

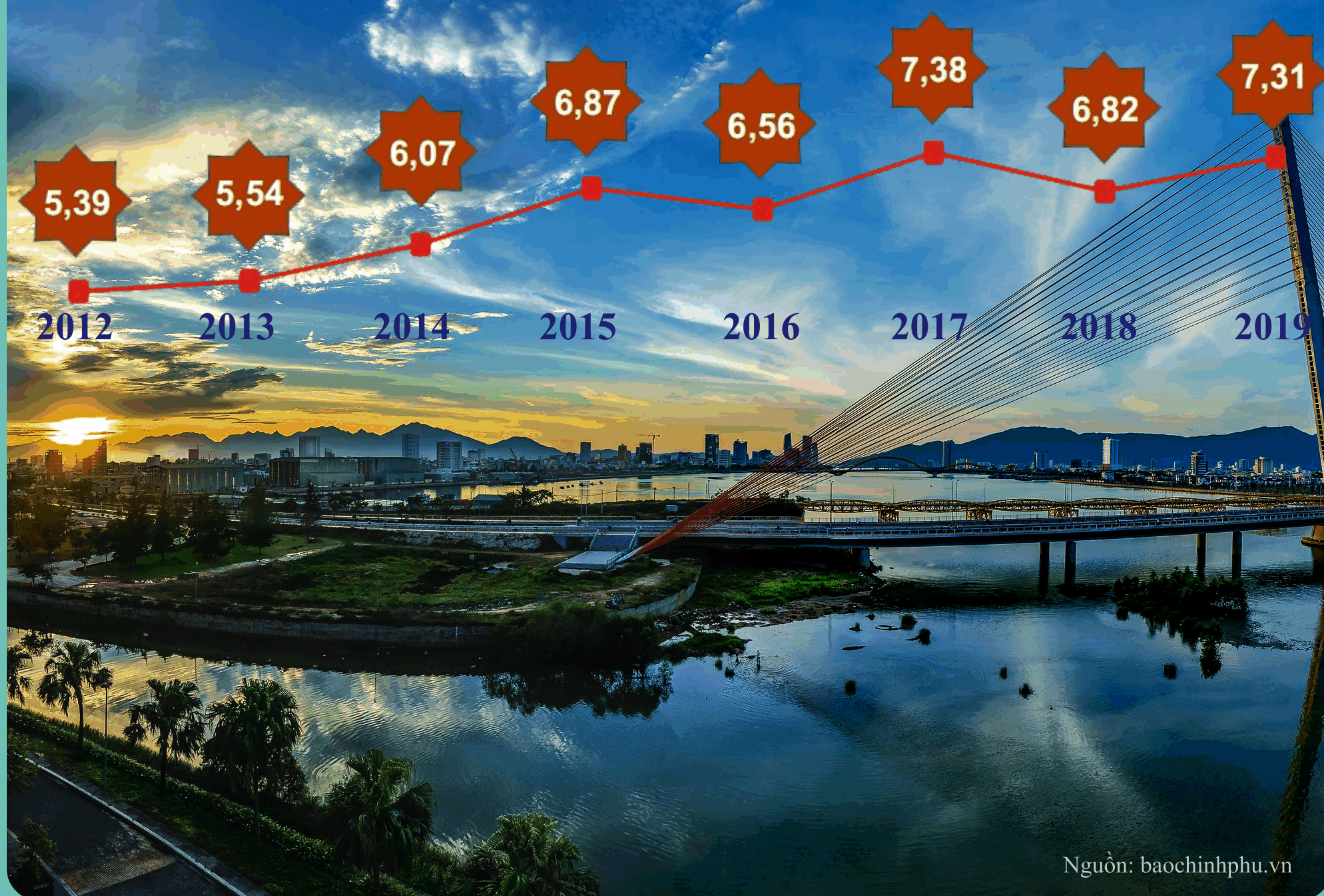


ISSN 1859-3666

Tạp chí KHOA HỌC THƯƠNG MẠI

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI

Tốc độ tăng trưởng GDP quý III các năm



Năm thứ 18 - số 134
10/2019



khoa học thương mại

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI
BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

TỔNG BIÊN TẬP:

NGUYỄN BÁCH KHOA

PHÓ TỔNG BIÊN TẬP:

ĐINH VĂN SƠN

THƯ KÝ TÒA SOẠN

PHẠM MINH ĐẠT

TRƯỞNG BAN TRỊ SỰ

NGUYỄN THỊ QUỲNH TRANG

Tòa soạn

Phòng 202 nhà T

Trường Đại học Thương mại

Số 79 đường Hồ Tùng Mậu

Mai Dịch, Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: 04.37643219 máy lẻ 2102

Fax: 04.37643228

Email: tckhtm@tmu.edu.vn

Website: tckhtm.tmu.edu.vn

GP hoạt động báo chí:

Số 1480/GP-BTTTT ngày 20/8/2012

Chế bản tại: Tòa soạn

Tạp chí Khoa học Thương mại

In tại: Cty TNHH In & TM Hải Nam

Nộp lưu chiểu: 10/2019

HỘI ĐỒNG KHOA HỌC BIÊN TẬP

Đinh Văn Sơn - Đại học Thương mại (Chủ tịch)

Phạm Vũ Luận - Đại học Thương mại (Phó Chủ tịch)

Nguyễn Bách Khoa - Đại học Thương mại (Phó chủ tịch)

Phạm Minh Đạt - Đại học Thương mại (Ủy viên thư ký)

Các ủy viên

- **Vũ Thành Tự Anh** - ĐH Fulbright Việt Nam (Hoa Kỳ)

- **Lê Xuân Bá** - Viện QLKT TW

- **Hervé B. Boismery** - Đại học Reunion (Pháp)

- **H. Eric Boutin** - Đại học Toulon Var (Pháp)

- **Nguyễn Thị Doan** - Hội Khuyến học Việt Nam

- **Haasis Hans** - Đại học Bremenr (Đức)

- **Lê Quốc Hội** - Đại học Kinh tế quốc dân

- **Nguyễn Thị Bích Loan** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Hoàng Long** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Mai** - Chuyên gia kinh tế độc lập

- **Dương Thị Bình Minh** - ĐH Kinh tế Tp Hồ Chí Minh

- **Hee Cheon Moon** - Hội Nghiên cứu TM Hàn Quốc

- **Bùi Xuân Nhàn** - Đại học Thương mại

- **Lương Xuân Quỳ** - Hội Khoa học kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Văn Song** - Học viện Nông nghiệp Việt Nam

- **Nguyễn Thanh Tâm** - Đại học California (Hoa Kỳ)

- **Trương Bá Thanh** - ĐH Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

- **Đinh Văn Thành** - Viện Nghiên cứu thương mại

- **Đỗ Minh Thành** - Đại học Thương mại

- **Lê Đình Thắng** - Đại học Québec (Canada)

- **Trần Đình Thiên** - Viện Kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Quang Thuấn** - Viện Hàn lâm KHXH Việt Nam

- **Washio Tomoharu** - ĐH Kwansey Gakuin (Nhật Bản)

- **Lê Như Tuyền** - Grenoble École de Managment (Pháp)

- **Zhang Yujie** - Đại học Tsinghua (Trung Quốc)

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Phan Trần Trung Dũng và Ngô Hồ Quang Hiếu** - Hiệu ứng động lực trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 134.1FiBa.12** 2
Motivation Effect on Vietnam Stock Market
- 2. Phan Thị Thu Cúc** - Thực trạng chính sách thương mại nông thôn vùng Duyên hải Nam Trung Bộ Việt Nam. **Mã số: 134.1SMET.11** 10
Rural Trade Policies in Vietnam's South Central Coastal Areas
- 3. Trần Ngọc Mai** - Các nhân tố tác động đến ý định sử dụng thương mại di động tại Việt Nam. **Mã số: 134.1BMkt.11** 22
Factors Influencing Intentions to Adopt Mobile Commerce in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Nguyễn Bách Khoa và Nguyễn Bảo Ngọc** - Nghiên cứu các yếu tố tác động đến giá trị khách hàng cảm nhận của một số chuỗi cửa hàng tiện ích trên địa bàn Thành phố Hà Nội. **Mã số: 134.2BMkt.21** 34
A Study on Factors Affecting Perceived Customer Value of Several Convenience Store Chains in Hà Nội City
- 5. Đoàn Thị Hồng Nhung** - Ảnh hưởng của thông tin lợi thế thương mại đến tăng trưởng trung bình giá trị thị trường của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 134.2FiBa.21** 43
Impacts of Goodwill Information on Average Growth Rate of Market Value of Listed Companies on Vietnam Stock Exchange
- 6. Trương Đông Lộc và Quan Lý Ngôn** - Ảnh hưởng của thông tin chia tách cổ phiếu đến sự thay đổi giá và thanh khoản của các cổ phiếu: Bằng chứng thực nghiệm từ Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội. **Mã số: 134.FiBa.22** 51
Impacts of Information on Stock Split on Price and Validity of Shares: Experimental Evidence from HNX

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Nguyễn Thùy Dung và Nguyễn Thanh Tùng** - Văn hóa kinh doanh các sản phẩm truyền thống tại Việt Nam - Nghiên cứu điển hình tại làng nghề Bát Tràng, Gia Lâm, Hà Nội. **Mã số: 134.3BAdm.32** 59
Business Culture of Traditional Products in Vietnam – a Case-study of Bat Trang Trade Village, Gia Lam, Ha Noi

ẢNH HƯỞNG CỦA THÔNG TIN CHIA TÁCH CỔ PHIẾU ĐẾN SỰ THAY ĐỔI GIÁ VÀ THANH KHOẢN CỦA CÁC CỔ PHIẾU: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOẢN HÀ NỘI

Trương Đông Lộc

Trường Đại học Cần Thơ

Email: tdloc@ctu.edu.vn

Quan Lý Ngôn

Công ty Cargill Việt Nam

Email: Ngon_Quan@cargill.com

Ngày nhận: 03/06/2019

Ngày nhận lại: 25/06/2019

Ngày duyệt đăng: 03/07/2019

Nghiên cứu này đo lường ảnh hưởng của thông tin chia tách cổ phiếu đến sự thay đổi giá và thanh khoản của các cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm 179 sự kiện chia tách cổ phiếu của 138 công ty niêm yết trên HNX trong giai đoạn 2015- 2017. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả kiểm định thống kê cho thấy giá của các cổ phiếu đã tăng 0,68% từ phiên trước khi thông tin được công bố và tiếp tục tăng 0,83% ở phiên tiếp theo sau ngày công bố thông tin. Ngoài ra, nghiên cứu còn ghi nhận sự gia tăng về thanh khoản của các cổ phiếu trước thông tin chia tách cổ phiếu. Cụ thể là, thanh khoản của các cổ phiếu đã tăng trong suốt giai đoạn nghiên cứu, đặc biệt là hai phiên sau ngày công bố thông tin.

Từ khóa: Chia tách cổ phiếu, sự thay đổi giá cổ phiếu, thanh khoản, HNX.

1. Giới thiệu

Thông tin có vai trò hết sức quan trọng đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán (TTCK). Chính vì vậy, sự phản ứng của nhà đầu tư trước các thông tin được công bố trên TTCK là một chủ đề thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu. Chia tách cổ phiếu là một nghiệp vụ mang tính kỹ thuật và được sử dụng khá phổ biến bởi các công ty niêm yết. Về mặt lý thuyết, việc chia tách cổ phiếu đơn giản chỉ làm gia tăng số lượng cổ phiếu mà không làm thay đổi dòng tiền của công ty. Do đó, việc chia tách cổ phiếu không làm thay đổi giá trị của công ty. Tuy nhiên, về mặt tâm lý, thông tin chia tách cổ phiếu có thể được các nhà đầu tư đón nhận như là một thông tin tích cực bởi lý do đơn giản họ nghĩ rằng họ nhận được thêm

một số lượng cổ phiếu nhất định mà không phải trả bất kỳ một khoản tiền nào. Về mặt thực nghiệm, kết quả của các nghiên cứu về chủ đề này vẫn chưa thật sự thống nhất với nhau. Một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng thông tin chia tách cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực đến giá và thanh khoản của các cổ phiếu (Wu và Chang, 1997; Kuse và Yamamoto, 2004; Aduda và Caroline, 2010; Li và cộng sự, 2015) trong khi đó một vài nghiên cứu khác lại tìm thấy những kết quả ngược lại (Lammoureux và Poon, 1987; Conroy và các cộng sự, 1990; Leemakdej, 2007; Patel và cộng sự, 2016).

Trên TTCK Việt Nam nói chung và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) nói riêng, việc chia tách cổ phiếu của các công ty niêm yết diễn ra khá phổ biến. Nhà đầu tư phản ứng như thế nào trước

thông tin chia tách cổ phiếu là câu hỏi được nhiều người đặt ra, nhưng cho đến nay vẫn chưa có câu trả lời thỏa đáng. Vì vậy, mục tiêu của nghiên cứu này là tìm kiếm các bằng chứng thực nghiệm để trả lời cho câu hỏi trên thông qua việc sử dụng dữ liệu bao gồm 179 sự kiện chia tách của 138 công ty niêm yết trên HNX trong giai đoạn năm 2015 - 2017. Phần còn lại của bài viết được cấu trúc như sau: Mục 2 lược khảo các nghiên cứu có liên quan đến vấn đề nghiên cứu; Mục 3 mô tả số liệu được sử dụng và phương pháp nghiên cứu; Mục 4 tóm tắt các kết quả nghiên cứu; và cuối cùng, kết luận của bài viết được trình bày ở Mục 5.

2. Lược khảo tài liệu

Ảnh hưởng của việc chia tách cổ phiếu đến giá và thanh khoản của các cổ phiếu là chủ đề nhận được sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu trong những thập niên gần đây. Cho đến nay đã có nhiều nghiên cứu về chủ đề này đã được công bố. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu này vẫn chưa thật sự thống nhất với nhau. Một số nghiên cứu chỉ ra rằng việc chia tách cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực đến giá và thanh khoản của các cổ phiếu, trong khi một vài nghiên cứu lại cho kết quả ngược lại.

Wu và Chan (1997) nghiên cứu ảnh hưởng của việc chia tách cổ phiếu đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên TTCK Hongkong trong giai đoạn 1986-1992 bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện. Kết quả nghiên cứu cho thấy sau 3 ngày khi việc chia tách được công bố, giá của các cổ phiếu đã tăng 18,2%. Ảnh hưởng tích cực của thông tin chia tách đến giá cổ phiếu còn được Wuff (2002) tìm thấy trên TTCK Đức. Cụ thể là, giá của các cổ phiếu đã gia tăng trong suốt 4 ngày giao dịch sau khi thông tin chia tách được công bố cũng như sau khi việc chia tách có hiệu lực. Trong một nghiên cứu khác, Elfakhani và Lung (2003) nghiên cứu ảnh hưởng của việc chia tách cổ phiếu đến giá cổ phiếu ở TTCK Canada trong giai đoạn 1977-1993. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, các tác giả đã đi đến kết luận rằng việc chia tách cổ phiếu có tác động tích cực đến giá của các cổ phiếu và được duy trì trong khoảng thời gian 11 ngày xung quanh ngày công bố thông tin chia tách. Trên TTCK Nhật, Kuse

và Yamamoto (2004) đã tìm thấy lợi nhuận bất thường lũy kế trong giai đoạn 30 ngày giao dịch sau khi việc chia tách được công bố so với giai đoạn 30 ngày giao dịch trước khi việc chia tách được công bố. Kết quả này đã giúp các tác giả đi đến kết luận rằng thị trường đã phản ứng tích cực trước thông tin chia tách cổ phiếu. Ảnh hưởng tích cực của thông tin chia tách đến giá của các cổ phiếu còn được tìm thấy trong nghiên cứu của Li và cộng sự (2015). Các tác giả đã giải thích rằng giá của các cổ phiếu tăng sau khi thông tin chia tách được công bố là do thanh khoản của các cổ phiếu gia tăng.

Ở một khía cạnh khác, một số nghiên cứu đã tìm thấy sự ảnh hưởng tích cực của thông tin chia tách đến thanh khoản của các cổ phiếu. Aduda và Caroline (2010) nghiên cứu ảnh hưởng của việc chia tách cổ phiếu đến giá và thanh khoản của các cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Nairobi (Kenya). Áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, các tác giả đã chỉ ra rằng việc chia tách cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực đến khối lượng giao dịch của các cổ phiếu. Rudnicki (2012) đã sử dụng nghiên cứu sự kiện để nghiên cứu ảnh hưởng của sự chia tách cổ phiếu đến thanh khoản của các cổ phiếu niêm yết trên TTCK Warsaw và TTCK Vienna trong giai đoạn 2000-2011. Kết quả nghiên cứu cho thấy thanh khoản của các cổ phiếu đã có sự gia tăng đáng kể sau khi thông tin chia tách cổ phiếu được công bố. Huang và cộng sự (2015) nghiên cứu ảnh hưởng của thông tin chia tách đến thanh khoản của các cổ phiếu ở 3 TTCK NYSE, AMEX, và NASDAQ trong giai đoạn 1960- 2010. Kết quả nghiên cứu cho thấy hầu hết các cổ phiếu có thanh khoản tăng đáng kể xung quanh ngày công bố chia tách cổ phiếu. Sau ngày công bố, thanh khoản của các cổ phiếu chia tách có sụt giảm, nhưng vẫn còn cao hơn mức trước khi chia tách. Tuy nhiên, sau ngày chốt quyền, thanh khoản giảm xuống dưới mức trước chia tách.

Trái ngược với các nghiên cứu trên, một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng việc chia tách cổ phiếu có ảnh hưởng tiêu cực đến giá và thanh khoản của các cổ phiếu. Leemakdej (2007) sử dụng dữ liệu bao gồm 100 hoạt động chia tách cổ phiếu để nghiên cứu ảnh hưởng của việc chia tách đến thanh khoản của

các cổ phiếu trên TTCK Thailand. Nghiên cứu này đã tìm thấy các bằng chứng để kết luận rằng khối lượng giao dịch sau chia tách của các cổ phiếu thấp hơn so với trước chia tách, đặc biệt là trong khoảng thời gian 18 và 20 ngày sau ngày chia tách cổ phiếu. Tương tự, các nghiên cứu được thực hiện bởi Lammoureux và Poon (1987), Conroy và các cộng sự (1990) cũng tìm thấy sự giảm sút trong khối lượng giao dịch của các cổ phiếu sau niêm yết. Gần đây nhất, Patel và cộng sự (2016) nghiên cứu ảnh hưởng của chia tách cổ phiếu đến giá và tính thanh khoản của cổ phiếu trên TTCK Ấn Độ. Kết quả nghiên cứu cho thấy thông tin chia tách cổ phiếu đã có ảnh hưởng tiêu cực đến giá và thanh khoản của các cổ phiếu.

3. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu sử dụng

Nghiên cứu này sử dụng mẫu nghiên cứu bao gồm 179 sự kiện chia tách cổ phiếu của 138 công ty niêm yết trên HNX trong giai đoạn 2015- 2017. Giá và khối lượng giao dịch của các cổ phiếu được thu thập trên website của các công ty chứng khoán: <https://www.vndirect.com.vn>, <http://www.cophieu68.vn>. Dữ liệu về khối lượng và giá từng phiên của các cổ phiếu được thu thập trong khoảng thời gian trước và sau 10 ngày so với ngày công bố thông tin chia tách. Giá cổ phiếu là giá đóng cửa từng phiên và khối lượng giao dịch là tổng khối lượng khớp lệnh trong phiên.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (event study) để đo lường ảnh hưởng của việc công bố thông tin chia tách cổ phiếu đến sự thay đổi giá và khối lượng giao dịch của các cổ phiếu. Ngày công bố thông tin chia tách cổ phiếu được gọi là ngày sự kiện hay ngày công bố, ký hiệu AD (announcement date). Cửa sổ sự kiện (event window) được sử dụng trong nghiên cứu này là [-10,+10], 10 ngày trước và sau ngày thông tin chia tách cổ phiếu được công bố. Nhóm nghiên cứu chọn cửa sổ sự kiện như vậy là vì theo Thông tư 155/2015/TT-BTC ban hành ngày 6 tháng 10 năm 2015 của Bộ Tài chính về việc hướng dẫn công bố thông tin trên TTCK có quy định về trường hợp

công bố thông tin liên quan đến ngày đăng ký cuối cùng thực hiện quyền cho cổ đông hiện hữu, theo đó “công ty đại chúng báo cáo và nộp đầy đủ các tài liệu là căn cứ pháp lý liên quan đến ngày đăng ký cuối cùng dự kiến thực hiện quyền cho cổ đông hiện hữu cho Trung tâm lưu ký chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán (trường hợp là tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch), báo cáo Ủy ban chứng khoán Nhà nước, đồng thời công bố thông tin chậm nhất 10 ngày trước ngày đăng ký cuối cùng dự kiến”. Sự thay đổi giá (lợi nhuận) của các cổ phiếu trong nghiên cứu này được tính theo phương pháp đã được sử dụng bởi Kiyamaz và Berument (2003), cụ thể như sau:

$$r_{it} = \log (P_{it}) - \log (P_{i, t-1}) = \log (P_{it} / P_{i, t-1})$$

trong đó:

r_{it} : Lợi nhuận của cổ phiếu i tại phiên giao dịch t .

P_{it} : Giá đóng cửa của cổ phiếu i ở phiên giao dịch t .

$P_{i, t-1}$: Giá đóng cửa của cổ phiếu i ở phiên giao dịch $t-1$.

Sau đó, để loại trừ ảnh hưởng của những yếu tố khác đến sự thay đổi giá của các cổ phiếu, lợi nhuận bất thường (lợi nhuận do thông tin niêm yết bổ sung cổ phiếu tạo ra) được xác định theo phương pháp đã được Lynch và Mendenhall (1997) sử dụng, cụ thể như sau:

$$AR_{it} = r_{it} - r_{Mt}$$

trong đó:

AR_{it} (abnormal return): Lợi nhuận bất thường của cổ phiếu i tại phiên giao dịch t ;

r_{Mt} : Lợi nhuận thị trường ở phiên giao dịch t . Lợi nhuận thị trường được tính trên cơ sở chỉ số thị trường (HNX-Index) với công thức tính tương tự như trên.

Sau đó, lợi nhuận bất thường trung bình của từng phiên (average abnormal return - AAR) và lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế (cumulative average abnormal return- CAAR) các phiên của nhóm cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu cũng được tính theo phương pháp của Lynch và Mendenhall (1997), cụ thể như sau:

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

$$CAAR_n = \sum_{t=1}^n AAR_t$$

trong đó:

AAR_t : Lợi nhuận bất thường trung bình của mẫu tại phiên giao dịch t;

$CAAR_n$: Lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế của mẫu trong giai đoạn n;

N: Số quan sát trong giai đoạn nghiên cứu (179);

n: Số phiên trong giai đoạn nghiên cứu.

Ngoài ra, để đo lường sự thay đổi về thanh khoản của các cổ phiếu, nghiên cứu này kế thừa phương pháp của Harris và Gurel (1986). Ưu điểm của phương pháp này là khi xác định sự thay đổi về thanh khoản của các cổ phiếu có điều chỉnh cho các yếu tố thị trường (loại trừ các yếu tố thị trường khác). Một cách cụ thể, thay đổi về thanh khoản của các cổ phiếu được tính như sau:

$$MVR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N VR_{it}$$

$$VR_{i,t} = \frac{V_{i,t}}{V_{m,t}} \times \frac{V_m}{V_i}$$

MVR_t : Tỷ lệ thay đổi khối lượng giao dịch trung bình của các cổ phiếu tại phiên giao dịch t;

$VR_{i,t}$: Tỷ lệ thay đổi khối lượng giao dịch của cổ phiếu i tại phiên giao dịch t;

N: Số quan sát trong giai đoạn nghiên cứu (179);

$V_{i,t}$: Khối lượng giao dịch của cổ phiếu i vào ngày t

V_i : Khối lượng giao dịch trung bình của cổ phiếu i trong giai đoạn quan sát.

$V_{m,t}$: Tổng khối lượng giao dịch của toàn bộ thị trường vào ngày t

V_m : Khối lượng giao dịch trung bình của toàn bộ thị trường trong giai đoạn quan sát.

Cuối cùng, để đi đến kết luận thông tin chia tách cổ phiếu có ảnh hưởng hay không đến sự thay đổi giá và khối lượng giao dịch của các cổ phiếu, kiểm định t sẽ được sử dụng.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Ảnh hưởng của thông tin chia tách cổ phiếu đến sự thay đổi giá của các cổ phiếu

Lợi nhuận bất thường trung bình của các cổ phiếu (AAR)

Trên cơ sở tính toán lợi nhuận bất thường của 179 sự kiện chia tách cổ phiếu trong giai đoạn 2015-2017 qua 21 phiên giao dịch liên tục, lợi nhuận bất thường trung bình của các cổ phiếu ở từng phiên đã được xác định. Ngoài ra, để kiểm định giả thuyết về ảnh hưởng của thông tin chia tách cổ phiếu đến sự thay đổi giá của các cổ phiếu, giá trị thống kê t cũng được tính toán. Lợi nhuận bất thường trung bình của các cổ phiếu trong suốt giai đoạn nghiên cứu được trình bày chi tiết ở Bảng 1.

Kết quả phân tích thống kê cho thấy giá cổ phiếu đã có sự phản ứng tích cực xung quanh ngày công bố thông tin chia tách cổ phiếu. Cụ thể là, trước ngày công bố thông tin 2 ngày (AD-2) giá của các cổ phiếu đã tăng bình quân 0,43% và phiên liền kề trước ngày công bố thông tin (AD-1), giá của các cổ phiếu tiếp tục tăng bình quân 0,68% với mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10% và 1%. Điều này có nghĩa là thị trường đã phản ứng tích cực với thông tin chia tách cổ phiếu từ trước khi nó được công bố chính thức. Kết quả nghiên cứu này hàm ý rằng thông tin chia tách cổ phiếu có thể đã bị rò rỉ ra bên ngoài từ trước khi nó được công bố. Ngoài ra, kết quả kiểm định thống kê còn cho thấy giá cổ phiếu tiếp tục tăng sau ngày công bố thông tin. Cụ thể là, tiếp sau ngày công bố thông tin (AD+1), giá của các cổ phiếu tăng 0,83%. Sự tăng giá này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Bên cạnh đó, sự tăng giá của các cổ phiếu còn được ghi nhận ở phiên AD+7 với mức tăng bình quân là 0,59%.

Lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế của các cổ phiếu (CAAR)

Để quan sát xem sự thay đổi giá của các cổ phiếu được duy trì trong bao lâu, nghiên cứu này thực hiện một bước tiếp theo là xác định lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế của các cổ phiếu trong suốt giai đoạn (cửa sổ) nghiên cứu. Lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế của các cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu được trình bày chi tiết ở Bảng 2.

Bảng 1: Lợi nhuận bất thường của các cổ phiếu xung quanh ngày sự kiện

Ngày giao dịch	Lợi nhuận bất thường trung bình (%)	Giá trị thống kê t
-10	-0,20	-0,76
-9	0,25	0,95
-8	-0,18	-0,69
-7	0,20	0,76
-6	-0,02	-0,08
-5	-0,07	-0,26
-4	-0,32	-1,23
-3	0,16	0,64
-2	0,43	1,65*
-1	0,68	2,62***
0	0,43	1,67*
+1	0,83	3,20***
+2	-0,35	-1,33
+3	-0,38	-1,45
+4	0,12	0,45
+5	0,35	1,36
+6	0,11	0,44
+7	0,59	2,29**
+8	0,35	1,37
+9	-0,03	-0,11
+10	-0,30	-1,14

***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu được thu thập tại <https://www.vndirect.com.vn> và <http://www.cophieu68.vn>

Bảng 2: Lợi nhuận bất thường lũy kế sau ngày sự kiện

Giai đoạn	Lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế (%)	Giá trị thống kê t
[-10, +10]	2,68	2,25 ^{**}
[-5, 0]	1,32	2,08 ^{**}
[0, +1]	1,26	3,44 ^{***}
[0, +2]	0,92	2,04 ^{**}
[0, +3]	0,54	1,04
[0, +4]	0,66	1,13
[0, +5]	1,01	1,59
[0, +6]	1,12	1,64
[0, +7]	1,72	2,34 ^{**}
[0, +8]	2,07	2,66 ^{**}
[0, +9]	2,04	2,49 ^{**}
[0, +10]	1,75	2,03 ^{**}

***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu được thu thập tại <https://www.vndirect.com.vn> và <http://www.cophieu68.vn>

Đề gia tăng giá trị khoa học cho các kết luận của mình, nhóm nghiên cứu đã thực hiện kiểm định t đối với lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế cho các giai đoạn quan sát khác nhau. Kết quả kiểm định thống kê cho thấy lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế tính cho cả cửa sổ sự kiện [-10,+10] tăng 2,68% với mức ý nghĩa thống kê 5%. Sau ngày công bố thông tin, lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế của các cổ phiếu tăng lần lượt là 1,26% và 0,92% ở giai đoạn [0,+1] và [0,+2]. Đặc biệt là, lợi nhuận bất thường trung bình lũy kế của các cổ phiếu đã tăng mạnh ở các giai đoạn [0,+7], [0,+8], [0,+9] và [0,+10] với mức nghĩa thống kê 5%. Như vậy, có thể kết luận rằng thông tin chia tách cổ phiếu có tác động tích cực đến giá của các cổ phiếu và sự tác động này được duy trì ít nhất là trong 10 phiên giao dịch sau ngày thông tin được công bố.

4.2. Ảnh hưởng của thông tin chia tách cổ phiếu đến sự thay đổi khối lượng giao dịch của các cổ phiếu

Ngoài việc đo lường ảnh hưởng của thông tin chia tách cổ phiếu đến sự thay đổi giá của các cổ phiếu, nghiên cứu này còn đo lường ảnh hưởng của thông tin chia tách cổ phiếu đến thanh khoản của các cổ phiếu. Thanh khoản trong nghiên cứu này được xác định bằng tỷ lệ thay đổi khối lượng giao dịch

được điều chỉnh theo thị trường (MVR) do Harris và Gurel (1986) đề xuất. Tỷ lệ này sẽ lớn hơn 1 nếu khối lượng giao dịch tăng, bằng 1 khi khối lượng giao dịch không thay đổi và nhỏ hơn 1 khi khối lượng giao dịch giảm. Kết quả kiểm định thống kê cho thấy MVR của các cổ phiếu có sự gia tăng mạnh mẽ tại thời điểm công bố thông tin chia tách cổ phiếu và được duy trì trong suốt giai đoạn [+1,+10]. Cụ thể là, MVR bình quân của các cổ phiếu ở phiên AD+1 và AD+2 lần lượt là 2,39 và 2,20 với mức ý nghĩa thống kê 1%. Ở các phiên giao dịch sau đó, MVR bình quân của các cổ phiếu được duy trì ổn định ở mức cao và có sự giảm mạnh ở phiên AD+10 (1,4). Từ các kết quả nghiên cứu ở trên, có thể kết luận rằng thông tin chia tách cổ phiếu có tác động tích cực đến thanh khoản của các cổ phiếu.

5. Kết luận

Nghiên cứu này đã bổ sung thêm các bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của thông tin chia tách cổ phiếu đến sự thay đổi giá và thanh khoản của các cổ phiếu niêm yết trên TTCK cận biên. Bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện với dữ liệu bao gồm 179 sự kiện chia tách của 138 công ty niêm yết trên HNX trong giai đoạn 2015- 2017, nghiên cứu này đã tìm thấy các bằng chứng thực nghiệm để kết luận rằng giá của các cổ phiếu đã có sự thay đổi

Bảng 3: MVR của các cổ phiếu xung quanh ngày sự kiện

Ngày giao dịch	Tỷ lệ thay đổi khối lượng giao dịch trung bình (%)	Giá trị thống kê t
-10	1,58	1,79**
-9	1,15	0,74
-8	0,86	-1,44
-7	0,98	-0,15
-6	1,04	0,24
-5	1,25	0,70
-4	1,26	1,57*
-3	1,13	1,01
-2	1,27	1,42
-1	1,36	2,19**
0	2,06	2,32**
+1	2,39	3,93***
+2	2,20	3,55***
+3	1,82	3,10***
+4	2,05	2,81***
+5	1,80	2,39***
+6	1,72	2,98***
+7	1,63	2,14**
+8	1,88	2,89***
+9	1,79	2,67***
+10	1,40	1,61**

***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu được thu thập tại <https://www.vndirect.com.vn> và <http://www.cophieu68.vn>

xung quanh ngày công bố thông tin chia tách cổ phiếu. Cụ thể là, giá cổ phiếu đã tăng 0,68% từ phiên trước khi thông tin được công bố và tiếp tục tăng 0,83% ở phiên tiếp theo sau ngày công bố thông tin. Ngoài ra, nghiên cứu này còn ghi nhận sự ảnh hưởng tích cực của thông tin chia tách cổ phiếu đến thanh khoản của các cổ phiếu. Thanh khoản của các cổ phiếu đã tăng mạnh trong suốt giai đoạn nghiên cứu, đặc biệt là hai phiên sau ngày công bố thông tin. Dựa trên các bằng chứng thực nghiệm có thể kết luận rằng thông tin chia tách cổ phiếu đã có ảnh hưởng tích cực đến sự thay đổi giá và thanh khoản của các cổ phiếu niêm yết trên HNX.

Kết quả nghiên cứu ở trên cho thấy thanh khoản của các cổ phiếu tăng mạnh sau khi thông tin chi tách cổ phiếu được công bố. Đây được xem là nguyên nhân chính dẫn đến sự tăng giá của các cổ phiếu. Điều này hàm ý rằng sự tăng giá của các cổ phiếu trước thông tin chia tách chủ yếu là do yếu tố tâm lý của các nhà đầu tư tạo ra. Tuy nhiên, sau hai phiên kể từ phiên công bố thông tin, thanh khoản của các cổ phiếu bắt đầu có xu hướng giảm dần và đặc biệt giảm mạnh ở phiên thứ 10 (AD+10). Sự suy giảm về thanh khoản làm giảm đà tăng, thậm chí dẫn đến sự giảm giá của các cổ phiếu. Vì vậy, các nhà đầu tư nên thận trọng khi đưa ra các quyết định đầu

tư trước thông tin chia tách cổ phiếu của các công ty.

Ngoài ra, nghiên cứu này cho thấy có dấu hiệu rò rỉ thông tin chia tách cổ phiếu trước khi nó được công bố chính thức. Điều này thể hiện tính không minh bạch trong công bố thông tin của các công ty và có ảnh hưởng tiêu cực đến sự phát triển của thị trường. Vì vậy, các cơ quan quản lý Nhà nước cần có các quy định chặt chẽ và chế tài mạnh mẽ hơn trong việc xử lý các vi phạm về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán nhằm đảm bảo lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Aduda, J. O. và Caroline, C., 2010, *Market reaction to stock splits: Empirical evidence from the Nairobi Stock Exchange*, African Journal of Business & Management, 1, 165-184.
2. Conroy, R. M., Harris, R. S. và Benet, B. A., 1990, *The effects of stock splits on bid-ask spreads*, The Journal of Finance, 45(4), 1285-1296.
3. Elfakhani, S. và Lung, T., 2003, *The effect of split announcements on Canadian Stocks*, Global Finance Journal, 14(2), 197-216.
4. Harris, L. and Gurel, E., 1986, *Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 List: New evidence for the existence of price pressures*, The Journal of Finance, 41(4), 815-829.
5. Huang, G., Liano, K., và Pan, M., 2015, *The effects of stock splits on stock liquidity*, Journal of Economics and Finance, 39(1), 119-135.
6. Kiyamaz, H. và Berument, H., 2003, *The day of the week effect on stock market volatility and volume: International evidence*, Review of Financial Economics, 12, 363-380.
7. Kuse, Y. và Yamamoto, T., 2004, *Stock price anomalies subsequent to stock split announcements: Japanese evidences*, Working paper, Social Science Research Network.
8. Lamoureux, C. G. và Poon, P., 1987, *The stock market reaction to stock splits*, The Journal of Finance, 42(5), 1347-1370.
9. Leemakdej, A., 2007, *New evidence of stock split when uncertainty event window is identified*, Working paper, Social Science Research Network, <http://ssrn.com/abstract=990963>.
10. Li, X., Stork, P., và Zou, L., 2013, *An empirical note on US stock split announcements, 2000-2009*. International Journal of Economic Perspectives, 7(2), 41-56.
10. Lynch, A. và Mendenhall, R., 1997, *New evidence on stock price effects associated with changes in the S&P 500 Index*, Journal of Business, 70, 351-383.
11. Patel, M., Dave, M. và Shah, M., 2016, *Stock price and liquidity effect of stock split: Evidence from Indian stock market*, International Journal of Management Research & Review, 6(8), 1030-1039.
12. Rudnicki, J., 2012, *Stock splits and liquidity for two major capital markets from Central-Eastern Europe*, Business, Management and Education, 10(2), 145-158.
13. Wu, L. và Chan, B., 1997, *On the existence of an optimal stock price: Evidence from stock splits and reverse stock splits in Hong Kong*, International Journal of Business, 2(1), 45-70.
14. Wulff, C., 2002, *The market reaction to stock splits: Evidence from Germany*, Schmalenbach Business Review, 54, 270-297.

Summary

The study measures the influence of stock split information on price variation and the validity of shares listed on HNX (Hanoi Stock Exchange). The data used in the study include 179 stock split cases in 138 companies listed on HNX in the period 2015-2017. Using case study method, according to statistics, the prices of the shares increased by 0.68% in the session before the information was published and continued to increase by 0.83% in the session following the day of information publication. Besides, the study also recognized a rise in the validity of the shares given the stock split information. Specifically, the validity of the shares increased during the research period, especially in two sessions after the day of information release.