

Phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức - Nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Võ Xuân Vinh *, Đoàn Thị Minh Thái **

Ngày nhận: 7/5/2015

Ngày nhận bản sửa: 27/5/2015

Ngày duyệt đăng: 30/5/2015

Tóm tắt:

Bài báo nghiên cứu phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Ngoài ra, bài báo còn xem xét tác động của các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp đến phản ứng của thị trường. Dữ liệu được sử dụng bao gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ tháng 01/2008 đến tháng 05/2014. Áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện trong tài chính, kết quả cho thấy thị trường không hiệu quả ở dạng vừa. Cu thể 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 khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Hơn nữa, kết quả cho thấy các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp có tác động đến lợi nhuận bất thường tích lũy bao gồm quy mô công ty (quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê) và tỷ lệ cổ tức (quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa thống kê).

Từ khóa: công bố thông tin, phản ứng thị trường, biến động giá, khối lượng giao dịch bất thường

Stock market reaction to dividend announcement - empirical evidence from Vietnam

Abstract:

This paper investigates the market reaction when enterprises announce cash dividend. Market reaction is measured by stock price and trading volume volatility. In addition, the paper examines the impact of firm specific factors to market reaction. Data used include non-financial companies listed on the Vietnam stock market from Jan 2008 to May 2014. Applying the event study methods, the results show that there exists evidence contradicting the semi-strong form of efficient market hypothesis. Moreover, the paper suggests that the market reacts slowly in terms of price and quickly in terms of volume in responding to dividend announcement.

Keywords: Announcement, market reaction, stock price volatility, abnormal trading volume

1. Giới thiệu

Bài báo nghiên cứu phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền trên thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Phản ứng của thị trường được mô phỏng thông qua giá hoặc khối lượng giao dịch cổ phiếu. Ngoài ra, bài báo còn nghiên cứu tác động của các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp đến phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu, khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền.

Nghiên cứu có một số hàm ý và ý nghĩa thực tiễn đối với nhiều thành phần tham gia thị trường. Đối với các nhà quản trị doanh nghiệp, việc hiểu biết ảnh hưởng của thông tin chi trả cổ tức đến phản ứng của thị trường giúp doanh nghiệp ứng phó tốt hơn với các phản ứng của thị trường khi họ đưa ra các quyết định tài chính. Đối với các nhà đầu tư, việc hiểu biết ảnh hưởng này giúp cho các nhà đầu tư cổ phiếu có những quyết định phù hợp nhằm tối đa hóa lợi nhuận. Ngoài ra, nghiên cứu này là một kiểm

định thực nghiệm lý thuyết thị trường hiệu quả, có ý nghĩa thực tế đối với các nhà quản lý thị trường trong việc đề ra những chính sách quản lý góp phần nâng cao tính minh bạch của thị trường chứng khoán.

Nghiên cứu phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức đã có nhiều trên thế giới (Aharony và Swary 1980; Al-Yahyaee, Pham và Walter 2011; Bajaj và Vijh 1995; Charest 1978; Pettit 1972). Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu chưa đồng nhất. Ngoài ra, phần lớn các nghiên cứu đều sử dụng dữ liệu của các nước phát triển. Theo sự hiểu biết của chúng tôi, hiện chưa có nhiều nghiên cứu được công bố về chủ đề phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện, sử dụng dữ liệu Việt Nam. Do vậy, đóng góp thứ hai của nghiên cứu này là làm giàu cho kho tàng học thuật mới bằng chứng thực nghiệm mới về chủ đề này ở Việt Nam, một nền kinh tế mới nổi.

2. Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu này khảo sát phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Lý thuyết nền tảng về công bố thông tin là lý thuyết thị trường hiệu quả được giới thiệu bởi Fama (1970). Lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH) gồm ba dạng: thị trường hiệu quả dạng yếu, dạng vừa và dạng mạnh. Phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền được xem xét trên nền tảng lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa.

Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa cho rằng giá chứng khoán phản ánh đầy đủ thông tin công khai của doanh nghiệp nên nhà đầu tư không thể tìm kiếm lợi nhuận bất thường khi doanh nghiệp công bố thông tin. Phương pháp nghiên cứu sự kiện là một phương pháp kiểm định về tính hiệu quả của thị trường ở dạng vừa trên cơ sở kiểm định việc công bố thông tin có ảnh hưởng đến giá chứng khoán một cách đột biến hay tạo lợi nhuận bất thường hay không? Về mặt lý thuyết, khi doanh nghiệp công bố một thông tin mới thì giá chứng khoán đã phản ánh thông tin đó đồng nghĩa với việc nhà đầu tư sẽ không thể tìm kiếm lợi nhuận bất thường từ thông tin. Nhưng trên thực tế, bằng chứng thực nghiệm đưa ra các kết quả không thống nhất về sự tồn tại lợi nhuận bất thường khi công bố thông tin.

Kết quả của một số nghiên cứu trước ủng hộ lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa. Chẳng hạn, nghiên cứu của Fama và cộng sự (1969) về 940 sự

kiện chia tách cổ phiếu, kết quả cho thấy giá phản ứng ngay lập tức khi có thông tin chia tách cổ phiếu, điều này phù hợp với giả thuyết thị trường hiệu quả. Sau này, các nhà kinh tế khác kiểm chứng lý thuyết này với nhiều loại sự kiện khác nhau như công bố lợi nhuận, các đợt phát hành cổ phiếu ra công chúng (IPO) hay thầu tóm và sát nhập (MvA). Ví dụ như nghiên cứu của Benartzi, Michaely và Thaler (1997) kết luận rằng mối quan hệ giữa thông báo chi trả cổ tức và giá cổ phiếu được tồn tại rất ít.

Mặt khác, có những nghiên cứu đưa ra kết quả ngược lại với lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa. Pettit (1972) chứng minh rằng khi thay đổi chính sách cổ tức thì lợi nhuận bất thường cũng thay đổi. Sau đó, nhiều nghiên cứu về phản ứng của giá cổ phiếu khi có thông báo chi trả cổ tức được công bố, chẳng hạn như các nghiên cứu của Charest (1978), Aharony và Swary (1980), Woolridge (1982), Asquith và Mullins Jr (1983), Grinblatt, Masulis và Titman (1984), Bernheim và Wantz (1992), Bajaj và Vijh (1995), Dyl và Weigand (1998), Nissim và Ziv (2001) và Lie (2005) đều kết luận tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và lợi nhuận bất thường khi công bố thông tin.

Một trong những đóng góp của bài báo này là không chỉ nghiên cứu phản ứng của thị trường thông qua giá mà còn thông qua khối lượng giao dịch. Đây cũng là một vấn đề được quan tâm từ nhiều nhà nghiên cứu (Chen và cộng sự 2014, Dasilas và Leventis 2011; Gurgul, Mestel và Schleicher 2003; Kaniel và cộng sự 2012; Koski và Scruggs 1998). Koski và Scruggs (1998) phân tích khối lượng giao dịch xung quanh ngày giao dịch trước khi chi trả cổ tức. Kaniel và cộng sự (2012) nghiên cứu giao dịch của nhà đầu tư cá nhân khi công bố thông tin chi trả cổ tức ở Mỹ, kết quả chỉ ra nhà đầu tư cá nhân có lợi thế thông tin và họ tạo ra thanh khoản cao khi sự kiện xảy ra. Chen và cộng sự (2014) xem xét giao dịch của nhà đầu tư cá nhân khi công bố thông tin chi trả cổ tức ở Đài Loan từ năm 2005 - 2010, kết quả cho thấy có mối tương quan dương giữa giao dịch của nhà đầu tư cá nhân trước sự kiện và lợi nhuận cổ phiếu sau sự kiện một tháng.

Tiếp theo là hai nghiên cứu trước trực tiếp liên quan tới mục tiêu nghiên cứu của bài báo. Thứ nhất, Gurgul, Mestel và Schleicher (2003) sử dụng dữ liệu của 22 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán của Úc, từ tháng 01 năm 1992 đến

tháng 04 năm 2002. Trong quá trình nghiên cứu, tác giả phát hiện thị trường có phản ứng khi công bố thông tin chi trả cổ tức thông qua giá và khối lượng giao dịch. Kết quả nghiên cứu nhận định, khi có thông báo chi trả cổ tức tăng, giá cổ phiếu phản ứng tăng lên, chi trả cổ tức giảm giá cổ phiếu giảm xuống và giá cổ phiếu không đổi khi có tức không đổi. Tương tự, khi quan sát khối lượng giao dịch khi công bố thông tin chi trả cổ tức, Gurgul, Mestel và Schleicher (2003) nhận thấy rằng khối lượng giao dịch tăng xung quanh ngày công bố thông tin. Thứ hai, Dasilas và Leventis (2011) cũng thực hiện nghiên cứu phản ứng của giá và khối lượng giao dịch cổ phiếu khi công bố thông tin chi trả cổ tức ở thị trường chứng khoán Athens. Tác giả sử dụng giá và khối lượng giao dịch cổ phiếu hàng ngày của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán ASE, mẫu nghiên cứu bao gồm 231 thông báo cổ tức, trong đó có 129 thông báo tăng cổ tức, 58 thông báo giảm cổ tức và 44 thông báo không thay đổi cổ tức. Nghiên cứu kết luận tồn tại mối tương quan đồng biến giữa giá cổ phiếu và thông báo tăng cổ tức, tương quan nghịch biến khi thông báo giảm cổ tức, giá cổ phiếu không biến động khi có tức không đổi. Giống như giá cổ phiếu, khối lượng giao dịch tương quan cùng chiều với thông báo thay đổi tỷ lệ cổ tức.

Tóm lại, nghiên cứu phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền đã có nhiều trên thế giới, tuy nhiên kết quả của các nghiên cứu chưa đồng nhất. Phần lớn các nghiên cứu trên đều thực hiện ở các nước phát triển, và kết quả nghiên cứu đều cho thấy thị trường có phản ứng khi công bố thông tin chi trả cổ tức, thông qua sự tồn tại của lợi nhuận bất thường và khối lượng giao dịch bất thường. Như vậy, đối với một nền kinh tế mới nổi như Việt Nam, liệu thị trường có phản ứng thông qua sự tồn tại của lợi nhuận bất thường và khối lượng giao dịch bất thường khi công bố thông tin chi trả cổ tức hay không? Do đó, dựa trên lý thuyết thị trường hiệu quả, kết quả của các nghiên cứu trước và hoàn cảnh thực tiễn của thị trường chứng khoán Việt Nam, tác giả kỳ vọng thị trường hiệu quả, thị trường có phản ứng thông qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường và khối lượng giao dịch bất thường cổ phiếu khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Kết quả kỳ vọng này được đề cập trong giả thuyết nghiên cứu của bài báo như sau:

H₁: Tồn tại lợi nhuận bất thường tại ngày công

bổ thông tin chi trả cổ tức bằng tiền.

H₂: Tồn tại khối lượng giao dịch bất thường tại ngày công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền.

Kết quả những nghiên cứu trước được đề cập ở trên đã hỗ trợ cho mục tiêu nghiên cứu phản ứng của thị trường thông qua giá và khối lượng giao dịch cổ phiếu khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Sau đây, tác giả sẽ nêu một số nghiên cứu trước làm nền tảng tham khảo cho mục tiêu xác định các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp tác động tới phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu.

Wansley (1991) sử dụng dữ liệu trong giai đoạn từ năm 1973 đến năm 1986 của trung tâm nghiên cứu giá chứng khoán của Đại học Chicago gồm 14.601 mẫu quan sát và phát hiện ra tỷ suất sinh lợi cổ tức và phần trăm tăng giảm tỷ lệ cổ tức có quan hệ đồng biến với lợi nhuận vượt mức tích lũy khi có thông báo thay đổi cổ tức. Nghiên cứu của Impson (1997) tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất sinh lợi cổ tức, quy mô công ty và phần trăm thay đổi tỷ lệ cổ tức với phản ứng của thị trường khi nghiên cứu 46 mẫu thông báo cổ tức giảm từ năm 1974 đến năm 1993 ở Mỹ. Fuller (2003) tiến hành nghiên cứu hành vi giao dịch của nhà đầu tư khi có thông báo thay đổi cổ tức. Trong quá trình nghiên cứu, tác giả sử dụng dữ liệu của 1.289 thông báo tăng cổ tức từ năm 1994 đến năm 1998 trên thị trường chứng khoán NYSE ở Mỹ. Dựa vào mô hình tính hiệu cổ tức, tác giả kết luận rằng quy mô công ty, tỷ suất sinh lợi cổ tức và biến động tỷ lệ cổ tức có quan hệ cùng chiều với thông báo về sự thay đổi tỷ lệ cổ tức. Lee và Yan (2003) thực hiện nghiên cứu phản ứng của thị trường trước và sau khi thông báo chi trả cổ tức. Nghiên cứu xem xét dữ liệu của 35.170 thông báo chi trả cổ tức của 1.015 công ty từ năm 1967 đến năm 1997 trên sàn giao dịch chứng khoán New York (NYSE), trong đó gồm 2.481 thông báo chi trả cổ tức tăng nhỏ hơn 10%; 3.068 thông báo chi trả cổ tức tăng từ 10% đến 500%; 278 thông báo cổ tức giảm và 29.343 thông báo không thay đổi tỷ lệ cổ tức. Kết quả nghiên cứu tìm được tỷ suất sinh lợi cổ tức và phần trăm thay đổi tỷ lệ cổ tức có mối tương quan đồng biến với lợi nhuận bất thường tích lũy. Nghiên cứu của McCluskey và cộng sự (2006) sử dụng dữ liệu của 50 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Dublin ở Ireland, giai đoạn từ năm 1987 đến năm 2001. Nghiên cứu đưa ra bằng chứng thị trường chứng khoán có phản ứng với thông báo chi trả cổ tức. Đồng thời, kết quả hồi

quy của mô hình cũng cho thấy sự thay đổi lợi nhuận và mối quan hệ giữa lợi nhuận và cổ tức có tác động tới lợi nhuận bất thường. Như đã nêu ở trên, Dasilas và Leventis (2011) ngoài việc nghiên cứu phản ứng của giá và khối lượng giao dịch cổ phiếu khi công bố thông tin chi trả cổ tức, còn tiến hành xác định tác động của các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp đến lợi nhuận bất thường tích lũy. Kết quả hồi quy mô hình khẳng định tỷ suất sinh lợi cổ tức và phần trăm thay đổi tỷ lệ cổ tức có ảnh hưởng tới phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu.

Phần lớn kết quả nghiên cứu của các nghiên cứu trước đều cho thấy rằng một số yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp có tác động đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, ở mỗi một thị trường khác nhau lại cho một kết quả khác nhau. Ở Việt Nam, một nước đang phát triển, thị trường chứng khoán còn rất non trẻ, tồn tại hiện tượng thông tin bất cân xứng, thông tin chưa đầy đủ, chưa chính xác thì kết quả các nghiên cứu trước có chắc chắn hay không, hay chỉ hợp lý trên một góc độ nào đó. Chính vì vậy, ngoài hai giả thiết nghiên cứu H_1 và H_2 thể hiện sự kỳ vọng thị trường hiệu quả, có phản ứng khi công bố thông tin chi trả cổ tức, bài báo còn đặt ra giả thuyết cuối cùng để cập sự kỳ vọng về câu trả lời cho kết quả của bài báo rằng: các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp không tác động đến phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Cụ thể giả thuyết nghiên cứu là:

H_3 : *Phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu không bị tác động bởi một số yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp.*

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu được thu thập từ các công ty niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ tháng 01/2008 đến tháng 05/2014. Dữ liệu phải được đảm bảo các tiêu chuẩn sau: i) Không bao gồm các công ty tài chính; ii) Các công ty có thông báo chi trả cổ tức bằng tiền; iii) Các công ty không bị hủy niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu. Giá cổ phiếu lúc đóng cửa và khối lượng giao dịch hàng ngày của các cổ phiếu trong mẫu được thu thập từ website của Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (SGDCK).

Ngày sự kiện hay ngày công bố thông tin là ngày đầu tiên thông tin được công bố rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng, nếu ngày sự kiện

không có giao dịch thì lấy ngày giao dịch kế tiếp làm ngày sự kiện. Do hiện nay đang tồn tại việc không công bố thông tin đầy đủ trên website của các công ty niêm yết, nên chúng tôi lựa chọn ngày sự kiện được công bố trên website của SGDCK. Sự kiện công bố thông tin chi trả cổ tức được thể hiện thông qua nghị quyết/thông báo và nghị quyết/thông báo này phải thể hiện ba nội dung chính: i) Hình thức thanh toán; ii) Ngày đăng ký cuối cùng; iii) Ngày thực hiện chi trả cổ tức (có thể là ngày chi trả dự kiến). Dữ liệu sự kiện bao gồm 470 sự kiện của 262 công ty. Bước tiếp theo, trong quá trình xử lý dữ liệu, chúng tôi loại bỏ những mẫu không đáp ứng các tiêu chuẩn sau đây: i) Dữ liệu giá phải đủ 120 ngày giao dịch trước và 20 ngày giao dịch sau ngày sự kiện; ii) Dữ liệu khối lượng giao dịch phải đủ 20 ngày giao dịch trước và 20 ngày giao dịch sau ngày sự kiện; và iii) Các mẫu có ngày từ -35 đến +5 không được giao với nhau. Dữ liệu cuối cùng của nghiên cứu bao gồm 397 ngày sự kiện của 139 công ty.

3.2. Phương pháp nghiên cứu sự kiện

3.2.1. *Phản ứng của thị trường thông qua giá và khối lượng giao dịch cổ phiếu khi có thông tin chi trả cổ tức bằng tiền*

Phương pháp nghiên cứu sự kiện của MacKinlay (1997) được sử dụng để xem xét phản ứng của thị trường thông qua giá và khối lượng giao dịch cổ phiếu khi có thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Nội dung chính của phương pháp này là đo lường phản ứng của thị trường dưới ảnh hưởng của những sự kiện nhất định đến giá. Tuy nhiên, phản ứng thị trường được mô phỏng thông qua giá hoặc khối lượng giao dịch do đó bài báo cũng đo lường phản ứng của thị trường dưới ảnh hưởng của sự kiện tới khối lượng giao dịch. Phản ứng về giá tài sản được đo lường bằng lợi nhuận bất thường của tài sản trong một khoảng thời gian (Cửa sổ). Phản ứng về khối lượng giao dịch được đo lường bằng khối lượng giao dịch bất thường của tài sản trong một khoảng thời gian. Ba cửa sổ trong nghiên cứu sự kiện là cửa sổ sự kiện, cửa sổ ước lượng và cửa sổ sau sự kiện. Tương tự như Gurgul, Mestel và Schleicher (2003) và Dasilas và Leventis (2011), chúng tôi thiết lập các cửa sổ trong nghiên cứu như sau. Cửa sổ sự kiện ($T_1 - T_2$) gộp chung với cửa sổ sau sự kiện gồm 11 ngày từ ngày -5 đến +5, ngày 0 là ngày công bố thông tin chi trả cổ tức, việc nghiên cứu phản ứng của thị trường trong giai đoạn trước

khi công bố thông tin từ ngày -5 đến ngày -1 và sau khi công bố thông tin từ ngày +1 đến ngày +5 nhằm bao quát hiện tượng rò rỉ thông tin và tốc độ phản ứng của nhà đầu tư với thông tin. Cửa sổ ước lượng ($T_0 - T_1$) gồm 30 ngày từ ngày -35 đến -6 dùng để tính các thống số tham chiếu trong nghiên cứu.

Để xác định phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu, bài báo xác định lợi nhuận bất thường trung bình và lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy.

Lợi nhuận bất thường (AR_{it})

Theo MacKinlay (1997), lợi nhuận bất thường là chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận thông thường của sự kiện.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Trong đó:

Lợi nhuận thực tế của cổ phiếu R_{it} được tính theo công thức:

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

với P_{it} là giá đóng cửa cổ phiếu i tại thời điểm t , $P_{i,t-1}$ là giá đóng cửa cổ phiếu i tại thời điểm $t-1$.

Theo MacKinlay (1997), lợi nhuận thông thường được định nghĩa là lợi nhuận kỳ vọng khi sự kiện diễn ra, đo lường bằng hai mô hình ước lượng là mô hình lợi nhuận trung bình không đổi và mô hình thị trường. Tương tự như Dasilas và Leventis (2011), bài báo sử dụng mô hình thị trường để đo lường lợi nhuận kỳ vọng $E(R_{it})$:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

trong đó, α_i và β_i lần lượt là hệ số chặn và rủi ro hệ thống, hai hệ số này được ước lượng từ việc hồi quy dữ liệu R_{it} theo R_{mt} trước ngày sự kiện từ ngày -220 đến -21; R_{mt} là lợi nhuận của danh mục thị trường tại ngày t , ε_{it} là sai số ngẫu nhiên của mô hình ước lượng.

Lợi nhuận bất thường trung bình (\overline{AR}_t) trung bình các lợi nhuận bất thường cổ phiếu của tất cả sự kiện nghiên cứu tại thời điểm t , được tính theo công thức:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (4)$$

với N là số sự kiện nghiên cứu trong mẫu.

Lợi nhuận bất thường tích lũy cổ phiếu i trong cửa sổ sự kiện từ ngày T_1 đến ngày T_2

($CAR_{i(T_1, T_2)}$) là tổng của lợi nhuận bất thường trong cửa sổ sự kiện (Chan, Jegadeesh và Lakonishok 1996; MacKinlay 1997; Suwanna 2012), công thức tính trong bài báo như sau:

$$CAR_{i(T_1, T_2)} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it} \quad (5)$$

Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy ($\overline{CAR}_{(T_1, T_2)}$) là trung bình các lợi nhuận bất thường tích lũy của chuỗi sự kiện trong cửa sổ sự kiện, tính theo công thức sau:

$$\overline{CAR}_{(T_1, T_2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i(T_1, T_2)} \quad (6)$$

Ngoài phản ứng về giá cổ phiếu, chúng tôi cũng kiểm tra phản ứng của thị trường thông qua về khối lượng giao dịch của cổ phiếu.

Khối lượng giao dịch bất thường của cổ phiếu i tại ngày t (AV_{it}) bằng chênh lệch giữa khối lượng giao dịch cổ phiếu của cổ phiếu i tại ngày t (V_{it}) và khối lượng giao dịch cổ phiếu kỳ vọng ($E(V_{it})$) chia cho độ lệch chuẩn của khối lượng giao dịch (Beaver 1968; Dasilas và Leventis 2011; Landsman và Maydew 2002), cụ thể:

$$AV_{it} = \frac{V_{it} - E(V_{it})}{\sigma_i} \quad (7)$$

trong đó, $E(V_{it})$ và σ_i được tính dựa trên khối lượng giao dịch hàng ngày của cổ phiếu i từ ngày -120 đến -21 và +21 đến +120.

Khối lượng giao dịch bất thường trung bình (\overline{AV}_t) là trung bình các khối lượng giao dịch bất thường của tất cả sự kiện nghiên cứu tại thời điểm t , được tính theo công thức:

$$\overline{AV}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AV_{it} \quad (8)$$

với N là số sự kiện nghiên cứu trong mẫu.

Sau khi tính toán lợi nhuận bất thường trung bình, lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy và khối lượng giao dịch bất thường trung bình, tương tự như Brown và Warner (1980), bài báo kiểm tra mức ý nghĩa của chúng trong cửa sổ sự kiện.

Kiểm định mức ý nghĩa của lợi nhuận bất thường trung bình

$$t = \frac{\overline{AR}_t}{\sigma \overline{AR}_t} \quad (9)$$

với $\sigma \overline{AR}_t$ là độ lệch chuẩn của \overline{AR}_t được tính như sau:

$$\sigma \overline{AR}_t = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{T_0}^{T_1} (\overline{AR}_t - \overline{AR}_t)^2} \quad (10)$$

n là số ngày trong cửa sổ ước lượng từ T_0 đến T_1 .
 \overline{AR}_t là trung bình của \overline{AR}_i trong giai đoạn từ T_0 đến T_1 .

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{T_0}^{T_1} \overline{AR}_i \quad (11)$$

Kiểm định mức ý nghĩa của lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy $\overline{CAR}_{(T_1, T_2)}$

$$t = \frac{\overline{CAR}_{(T_1, T_2)}}{\sigma \overline{CAR}_{(T_1, T_2)}} \quad (12)$$

với $\sigma \overline{CAR}_{(T_1, T_2)}$ là độ lệch chuẩn của $\overline{CAR}_{(T_1, T_2)}$,

Công thức tính:

$$\sigma \overline{CAR}_{(T_1, T_2)} = \sqrt{\frac{1}{N(N-d)} \sum_{i=1}^N (CAR_{i(T_1, T_2)} - \overline{CAR}_{(T_1, T_2)})^2} \quad (13)$$

với N là số sự kiện nghiên cứu, d là bậc tự do.

Kiểm định mức ý nghĩa của khối lượng giao dịch bất thường trung bình tương tự như kiểm định mức ý nghĩa của lợi nhuận bất thường trung bình.

3.2.2. Tác động của một số yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp đến phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu

Bài báo xem xét tác động của các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp đến phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu khi có thông tin chi trả cổ tức bằng tiền, bằng cách hồi quy lợi nhuận bất thường tích lũy trong ba giai đoạn: trước sự kiện từ ngày -5 đến -1 ($CAR_{i(-5, -1)}$), sau sự kiện từ ngày +1 đến +5 ($CAR_{i(+1, +5)}$); và nguyên cửa sổ sự kiện từ ngày -5 đến +5 ($CAR_{i(-5, +5)}$). Mục đích hồi quy CAR trong ba giai đoạn nhằm hiểu rõ các yếu tố đặc trưng nào của doanh nghiệp hay loại doanh nghiệp nào tác động đến hiện tượng rò rỉ thông tin (giai đoạn từ ngày -5 đến -1), tốc độ phản ứng của thị trường (giai đoạn từ ngày +1 đến +5) và cả hai hiện tượng trên (giai đoạn từ ngày -5 đến +5). Tương tự như nghiên cứu của Dasilas và Leventis (2011), bài báo sử dụng mô hình nghiên cứu như sau:

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 SIZE_i + \beta_2 DR_i + \beta_3 BETA_i + \beta_4 ATV_i + \beta_5 AAV_i + \varepsilon_i$$

trong đó: CAR_i là biến phụ thuộc của mô hình trong ba giai đoạn $CAR_{i(-5, -1)}$, $CAR_{i(+1, +5)}$ và $CAR_{i(-5, +5)}$; $SIZE_i$ là chỉ số đại diện cho quy mô của công ty của cổ phiếu i tại ngày sự kiện, được đo bằng logarit giá trị thị trường của công ty tại ngày sự kiện. Giá trị thị trường được tính bằng giá của cổ phiếu tại ngày sự kiện nhân với số lượng cổ phiếu đang lưu hành tại ngày đó. DR_i là tỷ lệ cổ tức của cổ phiếu i tại ngày

sự kiện, được đo bằng cổ tức bằng tiền chia cho mệnh giá của cổ phiếu tại ngày sự kiện. $BETA_i$ là rủi ro hệ thống ước tính bằng dữ liệu trước ngày sự kiện từ ngày -220 đến -21. ATV_i là logarit trung bình khối lượng giao dịch cổ phiếu i trong cửa sổ ước lượng từ ngày -35 đến -6 của sự kiện. AAV_i là trung bình khối lượng giao dịch bất thường cổ phiếu i trong cửa sổ ước lượng từ ngày -35 đến -6 của sự kiện và ε_i là phần dư không quan sát của sự kiện.

Bài báo sử dụng phương pháp ước lượng hồi quy OLS cho dữ liệu chéo để ước lượng mô hình. Đầu tiên, dùng ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến. Tiếp theo, nghiên cứu sẽ hồi quy mô hình chỉ với ba biến độc lập là SIZE, DR và BETA sau đó hồi quy mô hình lần hai thêm hai biến độc lập ATV và AAV nhằm xem xét ảnh hưởng của các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp (SIZE, DR và BETA) đến biến phụ thuộc CAR khi có và không có ảnh hưởng của các yếu tố thông tin thị trường (ATV và AAV). Sau khi ước lượng mô hình hồi quy, bài báo dùng kiểm định White (1980) để kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi và dựa vào kiểm định Breusch - Godfrey (BG) để kiểm định hiện tượng tự tương quan trong mô hình.

4. Kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Phản ứng của thị trường thông qua giá và khối lượng giao dịch cổ phiếu khi có thông tin chi trả cổ tức bằng tiền

Bảng 1 thể hiện kết quả kiểm định t-Statistic của lợi nhuận bất thường trung bình (\overline{AR}), lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (\overline{CAR}) và khối lượng giao dịch bất thường trung bình (\overline{AV}).

Lợi nhuận bất thường trung bình tại ngày sự kiện là 0,368% có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tại ngày thông báo chi trả cổ tức tồn tại khác không. Như vậy, thông tin chi trả cổ tức được phản ánh vào giá cổ phiếu khi công bố thông tin và đây có vẻ như là một minh chứng cho việc thị trường phản ứng phù hợp với lý thuyết hiệu quả dạng vừa. Tuy nhiên, sau ngày sự kiện tại ngày +1, +2 và +3 vẫn tồn tại \overline{AR} lần lượt là 1,096%, 0,521% và 0,310% có ý nghĩa ở mức 1% và 10%. Điều này lại minh chứng cho tính không hiệu quả của thị trường, thông tin được phản ánh chậm vào giá hay nói cách khác, các nhà đầu tư phản ứng chậm với thông tin chi trả cổ tức, có nghĩa là nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu vào ngày công bố thông tin chi trả cổ tức vẫn có thể tìm kiếm lợi nhuận bất thường¹. Mặt

khác, từ bảng 1, các giá trị \overline{AR} , \overline{CAR} và \overline{AV} lớn hơn không và có ý nghĩa thống kê cho thấy thông tin chi trả cổ tức là một thông tin tốt đối với các nhà đầu tư.

Lợi nhuận bất thường lớn hơn không trong một giai đoạn, thể hiện ở việc \overline{CAR} tiếp tục tồn tại và lớn hơn không cho đến năm ngày sau khi công bố, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này có thể lý giải bởi sự phản ứng chậm của các nhà đầu tư đối với thông tin chi trả cổ tức và các nhà đầu tư coi thông tin chi trả cổ tức là một thông tin tốt.

Khối lượng giao dịch bất thường trung bình tồn tại trước ngày sự kiện hai ngày và kéo dài sau ngày sự kiện năm ngày, có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và 5%. Điều này cho thấy thị trường xảy ra hiện tượng rò rỉ thông tin và hiện tượng giao dịch nội gián xung quanh ngày thông báo chi trả cổ tức. Hiện tượng rò rỉ thông tin và giao dịch nội gián này là một minh chứng cho việc không tuân thủ pháp luật của các doanh nghiệp và các nhà đầu tư trong việc minh bạch thông tin, để rò rỉ thông tin, giao dịch nội gián là các hành vi vi phạm pháp luật chứng khoán.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận bất thường trung bình và khối lượng giao dịch bất thường trung bình không chỉ tồn tại tại ngày công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền, mà còn tồn tại xung quanh ngày công bố thông tin, có nghĩa bác bỏ hai giả thiết H_1 và H_2 . Kết quả này cũng tương đồng với kết quả nghiên cứu của Koski và Scruggs (1998), Gurgul, Mestel và Schleicher (2003) và Dasilas và Leventis (2011). Nghiên cứu đưa một số kết quả quan trọng khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền như sau: i) Tồn tại lợi nhuận bất thường và khối lượng giao dịch bất thường xung quanh ngày công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền; ii) Nhà đầu tư nhận định thông tin chi trả cổ tức là thông tin tốt; và iii) Thị trường không hiệu quả ở dạng vừa, cụ thể 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 khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền.

4.2. Tác động của một số yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp đến phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu

Bảng 1: Kết quả kiểm định t-Statistic

Ngày	\overline{AR} %	t-Statistic (\overline{AR})	\overline{AV} %	t-Statistic (\overline{AV})
-5	-0,155	-0,972	14,485**	2,358
-4	-0,196	-1,231	9,030	1,470
-3	0,258	1,614	7,657	1,246
-2	-0,028	-0,173	12,945**	2,107
1	0,005	0,029	13,406**	2,182
0	0,378**	2,366	43,487***	7,079
+1	1,100***	6,894	68,278***	11,114
+2	0,521***	3,262	45,255***	7,367
+3	0,310*	1,944	50,101***	8,155
+4	0,189	1,181	49,758***	8,100
+5	0,220	1,379	37,410***	6,090

Ngày	\overline{CAR} %	t-Statistic
$\overline{CAR}(-5,-1)$	-0,117	-0,495
$\overline{CAR}(-4,-1)$	0,038	0,177
$\overline{CAR}(-3,-1)$	0,235	1,211
$\overline{CAR}(-2,-1)$	-0,023	-0,128
$\overline{CAR}(+1,+2)$	1,621***	6,657
$\overline{CAR}(+1,+3)$	1,931***	6,721
$\overline{CAR}(+1,+4)$	2,119***	6,870
$\overline{CAR}(+1,+5)$	2,340***	7,332

Ghi chú: *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 2 : Thống kê mô tả các biến

Biến	Trung bình	Trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Độ xiên	Số lượng quan sát
CAR _{i,t(+1,+5)}	0,023	0,017	0,566	-0,143	0,064	2,134	397
SIZE	11,572	11,436	14,255	10,527	0,629	1,564	397
DR	0,115	0,100	0,400	0,020	0,061	1,785	397
BETA	0,703	0,618	1,750	-0,518	0,430	0,302	397
ATV	4,323	-4,225	6,266	2,528	0,842	0,292	397
AAV	0,104	-0,110	4,671	-0,956	0,757	2,609	397

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến

Biến	CAR _{i,t(+1,+5)}	SIZE	DR	BETA	ATV	AAV
CAR _{i,t(+1,+5)}	1					
SIZE	-0,179	1				
DR	0,178	0,047	1			
BETA	-0,025	0,205	-0,115	1		
ATV	-0,073	0,507	-0,135	0,698	1	
AAV	0,000	0,041	-0,039	0,014	0,337	1

Nguồn: Tính toán của tác giả

Chúng tôi hồi quy suất sinh lợi bất thường tích lũy trong ba giai đoạn trước sự kiện CAR_{i,t(+1,+5)} sau sự kiện CAR_{i,t(-5,+5)} và nguyên nhân số sự kiện CAR_{i,t(-5,+5)}. Tuy nhiên, theo kết quả ở bảng 1, không xảy ra hiện tượng rò rỉ thông tin thông qua giá cổ phiếu nên biến phụ thuộc của mô hình còn lại là CAR_{i,t(+1,+5)} đại diện cho phản ứng chậm của nhà đầu tư với thông tin.

Bảng 2 mô tả đặc tính thống kê của các biến trong

thử nghiệm.

Kết quả ở bảng 3 thể hiện khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy là không lớn. Do tất cả các hệ số tương quan giữa các biến đều khá nhỏ, không có trường hợp nào có trị tuyệt đối vượt quá 0.8. Điều này cũng được kiểm định lại bằng cách sử dụng hệ số VIF khi chạy hồi quy.

Bảng 4 thể hiện kết quả ước lượng OLS và GLS

Bảng 4: Kết quả hồi quy OLS và GLS

Biến	OLS			GLS			Giá trị p	
	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Hệ số		
C	0,2243	0,0001	0,2377	0,0001	0,2243	0,0000	0,2377	0,0000
SIZE	0,0197***	0,0001	0,0227***	0,0003	-0,0197***	0,0000	0,0227***	0,0004
DR	0,1995***	0,0001	0,2059***	0,0001	0,1995***	0,0003	0,2059***	0,0000
BETA	0,0055	0,4581	-0,0015	0,8944	0,0055	0,4030	-0,0015	0,9125
ATV			0,0059	0,4071			0,0059	0,5120
AAV			-0,0007	0,8786			-0,0007	0,8354
R ²	0,0678		0,0697		0,0678		0,0697	
R ² điều chỉnh	0,0607		0,0578		0,0607		0,0578	
F-thống kê	9,5321		5,8593		9,5321		5,8593	
Giá trị p (F-thống kê)	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	

Bảng 5: Kiểm định phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan

Stt	Tên kiểm định	Hệ số Obs*R ²	Prob (Chi ²)	Giá trị Prob. F	Kết luận
1	Kiểm định White	29,8142	0,0729		Phương sai thay đổi
2	Kiểm định BG			0,9095	Không có hiện tượng tự tương quan

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

với biến phụ thuộc là $CAR_{i,t(1,5)}$ đại diện cho việc phản ứng chậm của nhà đầu tư với thông tin. Kết quả hồi quy OLS trong bảng này cho thấy các hệ số R^2 nhỏ hơn 1 rất nhiều và các hệ số Prob (F) nhỏ hơn 0,05, chứng tỏ mô hình dù có hay không có hai biến ATV và AAV đều có ít nhất một biến độc lập giải thích cho biến phụ thuộc.

Kiểm định Breusch – Godfrey (BG) thể hiện trong bảng 5, giá trị Prob. F bằng 0.9095 không đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 , do đó không tồn tại hiện tượng tự tương quan. Tuy nhiên, kiểm định White từ bảng 5 đưa ra kết quả xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi do hệ số $Obs \cdot R^2$ bằng 29,8142 lớn hơn hệ số Prob (Chi²) bằng 0,0729.

Để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi của phương pháp OLS, nghiên cứu sử dụng phương pháp GLS. Kết quả nghiên cứu cho thấy hệ số quy mô công ty âm và hệ số tỷ lệ cổ tức dương, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, dù có hay không có ảnh hưởng của các biến thông tin thị trường (ATV và AAV). Như vậy, có thể khẳng định rằng quy mô công ty và tỷ lệ cổ tức giải thích sự tồn tại của lợi nhuận bất thường và hiện tượng phản ứng chậm của nhà đầu tư. Kết quả cho phép bác bỏ giả thuyết H_3 , có nghĩa là các yếu tố đặc trưng của doanh tác động tới phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu. Cụ thể, tồn tại mối quan hệ nghịch biến, có ý nghĩa thống kê giữa quy mô công ty và lợi nhuận bất thường tích lũy, kết quả này tương tự như kết quả nghiên cứu của Fuller (2003) và Dasilas và Leventis (2011); và tồn tại mối quan hệ đồng biến, có ý nghĩa thống kê giữa tỷ lệ cổ tức và lợi nhuận bất thường tích lũy, kết quả này tương tự với kết quả nghiên cứu của Wansley (1991), Lec và Yan (2003) và Dasilas và Leventis (2011).

Điều này có thể được lý giải như sau: Những công ty có quy mô lớn thường có thông tin rõ ràng,

minh bạch và ít thông tin bất cân xứng hơn những công ty có quy mô nhỏ, và thường được đầu tư bởi các tổ chức tài chính lớn, có chiến lược đầu tư ổn định lâu dài, thường có khuynh hướng đa dạng hóa đầu tư có thể tránh được sự ảnh hưởng của chu kỳ kinh doanh của một ngành kinh doanh đơn lẻ, nên kết quả kinh doanh sẽ ổn định hơn công ty có quy mô nhỏ. Do đó, khi có thông tin công bố nhà đầu tư sẽ tin tưởng vào thông tin hơn, giá cổ phiếu sẽ ổn định hơn, khả năng tồn tại lợi nhuận bất thường trong một giai đoạn thấp hơn. Những công ty có chi trả cổ tức được coi là gửi đến nhà đầu tư một tín hiệu phát triển tốt, các nhà đầu tư sẽ có gắng mua những cổ phiếu có tỷ lệ cổ tức cao, đồng thời, các nhà đầu tư ngắn hạn kiếm lời từ việc mua đi bán lại thường chú ý tới các cổ phiếu có tỷ lệ cổ tức cao, nên giá cổ phiếu tăng lên khi có thông tin, do đó lợi nhuận bất thường tăng lên.

5. Kết luận và hàm ý

5.1. Kết luận

Nghiên cứu này xác định phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Phản ứng thị trường được đo lường thông qua giá hoặc khối lượng giao dịch cổ phiếu. Ngoài ra, bài báo còn nghiên cứu tác động của các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp đến phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu. Dữ liệu được sử dụng bao gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ tháng 01/2008 đến tháng 05/2014. Áp dụng các phương pháp kinh tế lượng, đặc biệt là phương pháp nghiên cứu sự kiện trong tài chính, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng thị trường không hiệu quả ở dạng vừa, cụ thể 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 khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Ngoài ra, kết quả cho thấy các

yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp có tác động đến lợi nhuận bất thường tích lũy bao gồm quy mô công ty (quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê) và tỷ lệ cổ tức (quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa thống kê). Điều này có nghĩa là cổ phiếu của những doanh nghiệp có quy mô lớn là những cổ phiếu có giá tuân theo lý thuyết thị trường hiệu quả.

5.2. Hàm ý

Nghiên cứu có một số hàm ý đối với các thành phần tham gia thị trường. Cụ thể, các nhà đầu tư nhất là các nhà đầu tư ngắn hạn có thể tìm kiếm lợi nhuận bất thường khi có thông tin chi trả cổ tức bằng tiền bằng cách mua cổ phiếu ngay ngày có thông tin chi trả cổ tức bằng tiền. Ngoài ra, cổ phiếu

của những công ty có quy mô nhỏ nhưng có tỷ lệ cổ tức cao cũng là một lựa chọn cho các nhà đầu tư ưa mạo hiểm tìm kiếm lợi nhuận bất thường. Đối với các nhà quản trị doanh nghiệp, việc chi trả cổ tức tồn tại lợi nhuận bất thường lớn hơn không chứng tỏ cổ đông coi thông tin chi trả cổ tức là một thông tin tốt cho nên xây dựng một chính sách cổ tức là một trong những quyết định tài chính quan trọng. Hơn nữa, dấu hiệu của sự rò rỉ thông tin và dấu hiệu của giao dịch dựa trên sự rò rỉ thông tin chi trả cổ tức được phát hiện trong nghiên cứu có hàm ý đối với các nhà quản lý thị trường, các nhà quản trị doanh nghiệp trong việc xây dựng luật, thực thi pháp luật và chấp hành pháp luật trong lĩnh vực chứng khoán. □

Ghi chú:

1. Lưu ý ở đây giả định việc mua bán có thể thực hiện được ngay, trong thực tế cổ phiếu về tài khoản theo ngày T+3.

Tài liệu tham khảo

- Aharony, J. và Swary, I. (1980). 'Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis', *The Journal of Finance*, tập 35, số 1, trang 1-12.
- Al-Yahyaee, K.H., Phạm, T.M. và Walter, T.S. (2011). 'The information content of cash dividend announcements in a unique environment', *Journal of Banking and Finance*, tập 35, số 3, trang 606-12.
- Asquith, P. và Mullins Jr, D.W. (1983). 'The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth', *Journal of business*, trang 77-96.
- Bajaj, M. và Vijh, A.M. (1995). 'Trading behavior and the unbiasedness of the market reaction to dividend announcements', *The Journal of Finance*, tập 50, số 1, trang 255-79.
- Beaver, W.H. (1968). 'The information content of annual earnings announcements', *Journal of accounting research*, trang 67-92.
- Benartzi, S., Michaely, R. và Thaler, R. (1997). 'Do changes in dividends signal the future or the past?', *The Journal of Finance*, tập 52, số 3, trang 1007-34.
- Bernheim, B.D. và Wantz, A. (1992). *A tax-based test of the dividend signaling hypothesis*, National Bureau of Economic Research.
- Brown, S.J. và Warner, J.B. (1980). 'Measuring security price performance', *Journal of financial Economics*, tập 8, số 3, trang 205-58.
- Chan, L.K., Jegadeesh, N. và Lakonishok, J. (1996). 'Momentum strategies', *The Journal of Finance*, tập 51, số 5, trang 1681-713.
- Charest, G. (1978). 'Dividend information, stock returns and market efficiency-II', *Journal of Financial Economics*, tập 6, số 2, trang 297-330.
- Chen, Z., Lin, W.T., Ma, C. và Tsai, S.-C. (2014). 'Liquidity provisions by individual investor trading prior to dividend announcements: Evidence from Taiwan', *The North American Journal of Economics and Finance*, tập 28, trang 358-74.
- Dasilas, A. và Leventis, S. (2011). 'Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market', *International Review of Economics và Finance*, tập 20, số 2, trang 302-11.
- Dyl, E.A. và Weigand, R.A. (1998). 'The information content of dividend initiations: Additional evidence', *Financial Management*, tập 27, số 3.
- Fama, E.F. (1970). 'Efficient capital markets. A review of theory and empirical work*', *The journal of Finance*, tập

- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M. và Roll, R. (1969), 'The adjustment of stock prices to new information', *International economic review*, tập 10, số 1, trang 1-21.
- Fuller, K.P. (2003), 'The impact of informed trading on dividend signaling: a theoretical and empirical examination', *Journal of Corporate Finance*, tập 9, số 4, trang 385-407.
- Grinblatt, M.S., Masulis, R.W. và Titman, S. (1984), 'The valuation effects of stock splits and stock dividends', *Journal of Financial Economics*, tập 13, số 4, trang 461-90.
- Gurgul, H., Mestel, R. và Schleicher, C. (2003), 'Stock market reactions to dividend announcements: Empirical evidence from the Austrian stock market', *Financial Markets and Portfolio Management*, tập 17, số 3, trang 332-50.
- Impson, M. (1997), 'Market reaction to dividend-decrease announcements: public utilities vs. unregulated industrial firms', *Journal of Financial Research*, tập 20, số 3, trang 407-22.
- Kaniel, R., Liu, S., Saar, G. và Titman, S. (2012), 'Individual investor trading and return patterns around earnings announcements', *The Journal of Finance*, tập 67, số 2, trang 639-80.
- Koski, J.L. và Scruggs, J.T. (1998), 'Who trades around the ex-dividend day? Evidence from NYSE audit file data', *Financial Management*, trang 58-72.
- Landsman, W.R. và Maydew, E.L. (2002), 'Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades?', *Journal of Accounting Research*, tập 40, số 3, trang 797-808.
- Lee, B.S. và Yan, N.A. (2003), 'The Market's Differential Reactions to Forward-Looking and Backward-Looking Dividend Changes', *Journal of Financial Research*, tập 26, số 4, trang 449-68.
- Lie, E. (2005), 'Operating performance following dividend decreases and omissions', *Journal of Corporate Finance*, tập 12, số 1, trang 27-53.
- MacKinlay, A.C. (1997), 'Event studies in economics and finance', *Journal of economic literature*, tập 35, số 1, trang 13-39.
- McCluskey, T., Burton, B., Power, D. và Sinclair, C. (2006), 'Evidence on the Irish stock market's reaction to dividend announcements', *Applied Financial Economics*, tập 16, số 8, trang 617-28.
- Nissim, D. và Ziv, A. (2001), 'Dividend changes and future profitability', *The Journal of Finance*, tập 56, số 6, trang 2111-33.
- Pettit, R.R. (1972), 'Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency', *The Journal of Finance*, tập 27, số 5, trang 993-1007.
- Suwanna, T. (2012), 'Impacts of Dividend Announcement on Stock Return', *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, tập 40, số 0, trang 721-5.
- Wansley, J.W. (1991), 'Dividend change announcement effects and earnings volatility and timing', *Journal of Financial Research*, tập 14, số 1, trang 37-49.
- White, H. (1980), 'A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity', *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, trang 817-38.
- Woolridge, J.R. (1982), 'The information content of dividend changes', *Journal of Financial Research*, tập 5, số 3, trang 237-47.

***Thông tin tác giả:**

*** Võ Xuân Vinh, Tiến sĩ**

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh và Trung tâm Pháp Việt đào tạo về quản lý (CFVG) tại Thành phố Hồ Chí Minh.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: vinhvx@neh.edu.vn

****Đoàn Thị Minh Thái, Thạc sĩ**

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: minhthai1988@gmail.com