

Tác động của công bố thông tin cổ tức, lợi nhuận đến biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE)

Phạm Tiến Mạnh*, Trần Thị Phương Thảo, Vũ Thị Thanh Huyền, Đinh Lan Hương

Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

Ngày nhận bài 7/6/2018; ngày chuyển phản biện 13/6/2018; ngày nhận phản biện 16/7/2018; ngày chấp nhận đăng 26/7/2018

Tóm tắt:

Nghiên cứu sử dụng thông tin của các doanh nghiệp được lựa chọn trên thị trường chứng khoán (TTCK) TP Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2015 đến 2017, xem xét công bố thông tin (CBTT) cổ tức và lợi nhuận tác động đến biến động giá của các công ty niêm yết trên sàn HOSE như thế nào. Bằng phương pháp sự kiện (Event study), kết quả nghiên cứu cho thấy có sự tồn tại của mức thu nhập bất thường bình quân tại thời điểm trước và sau khi CBTT lợi nhuận và cổ tức. Trên cơ sở đó, nhóm nghiên cứu đã đưa ra một số khuyến nghị đối với các doanh nghiệp và cơ quan quản lý nhà nước.

Từ khóa: công bố thông tin, cổ tức, giá cổ phiếu, lợi nhuận, mức thu nhập bất thường.

Chỉ số phân loại: 5.2

The impact of dividend and profit announcement on the stock price of listed firms on Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE)

Tien Manh Pham*, Thi Phuong Thao Tran,
Thi Thanh Huyen Vu, Lan Huong Dinh

Faculty of Finance, Banking Academy

Received 7 June 2018; accepted 26 July 2018

Abstract:

Through a research on the firms chosen from the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) from 2015 to 2017, we considered how dividend and profit announcement affected the stock price of listed companies on HOSE. Using the event study, we found the existence of average abnormal earnings before and after announcing the dividend and profit. On that basis, we gave several related recommendations for relevant companies and authorities.

Keywords: abnormal earnings, announcement, dividend, profit, stock price.

Classification number: 5.2

Đặt vấn đề

Nghĩa vụ CBTT mang ý nghĩa quan trọng trong việc làm cho thị trường minh bạch, bền vững. Trong đó, yêu cầu CBTT về cổ tức và lợi nhuận chính xác, kịp thời là một trong những yếu tố quan trọng nhất. Tuy nhiên, các doanh nghiệp vẫn chưa đảm bảo được chất lượng thông tin công bố, cùng với đó, nhà đầu tư Việt Nam còn thiếu chuyên môn và gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận và đánh giá các thông tin tài chính, khiến việc đưa ra quyết định còn nhiều hạn chế. Nhằm cải thiện chất lượng thông tin tài chính trên TTCK Việt Nam và giúp các nhà đầu tư nắm rõ hơn về CBTT, từ đó đưa ra được quyết định đầu tư chính xác, chúng tôi nghiên cứu xác định và phân tích tác động của CBTT cổ tức và lợi nhuận đến biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh. Trên cơ sở đó đưa ra một số kiến nghị đối với các đối tượng liên quan đến việc CBTT minh bạch, kịp thời hạn và hoàn thiện khung pháp lý nhằm hạn chế giao dịch nội gián.

Rất nhiều nghiên cứu trước đây cho thấy, các phản ứng của giá cổ phiếu đối với tin tức CBTT cổ tức bao gồm các phản ứng tích cực như nghiên cứu của McCaffrey và Hamill (2000) [1] và Njuru (2007) [2], các phản ứng tiêu cực được chứng minh trong nghiên cứu của Mamun và cộng sự (2013) [3] và không có tác động giữa hai đối tượng này trong nghiên cứu của Muigai (2012) [4]. Với yếu tố lợi nhuận, các nghiên cứu của Khoa và Zhou (2014) [5], Phạm Tiến Mạnh và cộng sự (2017) [6] cho rằng, CBTT cũng có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu và lợi nhuận của nhà đầu tư. Bên cạnh đó,

*Tác giả liên hệ: Email: phammanh@hvn.edu.vn

CBTT về lợi nhuận và cổ tức cũng có mối tương quan cùng chiều với giá cổ phiếu như trong bài nghiên cứu của Hussin và cộng sự (2010) [7] cho rằng với mức độ trung bình, việc tăng thông báo cổ tức khiến lợi nhuận bất thường dương và ngược lại giảm CBTT cổ tức khiến lợi nhuận âm.

Nghĩa vụ CBTT được thực hiện theo Thông tư số 155/2015/TT-BTC của Bộ Tài chính được ban hành ngày 06/10/2015 [8]. Thông tư đưa ra nội dung về các đối tượng CBTT, phương tiện CBTT, thời hạn CBTT, các điều kiện CBTT, CBTT bất thường và theo yêu cầu...

Thứ nhất, về người thực hiện CBTT: các đối tượng CBTT là tổ chức phải thực hiện nghĩa vụ CBTT trên TTCK thông qua 01 người đại diện theo pháp luật hoặc 01 cá nhân là người được uỷ quyền. Nhà đầu tư là cá nhân tự thực hiện nghĩa vụ CBTT hoặc uỷ quyền cho 01 tổ chức, 01 cá nhân khác thực hiện nghĩa vụ công khai thông tin.

Thứ hai, về phương tiện CBTT: thông tư quy định các phương tiện CBTT bao gồm: trang thông tin điện tử (website) của tổ chức là đối tượng CBTT, hệ thống CBTT của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, trang thông tin điện tử của Sở giao dịch chứng khoán, trang thông tin điện tử của Trung tâm lưu ký chứng khoán, các phương tiện thông tin đại chúng khác theo quy định của pháp luật (báo in, báo điện tử...).

Thứ ba, về thời hạn CBTT: đối với báo cáo tài chính năm, tổ chức niêm yết, công ty đại chúng quy mô lớn “phải công bố báo cáo tài chính năm đã được kiểm toán trong thời hạn 10 ngày kể từ ngày tổ chức kiểm toán ký báo cáo kiểm toán nhưng không vượt quá 90 ngày kể từ ngày kết thúc năm tài chính”. Đối với báo cáo tài chính bán niên, “tổ chức niêm yết, công ty đại chúng quy mô lớn phải công bố báo cáo tài chính bán niên đã được soát xét trong thời hạn 05 ngày kể từ ngày tổ chức kiểm toán ký báo cáo soát xét nhưng không được vượt quá 45 ngày kể từ ngày kết thúc 06 tháng đầu năm tài chính”. Đối với báo cáo tài chính quý, “tổ chức niêm yết, công ty đại chúng quy mô lớn phải công bố báo cáo tài chính quý trong thời hạn 20 ngày kể từ ngày kết thúc quý. Tổ chức niêm yết, công ty đại chúng quy mô lớn công bố báo cáo tài chính quý được soát xét (nếu có) trong thời hạn 05 ngày kể từ ngày tổ chức kiểm toán ký báo cáo soát xét”.

Thứ tư, về yêu cầu đối với công bố lợi nhuận và cổ tức: theo khoản 4 điều 11, “khi CBTT các báo cáo tài chính, tổ chức niêm yết, công ty đại chúng quy mô lớn phải đồng thời giải trình nguyên nhân khi xảy ra một trong các trường hợp sau:

- Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp tại báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của kỳ công bố thay đổi từ 10% trở lên so với báo cáo cùng kỳ năm trước;

- Lợi nhuận sau thuế trong kỳ báo cáo bị lỗ, hoặc chuyển từ lãi ở kỳ trước sang lỗ ở kỳ này hoặc ngược lại;

- Số liệu, kết quả hoạt động kinh doanh lũy kế từ đầu năm

tại báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh trong báo cáo tài chính quý 2 đã công bố so với báo cáo tài chính bán niên được soát xét, hoặc tại báo cáo tài chính quý 4 đã công bố so với báo cáo tài chính năm được kiểm toán có sự chênh lệch từ 5% trở lên, hoặc chuyển từ lỗ sang lãi hoặc ngược lại;

- Số liệu, kết quả hoạt động kinh doanh tại báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh trong kỳ báo cáo có sự chênh lệch trước và sau kiểm toán hoặc soát xét từ 5% trở lên.

Bên cạnh đó, tác động của CBTT được xây dựng theo giả thuyết thị trường hiệu quả, giá TTCK phản ánh giá thực của chứng khoán vì giá TTCK phản ánh tất cả các thông tin liên quan có sẵn. Vì vậy, các nhà đầu tư có thể xác định được dòng tiền mặt dự kiến trong tương lai của chứng khoán, rủi ro của nó, tỷ lệ chiết khấu thích hợp để áp dụng cho dòng tiền dự kiến của nó (EMH, Fama, 1970, 1991). Ngoài ra, Fama đã phân biệt ba mức độ hiệu quả khác nhau trên thị trường:

- Đối với thị trường hiệu quả dạng yếu, giá của chứng khoán phản ánh giá cổ phiếu của nó, điều này có nghĩa là giá cả trong tương lai không thể dự đoán bằng cách phân tích giá từ trước.

- Đối với thị trường hiệu quả dạng trung bình, giá của chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin công khai, do đó không có lợi nhuận vượt quá có thể kiếm được bằng cách kinh doanh thông tin này. Nhưng lợi nhuận có thể được thực hiện thông qua các thông tin không công khai.

- Đối với thị trường hiệu quả dạng mạnh, giá của chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin, đây là trường hợp mà các kết quả bất thường bằng không.

Phương pháp nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng thông tin của các doanh nghiệp được lựa chọn trên TTCK TP Hồ Chí Minh (HOSE) tính từ thời điểm ngày 5/5/2015 đến hết ngày 31/8/2017. Trong đó, dữ liệu giá cổ phiếu được lấy từ website của HOSE (www.hsx.vn), dữ liệu liên quan đến ngày công bố lợi nhuận của doanh nghiệp được lấy trực tiếp từ website của các công ty niêm yết.

Trong số các doanh nghiệp được lựa chọn, trong khoảng thời gian 3 năm nghiên cứu, có tất cả 1.226 lần công bố lợi nhuận, trong đó có 873 lần thông báo lợi nhuận tăng và 353 lần thông báo lợi nhuận giảm. Bên cạnh đó, dựa trên dữ liệu lịch sử về chi trả cổ tức, đã có 320 lần CBTT, trong đó có 38 trường hợp cổ tức tăng, 174 lần cổ tức giảm và 108 lần cổ tức qua các năm không đổi.

Nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event study) - một trong những phương pháp nghiên cứu định lượng, nhằm phân tích, đo lường mức độ và chiều hướng tác động của việc CBTT, sự kiện đến thị trường.

Theo Event study, việc nghiên cứu sẽ được chia thành 5

bước sau: Bước 1: Xác định sự kiện quan tâm; Bước 2: Mô hình hóa việc giá chứng khoán phản ứng với sự kiện; Bước 3: Ước tính mức sinh lời vượt trội; Bước 4: Sắp xếp và phân nhóm mức sinh lời vượt trội; Bước 5: Phân tích kết quả.

Các biến giải thích

Dựa trên nghiên cứu của Hussin và cộng sự (2010) [7], để đánh giá mức độ ảnh hưởng của việc CBTT, nhóm nghiên cứu đưa ra những giả định đơn giản sau:

- Cổ tức tăng và lợi nhuận cũng tăng (DI-EI) - bao gồm các doanh nghiệp CBTT cả cổ tức và lợi nhuận đều tăng trong kỳ.

- Cổ tức tăng nhưng lợi nhuận giảm (DI-ED) - bao gồm các doanh nghiệp CBTT cổ tức tăng nhưng lợi nhuận giảm trong kỳ.

- Cổ tức giảm và lợi nhuận cũng giảm (DD-ED) - bao gồm các doanh nghiệp CBTT cả cổ tức và lợi nhuận đều giảm trong kỳ.

- Cổ tức giảm nhưng lợi nhuận tăng (DD-EI) - bao gồm những doanh nghiệp CBTT cổ tức giảm nhưng lợi nhuận tăng trong kỳ.

- Cổ tức không đổi nhưng lợi nhuận tăng (DU-EI) - bao gồm những doanh nghiệp chi trả cổ tức với lượng không đổi so với kỳ trước, mặc dù công bố lợi nhuận hoạt động tăng.

- Cổ tức không đổi nhưng lợi nhuận giảm (DU-ED) - bao gồm những doanh nghiệp chi trả cổ tức với lượng không đổi so với kỳ trước mặc dù công bố lợi nhuận hoạt động giảm.

Đồng thời, trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng mô hình cổ tức đơn thuần và lợi nhuận kỳ vọng của Aharony và Swary (1980) [9]:

$$E(D_{it}) = D_{i,t-1}$$

Trong đó: $E(D_{it})$ là cổ tức kỳ vọng của doanh nghiệp i trong năm t , $D_{i,t-1}$ là trả cổ tức trong năm $(t-1)$.

Mức sinh lời vượt trội (AR - Abnormal Return) của mỗi cổ phiếu, tại mỗi ngày được tính bằng công thức:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t}) + E_{i,t}$$

Trong đó: α và β là các thông số ước tính, $R_{i,t}$ là mức sinh lời dự tính đối với cổ phiếu i tại thời điểm t , $R_{m,t}$ đại diện cho mức sinh lời của VN Index, $E_{i,t}$ là sai số.

Đối với mỗi cổ phiếu, biến động hàng ngày của cổ phiếu được tính theo công thức:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Trong đó: $P_{i,t}$ là giá đóng cửa của cổ phiếu i tại ngày t , $P_{i,t-1}$ là giá đóng cửa của cổ phiếu i ngày $t-1$.

Tiếp đến mức sinh lời bình quân sẽ được tính theo công thức:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \times \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Trong đó: AAR_t là mức sinh lời vượt trội bình quân tại ngày t , AR_{it} là mức sinh lời vượt trội của công ty i tại ngày t , N là tổng số công ty nghiên cứu.

Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (Cumulative abnormal returns - CAAR) sẽ được tính toán trong cửa sổ sự kiện (event window). Đối với việc nghiên cứu biến động giá cổ phiếu tại sàn HOSE trên TTCK Việt Nam, nhóm nghiên cứu lựa chọn chuỗi ngày sự kiện cần quan sát là 21 ngày, bao gồm 10 ngày trước, 10 ngày sau khi sự kiện thông tin lợi nhuận và cổ tức được công bố. Mục đích của việc tính toán này là để kiểm tra xem mức độ ảnh hưởng của việc CBTT lợi nhuận và cổ tức đến giá cổ phiếu như thế nào trong giai đoạn quan sát, với công thức:

$$CAAR_m = \sum_{t=1}^m AAR_t$$

Trong đó: $CAAR_m$ là mức sinh lời vượt trội tích lũy trong giai đoạn quan sát, AAR_t là mức sinh lời vượt trội bình quân trong ngày t .

Kiểm định giả thuyết

Để xem xét mức độ tác động của việc CBTT lợi nhuận đến biến động giá cổ phiếu, nhóm nghiên cứu đã lựa chọn quan sát với các khoảng thời gian trước và sau sự kiện được công bố như sau: (-1, +1); (-2, +2); (-3, +3) và (-10, +10) với một loạt các giả thuyết như sau:

H1: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố cổ tức tăng trên TTCK Việt Nam.

H2: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố cổ tức giảm trên TTCK Việt Nam.

H3: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố cổ tức không đổi trên TTCK Việt Nam.

H4: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố lợi nhuận tăng trên TTCK Việt Nam.

H5: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố lợi nhuận giảm trên TTCK Việt Nam.

H6: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố cổ tức và lợi nhuận đều tăng trên TTCK Việt Nam.

H7: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố cổ tức tăng nhưng lợi nhuận giảm trên TTCK Việt Nam.

H8: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố cổ tức giảm

nhưng lợi nhuận tăng trên TTCK Việt Nam.

H9: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố cổ tức và lợi nhuận đều giảm trên TTCK Việt Nam.

H10: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố cổ tức không đổi và lợi nhuận tăng trên TTCK Việt Nam.

H11: không có sự khác biệt đáng kể giữa mức sinh lời vượt trội tích lũy (CAAR) trước và sau khi công bố cổ tức không đổi và lợi nhuận giảm trên TTCK Việt Nam.

Để kiểm tra mức độ phản ứng của thị trường vốn với những nguồn tin mới về cổ tức và lợi nhuận, nhóm nghiên cứu sử dụng kiểm định t-test để đánh giá mức độ bị tác động của CAAR, đồng thời kiểm tra những giả thuyết đã đề cập bên trên. Độ tin cậy được sử dụng trong bài nghiên cứu là 95% nhằm kiểm định các giả thuyết cho rằng, không có bất cứ lợi nhuận bất thường nào trong suốt chuỗi ngày trong cửa sổ sự kiện. Kiểm định giả thuyết thống kê t-test cho CAAR được tính toán như sau:

$$t = \frac{CAAR}{\alpha(CAAR)}$$

Trong đó: α (CAAR) là sai số chuẩn của suất sinh lời vượt trội trung bình tích lũy CAAR.

Sai số chuẩn được tính dựa trên công thức:

$$S.E = \frac{\sigma}{\sqrt{N}}$$

Trong đó: S.E là sai số chuẩn, σ là độ lệch chuẩn, N là số lượng quan sát.

Kết quả và thảo luận

Về cổ tức

Đối với thông tin cổ tức tăng: tại ngày CBTT ($T=0$) thị trường phản ánh khá tiêu cực với thông tin cổ tức chi trả cho cổ đông tăng lên, với mức giảm bình quân của thị trường là khoảng 0,571% và t-test là -1,417. Dựa trên CAAR, có thể thấy trước khi có thông tin về tỷ lệ chi trả cổ tức tăng, thì lợi nhuận bình quân bất thường tích lũy trên thị trường hầu như luôn biến động dương nhưng khi bắt đầu có sự rò rỉ thông tin là doanh nghiệp sắp chi trả cổ tức thì CAAR giảm xuống, giảm mạnh nhất vào ngay trước khi có CBTT một ngày, từ -0,278% xuống -4,496%. CAAR có giá trị âm lớn thể hiện sự tiêu cực rất lớn của toàn thị trường lên thông tin mới này.

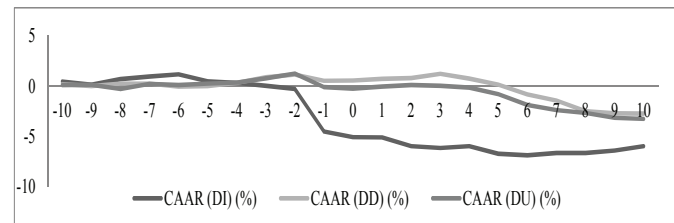
Đối với thông tin cổ tức giảm: tại ngày CBTT cổ tức chi trả giảm, AAR là 0,025%; t-value là 0,14097 và CAAR là 0,553%. Trong những ngày trước khi CBTT, suất sinh lời bất thường tích lũy hầu như ở mức khá cao, đặc biệt khi đến gần với ngày công bố (trước 2 ngày) CAAR đạt mức tăng là 1,154%. CAAR trong ngày CBTT vẫn dương, thể hiện thị trường vẫn có nhận định tích cực với nguồn thông tin cổ tức chi trả giảm.

Đối với thông tin cổ tức không đổi: trước ngày CBTT một ngày, thị trường đều tiêu cực khi nhận định sắp có thông tin chi trả cổ tức, cụ thể là đối với trường hợp thông tin cổ tức không đổi, AAR đang biến động ở mức khá ổn định nhưng lại giảm mạnh xuống -1,355% vào ngày $T=-1$. Trong ngày CBTT, AAR vẫn tiếp tục biến động nhưng giảm nhẹ hơn -0,133%; CAAR cũng giảm xuống -0,244% và t-test là -0,56464 (bảng 1 và biểu đồ 1).

Bảng 1. Mức sinh lời vượt trội bình quân (AAR) và mức sinh lời vượt trội bình quân tích lũy (CAAR) xung quanh ngày doanh nghiệp CBTT cổ tức (%).

Ngày	DI			DD			DU		
	AAR	t-test	CAAR	AAR	t-test	CAAR	AAR	t-test	CAAR
10	0,423	1,175	-5,964	-0,040	-0,202	-2,745	-0,106	-0,479	-3,257
9	0,255	0,753	-6,387	-0,210	-1,068	-2,705	-0,490	-2,469	-3,151
8	-0,016	-0,047	-6,642	-1,056	-3,694	-2,495	-0,275	-0,682	-2,661
7	0,237	0,634	-6,626	-0,613	-2,371	-1,440	-0,523	-1,779	-2,386
6	-0,155	-0,766	-6,863	-0,978	-3,877	-0,827	-1,063	-2,659	-1,863
5	-0,732	-2,224	-6,707	-0,594	-1,882	0,151	-0,641	-1,461	-0,800
4	0,168	0,521	-5,976	-0,470	-1,224	0,745	-0,193	-0,555	-0,158
3	-0,179	-0,538	-6,143	0,431	2,616	1,215	-0,059	-0,293	0,034
2	-0,873	-2,631	-5,964	0,076	0,427	0,785	0,134	0,571	0,093
1	-0,024	-0,056	-5,091	0,155	0,855	0,708	0,203	0,924	-0,041
0	-0,571	-1,417	-5,067	0,025	0,141	0,553	-0,133	-0,565	-0,244
-1	-4,217	-5,860	-4,496	-0,626	-2,838	0,528	-1,355	-2,532	-0,111
-2	-0,293	-0,937	-0,278	0,286	1,487	1,154	0,476	2,254	1,244
-3	-0,312	-0,859	0,014	0,543	3,479	0,868	0,422	2,187	0,768
-4	-0,149	-0,432	0,326	0,320	1,775	0,325	0,105	0,503	0,346
-5	-0,680	-1,806	0,475	0,052	0,293	0,006	0,141	0,755	0,241
-6	0,211	0,574	1,156	-0,302	-1,780	-0,047	-0,127	-0,619	0,099
-7	0,241	0,690	0,945	0,002	0,009	0,255	0,526	2,215	0,227
-8	0,552	1,802	0,704	0,251	1,282	0,254	-0,413	-1,730	-0,299
-9	-0,290	-1,061	0,152	-0,192	-1,097	0,002	0,005	0,027	0,114
-10	0,442	1,357	0,442	0,194	1,158	0,194	0,110	0,507	0,110

Nguồn: kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả.



Biểu đồ 1. Biến động lợi nhuận bất thường bình quân tích lũy xung quanh ngày CBTT cổ tức.

Nguồn: kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả.

Lợi nhuận

Đối với thông tin lợi nhuận tăng: tại ngày CBTT ($T=0$), thị trường tăng nhẹ, với mức tăng bình quân của thị trường đạt gần 0,093%. Một ngày trước và một ngày sau khi CBTT, thị trường phản ánh khá tích cực với thông tin được đưa ra, sau đó đến ngày +3 mức sinh lời giảm nhẹ xuống -0,065%. Tại ngày CBTT, thị trường phản ứng khá tích cực với nguồn

thông tin này, cụ thể là CAAR đạt hơn 0,418%, và trong 10 ngày sau khi CBTT mức sinh lời bình quân tích lũy vẫn tiếp tục đạt giá trị dương, với mức cao nhất đạt được là 1,001% vào ngày +10.

Đối với thông tin lợi nhuận giảm: tại thời điểm CBTT lợi nhuận giảm, AAR là 0,111%, t-test là 0,903, CAAR là -0,120. Dường như mức sinh lời vượt trội bình quân không bị ảnh hưởng bởi thông tin lợi nhuận giảm. Tuy nhiên suất sinh lời bình quân tích lũy tại ngày T=0 lại mang giá trị âm, nguyên nhân đến từ việc AAR trong 2 ngày trước khi CBTT đều mang giá trị âm lần lượt là -0,138% và -0,187%, thể hiện sự tiêu cực của thị trường trước khi thông tin được công bố (bảng 2).

Bảng 2. Mức sinh lời vượt trội bình quân (AAR) và mức sinh lời vượt trội bình quân tích lũy (CAAR) xung quanh ngày doanh nghiệp CBTT lợi nhuận (%).

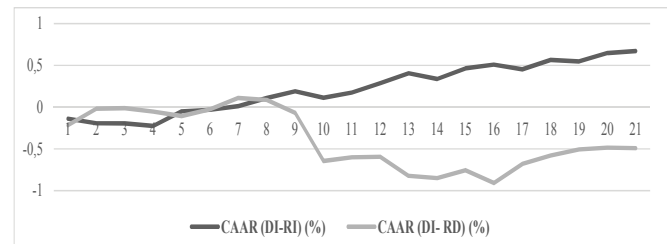
Ngày	Lợi nhuận tăng			Lợi nhuận giảm		
	AAR	t-test	CAAR	AAR	t-test	CAAR
10	0,007	0,089	1,001	-0,052	-0,352	0,098
9	0,096	1,237	0,994	-0,005	-0,042	0,149
8	-0,018	-0,234	0,898	0,084	0,670	0,155
7	0,111	1,134	0,917	0,085	0,678	0,071
6	-0,054	-0,584	0,806	0,270	2,311	-0,014
5	0,082	0,956	0,859	-0,092	-0,743	-0,284
4	0,130	1,556	0,778	0,090	0,765	-0,192
3	-0,065	-0,624	0,647	-0,013	-0,110	-0,282
2	0,169	2,089	0,712	-0,159	-0,998	-0,269
1	0,125	1,390	0,544	0,010	0,092	-0,110
0	0,093	1,030	0,419	0,112	0,903	-0,120
-1	0,106	1,228	0,326	-0,187	-1,524	-0,232
-2	0,101	1,133	0,220	-0,138	-1,004	-0,044
-3	0,122	1,359	0,119	0,006	0,050	0,094
-4	0,055	0,661	-0,003	0,167	1,382	0,087
-5	0,050	0,607	-0,058	0,162	1,170	-0,080
-6	0,179	2,198	-0,108	-0,081	-0,625	-0,242
-7	-0,041	-0,532	-0,287	-0,072	-0,539	-0,161
-8	-0,028	-0,356	-0,246	-0,054	-0,429	-0,089
-9	-0,046	-0,558	-0,218	0,251	2,051	-0,036
-10	-0,172	-2,161	-0,172	-0,287	-2,146	-0,287

Nguồn: kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả.

Cổ tức và lợi nhuận

Cổ tức giảm - Lợi nhuận tăng/giảm (DD-EI; DD-ED): nhìn chung có thể thấy khi có thông tin DD-EI thì thị trường phản ứng rất tích cực, cụ thể là trong ngày công bố CAAR đạt giá trị dương và vẫn tiếp tục dương suốt 10 ngày sau đó. Trong khi đối với trường hợp DD-ED, CAAR trong ngày CBTT sụt giảm mạnh và từ ngày +5 trở đi mang giá trị âm thể hiện phản ứng xấu của thị trường đối với nguồn thông tin này.

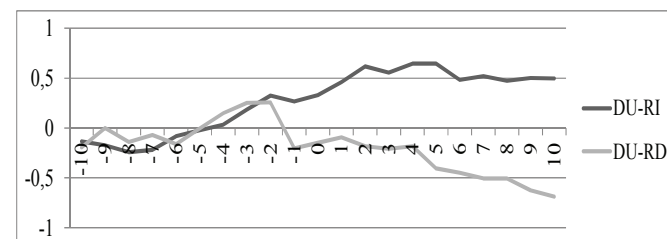
Cổ tức tăng - Lợi nhuận tăng/giảm (DI-EI; DI-ED): trước hết đối với nguồn tin mới lợi nhuận tăng và cổ tức cũng tăng, biến động giá trên thị trường phản ứng tích cực cho thấy đây là một tin tốt đối với các nhà đầu tư. Đối với nhóm thứ hai là cổ tức tăng nhưng lợi nhuận giảm, suất sinh lời bất thường bình quân 3 ngày trước khi CBTT đều giảm xuống giá trị âm, điều này phản ánh sự đánh giá, dự đoán khá tiêu cực của nhà đầu tư đối với nguồn tin sắp công bố này (biểu đồ 2).



Biểu đồ 2. Biến động của CAAR xung quanh ngày CBTT cổ tức tăng và lợi nhuận tăng/giảm.

Nguồn: kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả.

Cổ tức không đổi - Thu nhập tăng/giảm (DU-EI; DU-ED): đối với trường hợp doanh nghiệp có cổ tức chi trả không đổi, lợi nhuận tăng, CAAR tại ngày CBTT đạt giá trị dương và tiếp tục dương trong những ngày sau đó, với mức cao nhất đạt được là 0,646% vào ngày +4. Trái ngược với trường hợp này, thị trường phản ứng khá tiêu cực khi nhận được thông tin lợi nhuận trong kỳ giảm nhưng cổ tức chi trả không đổi, cụ thể là CAAR tại trước khi CBTT 1 ngày sụt giảm mạnh và mang giá trị âm (biểu đồ 3).



Biểu đồ 3. Biến động của CAAR xung quanh ngày CBTT cổ tức không đổi và lợi nhuận tăng/giảm.

Nguồn: kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả.

Thảo luận

Với độ tin cậy là 5%, nhóm nghiên cứu chỉ chấp nhận hai giả thuyết là H1 và H4. Như vậy có thể kết luận rằng, việc biến động giá và tạo nên lợi nhuận bất thường quanh những ngày CBTT về lợi nhuận cũng như cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh chứng tỏ rằng thị trường hoạt động chưa được hiệu quả. Thêm vào đó, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng,

lợi nhuận vượt trội bình quân tích lũy cũng biến động theo chiều hướng khác nhau khi có nguồn tin lợi nhuận tăng so với thông tin lợi nhuận giảm và trường hợp cổ tức tăng so với cổ tức giảm và cổ tức không đổi. Tuy nhiên, trong chuỗi thời gian nghiên cứu, mức thu nhập bất thường sẽ không đạt đáng kể sau khi trừ đi các chi phí giao dịch, thuế thu nhập trong đầu tư chứng khoán. Kết quả này đồng quan điểm với Aharony và Swary (1980) [9] khi cho rằng, thông báo thu nhập từng quý, hay cổ tức thay đổi trong năm sẽ tác động đáng kể đến biến động giá cổ phiếu trên thị trường.

Một số khuyến nghị

Đối với các công ty niêm yết: các công ty niêm yết cần phải giám sát các giao dịch nội gián, tránh hiện tượng trục lợi từ thông tin nội bộ bằng cách quản lý chặt chẽ và minh bạch thông tin để tạo nên lòng tin cho các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp cũng cần phải CBTT về báo cáo tài chính đúng thời hạn nhằm nâng cao tính thanh khoản, đồng thời góp phần làm thông tin trên TTCK trở nên hiệu quả hơn.

Đối với các cơ quan quản lý nhà nước: hiện nay đại bộ phận các nhà đầu tư tại Việt Nam có tính chất nhỏ lẻ, chính vì thế các cơ quan quản lý cần phải hiện đại hóa tổ chức TTCK nhằm thu hút các tổ chức, các quỹ đầu tư trong và ngoài nước. Phối hợp với các tổ chức tư vấn nước ngoài tiếp tục triển khai việc thực hiện giải pháp nâng hạng TTCK Việt Nam trên bảng MSCI từ TTCK cận biên lên thị trường mới nổi, áp dụng công nghệ nhằm cải tiến, rút ngắn lại chu kỳ thanh toán giao dịch chứng khoán thành T+0, giúp dòng tiền của các nhà đầu tư luân chuyển nhanh hơn.

Kết luận

Từ các kết quả nghiên cứu có được, nhóm tác giả đã trả lời được các câu hỏi nghiên cứu như sau: có sự tồn tại của mức thu nhập bất thường bình quân tại thời điểm trước và sau khi CBTT lợi nhuận và cổ tức. Tuy nhiên, sau khi trừ đi các chi phí giao dịch, thuế thu nhập trong đầu tư chứng khoán, mức thu nhập bất thường sẽ còn không đáng kể. Liên quan đến tác động của việc CBTT đến biến động giá cổ phiếu trên thị trường, lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama (1960s) cho rằng, giả định đầu tiên khi xem xét yếu tố một thị trường có phải là hiệu quả hay không là thị trường phải tồn tại số lượng nhà đầu tư đủ lớn, có sự độc lập với nhau và tham gia giao dịch chứng khoán với mục đích vì lợi nhuận. Cùng với đó, giả định thứ hai đó là các nhà đầu tư tham gia thị trường sẽ ngay lập tức phản ứng đối với các thông tin mới được công bố.

Tại Việt Nam, theo nghiên cứu của Xuân Anh và cộng sự (2016) [6] đã cho thấy, không có bằng chứng cho thấy TTCK Việt Nam ở một trong ba dạng thị trường hiệu quả dạng yếu, dạng trung bình hay dạng mạnh. Bên cạnh đó, khi nghiên cứu tại TTCK của các quốc gia kém phát triển, Allen và Rachim (1996) [10] cho rằng, chủ yếu đối tượng các nhà đầu tư tham gia thị trường là các nhà đầu tư cá nhân, số lượng các nhà đầu tư, các tổ chức đầu tư có chuyên môn và chuyên nghiệp vẫn còn rất hạn chế, chính vì thế yếu tố độc lập khi đưa ra các quyết định đầu tư vẫn chưa thực sự rõ ràng.

Dựa trên kết quả phân tích sức ảnh hưởng của CBTT đến biến động của giá cổ phiếu, bài viết cũng đã đưa ra một số khuyến nghị dành cho các doanh nghiệp cũng như cơ quan quản lý trong việc giám sát nhằm đảm bảo chất lượng thông tin khi công bố.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] K. McCaffrey and P. Hamill (2000), "Dividend initiation announcements effects in initial public offerings", *Appl. Financ. Econ.*, **10(5)**, pp.533-542.
- [2] J.M. Njuru (2007), *The Existence of Under Reaction Anomaly at the Nairobi Securities Exchange*.
- [3] A. Mamun, S.I. Aziz, M.R. Uddin, and N. Hoque (2003), "The impact of investors' information search behavior on Bangladesh stock markets", *Middle East J. Sci. Res.*, **18(11)**, pp.1625-1631.
- [4] Muigai (2012), *The Effects of Dividend Declaration on Share Prices of Commercial Banks Listed at the Nairobi Securities Exchange*.
- [5] Phan C. Khoa & J. Zhou (2014), "Market Efficiency in Emerging Stock Market: A Case Study of the Vietnamese Stock Market", *IOSR J. Bus. Manag. Ver IV*, **16(4)**, pp.61-73.
- [6] Tran Thi Xuan Anh, Nguyen Thanh Phuong, Pham Tien Manh (2016), "Semi-Strong Form Efficiency: Market Reaction to Dividend and Earning Announcement in Vietnam Stock Exchange", *Review of Business and Economics Studies*, **4(3)**, pp.53-67.
- [7] B.M. Hussin, A.D. Ahmed, and T.C. Ying (2010), "Semi-Strong Form Efficiency: Market Reaction to Dividend and Earnings Announcements in Malaysian Stock Exchange", *IUP J. Appl. Financ.*, **16(5)**, pp.36-60.
- [8] Bộ Tài chính (2015), *Thông tư số 155/2015/TT-BTC hướng dẫn CBTT trên TTCK, ban hành ngày 06/10/2015*.
- [9] J. Aharony and I. Swary (1980), "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *J. Finance*, **35(1)**, pp.1-12.
- [10] D.E. Allen, V.S. Rachim (1996), "Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence", *Applied Financial Economics*, **6(2)**, pp.175-188.