúng, thị trường có phản ứng tích cực (tiêu cực) đối với thông báo cổ tức, nói cách khác thông báo cổ tức có chứa thông tin quan trọng và thị trường có phản ứng với các thông báo cổ tức.

4.2. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu sự kiện được sử dụng để đo lường phản ứng giá cổ phiếu với một thông báo về một sự kiện nào đó. Theo MacKinlay (1997), ảnh hưởng của một sự kiện cụ thể đến giá trị doanh nghiệp có thể được đo bằng phương pháp sự kiện.

Nghiên cứu sự kiện được công bố lần đầu tiên bởi Dolley (1933) khi xem xét sự tác động lên giá của việc chia tách cổ phiếu. Sau đó, nhiều nhà nghiên cứu đã ứng dụng nó trong nghiên cứu điều tra các sự kiện cụ thể như sáp nhập và mua lại, và các hiệu ứng kinh tế vĩ mô rộng hơn như thâm hụt thương mại,…

Nội dung chính của phương pháp nghiên cứu này nhằm đo lường phản ứng của thị trường đối với các sự kiện của công ty tới giá cổ phiếu. Phản ứng thị trường thông qua sự thay đổi về giá cổ phiếu được đo lường bằng lợi tức bất thường trong cửa sổ sự kiện. Mốc thời gian được nghiên cứu chia làm 3 khoảng đo lường chính:

- Khoảng T0-T1 là cửa sổ ước tính của sự kiện (L1);
- Khoảng T1-T2 là cửa sổ sự kiện diễn ra (L2);
- Ngày 0 là ngày sự kiện được thực hiện (ngày thông báo cổ tức);
- Khoảng T2-T3 là cửa sổ sau sự kiện.

Trong nghiên cứu này, tác giả lựa chọn cửa sổ ước tính cho dữ liệu trước sự kiện 100 ngày [-110 đến -11] tương tự như nghiên cứu của Al-Shattarat và cộng sự (2017). Cửa sổ sự kiện lựa chọn có độ dài 11 ngày [-5, +5] và trung tâm đối xứng là ngày sự kiện, tương tự như nghiên cứu của Al-Yahyaee & cộng sự (2011), Kumar (2017), Al-Shattarat & cộng sự (2017).

Lợi tức bất thường (Abnormal return: AR): Theo MacKinlay (1997), lợi tức bất thường là khoản chênh lệch giữa lợi tức thực tế và lợi tức kỳ vọng của một cổ phiếu.

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

Trong đó lợi nhuận 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. $E(R_{it})$: lợi tức kỳ vọng của cổ phiếu.

Áp dụng theo mô hình thị trường để tính toán lợi tức kỳ vọng tương tự như các nghiên cứu của Dasilas &

Leventis (2011), Ali & cộng sự (2017) và Kumar (2017). Công thức tính lợi tức kỳ vọng như sau:

$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it}$

Trong đó: α_i, β_i là hệ số chặn và hệ số góc, được ước lượng từ hồi quy số liệu R_{it} theo R_{mt} trong khung cửa sổ ước tính L1. R_{mt}: Lợi tức danh mục thị trường ngày t $\varepsilon_{it:}$ sai số ngẫu nhiên của mô hình ước lượng.

Như vậy lợi tức bất thường AR sẽ được tính theo công thức:

$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i * Rmt + \varepsilon_{it})$

Kiểm định cặp giả thuyết

$$\begin{cases} H_0: AR_{it} = 0 \\ H_1: AR_{it} \neq 0 \end{cases} \Leftrightarrow \begin{cases} H_0: \text{Không tồn tại lợi tức bất thường xung quanh ngày thông báo cổ tức} \\ H_1: \text{Có tồn tại lợi tức bất thường xung quanh ngày thông báo cổ tức} \end{cases}$$

Kiểm định T_Test với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$. $T_{AR} = AR_{it}/Se(AR_{it})$

Trong đó $Se(AR_{it})$ là độ lệch tiêu chuẩn của AR_{it} trong phân tích hồi quy tại cửa sổ ước tính cho sự kiện.

$$Se^2(AR_{it}) = \frac{1}{M_i - 2} \sum_{t=T_0}^{T_1} (AR_{it})^2$$

M_i là số quan sát thực tế, $L_1 = T_1 - T_0 + 1$ là độ dài cửa sổ ước tính của sự kiện từ ngày sớm nhất T_0 và ngày muộn nhất T_1 của cửa số ước tính liên quan đến sự kiện.

5. Kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu

5.1. Trường hợp cổ tức tăng

Trong trường hợp cổ tức tăng, kết quả Bảng 2 cho thấy lợi tức bất thường toàn thị trường trong cửa sổ sự kiện sau thông báo cổ tức tăng. Lợi nhuận bất thường trung bình $(\overline{AR})$ (trước sự kiện vào ngày -5 và ngày -1 lần lượt là 0,59% và 0,27% với mức ý nghĩa thống kê lần lượt α= 1% và 10%. Điều này cho thấy thị

Bảng 2: Lợi tức bất thường trung bình trong cửa sổ sự kiện

Ngày	N = 397		N = 277	
	Cổ tức tăng		**Cổ tức giảm**	
	$\overline{AR}$ **(%)**	**t-Statistic**	$\overline{AR}$ **(%)**	**t-Statistic**
-5	0,59***	3.054	-0,078	-0,334
-4	-0,14	0,754	0,028	1,172
-3	-0,032	0,156	-0,2	-0,860
-2	0,032	0,157	-0,15	-0,650
-1	0,27*	1,309	0,063	0,280
0	0,07	0,285	0,13	0,506
1	0,36*	1,435	-0,29	-0,866
2	0,48**	1,672	-0,46	-0,625
3	0,69*	1,350	-0,93*	-1,427
4	-0,57*	-1,400	-0,5**	-2,198
5	-0,79	-1,142	-1,0**	-1,696

: mức ý nghĩa $\alpha = 10\%$; **: mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$; *: mức ý nghĩa $\alpha = 1\%$*

Nguồn: Tác giả tự tính toán từ số liệu của Fiin Group

Bảng 3: Lợi tức bất thường trung bình trong cửa sổ sự kiện khi thông báo cổ tức tăng (HOSE&HNX)

	HOSE		HNX	
Ngày	$\overline{AR}$ **(%)**	**t-Statistic**	$\overline{AR}$ **(%)**	**t-Statistic**
-5	0,216*	1,426	0,934***	2,836
-4	0,203	1,024	0,075	0,228
-3	0,068	0,336	-0,256	-0,790
-2	0,432**	1,9932	0,523*	1,571
-1	0,604***	2,387	0,066	0,178
0	-0,285	-1,227	0,275	0,738
+1	0,42**	1,723	-1,171	-0,394
+2	0,366*	1,619	-0,587	-1,099
+3	-0,072	-0,320	1,274*	1,328
+4	0,064	0,293	1,042*	1,363
+5	0,008	0,0370	-1,386	-1,053

: mức ý nghĩa $\alpha = 10\%$; **: mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$; *: mức ý nghĩa $\alpha = 1\%$*
Nguồn: Tác giả tự tính toán từ số liệu của Fiin Group.

trường có hiện tượng rò rỉ thông tin trước thông báo cổ tức. Không tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình vào ngày sự kiện (ngày 0). Tuy nhiên phản ứng của thị trường lại thể hiện rõ nét sau ngày sự kiện vào các ngày +1, +2, và+3 (tồn tại $(\overline{AR})$ ở mức ý nghĩa thống kê α= 10% và 5%). Như vậy có thể thấy sự phản ứng chậm trễ của giá cổ phiếu đối với thông tin mới phát ra từ thông báo cổ tức. Tại ngày +4, có sự đảo chiều đối với giá cổ phiếu, lợi nhuận bất thường trung bình đạt – 0,57 % (ở mức ý nghĩa thống kê α= 10%).

Phản ứng chính của thị trường có thể thấy tập trung tại ngày -5. $(\overline{AR})$ tại ngày -5 là lớn nhất (0,59%) với mức ý nghĩa thống kê α = 1% trong khoảng thời gian sự kiện được nghiên cứu.

Trong quá trình nghiên cứu, nhóm nghiên cứu thấy rằng giữa sàn giao dịch chứng khoán khác nhau có sự phản ứng khác nhau trong xu thế phản ứng của giá đối với các thông báo cổ tức. Tập trung nghiên cứu trên hai sàn giao dịch chính là sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE).

Phản ứng thị trường khi có thông báo cổ tức tăng tại HOSE và HNX được thể hiện tại Bảng 3. Cả hai sàn đều có dấu hiệu rò rỉ thông tin khi giá phản ứng tăng trước ngày sự kiện. Tại HOSE, tại các ngày -5, -2, -1 lần lượt là 0,22%, 0,43% và 0,6% với mức ý nghĩa α = 10%, 5%. Tương tự tại HNX, thị trường có phản ứng về giá tập trung vào ngày -5 với tại là 0,93% với mức ý nghĩa α=1% và ngày -2 là 0,52% với mức ý nghĩa α=10%. Không tồn tại lợi nhuận bất thường tại ngày sự kiện ở cả hai sàn giao dịch**.** Sau ngày sự kiện, tại HOSE, thị trường phản ánh nhanh hơn so với HNX. Giá cả biến động khi có thông tin cổ tức vào ngày +1, +2 với $(\overline{AR})$ lần lượt là 0,42% và 0,37% (ở mức ý nghĩa thống kê 5% và 10%). Tại HNX, sau 3 ngày sự kiện, thị trường mới có phản ứng cho thấy tại $(\overline{AR})$ vào ngày +3, +4 lần lượt là 1,27% và 1,04% với mức ý nghĩa *α=10%.*

Tại HOSE, thị trường có phản ứng mạnh nhất tại ngày -1, do đó $(\overline{AR})$ đạt giá trị cao nhất là 0,60% *(ở* mức ý nghĩa α=1%). Tại HNX thị trường có phản ứng mạnh nhất tại ngày -5, $(\overline{AR})$ đạt giá trị 0,93% *(ở* mức ý nghĩa α=1%).

Khi phân tích chuyên sâu về 4 ngành có mức độ vốn hóa lớn và số lượng công ty niêm yết lớn nhất thị trường (công nghiệp, vật liệu cơ bản, tài chính và hàng tiêu dùng), nhóm tác giả nhận thấy có xu hướng chung về phản ứng tích cực của thị trường trước thông báo cổ tức tăng. Có sự khác biệt về thời điểm phản

Bảng 4: Lợi tức bất thường trung bình trong cửa sổ sự kiện khi thông báo cổ tức giảm (HOSE&HNX)

	HOSE		HNX	
Ngày	$\overline{AR}$ (%)	t-Statistic	$\overline{AR}$ (%)	t-Statistic
-5	0,032	0,93	-0,620*	-1,475
-4	0,041	1,02	0,151	0,333
-3	-0,026	-0,115	-0,446	-0,978
-2	0,023	0,114	-0,401	-0,913
-1	0,271	1,281	-0,274	-0,063
0	0,368	1,347	-0,234	-0,469
+1	0,050	0,144	-0,660	-1,224
+2	-0,057	-0,237	-0,907	-0,560
+3	-0,420**	-1,953	-1,716	-1,199
+4	-0,461***	-2,418	-0,528	-1,180
+5	-0,8565	-0,883	-0,923**	-1,903

: mức ý nghĩa $\alpha = 10\%$; **: mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$; *: mức ý nghĩa $\alpha = 1\%$*

Nguồn: Tác giả tự tính toán từ số liệu của Fiin Group

ứng của thị trường với thông báo cổ tức giữa các nhóm ngành trong cửa sổ sự kiện. Thị trường ngay lập tức phản ứng với thông báo cổ tức của các công ty ngành Tài chính tại ngày sự kiện (ngày 0) trong khi ngành Hàng tiêu dùng vào ngày +1, ngành Công nghiệp và Vật liêu cơ bản phản ứng chậm hơn, vào ngày +4.

Như vậy, có thể thấy rằng, khi thông báo cổ tức tăng được công bố, thị trường có xảy ra phản ứng thông qua sự biến động về giá xung quanh ngày thông báo cổ tức. Giả thuyết H_0 bị bác bỏ. Lợi nhuận bất thường trung bình $(\overline{AR})$ trong trường hợp này đều có giá trị dương ở toàn thị trường, thể hiện kỳ vọng vào sự phát triển của doanh nghiệp thông qua thông báo cổ tức tăng. Điều này ủng hộ lý thuyết tín hiệu cho rằng thông báo tăng cổ tức là tin tốt và phản ứng giá cổ phiếu tăng là dấu hiệu kỳ vọng một sự phát triển của doanh nghiệp trong tương lai.

5.2. Trường hợp cổ tức giảm

Bảng 2 thể hiện kết quả phản ứng thị trường khi có thông tin giảm cổ tức. Tương tự như trường hợp thông báo cổ tức tăng, tại ngày sự kiện, thị trường không có phản ứng nào đáng kể. Thị trường phản ứng chậm với thông tin này thông qua hiện tượng giảm giá cổ phiếu sau ngày thông báo. Lợi nhuận bất thường trình bình $(\overline{AR})$ vào ngày +3, +4, +5 lần lượt là -0,93%, -0,5% và – 1,0 % (ở mức ý nghĩa α= 10%). Thị trường phản ứng tiêu cực với thông tin giảm cổ tức của doanh nghiệp, kết quả này ủng hộ lý thuyết tín hiệu cổ tức khi cho rằng giảm cổ tức được coi là thông tin xấu và thị trường sẽ phản ứng thông qua giảm giá chứng khoán. Trường hợp cổ tức giảm, giả thuyết H_0 bị bác bỏ. Phản ứng của thị trường dường như rất rõ nét đối với thông báo cổ tức.

Số liệu tại Bảng 4 cho thấy phản ứng của thị trường đối với thông báo cổ tức giảm. Tại ngày sự kiện, thị trường không có phản ứng nào đáng kể. Tại HOSE, giá bắt đầu giảm sau ngày sự kiện, tập trung vào ngày +3 với $(\overline{AR})$ = -0,42% (ở mức ý nghĩa α= 5%) và ngày + 4 $(\overline{AR})$ = -0,461% (ở mức ý nghĩa α= 1%). Riêng tại HNX, có hiện tượng rò rỉ thông tin khi giá cổ phiếu có biến động giảm tại ngày -5, $(\overline{AR})$ = -0,62% (ở mức ý nghĩa α= 10%). Thị trường HNX chỉ có phản ứng duy nhất vào ngày +5 với $(\overline{AR})$ = -0,923% *(ở* mức ý nghĩa α= 5%).

$(\overline{AR})$ So sánh trên toàn thị trường lợi tức bất thường cổ phiếu đối với thông báo giảm cổ tức ($(\overline{AR})$ = -1%, ở mức ý nghĩa α= 1%) có độ lớn về mặt tuyệt đối lớn hơn nhiều so với lợi tức bất thường đối với thông báo tăng cổ tức ($(\overline{AR})$ = +0,59%, ở mức ý nghĩa α= 1%). Điều này cho thấy thị trường quan tâm nhiều hơn tới

Bảng 5: Lợi tức bất thường trung bình trong cửa sổ sự kiện khi thông báo cổ tức không đổi (HOSE&HNX)

Ngày	N = 283		N= 145		N = 138	
	Cổ tức không đổi		**HOSE**		**HNX**	
	$\overline{AR}$ **(%)**	**t-Statistic**	$\overline{AR}$ **(%)**	**t-Statistic**	$\overline{AR}$ **(%)**	**t-Statistic**
-5	-0,020	-0,083	0,038	0,158	-0,088	-0,195
-4	-1,109	-0,435	0,041	0,154	-0,266	-0,616
-3	-0,002	-0,007	0,089	0,339	-0,972	-0,242
-2	0,057	1,028	0,334	1,05	0,815	0,951
-1	-0,010	-0,409	-0,607	-0,265	-0,140	0,320
0	0,127	0,495	-0,092	-0,339	0,334	0,782
1	0,126	0,494	-0,534	-1,15	0,369	0,875
2	-0,096	-0,402	0,016	0,069	0,288	0,151
3	0,149	0,159	0,327	1,198	0,164	0,343
4	0,248	0,916	-0,506	-0,132	0,094	0,213
5	- 0,198	-0,723	-0,191	-0,046	-0,176	0,418

*mức ý nghĩa $\alpha = 10\%$; **: mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$; ***: mức ý nghĩa $\alpha = 1\%$*

Nguồn: Tác giả tự tính toán từ số liệu của Fiin Group.

các thông báo giảm cổ tức và có phản ứng mạnh hơn gây ra hiện tượng giảm giá cổ phiếu. Theo Lintner (1956), đó chính là sự trừng phạt của thị trường đối với thông tin giảm cổ tức. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của của Gunasekarage & Power (2002), Dasilas & Leventis (2011), Goldstein & Fuller (2011), nhưng trái ngược với kết quả nghiên cứu của Quoc Trung Tran & Y Dat Mai (2015). Nghiên cứu 233 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008 – 2014, Quoc Trung Tran & Y Dat Mai (2015) tìm thấy bằng chứng cho thấy thông báo cổ tức có mức độ thay đổi giá cao nhất so với thông báo giảm cổ tức và cổ tức không đổi.

Khác biệt với thông báo cổ tức tăng, không tồn tại lợi tức bất thường vào ngày sự kiện đối với tất cả các ngành. Sau ngày sự kiện, ngành Vật liệu cơ bản và ngành Tài chính là hai ngành có tốc độ phản ứng nhanh hơn (vào ngày +1). Ngành Hàng tiêu dùng có độ trễ phản ứng tới ngày +4, đặc biệt không có phản ứng thị trường với ngành Công nghiệp. Giá cổ phiếu của các ngành đều có xu hướng giảm khi công bố thông tin cổ tức giảm.

5.3. Trường hợp cổ tức không đổi

Dữ liệu tại Bảng 5 cho thấy thị trường không có phản ứng với các thông báo cổ tức không đổi. Lợi tức bất thường không có ý nghĩa thống kê tại các ngày trong cửa sổ sự kiện. Điều này chứng tỏ thông báo cổ tức không đổi của các công ty niêm yết không cung cấp thông tin có ý nghĩa đối với thị trường do đó thị trường không có phản ứng nào đáng kể khi tiếp nhận thông tin từ các công ty.

6. Kết luận

Nghiên cứu đã tiến hành kiểm chứng định lượng tác động của 3 nhóm thông báo cổ tức: cổ tức tăng, cổ tức giảm và cổ tức không đổi tới lợi tức bất thường cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện với dữ liệu gồm các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2015 – 2020, kết quả nghiên cứu cho thấy thông báo cổ tức thực sự truyền đạt thông tin có ý nghĩa tới thị trường và thị trường có phản ứng với các thông tin được các công ty công bố. Kết quả nghiên cứu này giúp cho các nhà đầu tư ước lượng được mức độ ảnh hưởng của thông báo cổ tức các công ty niêm yết tới giá cổ phiếu để từ đó đưa ra quyết định đầu tư kịp thời và phù hợp. Nhà đầu tư chỉ thu được lợi nhuận đầu tư đối với trường hợp cổ tức tăng vào thời điểm sau ngày thông báo, đối với HOSE là ngày +1, +2 và

HNX là ngày +3, +4.

Lợi tức bất thường trong trường hợp cổ tức giảm giảm lớn hơn lợi tức bất thường trong trường hợp cổ tức tăng. Điều này chứng tỏ thông báo giảm cổ tức làm cho giá cổ phiếu biến động giảm mạnh hơn so với thông báo tăng cổ tức bởi trong một thị trường thông tin bất đối xứng, thông báo giảm cổ tức được coi là một thông điệp tiêu cực của nhà quản trị về triển vọng của công ty (Amihud & Li, 2006). Do vậy, các công ty niêm yết cần xây dựng một chính sách cổ tức hiệu quả mang tính chiến lược và ổn định, thận trọng trong việc lựa chọn phương thức và tỷ lệ chi trả cổ tức trong từng thời kỳ phát triển để tránh phản ứng tiêu cực của nhà đầu tư khi tiếp nhận thông báo cổ tức.

Có hiện tượng rò rỉ thông tin trước ngày thông báo cổ tức của các công ty niêm yết được công bố. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam của các tác giả Quoc Trung Tran & Y Dat Mai (2015), Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái (2015). Hiện tượng rò rỉ thông tin trước ngày thông báo là một minh chứng cho việc tuân thủ pháp luật về chứng khoán và tính minh bạch trong cung cấp thông tin. Điều này đặt ra các vấn đề cho các cơ quan lý thị trường và các nhà quản lý doanh nghiệp về xây dựng chính sách, hệ thống pháp lý các quy định về bảo mật và công bố thông tin để tạo sự công bằng cho các nhà đầu tư. Các quy định về công bố thông tin cổ tức trên các phương tiên truyền thông cần được quy định chặt chẽ và hoàn thiện hơn, có chế tài xử phạt đối với hành vi không thực hiện hoặc trì hoãn trả cổ tức cho các cổ đông như đã thông báo.

Tồn tại sự khác biệt phản ứng thị trường đối với thông báo cổ tức của các ngành khác nhau. Ngành Công nghiệp, Vật liệu cơ bản và Hàng tiêu dùng đều có tốc độ phản ứng sau ngày sự kiện 3 ngày. Duy nhất ngành Tài chính, ngành có mức độ vốn hóa thị trường cao nhất, giá cổ phiếu biến động ngay tại ngày sự kiện và ngày +1. Điều này chứng tỏ cổ phiếu ngành Tài chính nhận được sự quan tâm rất lớn của các nhà đầu tư và các thông tin đều được phản ánh ngay vào giá cổ phiếu.

Thị trường chứng khoán Việt Nam phản ứng chậm với các thông báo cổ tức. Tính không hiệu quả của thị trường được minh chứng thông qua thị trường có phản ứng tập trung sau ngày công bố thông tin. Thông tin được phản ánh chậm vào giá hay nói cách khác nhà đầu tư phản ứng chậm với thông tin cổ tức của công ty niêm yết. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Mallikarjunappa & Manjunatha (2009) tại Ấn Độ, Mahmood & cộng sự (2001) tại Pakistan, Felimban & cộng sự (2017) tại các nước Vùng Vịnh, Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái (2015) tại Việt Nam. Sự trưởng thành của thị trường, hệ thống pháp lý và nền tảng công nghệ tạo ra sự khác biệt về hiệu quả thị trường và có khả năng tác động đến hành vi mà thị trường chứng khoán ở các quốc gia và khu vực khác nhau phản ứng với các thông tin mới về cổ tức.

Tài liệu tham khảo

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,* 9(4), 20 - 34.

Al-Shattarat, W.K., Al-Shattarat, B.K. & Hamed, R. (2017), 'Do dividends announcements signal future earnings changes for Jordanian firms?', *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(3), 417- 442.

Al-Yahyaee, K.H., Pham, T.M. & Walter, T.S. (2011), 'The information content of cash dividend announcements in a unique environment', *Journal of Banking & Finance*, 3(35), 606-612.

Amihud, Y. & Li, K. (2006), 'The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 637 – 660.

Anwar, S., Singh, S. & Jain, P. K. (2017), 'Impact of Cash Dividend Announcements: Evidence from the Indian Manufacturing Companies', *Journal of Emerging Market Finance*, 16(1), 1–32.

Bashir, U., Ali-Shah, S.Z. & Hussain, M. (2013), 'On the Differential Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from Emerging Equity Market', *International Review of Management and Business Research*, 2(2), 470 – 479.

Brown, S.J. & Warner, J.B. (1985), 'Using daily stock returns: The case of event studies', *Journal of Financial*

Economics, 14(1), 3-31.

Dasilas, A. & Leventis, A. (2011), 'Stock Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from the Greek Stock Market.', *International Review of Economic and Finance,* 20 ,302 – 311.Dolley, J.C. (1933), 'Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups', *Harvard Business Review*, 11, 316–326.

Fama, E.F. (1970), 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Felimban, R., Floro & Nguyen, A.N. (2018), ' The impact of dividend announcements on share price and trading volume: Empirical evidence from the Gulf Cooperation Council (GCC) countries', *Journal of Economic Studies*, 2(45), 210-230.

Goldstein, M.A. & Fuller, K.P. (2011), 'Do dividends matter more in declining markets?', *Journal of Corporate Finance*, 17, 457– 473.

Gunasekaragea, A. & Power, D.M. (2002), 'The post-announcement performance of dividend-changing companies: The dividend-signaling hypothesis revisited', *Accounting and Finance*, 42, 131– 151.

Kumar, S. (2017), 'New evidence on stock market reaction to dividend announcements in India', *Research in International Business and Finance*, 39, 327–337.

Laabs, D.S. & Bacon, F.W. (2013), 'The Impact of Increased Dividend Announcements on Stock Price: A Test of Market Efficiency', *ASBBS Annual Conference*, 20(1), 664 – 670.

Lintner, J. (1956), 'Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes', A*merican Economic Association, the Sixty-eighth Annual Meeting*, USA, 97-113.

Mahmood, S., Sheikh, M.F. & Ghaffari, A.Q. (2011), 'Dividend Announcements and Stock Returns: An event study on Karachi stock exchange', *Interdisciplinary Journal of Contemporary Reserch in Business*, 8(3), 972-981.

MacKinlay, A.C. (1997), 'Event studies in Economics and Finance', *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.

Mallikarjunappa, T. & Manjunatha, T. (2009), 'Stock Price Reactions to Dividend Announcements', *Journal of Management & Public Policy*, 1(1), 43-56.

Mrzygłód, U. & Nowak, S. (2017), 'Market reactions to dividends announcements and payouts. Empirical evidence from the Warsaw Stock Exchange.', *Contemporary Economics*; 11(2), 187-204.Pan, R., Tang, X., Tan, Y. & Zhu, Q. (2014), 'The Chinese stock dividend puzzle', *Finance Trade*, 50(3), 178–195.

Pettit, R.R. (1972), 'Dividend Announcement, Security performance and Capital Market Efficiency', *The Journal of Finance*, 5(27), 383 – 417.

Quang Hung Do & Luu Van Hieu (2018), 'Impacts of Dividend Announcement on Stock Price: An Empirical Study of the Vietnam Stock Market', *Journal of Business and Management Sciences*, 2(6), 59-69.

Quoc Trung Tran & Y Dat Mai (2015), 'Stock Market Reaction to Dividend Announcements from a Special Institutional Environment of Vietnamese Stock Market', *International Journal of Economics and Finance*, 9(7), 50 -58.

Ross, S.A. (1977), 'The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach', *The Bell Journal of Economic*, 1(1), 23 – 40.

Tran Thi Xuan Anh, Nguyen Thanh Phuong & Pham Tien Manh (2016), 'Semi-strong form efficiency: Market reaction to dividend and earnings announcements in Vietnam stock exchange', *Review of Business and Economics Studies*, 4(3), 53 -67.

Vega, C. (2006), 'Stock Price Reaction to Public and Private Information', *Journal of Financial Economics*, 82, 103 - 33.

Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái (2015), 'Phản ứng của thị trường khi công bố thông tin trả cổ tức – Nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế Phát Triển*, 219, 55-65.