

Tác động của công bố thông tin chi trả cổ tức đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam

TRẦN THỊ XUÂN ANH
PHẠM TIẾN MẠNH

Với số liệu thu thập từ 247 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2014-2015, bài viết xem xét tác động của việc công bố thông tin về chính sách chi trả cổ tức ảnh hưởng thế nào đến biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán này.

Từ khóa: cổ tức, nghiên cứu sự kiện, công bố thông tin.

1. Giới thiệu

Lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis) của Fama (1960s) cho rằng trong một thị trường hiệu quả, giá chứng khoán được điều chỉnh nhanh chóng trước thông tin mới, do đó giá cả hiện tại của chứng khoán phản ánh tất cả thông tin hiện có trên thị trường. Về cơ bản, thị trường chứng khoán có thể đạt trạng thái hiệu quả dưới ba hình thái: yếu, trung bình và mạnh. Những hình thái thị trường hiệu quả này khác nhau bởi mức độ phản ánh thông tin hiện có trên thị trường. Cụ thể, đối với hình thái thị trường hiệu quả dạng trung bình (semistrong – form hypothesis), mọi thông tin hiện có trên thị trường liên quan đến triển vọng hoạt động của công ty phải được phản ánh vào giá chứng khoán hiện hành. Những thông tin này bao gồm giá chứng khoán quá khứ, phân tích cơ bản về hoạt động của công ty, chất lượng ban quản lý công ty, kết quả phân tích các báo cáo tài chính, các bằng phát minh sáng chế, dự đoán thu nhập và các nguyên tắc kế toán. Nếu các nhà đầu tư tiếp cận được những thông tin này từ thị trường thì những thông tin này được kỳ vọng đã phản ánh ngay vào giá chứng khoán hiện hành. Chính vì vậy, nếu một thị trường chứng khoán đạt mức hiệu quả dạng trung bình, giá cả chứng khoán sẽ

điều chỉnh nhanh chóng đối với tất cả các thông tin được công bố, do đó không nhà đầu tư nào có thể thu được mức sinh lời vượt trội từ việc dự đoán biến động giá chứng khoán.

Để kiểm định hình thái thị trường hiệu quả dạng trung bình, các nhà nghiên cứu thường tiếp cận theo hai hướng: (1) kiểm định tồn tại mức sinh lời vượt trội của nhà đầu tư trên cơ sở thông tin được công bố sẵn ngoài những thông tin thị trường thông thường như giá và khối lượng giao dịch trong hình thái thị trường hiệu quả dạng yếu; (2) xem xét mức phản ứng của giá cả thị trường trước những sự kiện nổi bật của công ty, ngành và nền kinh tế. Một hướng nghiên cứu song song đó là kiểm định xem liệu có thể đầu tư vào một chứng khoán sau khi có những thông báo về mức sinh lời vượt trội có thể kiếm được từ cổ phiếu này. Những người ủng hộ lý thuyết thị trường hiệu quả sẽ mong đợi giá chứng khoán sẽ điều chỉnh nhanh chóng, vì vậy nhà đầu tư không thể kiếm được mức siêu lợi nhuận có điều chỉnh rủi ro bằng cách đầu tư sau khi thông tin được công bố và đã trừ đi chi phí giao dịch.

Tại thị trường chứng khoán Việt Nam, một số kiểm định đã được các nhà nghiên cứu

Trần Thị Xuân Anh, TS.; Phạm Tiến Mạnh, ThS., Học viện Ngân hàng.

thực hiện nhằm đánh giá mức độ hiệu quả, đặc biệt là hình thái hiệu quả dạng yếu với các phương pháp khác nhau. Tuy nhiên các kiểm định về thị trường hiệu quả dạng trung bình chưa nhiều do tính hiệu quả dạng yếu của thị trường chứng khoán chưa đạt. Mặc dù vậy, việc xem xét tốc độ thông tin mới phản ánh vào giá chứng khoán cũng hết sức cần thiết, nhằm xác định rõ khoảng thời gian thị trường điều chỉnh giá chứng khoán trước thông tin mới, từ đó nhận diện cơ hội thu được mức sinh lời vượt trội cho các nhà đầu tư.

2. Cơ sở lý thuyết

Có hai trường phái lý thuyết, đó là sự độc lập và không độc lập của chính sách cổ tức. Lý thuyết về sự độc lập của chính sách cổ tức cho rằng chính sách này không tác động đến giá cổ phiếu của công ty. Điều này được lập luận cụ thể trong lý thuyết của Modigliani và Miller (1958) về cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Modigliani và Miller cho rằng trong một thị trường tài chính hoàn hảo, không có bất cân xứng thông tin giữa người đi vay và người cho vay, các chi phí giao dịch và thuế được bỏ qua, giá trị của một doanh nghiệp phụ thuộc vào giá trị hiện tại của dòng tiền trong tương lai được tạo ra từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, không phải dựa trên cách thức cấp vốn hay các quyết định huy động vốn, chi trả cổ tức. Các doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh giống nhau, tiền lãi mong đợi hàng năm giống nhau có giá trị như nhau, do đó chi phí huy động vốn bình quân (WACC) sẽ giống nhau ở mọi mức độ tỷ lệ giữa vốn nợ và vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, các giả định của Modigliani và Miller không tồn tại trên thực tế, thị trường tài chính là không hoàn hảo thể hiện rõ qua vấn đề bất cân xứng thông tin và sự tồn tại của thuế và các chi phí giao dịch các loại hàng hóa (bao gồm cả chi phí thông tin) trên thị trường. Chính vì vậy, các lý thuyết thuộc trường phái sự không độc lập của chính sách cổ tức đã chứng minh rằng với thuế thu nhập doanh nghiệp, việc sử dụng nợ sẽ làm tăng

giá trị của doanh nghiệp, vì chi phí lãi vay là chi phí hợp lý được khấu trừ khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp (đây còn được coi là lá chắn thuế cho doanh nghiệp). Do đó, sử dụng nợ càng cao, giá trị doanh nghiệp càng tăng và gia tăng đến tối đa khi doanh nghiệp được tài trợ 100% nợ (Modigliani và Miller, 1963). Do đó, chính sách chi trả cổ tức sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận để lại, từ đó tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Ngoài ra, Lý thuyết phát tín hiệu (Signal theory) cho rằng việc chi trả cổ tức hàm chứa thông tin và tín hiệu đối với nhà đầu tư. Bởi lẽ, do tồn tại bất cân xứng thông tin trên thị trường, nhà đầu tư luôn nắm ít thông tin hơn về hoạt động của công ty so với ban quản trị. Việc chi trả cổ tức mang thông điệp rõ ràng và cụ thể mà nhà quản trị muốn truyền tải đến nhà đầu tư về hoạt động hiệu quả của doanh nghiệp (Bhattacharya, 1979; Aharony và Swary, 1980; Asquith và Mullins, 1983).

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đưa ra các kết luận trái chiều về tính không độc lập của chính sách cổ tức bằng việc chứng minh biến động giá cổ phiếu xung quanh ngày công bố thông tin cổ tức doanh nghiệp. Nghiên cứu mối quan hệ giữa việc công bố thông tin cổ tức và sự biến động giá cổ phiếu tại các nước đang phát triển, Kalay và Lowenstein (1985) ghi nhận sự biến động rất mạnh của giá chứng khoán tại thời điểm xung quanh ngày công bố cổ tức. Venkatesh (1989) nhận thấy giá cổ phiếu biến động ít hơn trước ngày công bố cổ tức, trong khi Kim và Verecchia (1991) kết luận rằng mức độ biến động của giá cổ phiếu xung quanh ngày công bố thông tin cổ tức thường cao hơn so với những thông tin cá nhân hoặc các thông tin, tin đồn không chắc chắn khác của doanh nghiệp. Tuy nhiên, Allen và Rachim (1996) lại cho rằng, không có bằng chứng cho thấy cổ tức có ảnh hưởng đến việc biến động giá cổ phiếu ở Ôxtrâyli. Có cùng quan điểm trên, Rashid và Rahman (2008) cho biết, các chính sách chi trả cổ tức không tác động đến biến động giá cổ phiếu ở Bangladesh. Kết quả nghiên cứu này cũng

trùng với kết quả nghiên cứu của Manakyan và Carroll (1991).

Ngược lại, Acker (1999) cho biết biến động giá cổ phiếu diễn ra mạnh nhất tại thời điểm thông tin mức cổ tức chính thức được đưa ra. Mestek và Gurgul (2003) lại cho rằng giá cổ phiếu tăng khi thông tin xấu được công bố và tăng mạnh hơn nữa khi các nhà đầu tư có sự cập nhật thông tin khác nhau, không thống nhất. Tương tự, Docking và Koch (2005) kết luận khi công bố các thông tin xấu, thị trường có phản ứng ngay tức khắc, dẫn đến việc thu được lợi nhuận bất thường lớn của một số nhóm nhà đầu tư. Fargher và Weigand (2009) kết luận trong nghiên cứu của mình rằng, khi thông tin về cổ tức được công bố, với mức chi trả không đổi, thị trường sẽ ít phản ứng, dẫn đến việc giá cổ phiếu ít biến động.

Khi có sự thay đổi lớn đối với chính sách chi trả cổ tức sẽ dẫn đến biến động lớn giá cổ phiếu trong tương lai. Do đó, việc công bố cổ tức ở trường hợp này có thể dẫn đến tăng sự nghi ngại đối với những doanh nghiệp có mức lợi nhuận ổn định, cũng như đối với nguồn cổ tức được trả trong tương lai. Jensen và các cộng sự (1992) cho rằng, các doanh nghiệp càng có mức chi trả cổ tức nhỏ, càng có nhiều rủi ro; tương tự Dyl và Weigand (1988) tìm ra các bằng chứng ủng hộ quan điểm cho rằng, quyết định liên quan đến chi trả cổ tức có liên quan đến việc các nhà quản lý nhận thức mức độ rủi ro mà doanh nghiệp sẽ gặp phải, vì thế họ sẽ có các quyết định chi trả cổ tức dựa vào đặc điểm, tình hình hiện có của doanh nghiệp. Cùng quan điểm trên, Juma'h (2008) cho rằng, các nhà đầu tư xem các doanh nghiệp có trả cổ tức sẽ ít rủi ro hơn so với những doanh nghiệp không trả cổ tức.

Nghiên cứu về mối liên hệ giữa cấu trúc thị trường, rủi ro và chính sách chi trả cổ tức của Zhou (2010) cho thấy, các doanh nghiệp với giá trị thị trường lớn thường có ít rủi ro kinh doanh hơn; trong khi trong

cùng nhóm các doanh nghiệp cạnh tranh với nhau, doanh nghiệp nào có nhiều rủi ro trong kinh doanh có xu hướng ít chi trả cổ tức hơn so với những doanh nghiệp có giá trị thị trường cao. Husainey và các cộng sự (2011) cho rằng, chính sách chi trả cổ tức là một nhân tố chính quyết định biến động giá cổ phiếu; sự biến động giá cổ phiếu và tỷ lệ chi trả cổ tức có mối quan hệ tỷ lệ nghịch. Như vậy ở một mức độ nhất định, việc chi trả cổ tức sẽ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp trên thị trường. Mức độ ảnh hưởng còn phụ thuộc vào đặc thù hoạt động, ngành nghề, quy mô, cấu trúc vốn và quản trị rủi ro của doanh nghiệp.

3. Số liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này thu thập dữ liệu từ ngày 31-12-2014 đến 31-12-2015 của 383 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE, trong đó dữ liệu giá cổ phiếu được lấy từ website của HOSE (www.hsx.vn), dữ liệu liên quan đến ngày công bố, mức cổ tức chi trả được lấy trực tiếp từ website của HOSE hoặc tại các công ty niêm yết. Công ty lựa chọn thu thập dữ liệu phải đảm bảo hai yếu tố:

Thứ nhất, trong giai đoạn quan sát (10 ngày trước và sau khi thông tin chi trả cổ tức được thông báo), không có thông tin nào khác liên quan đến công ty được công bố.

Thứ hai, công ty đó phải được niêm yết trước ngày 01-01-2013 nhằm có đủ thông tin về chi trả cổ tức để so sánh với mức cổ tức trả trong năm 2014.

Trong số hơn 300 công ty đang niêm yết trên HOSE, có 247 công ty thỏa mãn yêu cầu hai yêu cầu trên. Trong số 247 công ty lựa chọn, trong khoảng thời gian 2 năm trên, có tất cả 424 lần công bố chi trả cổ tức, trong đó có 271 lần thông báo cổ tức tăng so với lần chi trả trước đó, 91 lần thông báo cổ tức giảm và 62 lần thông báo cổ tức không hề thay đổi.

Phương pháp nghiên cứu sự kiện được Bowman (1983) và Brown và Warner (1985) sử dụng nhằm giải thích sự biến động của giá chứng khoán. Phương pháp này rất hiệu quả khi áp dụng vào nhiều lĩnh vực liên quan đến tài chính như tài chính doanh nghiệp, kế toán, quản lý... Phương pháp này cũng được sử dụng rộng rãi khi xem xét tác động của việc mua bán và sáp nhập doanh nghiệp, chia tách cổ phiếu, việc ban hành điều luật mới, việc công bố lợi nhuận của doanh nghiệp hay các sự kiện khác.

Theo phương pháp này, việc phân tích sự kiện được chia thành 5 bước: 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.

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

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

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 và $E_{i,t}$ 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: $P_{i,t}$ - giá đóng cửa của cổ phiếu i tại ngày t ; $P_{i,t-1}$ - giá đóng cửa của cổ phiếu i ngày $t-1$.

Mức sinh lời vượt trội bình quân sẽ được tính theo công thức:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

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

Ngày sự kiện cần quan sát sự biến động của giá cổ phiếu trong nghiên cứu này là 21

ngày, bao gồm 10 ngày trước, 10 ngày sau khi sự kiện thông tin cổ tức được công bố. Sau đó, mức sinh lời vượt trội hàng ngày của cổ phiếu sẽ được cộng dồn (Cumulative abnormal returns - CAAR) đối với chuỗi ngày quan sát, với mục đích kiểm tra xem mức độ ảnh hưởng của việc công bố thông tin cổ tức sẽ ảnh hưởng 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 .

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

H_1 : không có sinh lời vượt trội bình quân (AAR) trước và sau thời điểm công bố cổ tức tăng.

H_2 : không có sinh lời vượt trội bình quân (AAR) trước và sau thời điểm công bố cổ tức giảm.

H_3 : không có sinh lời vượt trội bình quân (AAR) trước và sau thời điểm công bố cổ tức không đổi.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả thống kê mô tả được trình bày trong bảng 1 cho thấy đặc trưng mẫu quan sát với giá trị mức sinh lời vượt trội lớn nhất, nhỏ nhất, trung bình trước và sau khi công bố thông tin chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Trung bình 10 ngày trước khi công bố thông tin chi trả cổ tức, giá cổ phiếu có xu hướng tăng nhẹ khoảng 0,159%/ngày, mức tăng lớn nhất đạt được khoảng 0,327%/ngày, trong khi mức giảm thấp nhất là 0,020%/ngày. Như vậy, bất kể thông tin cổ tức tăng, giảm hay không đổi, nhìn chung thị trường có phản ứng khá tích cực trước ngày công bố.

BẢNG 1: Mức sinh lời vượt trội hàng ngày trong chuỗi ngày quan sát công bố thông tin chi trả cổ tức (%)

Giá trị	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Trung bình
Trước khi công bố	0,327	-0,020	0,159
Sau khi công bố	0,384	-0,731	-0,319

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả.

Ngược lại, kết quả ở bảng 1 cũng cho thấy phản ứng của thị trường khá tiêu cực sau ngày công bố thông tin chi trả cổ tức với mức giảm trung bình khoảng 0,319%/ngày. Mặc dù có thời điểm thị trường tăng mạnh đạt mức sinh lời vượt trội 0,384%/ngày, nhưng cũng giảm mạnh ở mức 0,731%/ngày xét chung cho các loại thông tin tốt/xấu và không thay đổi về chi trả cổ tức của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, thị trường

có phản ứng trước thông tin chi trả cổ tức của doanh nghiệp, tuy nhiên mức phản ứng không đủ để các nhà đầu tư có thể thu được mức sinh lời vượt trội, đặc biệt sau khi trừ đi thuế và chi phí giao dịch. Với mức sinh lời vượt trội trước và sau công bố cổ tức ở mức tương đối thấp (chưa đạt 0,2%/ngày) so với chi phí giao dịch bình quân khoảng 0,3% trên thị trường, cơ hội đánh bại thị trường của các nhà đầu tư trên cơ sở phân tích thông tin chi trả cổ tức là khá thấp. Điều này ủng hộ các nghiên cứu của Venkatesh (1989), Allen và Rachim (1996) về bằng chứng cho thấy thị trường chứng khoán hiệu quả ở một mức độ nhất định khi không có cơ hội cho nhà đầu tư thu được tỷ suất sinh lời vượt trội từ thông tin công bố hiện hành trên thị trường.

Mức sinh lời vượt trội trên cơ sở tách riêng thành ba nhóm thông tin cổ tức tăng/giảm/không đổi như được trình bày trong bảng 2.

BẢNG 2: Mức sinh lời vượt trội (AAR) và mức sinh lời vượt trội tích lũy theo ngày (CAAR) trong chuỗi ngày quan sát công bố thông tin chi trả cổ tức (%)

Ngày	Cổ tức tăng			Cổ tức giảm			Cổ tức không đổi		
	AAR	t-test	CAAR	AAR	t-test	CAAR	AAR	t-test	CAAR
10	-0,256	-1,043	-1,671	-0,500	-1,976	-1,283	-0,148	-0,486	-1,044
9	-0,794	-4,011	-1,415	-0,428	-1,618	-0,783	-0,494	-1,176	-0,896
8	-0,630	-2,981	-0,620	-0,617	-1,713	-0,355	-1,037	-1,606	-0,402
7	-0,683	-2,863	0,010	-0,178	-0,368	0,262	-0,450	-1,058	0,635
6	-0,791	-3,260	0,693	-0,878	-2,966	0,440	-0,251	-0,530	1,085
5	-0,437	-2,059	1,484	-0,366	-1,340	1,318	-0,256	-0,739	1,335
4	-0,244	-1,309	1,921	-0,455	-0,917	1,684	0,240	0,617	1,591
3	0,022	0,140	2,165	0,162	0,739	2,139	-0,078	-0,221	1,351
2	-0,104	-0,635	2,143	-0,004	-0,012	1,977	-0,048	-0,142	1,429
1	0,234	1,456	2,247	0,756	2,747	1,981	0,497	1,717	1,477
0	0,074	0,427	2,014	0,194	0,769	1,225	0,069	0,213	0,980
-1	0,202	1,332	1,940	0,189	0,919	1,030	0,096	0,265	0,911
-2	0,378	2,513	1,738	-0,144	-0,549	0,841	0,002	0,007	0,816
-3	0,250	1,565	1,360	0,325	1,109	0,985	0,671	1,908	0,813
-4	0,359	2,220	1,111	0,107	0,438	0,660	0,312	1,025	0,142
-5	0,191	1,165	0,752	-0,064	-0,313	0,553	-0,207	-0,753	-0,169
-6	-0,087	-0,531	0,562	0,203	0,854	0,618	-0,054	-0,200	0,038
-7	0,049	0,305	0,649	0,202	0,890	0,415	0,105	0,483	0,092
-8	0,266	1,701	0,600	0,056	0,212	0,213	0,214	0,677	-0,013
-9	0,288	1,894	0,334	0,192	0,811	0,157	-0,354	-1,019	-0,227
-10	0,046	0,313	0,046	-0,035	-0,150	-0,035	0,127	0,450	0,127

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả.

Đối với nhóm cổ tức tăng: tại ngày công bố thông tin (T=0) thị trường tăng nhẹ và mức sinh lời vượt trội trung bình của các cổ phiếu đạt được khoảng 0,074%. Hai ngày trước và sau khi công bố thông tin, thị trường vẫn có xu hướng tăng giá và thậm chí một tuần sau khi công bố chi trả cổ tức, AAR vẫn luôn dương. Điều này được khẳng định bởi hệ số mức sinh lời tích lũy trung bình CAAR đạt mức 2,014% vào ngày công bố thông tin. Bằng chứng này cho thấy thị trường phản ứng rất tích cực đối với thông tin tốt từ mức tăng chi trả cổ tức của doanh nghiệp.

Đối với nhóm cổ tức giảm: điều đáng nói AAR và thậm chí CAAR có giá trị dương trong ngày công bố thông tin lần lượt ở mức 0,194% và 1,225%. Thậm chí hai ngày trước và sau khi công bố thông tin xấu từ chi trả cổ tức của doanh nghiệp, mức sinh lời vượt trội vẫn đạt giá trị dương. Điều này hàm ý rằng ngay cả khi thông tin cổ tức giảm, thị trường vẫn mang lại mức tăng giá cao hơn so với yêu cầu/kỳ vọng của nhà đầu tư. Ngay cả sau khi công bố thông tin một tuần, phản ứng tích cực của thị trường vẫn tiếp tục.

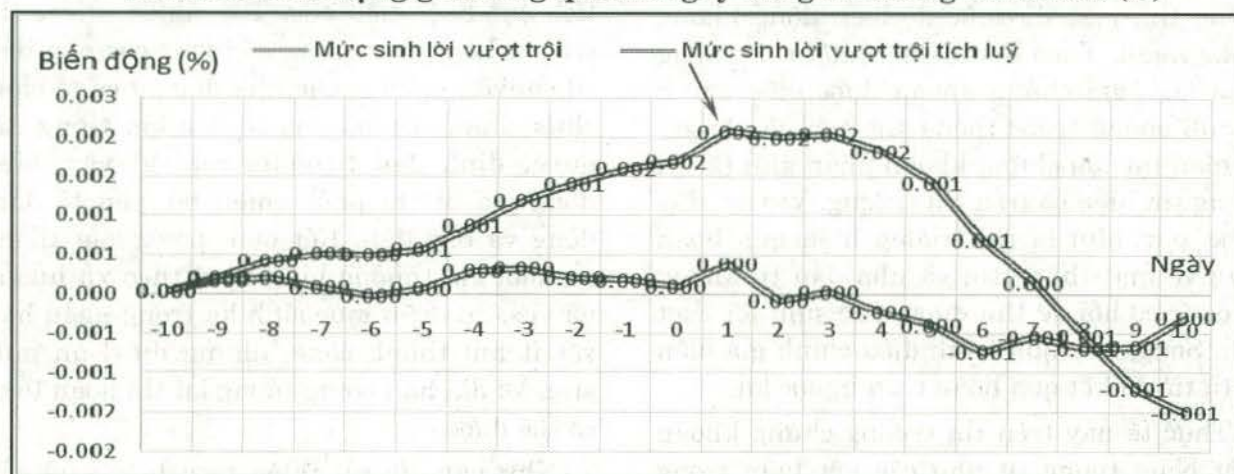
Đối với nhóm cổ tức không đổi: phản ứng của thị trường tương tự như nhóm cổ tức giảm. Các hệ số AAR và CAAR vẫn đạt giá trị dương trong ngày công bố thông tin. Thị trường vẫn có xu hướng phản ứng tích cực với giá cổ phiếu tiếp tục tăng sau ngày công bố

thông tin chi trả cổ tức, kết quả mức sinh lời đạt được cao hơn yêu cầu/kỳ vọng của nhà đầu tư.

Các nghiên cứu trước đó của Dyl và Weigand (1988) cho rằng ở các thị trường kém phát triển hoặc mới nổi, nhận thức của nhà đầu tư về thông tin cổ tức thường bị chi phối nhiều bởi yếu tố cảm tính thay vì những thông tin phân tích cơ bản. Do đó, sự phản ứng trước thông tin cổ tức thường không đúng bản chất nội dung hàm chứa trong đó, hoặc quá tích cực, hoặc quá tiêu cực, hay thậm chí phản ứng ngược lại. Tuy nhiên, như đã nêu trên, mức sinh lời vượt trội là không đáng kể, do đó cơ hội đánh bại thị trường của nhà đầu tư rất thấp, đặc biệt sau khi đã trừ đi thuế và phí giao dịch.

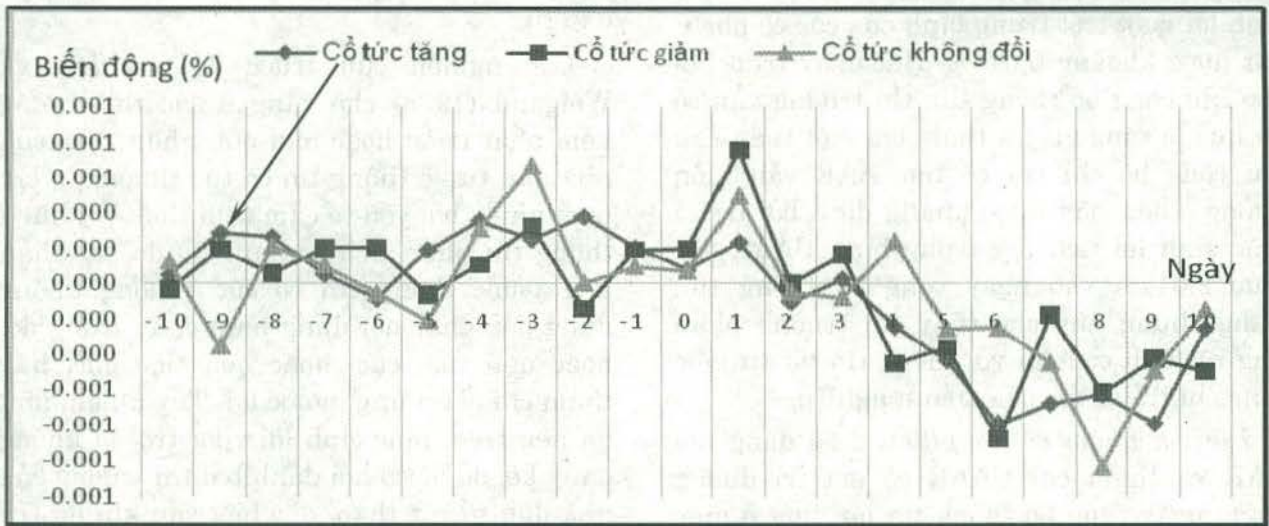
Xem xét chi tiết hơn, hình 1 cho thấy, phản ứng của thị trường trước thông tin chi trả cổ tức có xu hướng tập trung 5 ngày trước và sau khi công bố thông tin, mức độ tập trung xảy ra vào hai ngày liên kế thời điểm công bố thông tin. Xét riêng từng nhóm thông tin, hình 2 cho thấy xu hướng phản ứng thị trường gần giống nhau về thông tin cổ tức tăng/giảm/không đổi trong 10 ngày trước và sau khi công bố thông tin. Tuy nhiên, vào các ngày khác nhau mức độ phản ứng không giống nhau và có xu hướng ủng hộ lý thuyết Bước đi ngẫu nhiên trên thị trường chứng khoán.

HÌNH 1: Biến động giá xung quanh ngày công bố thông tin cổ tức (%)



Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả.

HÌNH 2: Biến động giá xung quanh ngày công bố thông tin cổ tức (%) cho từng nhóm cổ tức



Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả.

5. Kết luận

(1) Tồn tại mức sinh lời vượt trội từ thông tin chi trả cổ tức trên thị trường chứng khoán. Nói cách khác, với thông tin mới từ cổ tức, thị trường có xu hướng mang lợi mức sinh lời cao hơn so với kỳ vọng của nhà đầu tư. Tuy nhiên, để đánh giá cơ hội thu được tỷ suất siêu lợi nhuận thực tế cho nhà đầu tư cần xem xét các yếu tố về thuế và chi phí giao dịch vì mức chênh lệch AAR không phải quá lớn.

(2) Biến động giá cổ phiếu có xu hướng diễn ra mạnh trong và sau ngày công bố thông tin, mặc dù mức độ biến động không giống nhau. Theo lý thuyết, ở một thị trường hiệu quả, giá chứng khoán được điều chỉnh nhanh chóng trước thông tin mới, do đó giá cả hiện tại của chứng khoán phản ánh tất cả thông tin hiện có trên thị trường. Vì vậy, đây được xem như là thị trường hiệu quả hoàn toàn về mặt thông tin và nhà đầu tư không có được cơ hội để thu được mức sinh lời vượt trội. Song, nếu quá trình điều chỉnh giá diễn ra từ từ thì kết quả hoàn toàn ngược lại.

Thực tế này trên thị trường chứng khoán Việt Nam tương tự như các kết luận trong nghiên cứu của Allen và Rachim (1996) tại

các thị trường kém phát triển. Giả định đầu tiên và cũng là quan trọng nhất của lý thuyết thị trường hiệu quả đó là thị trường phải có một số lượng lớn những nhà đầu tư với mục đích tối đa hóa lợi nhuận và các nhà phân tích chứng khoán, những người tham gia thị trường này hoàn toàn độc lập với nhau. Giả định thứ hai là những nhà đầu tư tham gia thị trường sẽ phản ứng nhanh chóng đối với các thông tin mới được công bố ra thị trường. Nói cách khác với thông tin đủ lớn, hàm chứa nội dung đủ quan trọng và có ý nghĩa, phản ứng thị trường sẽ logic với nội dung thông tin tích cực hoặc tiêu cực. Tuy nhiên, ở các thị trường kém phát triển, số lượng các nhà đầu tư chuyên nghiệp, các nhà đầu tư có tổ chức chưa nhiều, do đó yếu tố độc lập trong các quyết định đầu tư chưa cao. Vì vậy, biến động giá bị chi phối nhiều bởi yếu tố đám đông và bầy đàn. Kết quả, trước một thông tin mới giá thường biến động theo xu hướng và việc dự đoán mức sinh lời trong ngắn hạn rất ít khi thành công, nhưng dự đoán mức sinh lời dài hạn trong tương lai thì hoàn toàn có thể được.

Như vậy, để cải thiện tính hiệu quả của thị trường chứng khoán, điều cần thiết phải

cơ cấu lại cấu trúc nhà đầu tư theo xu hướng tăng tỷ trọng nhà đầu tư chuyên nghiệp, nhà đầu tư có tổ chức. Ngoài ra, cơ chế minh bạch thông tin cần được thực hiện triệt để nhằm đảm bảo thông tin mới được đưa ra thị trường hoàn toàn ngẫu nhiên và không bị bóp méo. Một cơ chế giám sát thị trường toàn diện và đầy đủ cũng cần thiết nhằm đảm bảo các nguyên tắc hoạt động thị trường chứng khoán./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Acker, Daniella (1999), Stock Return Volatility and Dividend Announcements, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12(3): 221-43.
2. Allen D.E., Rachim V. S. (1996), Dividend Policy and Stock Price Volatility: Australian, *Journal of Applied Economics*, 6(2): 175-188.
3. Bowman, Robert G. (1983), Understanding and Conducting Event Studies, *Journal of Business Finance & Accounting*, 10(4): 561-84.
4. Brown, Stephen J. and Jerold B. Warner. (1985), Using Daily Stock Returns, The Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics*, 14(1): 3-31.
5. Docking, Diane Scott and Paul D. Koch. (2005), Sensitivity of Investor Reaction to Market Direction and Volatility: Dividend Change Announcements, *Journal of Financial Research*, 28(1): 21-40.
6. Dyl, Edward A, and Robert A Weigand. (1998), The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence, *Financial Management*, 27(3): 27-35.
7. Fargher, Neil L. and Robert a. Weigand. (2009), Cross-Sectional Differences in the Profits, Returns and Risk of Firms Initiating Dividends, *Managerial Finance*, 35(6): 509-30.
8. Juma'h, A.H. (2008), The Financial Factors Influencing Cash Dividend Policy: A Sample of U.S. Manufacturing Companies, *Inter Metro Business Journal*, 4(2): 23-43.
9. Kalay A. and Lowenstein U. (1985), Predictable Events and Excess Returns: The Case of Dividend Announcements, *Journal of Financial Economics*, 14(3), 423-44.
10. Kim O. and Verrecchia R.E. (1991), Market Reaction to Anticipated Announcements, *Journal of Financial Economics*, 30: 273-309.
11. Manakyan H. and Carroll C. (1991), Dividend Change Announcements and Structural Change, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 30(1): 62-86.
12. Kurniasih A., Siregar H., Sembel R., (2011), Market Reaction to the Cash Dividend Announcement: An Empirical Study from the Indonesia StockExchange 2004 - 2009, *European Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 40: 92-100.
13. Rashid Afzalur and a.Z.M. Anisur Rahman. (2009), Dividend Policy and Stock Price Volatility: Evidence from Bangladesh, *Journal of Applied Business and Economics*, 71-81.
14. Venkatesh P.C. (1989), The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility, *The Journal of Business*, 62(2): 175-197.
15. Zhou J. (2010), Industry Influences on Corporate Financial Policies (Chapter name): Market Power and Dividend Policy: A Risk-Based Perspective, A Dissertation, University of Toronto: 1-38.