

Phản ứng của thị trường với thông báo đăng kí giao dịch cổ phiếu của nhà quản lí

VÕ XUÂN VINH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - vinhvx@ueh.edu.vn

LA NGỌC GIÀU

Trường Cao đẳng cộng đồng Đồng Tháp - langocgiatau@gmail.com

Ngày nhận:

13/11/2015

Ngày nhận lại:

15/04/2016

Ngày duyệt đăng:

15/04/2016

Mã số:

1115-G21-V01

Tóm tắt

Nghiên cứu xem xét phản ứng của thị trường thông qua biến động giá và khối lượng giao dịch khi thông báo đăng kí giao dịch cổ phiếu của nhà quản lí được công bố. Phương pháp nghiên cứu sự kiện kết hợp kiểm định tham số và phi tham số được sử dụng với dữ liệu được thu thập từ Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM từ 01/01/2008 - 30/06/2015. Kết quả cho thấy đối với sự kiện thông báo đăng kí mua cổ phiếu của nhà quản lí, giá cổ phiếu giảm liên tục trước ngày thông báo và khối lượng giao dịch tăng lên ngay trước ngày thông báo. Kể từ ngày công bố thông tin đăng kí mua, giá cổ phiếu tăng đi kèm với việc tăng khối lượng giao dịch (tăng thanh khoản). Đối với sự kiện thông báo đăng kí bán cổ phiếu của nhà quản lí, giá và khối lượng giao dịch tăng liên tục trước ngày thông báo (thể hiện qua sự tồn tại lợi nhuận bất thường dương và khối lượng giao dịch bất thường dương); kể từ ngày ra thông báo giá cổ phiếu giảm; tuy nhiên, thanh khoản cổ phiếu vẫn được duy trì. Đồng thời, kết quả nghiên cứu hàm ý thị trường chứng khoán VN phản ứng chậm với thông tin công bố giao dịch cổ phiếu của nhà quản lí.

Abstract

This paper inspects market reactions via price fluctuations and volume of trade when managers' announcements of stock transactions are made, using the data collected from Hochiminh Stock Exchange (HOSE) from 1 January 2008 to 10 June 2015 and the event study approach with both parametric and non-parametric tests. The results indicate that as per stock purchase announcement, stock prices decrease constantly, whereas there is an increase in the trading volume before the announcement day. Since the stock purchase disclosure, a rise in the stock price coupled with that in the volume of trade is reflected. Furthermore, given managers' stock sale announcements, both stock price and trading volume increase constantly prior to the announcement day (recorded from positive abnormal returns and positive abnormal trading volume). Since announcement the stock price decreases while stock liquidity remains stable. In addition, Vietnam's stock market is found to respond slowly to the disclosure of stock transaction made by the manager.

Từ khóa:

Công bố thông tin, mua (bán) cổ phiếu, nhà quản lí, nghiên cứu sự kiện.

Keywords:

Information disclosure, stock purchase (sale), managers, event study.

1. Giới thiệu

Các nhà quản lý thường được xem là những người có lợi thế về mặt thông tin nội bộ của doanh nghiệp. Quan trọng hơn, những thông tin này có thể có ảnh hưởng đáng kể đến giá chứng khoán của công ty niêm yết một khi được công bố. Nhiều nghiên cứu chỉ ra giao dịch của nhà quản lý có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu (Cornell & Sirri, 1992; Rose & Sørstad, 2014). Vì vậy, việc tận dụng các lợi thế thông tin nội bộ có thể mang lại lợi nhuận bất thường cho các nhà quản lý trong các giao dịch chứng khoán. Để tạo sự công bằng và hạn chế tình trạng bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và cổ đông khác trong giao dịch chứng khoán, chính phủ các nước thường có các quy định pháp luật nhằm điều chỉnh hành vi giao dịch chứng khoán của nhà quản lý. Ở VN, theo quy định pháp luật hiện hành, tất cả giao dịch chứng khoán của nhà quản lý đều phải công bố thông tin trước khi thực hiện các giao dịch.

Theo lý thuyết bất cân xứng thông tin, nhà quản lý thường được cho là có sở hữu hoặc được tiếp cận nhiều thông tin hơn và họ có hiểu biết nhiều hơn và tốt hơn so với cổ đông khác về công ty họ đang quản lý. Theo lý thuyết tín hiệu, giao dịch của nhà quản lý thường được xem là hàm chứa các thông tin, tín hiệu về giá trị công ty. Do vậy, nhà đầu tư bên ngoài, đặc biệt là nhà đầu tư nhỏ lẻ thường căn cứ vào giao dịch của nhà quản lý là hành vi phản ánh sự tăng (giảm) giá trị công ty và dẫn đến việc tăng (giảm) giá cổ phiếu.

Nghiên cứu này xem xét phản ứng của thị trường chứng khoán VN (thể hiện thông qua giá và khối lượng giao dịch) với các thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu của nhà quản lý. Nói cách khác, mục tiêu của nghiên cứu tập trung vào: (i) Nhà đầu tư xem xét thông tin đăng ký giao dịch cổ phiếu của nhà quản lý có phải là tín hiệu tốt (xấu) của công ty hay không; và (ii) Có hay không hiện tượng nhà đầu tư giao dịch mua (bán) cổ phiếu theo các thông tin đăng ký mua (bán) cổ phiếu của nhà quản lý. Nhà quản lý được xem xét trong nghiên cứu bao gồm: Thành viên hội đồng quản trị, ban kiểm soát, tổng giám đốc/giám đốc, phó tổng giám đốc/phó giám đốc, giám đốc tài chính, kế toán trưởng, trưởng phòng tài chính kế toán của công ty đại chúng.

Việc nghiên cứu phản ứng của thị trường khi thông báo giao dịch cổ phiếu của nhà quản lý được công bố là cần thiết và có ý nghĩa đối với nhà đầu tư và cả nhà hoạch định chính sách. Cụ thể, nghiên cứu cung cấp thông tin về đánh giá và phản ứng của thị trường đối với thông tin mua (bán) cổ phiếu của nhà quản lý được công bố. Thứ hai, nghiên cứu cho thấy hiệu quả của việc đăng ký mua (bán) cổ phiếu của nhà quản lý có làm tăng (giảm) giá cổ phiếu trên thị trường hay không. Thứ ba, nghiên cứu cung cấp thêm thông

tin giúp nhà đầu tư tham khảo trong việc ra quyết định đầu tư dựa trên bằng chứng quá khứ.

2. Cơ sở lý thuyết.

2.1. *Lý thuyết thị trường hiệu quả*

Phản ứng của thị trường khi doanh nghiệp công bố thông tin được giải thích bởi lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama (1970), cụ thể là lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa. Lý thuyết này cho rằng khi doanh nghiệp công bố thông tin thì giá cổ phiếu thay đổi để phản ánh thông tin đó. Sự kiện mua bán cổ phiếu của nhà quản lý có thể giải thích bởi lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa như sau: Thông tin nhà quản lý mua cổ phiếu thường được thị trường diễn giải là thông tin tốt và thông tin nhà quản lý bán cổ phiếu thường được thị trường diễn giải là thông tin xấu. Nếu thị trường hiệu quả ở dạng vừa, các thông tin được công bố sẽ được cập nhật ngay vào giá cổ phiếu. Nói cách khác, nếu thị trường coi thông tin đăng kí mua cổ phiếu là thông tin tốt thì giá cổ phiếu sẽ tăng để phản ánh thông tin đó. Ngược lại, nếu thị trường coi thông tin bán cổ phiếu của nhà quản lý là thông tin xấu thì giá cổ phiếu sẽ giảm ngay lập tức. Do vậy, nếu thị trường hiệu quả thì tại ngày công bố thông tin sẽ tồn tại lợi nhuận bất thường và phần bất thường này là do thông tin công bố được cập nhật vào giá cổ phiếu.

2.2. *Lý thuyết về thông tin bất cân xứng*

Thông tin bất cân xứng là một trong những vấn đề phổ biến trong lĩnh vực tài chính và nhà thiết lập chính sách luôn tìm mọi cách để giảm thiểu vấn đề bất cân xứng thông tin. Trong nghiên cứu này, thông tin bất cân xứng được xem xét ở khía cạnh nhà quản lý được xem là sở hữu nhiều thông tin và họ hiểu rõ hơn về doanh nghiệp. Đây là lợi thế của họ so với cổ đông khác trong việc nắm bắt các thông tin của công ty phục vụ cho việc định giá cổ phiếu, đặc biệt là các thông tin ảnh hưởng đến giá trị công ty trong tương lai chưa được công bố. Nếu giá cổ phiếu trên thị trường thấp hơn so với giá trị mà họ định giá dựa trên những thông tin nội bộ thì họ sẽ đăng kí mua cổ phiếu và ngược lại, nếu giá cổ phiếu trên thị trường mà cao hơn so với định giá của nhà quản lý, họ sẽ đăng kí bán cổ phiếu. Do vậy, có thể nhà quản lý sẽ đăng kí mua bán dựa trên những thông tin nội bộ. Như thế, nếu giá cổ phiếu tăng lên đối với thông tin mua và giá cổ phiếu giảm với thông tin bán thì điều này cho thấy sự tồn tại của bất cân xứng thông tin.

2.3. *Lí thuyết tín hiệu*

Lí thuyết tín hiệu cho rằng các hành vi và quyết định của cổ đông nội bộ có thể mang tín hiệu đối với cổ đông bên ngoài và hàm chứa những thông tin mà cổ đông bên ngoài không có được. Cổ đông nội bộ đăng kí mua (bán) cổ phiếu cũng có thể được coi là có tín hiệu đối với thị trường. Cụ thể, khi cổ đông nội bộ đăng kí mua cổ phiếu có thể là một tín hiệu cho thấy nhà quản lí đang nghĩ giá thị trường của cổ phiếu thấp hơn so với giá trị thực. Ngược lại, khi cổ đông nội bộ đăng kí bán cổ phiếu có thể là một tín hiệu cho thấy nhà quản lí tin thị trường đang định giá quá cao cổ phiếu của công ty và cao hơn so với giá trị thực. Cổ đông bên ngoài có thể dự đoán giá trị của công ty dựa trên thông tin đăng kí mua bán cổ phiếu của cổ đông nội bộ (Damodaran & Liu 1993). Nói cách khác, cổ đông bên ngoài có thể sẽ làm theo nhà quản lí như mua cổ phiếu khi nhà quản lí đăng kí mua cổ phiếu dẫn đến giá cổ phiếu tăng và bán cổ phiếu khi nhà quản lí đăng kí bán cổ phiếu dẫn đến giá cổ phiếu giảm.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. *Dữ liệu*

Dữ liệu được thu thập từ các công ty được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM từ 01/01/2008-30/06/2015 (từ những thông tin công bố giao dịch của nhà quản lí trên website của Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM) (<http://www.hsx.vn>). Dữ liệu về các thông số tài chính như khối lượng giao dịch của từng cổ phiếu, khối lượng giao dịch cả thị trường và giá trị vốn hóa thị trường được thu thập trên website của Vietstock (<http://vietstock.vn>).

Nếu thông tin đăng kí giao dịch cổ phiếu của nhà quản lí được công bố trong giờ giao dịch thì ngày sự kiện là ngày giao dịch. Ngược lại, nếu thông tin được công bố sau giờ giao dịch thì ngày giao dịch tiếp theo được chọn là ngày sự kiện. Dữ liệu được thu thập trên 248 công ty với 1.574 sự kiện được thu thập đáp ứng đủ điều kiện là: (i) Số ngày trước ngày công bố thông tin đủ 136 ngày giao dịch, và (ii) Số ngày sau ngày công bố thông tin là 30 ngày giao dịch.

3.2. *Phương pháp nghiên cứu*

Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện với sự kiện là thông báo đăng kí mua (bán) cổ phiếu của nhà quản lí. Các thông số quan trọng của nghiên cứu sự kiện được sử dụng nghiên cứu này bao gồm:

Cửa sổ sự kiện

Tương tự như các nghiên cứu của Gurgul và cộng sự (2003), Ke và cộng sự (2003), Seyhun và Bradley (1997), cửa sổ sự kiện được chọn là 31 ngày, tính từ ngày -15 đến ngày +15 bao gồm cả ngày 0 (ngày công bố thông tin đăng kí giao dịch cổ phiếu của nhà quản lí).

Lợi nhuận bất thường (AR_{it})

Lợi nhuận bất thường đối với cổ phiếu của công ty i là sự khác biệt giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận kì vọng của cổ phiếu đó tại thời điểm t trong khung sự kiện (Brown & Warner, 1980, 1985). Trong nghiên cứu này, AR được tính trong cửa sổ sự kiện là 31 ngày $[-15, +15]$.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Trong đó: R_{it} là lợi nhuận thực tế của cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t ; $E(R_{it})$ là lợi nhuận kì vọng. Trong nghiên cứu này, $E(R_{it})$ được tính theo 2 phương pháp:

Phương pháp 1

Lợi nhuận kì vọng được điều chỉnh bởi lợi nhuận của thị trường (R_{mt}) (Bruner, 1999; Ritter, 1991; Weber & cộng sự, 2008) là lợi nhuận của thị trường. Cụ thể: $E(R_{it}) = R_{mt}$

Phương pháp 2

Lợi nhuận kì vọng được tính toán dựa trên mô hình yếu tố thị trường và rủi ro. Phương pháp này được tìm thấy trong nhiều nghiên cứu (Bonnie & Bruner, 1989; Homan, 2006; Lummer & McConnell, 1989; Schipper & Thompson, 1983; Small & cộng sự, 2007).

$$E(R_{it}) = \alpha_{it} + \beta_{it}R_{mt}$$

Các tham số α_{it} và β_{it} được tính toán trong khoảng thời gian của cửa sổ ước lượng khi sử dụng phương pháp hồi quy OLS.

Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy

CAAR là lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình (Cumulative Average Abnormal Return) là tổng của các lợi nhuận bất thường trung bình trong một giai đoạn, được tính như sau:

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_t$$

với khung thời gian (t_1, t_2) bao gồm các khung thời gian quan tâm trong dải $[-15, +30]$.

Kiểm định sự tồn tại của lợi nhuận bất thường và lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy.

Nghiên cứu sử dụng các kiểm định tham số (t-test) và phi tham số Sign test. Các phương pháp kiểm định này dùng để kiểm định sự tồn tại của lợi nhuận bất thường xung quanh ngày sự kiện.

Kiểm định tham số (t-test)

Kiểm định tham số dựa trên giả định là lợi nhuận tuân theo quy luật phân phối chuẩn.

Kiểm định lợi nhuận bất thường:

t-test vào ngày t được tính như sau:

$$t_{\text{stat}} = \frac{AAR_t}{\hat{S}(AAR_t)}$$

Trong đó,

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}, N \text{ là số quan sát}$$

$\hat{S}(AAR_t)$ độ lệch chuẩn của lợi nhuận bất thường được tính cho 120 ngày giao dịch trước khung sự kiện. Công thức tính như sau:

$$\hat{S}(AAR_t) = \sqrt{\frac{1}{119} \sum_{i=-135}^{-16} (AAR_t - \overline{AAR})^2} \text{ và } \overline{AAR} = \frac{1}{120} \sum_{i=-135}^{-16} AAR_t$$

Kiểm định lợi nhuận bất thường tích lũy

$$t_{tl} = \frac{CAAR(t_1, t_2)}{\hat{\sigma}_{CAAR(t_1, t_2)}}$$

Trong đó, $\hat{\sigma}_{CAAR(t_1, t_2)}$ là độ lệch chuẩn của lợi nhuận bất thường tích lũy của quan sát i, được tính như sau:

$\hat{\sigma}_{CAAR(t_1, t_2)} = \sqrt{\frac{1}{N(N-d)} \sum_{i=1}^N (CAR_i(t_1, t_2) - CAAR(t_1, t_2))^2}$; với N là số các quan sát; d là số bậc tự do; $CAR_i(t_1, t_2)$ là lợi nhuận bất thường tích lũy của quan sát i trong khung thời gian $[t_1, t_2]$; và $CAAR(t_1, t_2)$ là lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình trong khung thời gian $[t_1, t_2]$.

Kiểm định Sign test

Sign test là phương pháp kiểm định không đòi hỏi lợi nhuận bất thường phải là phân phối chuẩn. Phương pháp này được sử dụng trong nghiên cứu của Bajo (2010). Sign test

dựa trên tỉ lệ của các lợi nhuận bất thường dương vào ngày sự kiện và với thời gian được tính cho 120 ngày trước khung sự kiện, cụ thể:

$$Z = \frac{(\omega - N\hat{p})}{\sqrt{N\hat{p}(1 - \hat{p})}}$$

Trong đó: ω số quan sát có lợi nhuận bất thường là dương trong ngày sự kiện; N là số các quan sát trong mẫu; và $\hat{p}$ là phần lợi nhuận bất thường dương kì vọng trong giả thuyết không (Null Hypothesis) được xác định trung khung thời gian dự báo là 120 ngày. Cụ thể, $\hat{p}$ được tính như sau:

$$\hat{p} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{1}{120} \sum_{t=-16}^{t=-135} \phi_{i,t}$$

$$\phi_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{nếu } AR_{it} > 0 \\ 0 & \text{cho còn lại} \end{cases}$$

Xác định khối lượng bất thường (AV_{it})

Tác giả sử dụng phương pháp tương tự nghiên cứu của Gurgul và cộng sự (2003) để xác định khối lượng giao dịch bất thường. Cụ thể, khối lượng giao dịch bất thường của công ty i vào thời điểm t được tính theo công thức:

$$AV_{it} = \log \left(\frac{V_{it}}{V_{mt}} \right) - E \left[\log \left(\frac{V_{it}}{V_{mt}} \right) | X_i \right]$$

Trong đó: V_{it} là khối lượng giao dịch của cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t ; V_{mt} là khối lượng giao dịch cổ phiếu của toàn thị trường tại thời điểm t , $\frac{V_{it}}{V_{mt}}$ là tỉ lệ khối lượng giao dịch của cổ phiếu i với khối lượng thị trường vào thời điểm t . $E[.]$ là khối lượng kì vọng, tương tự như Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiếm (2016), được xác định bằng giá trị trung bình của tỉ lệ khối lượng giao dịch trong cửa sổ dự báo t [-75,-16].

Kiểm định khối lượng bất thường

Việc kiểm định khối lượng bất thường tương tự như việc kiểm định lợi nhuận bất thường.

Bảng 1

Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường của 701 sự kiện thông báo đăng kí mua cổ phiếu của nhà quản lí

t	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR1	T stat	Z-value	AAR2	T stat	Z-value
-15	0,00%	-0,02	-0,80	0,04%	0,41	-0,25
-14	0,00%	0,00	-0,11	-0,01%	-0,14	-0,70
-13	-0,13%	-1,28	-0,04	-0,13%	-1,23	-0,10
-12	-0,14%	-1,38	-1,17	-0,14%	-1,41	-1,61
-11	-0,10%	-0,99	-2,16**	-0,09%	-0,85	-1,99**
-10	-0,08%	-0,78	-0,49	-0,04%	-0,37	0,05
-9	-0,05%	-0,50	0,19	-0,06%	-0,59	-0,02
-8	-0,07%	-0,68	-0,87	-0,10%	-0,98	-1,08
-7	-0,25%	-2,38**	-1,17	-0,29%	-2,88***	-2,3**
-6	-0,09%	-0,83	-1,40	-0,11%	-1,04	-1,92*
-5	-0,23%	-2,23**	-1,17	-0,23%	-2,23**	-1,08
-4	-0,13%	-1,20	-0,87	-0,11%	-1,09	-1,69*
-3	-0,10%	-0,93	-0,04	-0,08%	-0,75	0,36
-2	-0,11%	-1,01	-0,57	-0,06%	-0,61	-0,78
-1	-0,04%	-0,40	0,72	-0,03%	-0,32	1,04
0	0,47%	4,48***	4,21***	0,46%	4,53***	4,00***
1	0,36%	3,48***	3,53***	0,30%	3,00***	4,15***
2	0,05%	0,43	1,56	0,12%	1,18	0,89
3	0,03%	0,30	0,87	0,00%	-0,05	0,28
4	0,09%	0,84	1,56	0,09%	0,88	1,88*
5	0,11%	1,10	1,18	0,12%	1,16	1,27
6	0,13%	1,29	2,54**	0,09%	0,93	1,27

t	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR1	T stat	Z-value	AAR2	T stat	Z-value
7	-0,02%	-0,23	1,40	0,02%	0,19	2,41**
8	-0,03%	-0,27	-0,87	-0,03%	-0,32	-0,63
9	0,09%	0,90	-0,64	0,11%	1,11	0,05
10	0,26%	2,47**	2,09**	0,26%	2,54**	2,56**
11	0,07%	0,66	0,04	0,05%	0,48	0,36
12	0,09%	0,82	-0,19	0,08%	0,76	0,28
13	-0,08%	-0,76	-0,95	-0,02%	-0,19	-1,39
14	0,01%	0,14	0,12	0,06%	0,55	-0,10
15	0,02%	0,22	1,56	0,06%	0,59	1,8*
Khung	CAAR	T stat	Z-value	CAAR	T stat	Z-value
[-15;-1]	-1,53%	-3,56***	-3,3***	-1,43%	-3,28***	-2,9***
[0;15]	1,66%	4,23***	3,83***	1,76%	4,26***	5,21***
[0;30]	1,46%	2,87***	2,31**	1,46%	2,58***	3,7***
[-15;15]	0,13%	0,22	0,87	0,33%	0,51	2,48**

*,**,*** tương ứng với mức ý nghĩa là 10%;5%;1%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 1 trình bày kết quả kiểm định phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu với thông tin đăng kí mua cổ phiếu của nhà quản lí. Kết quả cho thấy không có sự khác biệt đáng kể giữa hai phương pháp tính lợi nhuận bất thường và hai phương pháp kiểm định tham số và phi tham số.

Ở khung thời gian trước ngày công bố thông tin, các lợi nhuận bất thường đều âm (mặc dù hầu hết không có ý nghĩa thống kê) và tồn tại lợi nhuận bất thường tích lũy âm ở khung thời gian này (CAAR [-15;-1]: -1,53%, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%). Với kết quả trên, tác giả chưa tìm thấy bằng chứng nào cho việc rò rỉ thông tin đăng kí mua cổ phiếu của nhà quản lí và giá cổ phiếu có xu hướng giảm liên tục trước ngày công bố thông tin là do tác động của các yếu tố khác trên thị trường.

Kết quả cho thấy tồn tại lợi nhuận bất thường dương ở ngày công bố thông tin và ngay sau ngày công bố thông tin (AAR[0]: 0,47%; AAR[1]: 0,36%, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%). Như vậy, thông tin hàm chứa trong đăng kí mua cổ phiếu của nhà quản lí được coi là thông tin tốt và ngay lập tức thị trường đã phản ứng tích cực với thông tin này (giá cổ phiếu kết thúc xu thế giảm ngắn hạn và bắt đầu tăng từ ngày 0). Kết hợp với việc giá cổ phiếu liên tục giảm trước ngày công bố thông tin mua cổ phiếu của nhà quản lí, tác giả cho rằng nhà quản lí thực hiện hành vi mua vào cổ phiếu như là một chiến lược quan trọng để góp phần ngăn chặn đà rơi của giá cổ phiếu trên thị trường (các lợi nhuận bất thường sau ngày công bố thông tin hầu hết đều dương, đặc biệt các lợi nhuận bất thường tích lũy sau ngày công bố thông tin đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức cao (CAAR [0;15]: 1,66%; CAAR [0;30]: 1,46% có ý nghĩa thống kê ở mức 1%). Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy thị trường đã không phản ứng hết thông tin hàm chứa trong ngày công bố mà còn tiếp tục phản ứng qua ngày hôm sau đó, điều này cho thấy thị trường chứng khoán VN đang vừa đã phản ứng chậm với thông tin công bố.

Bảng 2

Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường của 873 sự kiện thông báo đăng kí bán cổ phiếu của nhà quản lí.

t	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR1	T stat	Z-value	AAR2	T stat	Z-value
-15	0,11%	1,14	1,18	0,07%	0,69	0,96
-14	0,07%	0,72	1,32	0,00%	0,03	0,08
-13	-0,01%	-0,07	-0,99	-0,07%	-0,75	-0,67
-12	0,28%	2,85***	1,59	0,24%	2,44**	1,30
-11	0,09%	0,89	-0,17	0,01%	0,06	-0,74
-10	0,06%	0,64	-0,45	0,01%	0,09	-0,33
-9	0,14%	1,36	0,23	0,07%	0,74	-0,26
-8	0,17%	1,71*	0,37	0,10%	1,02	-0,46
-7	0,30%	3***	1,86*	0,24%	2,44**	1,91*
-6	0,24%	2,42**	0,91	0,17%	1,76*	-0,19

t	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR1	T stat	Z-value	AAR2	T stat	Z-value
-5	0,45%	4,51***	3,15***	0,38%	3,94***	2,8***
-4	0,39%	3,91***	1,52	0,31%	3,16***	1,37
-3	0,49%	4,89***	3,36***	0,42%	4,3***	3,21***
-2	0,56%	5,57***	1,79*	0,46%	4,76***	2,19**
-1	0,48%	4,81***	3,9***	0,40%	4,07***	2,59***
0	-0,06%	-0,65	-1,94*	-0,12%	-1,25	-2,71***
1	-0,26%	-2,62***	-2,35**	-0,35%	-3,6***	-3,32***
2	-0,09%	-0,91	-1,40	-0,16%	-1,68*	-1,62
3	0,00%	-0,02	-0,45	-0,04%	-0,39	0,28
4	-0,02%	-0,24	-0,72	-0,07%	-0,72	-0,80
5	-0,10%	-0,97	-1,87*	-0,12%	-1,28	-1,48
6	-0,01%	-0,10	-0,17	-0,07%	-0,75	-0,46
7	-0,11%	-1,13	-2,14**	-0,15%	-1,58	-1,62
8	-0,10%	-1,04	-2,01**	-0,15%	-1,51	-1,89*
9	0,00%	-0,02	-0,04	-0,06%	-0,63	-1,08
10	-0,08%	-0,78	-0,92	-0,09%	-0,94	-0,40
11	-0,09%	-0,91	-1,8*	-0,17%	-1,74*	-2,16**
12	-0,06%	-0,56	-1,67*	-0,10%	-1,04	-1,35
13	-0,19%	-1,88*	-1,8*	-0,27%	-2,77***	-3,05***
14	-0,08%	-0,76	0,57	-0,14%	-1,43	-0,80
15	0,05%	0,50	-0,45	-0,03%	-0,34	-0,60
Khung	CAAR	T stat	Z-value	CAAR	T stat	Z-value
[-15;-1]	3,82%	8,71***	5,73***	2,80%	6,23***	4,02***
[0;15]	-1,20%	-3,32***	-2,96***	-2,11%	-5,64***	-5,7***

t	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR1	T stat	Z-value	AAR2	T stat	Z-value
[0;30]	-1,67%	-3,24***	-2,62***	-3,47%	-6,16***	-4,95***
[-15;15]	2,62%	4,54***	4,17***	0,69%	1,12	0,42

*,**,*** tương ứng với mức ý nghĩa là 10%;5%;1%. Nguồn tính toán của nhóm tác giả

Bảng 2 trình bày kết quả kiểm định phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu với thông tin đăng kí bán cổ phiếu của nhà quản lí. Kết quả cho thấy lợi nhuận bất thường được tính cho cả hai phương pháp có giá trị khác nhau và kết quả kiểm định theo hai phương pháp cũng có sự khác biệt; tuy nhiên, sự khác biệt này là không đáng kể. Quan trọng hơn, kết quả chỉ ra tồn tại lợi nhuận bất thường xung quanh ngày công bố thông tin đăng kí giao dịch bán cổ phiếu của nhà quản lí.

Lợi nhuận bất thường là dương và có xu hướng tăng liên tục đến ngay trước ngày công bố thông tin đăng kí bán cổ phiếu (các AAR >0 và hầu hết có ý nghĩa thống kê ở mức 1% với kiểm định tham số). Kết quả giá cổ phiếu tăng trước khi nhà quản lí đăng kí bán cổ phiếu có thể được lí giải bởi một số nhận định sau. Một là, nhà quản lí quan sát giá cổ phiếu và đăng kí bán cổ phiếu khi giá cổ phiếu lên cao. Hai là, cũng có thể tồn tại hiện tượng đẩy giá cổ phiếu lên cao trước khi thông tin đăng kí bán cổ phiếu của nhà quản lí được công bố. Các nhận định trên được củng cố hơn nữa khi mà lợi nhuận bất thường tích lũy ở khung thời gian trước thông báo là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (CAAR [-15;-1]: 3,82%).

Kết quả cũng cho thấy tại ngày công bố thông tin lợi nhuận bất thường là âm. Như vậy, ngày công bố thông tin đã phá vỡ xu hướng tăng của giá cổ phiếu trước đó. Sau ngày công bố thông tin, lợi nhuận bất thường âm tiếp tục tồn tại và có giá trị âm nhiều hơn ngày công bố (AAR [-1]: -0,26% < AAR [0]: -0,06%; có ý nghĩa thống kê ở mức 1% với kiểm định tham số). Lợi nhuận bất thường âm còn tiếp tục duy trì vào những ngày tiếp sau đó. Cụ thể, lợi nhuận bất thường tích lũy ở các khung thời gian sau thông báo đều mang các giá trị âm (CAAR [0;15]: -1,2%; CAAR [0;30]: -1,67%) và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này trái ngược hoàn toàn so với lợi nhuận tích lũy trước ngày sự kiện.

Các kết quả này cho thấy thông tin hàm chứa trong thông tin đăng kí giao dịch bán cổ phiếu của nhà quản lí như là một tín hiệu xấu và thị trường đã phản ứng thể hiện qua

giá cổ phiếu đã sụt giảm ngay trong ngày công bố thông tin, đồng thời thị trường đã không phản ánh hết thông tin trong ngày công bố mà tiếp tục hấp thụ thông tin ở ngày sau đó. Kết quả cho thấy dường như có sự rò rỉ thông tin trước ngày thông tin giao dịch được công bố và cho thấy thị trường chứng khoán VN đang vừa đã phản ứng chậm với thông tin công bố.

Phần tiếp theo tác giả xem xét phản ứng của thị trường thông qua khối lượng giao dịch với thông tin đăng kí mua (bán) cổ phiếu của nhà quản lí.

Bảng 3

Kết quả kiểm định khối lượng giao dịch bất thường với 701 sự kiện thông báo đăng kí mua và 873 sự kiện đăng kí bán cổ phiếu của nhà quản lí.

t	Kiểm định khối lượng bất thường với thông báo mua		Kiểm định khối lượng bất thường với thông báo bán	
	AAV	T stat	AAV	T stat
-15	0,02	0,38	0,02	0,50
-14	-0,01	-0,14	-0,01	-0,13
-13	-0,03	-0,48	0,06	1,23
-12	-0,01	-0,20	0,04	0,73
-11	0,00	-0,02	0,00	0,00
-10	-0,03	-0,49	0,02	0,41
-9	-0,06	-1,16	0,08	1,67*
-8	-0,12	-2,33**	0,04	0,74
-7	0,02	0,38	0,04	0,76
-6	-0,08	-1,57	0,05	1,00
-5	0,02	0,47	0,13	2,59***
-4	0,05	0,93	0,15	3,19***
-3	0,07	1,43	0,15	3,18***
-2	0,06	1,08	0,17	3,43***
-1	0,12	2,26**	0,17	3,49***
0	0,25	4,89***	0,19	3,89***

t	Kiểm định khối lượng bất thường với thông báo mua		Kiểm định khối lượng bất thường với thông báo bán	
	AAV	T stat	AAV	T stat
1	0,17	3,2***	0,15	3,17***
2	0,14	2,72***	0,16	3,24***
3	0,21	4,1***	0,21	4,31***
4	0,17	3,32***	0,22	4,52***
5	0,03	0,56	0,15	3,15***
6	0,16	2,99***	0,16	3,35***
7	0,15	2,91***	0,12	2,54**
8	0,13	2,49**	0,12	2,43**
9	0,17	3,19***	0,05	0,97
10	0,16	3,13***	0,08	1,67*
11	0,13	2,45**	0,08	1,75*
12	0,10	2,02**	0,10	2,14**
13	0,10	1,95*	0,07	1,40
14	0,03	0,67	0,06	1,20
15	0,08	1,63	0,07	1,36
Khung	MAAV	T Test	MAAV	T Test
[-15;-1]	0,00	0,06	0,07	2,45**
[0;15]	0,14	3,38***	0,12	3,68***
[0;30]	0,07	1,67*	0,06	1,76*
[-15;15]	0,07	2,16**	0,10	3,41***

*,**,*** tương ứng với mức ý nghĩa là 10%;5%;1%. Nguồn tính toán của nhóm tác giả

Phản ứng của thị trường (thông qua khối lượng giao dịch) với thông báo đăng kí mua cổ phiếu của nhà quản lí được trình bày ở Bảng 3 phần bên trái

Khối lượng giao dịch tăng ngay trước ngày thông báo đăng kí mua cổ phiếu (bằng chứng là tồn tại khối lượng giao dịch bất thường dương với AAV [-1]: 0,12; có ý nghĩa

thống kê ở mức 5%). Khối lượng giao dịch tăng mạnh vào ngày thông báo (AAV [0]: 0,25 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%); kết hợp với phản ứng của giá tại ngày thông báo cho thấy thị trường phản ứng tích cực với thông tin mua cổ phiếu của nhà quản lý thể hiện qua việc tăng tính thanh khoản đi kèm với việc tăng giá cổ phiếu.

Sau ngày thông báo, khối lượng giao dịch bất thường tiếp tục tồn tại và hầu hết có ý nghĩa thống kê cho đến hết ngày giao dịch thứ 13; ngoài ra, khối lượng giao dịch trung bình ngày của giai đoạn sau thông báo lớn hơn trước thông báo (MAAV [0;15]: 0,14 > MAAV [-15;-1]: 0,00). Điều này hàm ý thị trường phản ứng khá tích cực và nhà đầu tư trên thị trường đã chú ý hơn đối với các cổ phiếu được nhà quản lý đăng kí mua, làm cho tính thanh khoản của cổ phiếu được cải thiện và kéo dài.

Phản ứng của thị trường (thông qua khối lượng giao dịch) với thông báo đăng kí bán cổ phiếu của nhà quản lý được trình bày ở Bảng 3 phần bên phải.

Khối lượng giao dịch tăng liên tục trước ngày thông báo bán cổ phiếu, thể hiện qua sự tồn tại của khối lượng giao dịch bất thường dương với mức ý nghĩa thống kê 1% ở các ngày từ ngày [-5] đến ngày [-1]; kết hợp với kết quả phản ứng của giá với thông báo đăng kí bán cổ phiếu cho thấy có một lượng lớn cổ phiếu được giao dịch chuyển nhượng với mức giá tăng liên tục trước ngày công bố thông báo bán cổ phiếu của nhà quản lý.

Khối lượng giao dịch tăng mạnh (so với vài ngày trước đó) tại ngày thông báo bán cổ phiếu hàm ý tồn tại khối lượng giao dịch bất thường dương (AAV [0]: 0,19), có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả cho thấy tại ngày thông báo bán cổ phiếu của nhà quản lý, giá và khối lượng đều có những phản ứng mạnh với thông tin.

Khối lượng giao dịch ngay sau ngày thông báo (AAV [1]: 0,15; AAV [2]: 0,16) có giảm nhưng lại tăng mạnh vào những ngày sau đó, đặc biệt tại các ngày 3 và 4 có khối lượng giao dịch bất thường lớn (AAV [3]: 0,21; AAV [4]: 0,22; có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và giá trị t-stat lớn hơn so với các ngày trước đó). Ngoài ra, kết quả ở Bảng 3 hàm ý khối lượng giao dịch bất thường trung bình từng ngày của giai đoạn sau thông báo lớn hơn giai đoạn trước thông báo (MAAV[0;15]: 0,12 > MAAV [-15;-1]: 0,07).

4. Kết luận và hàm ý kinh tế

4.1. Kết luận

Bài báo nghiên cứu phản ứng của thị trường thông qua phản ứng của giá và khối lượng giao dịch với thông báo đăng kí mua và bán cổ phiếu của nhà quản lý. Tác giả sử

dụng dữ liệu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM giai đoạn từ 01/01/2008 đến 30/06/2015 và sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để thực hiện nghiên cứu và tiến hành các kiểm định. Kết quả cho thấy với sự kiện thông báo đăng kí giao dịch bán của nhà quản lí, giá và khối lượng giao dịch tăng liên tục trước ngày thông báo (thể hiện qua sự tồn tại lợi nhuận bất thường dương và khối lượng giao dịch bất thường dương). Kể từ ngày công bố thông tin đăng kí bán, giá cổ phiếu giảm tuy nhiên thanh khoản cổ phiếu vẫn được duy trì. Với sự kiện thông báo đăng kí mua cổ phiếu của nhà quản lí, giá cổ phiếu giảm liên tục trước ngày thông báo và khối lượng giao dịch được cải thiện ngay trước ngày thông báo. Kể từ ngày công bố thông báo đăng kí mua, giá cổ phiếu tăng đi kèm với việc tăng khối lượng giao dịch (tăng thanh khoản). Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy thị trường chứng khoán VN không hiệu quả ở dạng vừa.

4.2. Hàm ý kinh tế

Với kết quả trên, nghiên cứu có một số hàm ý kinh tế cho nhà đầu tư và nhà quản lí thị trường như sau. Đối với nhà đầu tư trong việc thiết lập chính sách đầu tư, trong ngắn hạn có thể coi giao dịch của nhà quản lí là một thông tin hay tín hiệu tham khảo cho việc ra quyết định đầu tư. Cụ thể, nhà đầu tư có thể xem xét mua các cổ phiếu khi có thông tin đăng kí mua cổ phiếu của nhà quản lí do đây được xem là một tín hiệu tốt. Bên cạnh đó, đối với các cổ phiếu có thông tin đăng kí bán của nhà quản lí thì nhà đầu tư cần lưu ý do đây được coi là một tín hiệu xấu đối với cổ phiếu của công ty. Hơn nữa, nhà đầu tư nên ứng xử với thông tin đăng kí giao dịch cổ phiếu của nhà quản lí như là thông tin tham khảo cho các quyết định đầu tư hơn là yếu tố chính để quyết định đầu tư. Điều này có thể được minh chứng thông qua kết quả của một số nghiên cứu cho thấy nhà đầu tư bên trong có thể kiếm lợi nhuận vượt trội thông qua việc giao dịch với thông tin nội bộ nhưng nhà đầu tư bên ngoài lại không tìm được lợi nhuận như vậy khi bắt chước nhà đầu tư bên trong (Del Brio & cộng sự, 2002; Madura & Wiant, 1995). Quan trọng hơn, đối với nhà đầu tư thì các kết quả của nghiên cứu có thể cung cấp một minh chứng thực nghiệm cho việc xây dựng các chính sách đầu tư.

Đối với các nhà thiết lập chính sách và cơ quan quản lí thị trường chứng khoán, kết quả nghiên cứu cho thấy việc nghiên cứu phản ứng của thị trường đối với công bố thông tin mang hàm ý quan trọng trong việc thiết lập chính sách, cụ thể thể hiện qua các nội dung chính như sau:

Thứ nhất, nghiên cứu cho thấy giá cổ phiếu không phản ánh ngay lập tức khi thông tin công bố mà còn tiếp diễn sau khi sự kiện công bố. Điều này thể hiện thị trường cập

nhật thông tin chậm. Do vậy, các cơ quan hữu quan quản lý thị trường cần có các chính sách để từng bước nâng cao năng lực phân tích của nhà đầu tư giúp họ định giá cổ phiếu tốt hơn và điều chỉnh ngay lập tức kì vọng khi công ty có thông tin mới để giá cổ phiếu phản ánh đúng hơn thực trạng và kì vọng tương lai của công ty. Mặt khác, nhà quản lý thị trường cũng cần có các quy định đảm bảo tạo điều kiện cho nhà đầu tư dễ dàng tiếp cận với thông tin mà công ty công bố bao gồm cả việc mở rộng phương thức công bố thông tin.

Thứ hai, nghiên cứu về đăng kí giao dịch của nhà quản lý cũng có hàm ý đối nhà thiết lập chính sách trong việc thiết lập các chính sách để bảo vệ nhà đầu tư trước hiện tượng thông tin bất cân xứng. Cụ thể, nhà quản lý thị trường cần có các biện pháp siết chặt để hạn chế các giao dịch dựa trên thông tin nội bộ và các giao dịch mua bán của cổ đông nội bộ phải được công bố trước khi giao dịch trong một khoảng thời gian đủ lớn. Quan trọng hơn, các đăng kí giao dịch mua bán của nhà quản lý cần được kiểm soát chặt chẽ và nếu có hiện tượng trục lợi từ thông tin nội bộ cần phải có các chế tài để xử lý nghiêm. Ngoài ra, nhà thiết lập chính sách cần có các quy định và chế tài ngăn chặn các hiện tượng thao túng giá chứng khoán, cụ thể như đẩy giá lên cao rồi đăng kí bán cổ phiếu hoặc ép giá xuống thấp để mua cổ phiếu.

4.3. Hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu tiến hành xem xét phản ứng của thị trường đối với thông tin đăng kí giao dịch của nhà quản lý. Tuy nhiên, quy mô và phạm vi của nghiên cứu vẫn còn bị giới hạn trong nội dung này. Các nghiên cứu tiếp có thể mở rộng phạm vi nghiên cứu rộng hơn để so sánh phản ứng và mức độ phản ứng của thị trường VN so với các nước trên thế giới■

Chú thích

¹ Theo Thông tư số 52/2012/TT-BTC ngày 5/4/2012 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán và Quyết định số 07/2013/QĐ-SGDCKHCM ngày 24/07/2013 về việc ban hành quy chế công bố thông tin tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

Tài liệu tham khảo

- Bajo, E. (2010). The information content of abnormal trading volume. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), 950-978.
- Bonnier, K.-A., & Bruner, R. F. (1989). An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms. *Journal of Accounting and Economics*, 11(1), 95-106.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.
- Brown, S.J. & Warner, J.B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Bruner, R.F. (1999). An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 125-166.
- Cornell, B. & Sirri, E.R. (1992). 'The reaction of investors and stock prices to insider trading. *The Journal of Finance*, 47(3), 1031-1059.
- Damodaran, A., & Liu, C. H. (1993). Insider trading as a signal of private information. *Review of Financial Studies*, 6(1), 79-119.
- Del Brio, E.B., Miguel, A., & Perote, J. (2002). An investigation of insider trading profits in the Spanish stock market. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 42(1), 73-94.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Gurgul, H., Mestel, R., & Schleicher, C. (2003). Stock market reactions to dividend announcements: Empirical evidence from the Austrian stock market. *Financial Markets and Portfolio Management*, 17(3), 332-350.
- Homan, A.C. (2006). The impact of 9/11 on financial risk, volatility and returns of marine firms. *Maritime Economics & Logistics*, 8(4), 387-401.
- Ke, B., Huddart, S., & Petroni, K. (2003). What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades. *Journal of Accounting and Economics*, 35(3), 315-346.
- Lummer, S. L., & McConnell, J. J. (1989). Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 99-122.
- Madura, J., & Wiant, K. J. (1995). Information content of bank insider trading. *Applied Financial Economics*, 5(4), 219-227.
- Ritter, J. R., (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Rose, C., & Sørstad, N. (2014). Reactions to corporate insider's transactions: Do legal stock market disclosure rules have an impact?. *European Journal of Law and Economics*, 40(2), 247-272.

- Schipper, K., & Thompson, R. (1983). The impact of merger-related regulations on the shareholders of acquiring firms. *Journal of Accounting Research*, 184-221.
- Seyhun, H. N., & Bradley, M. (1997). Corporate bankruptcy and insider trading. *The Journal of Business*, 70(2), 189-216.
- Small, K., Ionici, O., & Zhu, H. (2007). Size does matter: An examination of the economic impact of Sarbanes-Oxley. *Review of Business*, 27(3), 47-55.
- Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm. (2016). Thông tin hàm chứa trong giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 225(1), 46-55.
- Weber, J., Willenborg, M., & Zhang, J. (2008). Does auditor reputation matter? The case of KPMG Germany and ComROAD AG. *Journal of Accounting Research*, 46(4), 941-972.