

ẢNH HƯỞNG CỦA THÔNG BÁO CHI TRẢ CỔ TỨC ĐẾN LỢI NHUẬN BẤT THƯỜNG CỦA CÔNG TY DƯỢC NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

● LÊ PHƯƠNG LAN - LÊ QUỲNH ANH

TÓM TẮT:

Bằng chứng thực nghiệm trong các nghiên cứu trên thế giới cho rằng thông báo chi trả cổ tức truyền tải thông tin đến thị trường, do đó có tác động lên giá cổ phiếu. Nghiên cứu sau đây nhằm làm rõ ảnh hưởng của sự kiện thông báo chi trả cổ tức lên giá cổ phiếu, thông qua phương pháp nghiên cứu sự kiện (event study) với mẫu nghiên cứu bao gồm 15 doanh nghiệp ngành Dược niêm yết tại Việt Nam từ năm 2010 đến năm 2016.

Từ khóa: Lợi nhuận bất thường, thông báo chi trả cổ tức, thị trường chứng khoán.

1. Giới thiệu chung

Sự kiện thông báo chi trả cổ tức thể hiện thông tin về thu nhập tương lai và là dấu hiệu để các nhà đầu tư thấy được triển vọng của doanh nghiệp. Với giả định rằng thị trường không hiệu quả và các nhà đầu tư nhận tín hiệu từ thông tin cổ tức (Bashir và cộng sự, 2013), nhiều lý thuyết tài chính chỉ ra rằng giá cổ phiếu thay đổi sau khi thông báo về cổ tức như Bhattacharya (1979 - 1980); John và William (1985); Miller và Rock (1985).

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Litner (1956) là người đầu tiên giới thiệu chủ đề nhóm thông tin về cổ tức. Ông chứng minh rằng doanh thu của công ty trong tương lai được các nhà quản lý xem như là nhân tố chính để xác định chính sách cổ tức.

Quan điểm coi chính sách cổ tức là tín hiệu dự báo sự phát triển của công ty (Dividend signaling hypothesis) được phát triển bởi Bhattacharya

(1979), Miller và Rock (1985); John và Williams (1985). Theo nghiên cứu của họ thì các nhà đầu tư không phản ứng với chính sách cổ tức mà với các thông tin chứa đựng bên trong chính sách cổ tức (ví dụ: thông tin cổ tức phát tín hiệu lạc quan về dòng thu nhập cao trong tương lai làm tăng giá cổ phiếu).

Pettit (1972) đã tiến hành thu thập số liệu nghiên cứu về thông báo chi trả cổ tức (TBCTCT) và thị trường hiệu quả từ tháng 01/1964 - 06/1968. Mẫu nghiên cứu bao gồm 135 sự kiện trong giai đoạn 1967 - 1969 tại sàn giao dịch NYSE. Kết quả cho thấy thị trường đã phản ứng đáng kể đối với TBCTCT, trong cả hai trường hợp tăng và giảm cổ tức.

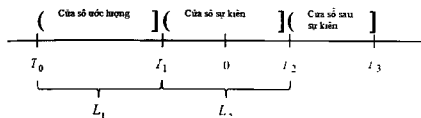
3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu sự kiện

Theo MacKinlay (1997), ảnh hưởng của sự kiện thông báo chi trả cổ tức lên giá cổ phiếu được xác

ính bằng cách ước tính lợi nhuận từ cổ phiếu của doanh nghiệp trong khoảng thời gian ngắn xung quanh sự kiện.

Thứ tự các cửa sổ trong nghiên cứu sự kiện được thể hiện trong mô hình sau:



Trong đó:

- Cửa sổ ước lượng (estimation window) là khoảng thời gian từ ($T_0 - T_1$): Sự kiện chưa có ảnh hưởng gì đến giá cổ phiếu.

- Cửa sổ sự kiện (Event window) là khoảng thời gian từ ($T_1 - T_2$): Những ngày xung quanh ngày thông báo sự kiện.

- Ngày sự kiện (Event date) $t = 0$: Ngày thông báo sự kiện.

- Cửa sổ sau sự kiện (Post event window) khoảng thời gian từ ($T_2 - T_3$): Sau sự kiện giá cổ phiếu trở lại bình thường, không còn ảnh hưởng của sự kiện.

Để đo lường ảnh hưởng của sự kiện lên giá cổ phiếu, ta cần tính lợi nhuận bất thường (Abnormal return). Trong nghiên cứu này, ngày thông báo sự kiện là ngày $t = 0$; khoảng thời gian 30 ngày trước và 30 ngày sau ngày sự kiện (Event date) được chọn làm cửa sổ sự kiện (-30; 30). Thời gian dài hơn 61 ngày không được xem xét vì có thể bị nhiễu do các sự kiện khác và để giảm tối thiểu tác động của những yếu tố bên ngoài lên giá trị cổ phiếu.

Lợi nhuận bất thường được tính trên mỗi doanh nghiệp hàng ngày như sau:

$$AR_t = R_t - E(R_t)$$

Trong đó:

R_t : Lợi nhuận thực tế của cổ phiếu i vào ngày được tính bằng cách lấy logarit tự nhiên của giá cổ phiếu trong ngày t chia cho giá ngày $t-1$ ($\ln \frac{P_t}{P_{t-1}}$)

$E(R_t)$: Lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu i vào ngày t .

Cách tính lợi nhuận kỳ vọng:

Binder (1998) gợi ý rằng có hai mô hình thông dụng nhất được dùng để tính lợi nhuận kỳ vọng là mô hình lợi nhuận thị trường điều chỉnh (Market Adjust Return Model) và mô hình thị trường (Market Model). Trong nghiên cứu này,

mô hình thị trường (Market Model) do Fama và cộng sự (1969) đề xuất được dùng để tính lợi nhuận kỳ vọng.

Mô hình này thừa nhận rằng yếu tố duy nhất xác định lợi nhuận của cổ phiếu i tại thời điểm t , ($R_{i,t}$) là lợi nhuận của thị trường tại thời điểm t ($R_{m,t}$). Mỗi tương quan tuyến tính này được giải thích bởi công thức sau:

$$R_{i,t} = \beta_{i,t} + \alpha R_{m,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

Trong cửa sổ ước lượng (-120, -60) ta sử dụng phương trình (1) để xác định được giá trị α và β . Trong đó: $R_{m,t}$ được tính theo chỉ số HNX-index với các DN niêm yết trên sàn HNX, và VN-index với các DN niêm yết trên sàn HOSE. Sau khi tính được α và β , ta sử dụng phương trình (2) để tính lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu "i" tại ngày t trong cửa sổ sự kiện (-30, +30).

$$E(R_t) = \alpha + \beta R_{m,t} \quad (2)$$

Xác định lợi nhuận bất thường:

Trong cửa sổ sự kiện (-30, +30), lợi nhuận bất thường hàng ngày của mỗi cổ phiếu được tính bằng:

$$AR_t = R_t - (\alpha + \beta R_{m,t})$$

Ảnh hưởng của sự kiện lên giá cổ phiếu được ước tính bằng lợi nhuận trung bình hàng ngày của mẫu nghiên cứu. Với N là kích thước mẫu trong ngày t , ta sử dụng công thức để tính lợi nhuận bất thường trung bình:

$$AAR_{N,t} = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N} \quad (6)$$

$AAR_{N,t}$: Trung bình lợi nhuận bất thường của mẫu nghiên cứu trong ngày t

$AR_{i,t}$: Lợi nhuận bất thường của cổ phiếu doanh nghiệp i trong ngày t

Ngoài ra, lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (cumulative average abnormal return) CAAR được sử dụng để đánh giá độ tin cậy. Nếu giá trị của CAAR sau ngày thông báo tiến gần tới 0, chứng tỏ rằng thị trường là hiệu quả. Nghiên cứu này sẽ tính CAAR trong 5 cửa sổ sự kiện khác

nhau bao gồm $(-5, -1)$; $(-1, +1)$; $(-2, +2)$; $(-5, +5)$; $(+1, +10)$. Công thức tính như sau:

$$CAAR_{t1,t2} = \sum_{t=t1}^{t=t2} AAR_{N,t} \quad (7)$$

Trong đó:

$CAAR_{t1,t2}$: Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy của mẫu nghiên cứu từ ngày t_1 - t_2 ;

$AAR_{N,t}$: Trung bình của lợi nhuận bất thường trong ngày t .

Nếu AAR và CAAR lớn hơn không, chứng tỏ nhà đầu tư có được hưởng lợi từ sự kiện thông báo cho trả cổ tức. Tuy nhiên, cần phải kiểm định ý nghĩa của hai chỉ số này trước khi đi đến kết luận.

3.2. Thu thập và xử lý dữ liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 15 doanh nghiệp được phẩm niêm yết trên TTCK Việt Nam. Theo sản phẩm yết có 9 doanh nghiệp tại sàn HOSE (DHG, IMP, TRA, DMC, DCL, OPC, SPM, VMD, JVC) và 6 doanh nghiệp trên sàn HNX (PMC, LDP, DHT, DBT, PPP, AMV). Sau khi sàng lọc có 158 sự kiện thỏa mãn những điều kiện sau đây:

- Doanh nghiệp được phẩm và thiết bị y tế niêm yết trên sàn HNX và HOSE, có hoạt động trả cổ tức.

- Thông báo chi trả cổ tức bằng tiền mặt, bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng trong giai đoạn từ 01/01/2010 đến 31/12/2016.

- Có sẵn dữ liệu về giá cổ phiếu 120 ngày trước và 30 ngày sau ngày sự kiện (ngày thông báo chi trả cổ tức)

3.3. Giả thiết nghiên cứu

Để xem xét tác động của sự kiện thông báo chi trả cổ tức, tác giả đưa ra các giả thiết sau đây:

Giả thiết (1.1): H1: Sự kiện thông báo chi trả cổ tức có ảnh hưởng lên giá cổ phiếu xung quanh ngày thông báo $(-30, +30)$.

Theo Sera (2002) thì cần phải giả định rằng mỗi lợi nhuận bất thường tuân theo quy luật phân phối thông thường. Công thức của kiểm định t-test cho AAR trong ngày t được tính như sau:

$$t \text{ statistic } (AAR_{N,t}) = \frac{AAR_{N,t}}{S(AAR_N)} \quad (8)$$

Trong đó:

$AAR_{N,t}$: Lợi nhuận bất thường trung bình của mẫu nghiên cứu trong ngày t ;

$S(AAR_N)$: Độ lệch chuẩn của AAR trong cửa sổ ước lượng $(-120, -60)$.

Vào năm 1991, Boehmer và cộng sự đã đưa ra

một phương pháp chuẩn mực để kiểm định lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR) trong nhiều ngày. Một giả định được đưa ra làm điều kiện là không có mối tương quan giữa những lợi nhuận bất thường (AR). Trong thực nghiệm, giả định này gây ra nhiều tranh cãi vì hầu hết các nghiên cứu chỉ ra rằng giữa những AR có mối tương quan chéo với nhau. Tuy nhiên, vấn đề này không quá nghiêm trọng vì mỗi công ty lại có những ngày thông báo khác nhau. Kiểm định t-test cho CAAR được tính như sau:

$$t \text{ statistic } (CAAR_{t1,t2}) = \frac{CAAR_{t1,t2}}{S(CAAR_N)\sqrt{n}} \quad (9)$$

Trong đó:

$CAAR_{t1,t2}$: Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy của mẫu nghiên cứu trong cửa sổ (t_1, t_2) ;

$S(AAR_N)$: Độ lệch chuẩn của AAR trong cửa sổ ước lượng $(-120, -60)$;

N : Độ dài của cửa sổ (t_1, t_2) .

Ví dụ cửa sổ sự kiện $(-1, +1)$ có $n = 3$ bao gồm ngày $t = -1$, ngày $t = 0$ và $t = +1$; tương tự cửa sổ $(-5, +1)$ có $n = 7$

Giả thiết (1.2) H1: Sự kiện thông báo chi trả cổ tức có ảnh hưởng lên giá cổ phiếu những ngày xung quanh ngày thông báo $(-1, +1)$, $(-2, +2)$.

Giả thiết (1.3) H1: Giá trị CAAR có ý nghĩa trước ngày thông báo chi trả cổ tức $(-5, -1)$

Giả thiết (1.4) H1: Sự kiện thông báo chi trả cổ tức có ảnh hưởng lên giá cổ phiếu tại những cửa sổ sự kiện khác nhau $(-5, -1)$, $(-1, +1)$, $(-2, +2)$, $(-5, +5)$, $(+1, +10)$

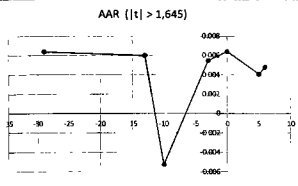
4. Phân tích kết quả nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, mức độ tin cậy 95% được sử dụng để kiểm định ý nghĩa của AAR và CAAR. Giá trị t-test của AAR và CAAR được so sánh với 1,645 với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$. Nếu giá trị t-test nhỏ hơn 1,645 thì giả thuyết H1 bị bác bỏ. Những giá trị có ý nghĩa được đánh dấu (*).

Phản ứng của thị trường với sự kiện thông báo chi trả cổ tức: (Hình 1)

Để dàng nhận thấy lợi nhuận bất thường trung bình dao động ở hầu hết các ngày trong cửa sổ sự kiện. Do đó ta bác bỏ giả thiết H0 (1.1), thừa nhận rằng sự kiện thông báo chi trả cổ tức có ảnh hưởng tới giá cổ phiếu trong cửa sổ sự kiện $(-30, +30)$. Đặc biệt có sự giảm sâu đột ngột của lợi nhuận bất thường 10 ngày trước sự kiện (thấp hơn 0.5% so với dự kiến), sau đó tăng dần tại ngày thông báo.

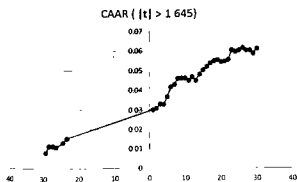
Hình 1: Giá trị AAR đã được kiểm định



Tại $t = 0$, lợi nhuận bất thường tăng đến đỉnh, chênh lệch so với lợi nhuận dự kiến là hơn 0,6%. Kiểm định t-test cho thấy: AAR có ý nghĩa tại các ngày -29^{th} , -13^{th} , -10^{th} , -3^{rd} , 0 , 5^{th} , 6^{th} , 23^{rd} . Cho thấy giá cổ phiếu có dấu hiệu bất thường vào khoảng thời gian trước, trong ngày thông báo và sau sự kiện. Lợi nhuận bất thường dao động từ $(-0.55\%, 1.63\%)$ so với lợi nhuận dự kiến.

Trước ngày thông báo sự kiện, AAR có ý nghĩa thống kê tại các ngày -29^{th} , -13^{th} , -10^{th} , -3^{rd} , điều này cho thấy thị trường có phản ứng khá sớm trước khi có thông báo chính thức về chi trả cổ tức. Lợi nhuận bất thường tại ngày thông báo là 0,63% với giá trị t-test là 2.650 lớn hơn nhiều so với 1.645. Điều này chứng tỏ rằng sự kiện thông báo chi trả cổ tức có ảnh hưởng rõ ràng lên giá cổ phiếu trong ngày thông báo. Sau sự kiện, từ ngày $+1^{\text{st}}$ đến ngày -30^{th} , AAR có ý nghĩa thống kê trong những ngày 1^{st} , 6^{th} , 23^{rd} cho thấy sau sự kiện vài ngày thông báo này vẫn ảnh hưởng và gây ra lợi nhuận bất thường. Tuy nhiên những ngày sau đấy thì không có ảnh hưởng mạnh mẽ lên giá cổ phiếu. Ta thấy rằng tại ngày thông báo $t = 0$, dấu hiệu của sự ảnh

Hình 2: Giá trị CAAR đã được kiểm định



hưởng rõ ràng hơn những ngày khác.

Hình 2 cho thấy CAAR có xu hướng tăng từ ngày -10 đến ngày cuối của sổ sự kiện $+30$. Điều này có thể giải thích là do AAR có giá trị dương tăng dần trong suốt thời kỳ quan sát. Ngoài ra, trước ngày thông báo, nhà đầu tư có thể kỳ vọng những thông tin tích cực trong đó có thông báo về chi trả cổ tức. Sự tăng trưởng của CAAR những ngày gần sát sự kiện cho thấy sự kỳ vọng này.

Sau ngày thông báo $t = 0$, CAAR tiếp tục có xu hướng tăng. Kiểm định t-test cho CAAR cho thấy hầu hết CAAR có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy thị trường có phản ứng khá tích cực với sự kiện thông báo này. De Bondt và Thaler (1985) phát biểu rằng nhà đầu tư thường đánh giá quá cao những thông tin trong hiện tại và đánh giá thấp những thông tin trong quá khứ. Ta thấy kết quả kiểm định phù hợp với phát biểu này.

Kết quả nghiên cứu trên cho ta thấy thị trường Việt Nam là thị trường hiệu quả dạng vừa, giá cổ phiếu phản ánh thông tin hiện hữu và có thể có sự rò rỉ thông tin trước ngày công bố sự kiện.

Phân tích ảnh hưởng của sự kiện trong những khung thời gian khác nhau:

Bảng 1. CAAR trong những khung thời gian khác nhau

Cửa sổ sự kiện	Tất cả các sự kiện	
	(158 sự kiện)	
	CAAR	t-statistics
$(-5, -1)$	0.01252	2.321773965*
$(-1, +1)$	0.01298	3.108661417*
$(-2, +2)$	0.01576	2.924053448*
$(-5, +5)$	0.02914	3.643903744*
$(+1, +10)$	0.01973	2.58713093*

Bảng trên tổng kết giá trị của lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy tại các khung cửa sổ sự kiện khác nhau. Ta thấy rằng, CAAR có ý nghĩa thống kê tại tất cả các khung cửa sổ sự kiện. Ta bác bỏ H_0 , thừa nhận H_1 tại các giả thiết (1.2) (1.3) và (1.4).

Điều này cho thấy sự kiện có ảnh hưởng mạnh đến giá cổ phiếu cả khoảng thời gian trước, trong và sau sự kiện. Tuy nhiên, tại các khoảng thời gian lân cận như $(-1, +1)$ và $(-5, +5)$ kiểm định t test có giá trị lớn hơn những ngày trước và sau ngày thông

báo $t = 0$.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, sự kiện TBCTCT làm phát sinh lợi nhuận bất thường. Tại ngày thông báo, nhà đầu tư được hưởng lợi nhuận bất thường dương. Đáng chú ý là khoảng thời gian 2 tuần trước ngày thông báo, giá cổ phiếu giảm sâu và sau đó tăng lên đột ngột, điều này cho thấy có thể tồn tại giao dịch nội gián lợi dụng thông tin biết trước việc chi trả cổ tức từ phía công ty. Từ đó, tác giả đề xuất một số gợi ý như sau:

Đối với các nhà đầu tư:

Thứ nhất, để đạt được mục tiêu đầu tư của mình nên xem xét tận dụng thông tin về cổ tức của doanh nghiệp, sử dụng để phân tích công ty, lựa chọn đầu tư vào những doanh nghiệp có chính sách rõ ràng, nhất quán và ổn định, đồng thời lựa chọn đầu tư vào những doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao tuy nhiên thị giá còn thấp.

Thứ hai, nhà đầu tư cần trang bị đầy đủ kiến thức về chứng khoán, về phân tích báo cáo tài chính, báo cáo kiểm toán, hành vi tài chính khi công ty công bố thông tin. Đối với những khoản đầu tư lớn, NĐT nên tham khảo ý kiến của những chuyên gia kinh tế, chuyên gia phân

tích kỹ thuật để đưa ra những quyết định đầu tư hợp lý.

Thứ ba, các cổ đông nên yêu cầu công ty có cơ chế công bố thông tin minh bạch, rõ ràng và thường xuyên, kịp thời thông báo đến cổ đông các thông tin quan trọng. Nhà đầu tư cần nhạy bén, nắm bắt thông tin kịp thời và tránh không để rơi vào các bẫy thông tin khi giao dịch trên thị trường.

Đối với công ty niêm yết:

Khi công ty thông báo chi trả cổ tức, giá cổ phiếu của công ty có biến động với suất sinh lợi dương. Điều này cho thấy thị trường có phản ứng tích cực với thông báo này. Do đó, công ty có thể xem đây là một công cụ để điều chỉnh giá cổ phiếu theo hướng có lợi cho công ty.

Đối với các cơ quan nhà nước:

Tình trạng thông tin bất cân xứng tại thị trường Việt Nam còn tồn tại phổ biến và chưa có cách khắc phục hiệu quả. Nhiều giao dịch nội gián vẫn diễn ra mà chưa bị phát hiện và trừng phạt thích đáng. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các cơ quan liên quan cần có các công cụ để đo lường tính minh bạch, rõ ràng của thông tin mà công ty cung cấp ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 1 - 12.
2. Akhigbe, A. and Madura, J. (1996). Dividend policy and corporate performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, pp. 1267 - 1287.
3. Ang, J. S. (1975). Dividend policy: informational content or partial adjustment. *Review of Economics and Statistics*, 57, pp. 65 - 70.
4. Azhagaiah, R. & Priya, S. N., (2008). The impact of dividend policy on shareholders' wealth. *International Research Journal of Finance and Economics*, pp. 180 - 187.
5. Bajaj, M., & Vijh, A. (1995). Trading Behaviour and the Unbiasedness of Market Reaction to Dividend Announcements. *Journal of Finance*, 255 - 279.
6. Bashir, U., Shah, S. and Hussain, M. (2013). On the Differential Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from an Emerging Equity Market. *FAI*, 4(3), pp.7 - 24.
7. Baskin, J., (1989). Dividend policy and the volatility of common stocks. *Journal of Portfolio Management*, 15(3).
8. Bernartzi, S., Michaely, R. and Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, 52, pp. 1007 - 1030.
9. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259 - 270.
10. Binder, J. J., (1998). The Event Study Methodology Since 1969. *Review of Quantitative Finance & Accounting* Volume 11, pp. 111 - 137.
11. Black, F., (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, pp. 634 - 639.

Ngày nhận bài: 02/10/2017

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 12/10/2017

Ngày chấp nhận đăng bài: 22/10/2017

Thông tin tác giả:

1. TS. LÊ PHƯƠNG LAN

Khoa Tài chính ngân hàng, Trường Đại học Ngoại thương

Email: lan.lp@ftu.edu.vn

2. LÊ QUỲNH ANH

Phòng Tín dụng - Ngân hàng Public Bank Vietnam, chi nhánh Hà Nội

Email: leanh270@gmail.com

INFLUENCE OF NOTICE OF DIVIDEND PAYMENT TO ABNORMAL PROFITS OF PHARMACEUTICAL COMPANIES LISTED ON THE STOCK MARKET OF VIETNAM

● Ph.D. LE PHUONG LAN

Faculty of Finance and Banking, Foreign Trade University

● LE QUYNH ANH

Credit Department - Public Bank Vietnam, Hanoi Branch

ABSTRACT:

Empirical evidence in studies worldwide suggests that dividend payers transmit information to the market, thus affecting stock prices. The following study aims at clarifying the impact of the dividend payout announcement on the share price, through an event study method with a sample of 15 listed pharmaceutical companies in Vietnam from 2010 to 2016.

Keywords: Abnormal profit, dividend payment notice, stock market.