

Ảnh hưởng của thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao đến giá cổ phiếu

VÕ XUÂN VINH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM, Trung tâm Pháp Việt Đào tạo về Quản lý TP.HCM –
vinhvx@ueh.edu.vn

ĐẶNG BỬU KIÊM

Trường Đại học Kinh tế TP. HCM – buukiemdang@yahoo.com

Ngày nhận:

04/07/2017

Ngày nhận lại:

20/10/2017

Ngày duyệt đăng:

30/10/2017

Mã số:

0717-G19-V01

Nghiên cứu xem xét phản ứng của giá cổ phiếu với thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao, bao gồm hội đồng quản trị và ban giám đốc. Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, mẫu dữ liệu là các thông báo miễn nhiệm nhân sự của hội đồng quản trị và ban giám đốc được thu thập từ các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh giai đoạn 01/2008–03/2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy giá cổ phiếu có những thay đổi tiêu cực ngay trước ngày công bố thông tin miễn nhiệm hội đồng quản trị; trong ngày sự kiện, giá không có sự thay đổi đột biến; tuy nhiên, ngay sau ngày sự kiện, giá cổ phiếu có sự hồi phục tạm thời mang tính kỹ thuật. Đồng thời, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về sự thay đổi bất thường của giá cổ phiếu xung quanh ngày sự kiện miễn nhiệm nhân sự ban giám đốc. Thông tin bị rò rỉ, sự thay đổi giá cổ phiếu ngắn hạn cũng là các phát hiện quan trọng trong nghiên cứu này.

Abstract

This paper investigates the impact of the dismissal announcements of top managers, including the board of directors (BoD) and the board of management (BoM), on stock prices. Our sample includes the dismissal announcements of BoD and BoM of listed companies on the Ho Chi Minh City Stock Exchange during the period from January 2008 to March 2016. By employing event study method, our results show that the stock prices fall before the BoD dismissal announcement date. There is no excess change in stock prices on the event date; however, they have recovered technically after the event date. Furthermore, the study finds no evidence of excess change in stock prices during the event date of BoM dismissals. Leaked news before the announcement date and the change in stock prices in short term are also important findings in this paper.

Từ khóa:

Thông tin miễn nhiệm;
Nhân sự cấp cao; Hội
đồng quản trị; Ban giám
đốc; Nghiên cứu sự kiện;
Lợi nhuận bất thường.

Keywords:

Dismissal announce-
ments; Board of director
(BoD); Board of man-
agement (BoM); Event
study; Abnormal returns.

1. Giới thiệu

Một trong những yếu tố góp phần xây dựng doanh nghiệp thành công bền vững là năng lực và tầm nhìn của ban quản trị và ban điều hành. Cả hai ban này đóng vai trò là đầu tàu, ban quản trị định hướng chiến lược, ban điều hành đảm bảo cho việc thực thi chiến lược một cách tốt nhất, mang lại lợi ích tối đa cho công ty và cổ đông. Nhân sự ở cả hai ban này đóng vai trò hết sức quan trọng, quyết định sự thành bại của công ty. Do vậy, sự thay đổi nhân sự trong ban quản trị hoặc ban điều hành sẽ có những tác động đến tương lai của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường. Sự kiện minh chứng rõ ràng nhất cho những ảnh hưởng của việc thay đổi nhân sự chủ chốt đến biến động của giá cổ phiếu tại Việt Nam là sự kiện miễn nhiệm vị trí Chủ tịch hội đồng quản trị ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (cổ phiếu STB) của ông Đặng Văn Thành gây sóng gió trên thị trường chứng khoán Việt Nam ở tháng cuối năm 2012¹. Không chỉ giá cổ phiếu STB liên tục “dò sàn” mà còn có cả những cổ phiếu liên quan đến sở hữu của ông Thành như: BHS, SBT, NHS và SEC² cũng bị ảnh hưởng tiêu cực. Sự kiện này còn ảnh hưởng đến tâm lý của toàn bộ nhà đầu tư trên thị trường thời điểm đó. Tuy nhiên, cũng có trường hợp ngược lại, giá cổ phiếu tăng mạnh với thông tin ban lãnh đạo miễn nhiệm như trường hợp của: Ngân hàng TMCP Á Châu (cổ phiếu ACB), Ngân hàng TMCP Xuất Nhập khẩu Việt Nam (cổ phiếu EIB)³.

Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu về ảnh hưởng của thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao, đặc biệt là tổng giám đốc hay còn gọi là CEO đến giá cổ phiếu trên thị trường. Kết quả thực nghiệm đã cung cấp các bằng chứng khác nhau về phản ứng của thị trường. Một số nghiên cứu tìm thấy phản ứng tích cực của thị trường thông qua việc tăng giá cổ phiếu, hay nói cách khác là tồn tại lợi nhuận bất thường dương xung quanh ngày sự kiện như: Cheung và Jackson (2013); Denis và Denis (1995); Huson và cộng sự (2004); Kand và Shivdasani (1996); Weisbach (1988). Một số nghiên cứu khác chứng minh thị trường có phản ứng tiêu cực với thông tin, tồn tại lợi nhuận bất thường âm xung quanh ngày sự

¹ Xem thêm tại :

<http://infonet.vn/co-phiieu-sacomreal-bi-ban-thao-tai-gia-day-post35215.info> (truy cập ngày 21/6/2017);

<http://vietstock.vn/2012/11/co-phiieu-gia-dinh-ong-dang-van-thanh-tiep-tuc-giam-san-830-246544.htm> (truy cập ngày 21/6/2017);

² BHS, SBT, NHS, SEC lần lượt là mã cổ phiếu của công ty Đường Biên Hoà, Công ty Mía đường Thành Thành Công, Công ty Đường Ninh Hoà và Công ty Nhiệt điện Gia Lai).

³ Xem thêm tại:

<http://news.zing.vn/co-phiieu-acb-eib-bat-ngo-tang-tran-sau-tin-lanh-dao-tu-nhiem-post274779.html> (truy cập ngày 21/6/2016);

<http://vietstock.vn/2012/09/sau-acb-ong-le-vu-ky-tu-nhiem-chu-tich-acbs-214-240284.htm> (truy cập ngày 21/6/2017).

kiện (Dedman & Lin, 2002; Suchard & cộng sự, 2001). Đồng thời, một số nghiên cứu cũng cho thấy thị trường không có phản ứng gì với thông tin miễn nhiệm của CEO (Reinganum, 1985; Warner & cộng sự, 1988).

Tóm lại, các nghiên cứu trước trên thế giới đã cho các kết quả không thống nhất về phản ứng của thị trường với sự kiện miễn nhiệm nhân sự cấp cao. Do vậy, khó có thể vận dụng một kết quả nghiên cứu của nước ngoài để giải thích cho trường hợp của Việt Nam. Thêm vào đó, thị trường chứng khoán Việt Nam với đa phần là nhà đầu tư cá nhân⁴ nên rất dễ nhạy cảm quá mức với các thông tin công bố. Hiện tại, ở Việt Nam chưa có nghiên cứu nào được thực hiện để xem xét phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu với thông tin miễn nhiệm của nhân sự cấp cao (bao gồm: Hội đồng quản trị và ban giám đốc). Vì vậy, tác giả thực hiện nghiên cứu này nhằm tìm kiếm các chứng cứ thực nghiệm tại Việt Nam để trả lời cho câu hỏi giá cổ phiếu có thay đổi bất thường với thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao hay không? Kết quả của nghiên cứu sẽ là thông tin tham khảo quan trọng làm phong phú thêm kinh nghiệm đầu tư của các nhà đầu tư trên thị trường.

Sau phần giới thiệu, nghiên cứu được bố cục gồm 4 phần: Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết; phần 3 trình bày phương pháp và dữ liệu nghiên cứu; phần 4 nêu kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu; và cuối cùng là phần 5, kết luận và hàm ý chính sách.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Các lý thuyết nền tảng

Thông tin là một yếu tố cực kì quan trọng phản ánh triển vọng của công ty và được sử dụng trong các phân tích của nhà đầu tư trên thị trường. Thông thường, ảnh hưởng của một thông tin hay sự kiện kinh tế tài chính đến giá cổ phiếu trên thị trường được giải thích thông qua giả thuyết thị trường hiệu quả – được phát triển bởi Fama (1970). Tuy nhiên, mỗi một sự kiện có những đặc thù riêng và hàm ý thông tin không giống nhau, do vậy, nhà đầu tư sẽ phản ứng rất khác nhau đối với từng loại sự kiện. Vì vậy, bên cạnh lý thuyết thị trường hiệu quả, ảnh hưởng của một sự kiện cụ thể nào đó đến giá cổ phiếu cũng sẽ được giải thích theo những lý thuyết riêng biệt khác. Chẳng hạn, ảnh hưởng của sự kiện miễn nhiệm nhân sự cấp cao đến giá cổ phiếu được Clayton và cộng sự (2005)

⁴ Xem thêm tại: <http://www.vsd.vn/38-p4c22-37455/0/Thong-tin-so-luong-tai-khoan-giao-dich-trong-nuoc-va-ngoai-nuoc-tai-ngay-31012017.htm> (truy cập ngày 31/8/2017).

giải thích bởi một số giả thuyết khác như: Giả thuyết về chiến lược (Strategy Hypothesis), giả thuyết về năng lực (Ability Hypothesis), và giả thuyết vật tế thần (Scapegoat Hypothesis).

2.2. *Lí thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis).*

Lí thuyết thị trường hiệu quả được phát triển bởi Fama (1970) là một trong số những lí thuyết nền tảng của tài chính hiện đại đề cập đến vai trò của thông tin. Các thông tin thường hàm chứa các tín hiệu tích cực hoặc tiêu cực một cách rõ ràng hoặc đôi khi được suy đoán bởi các nhà đầu tư trên thị trường. Theo Fama (1970), lí thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa cho rằng ảnh hưởng của thông tin đến thị trường là ngay tức thì tại thời điểm công bố, giá cả cổ phiếu sẽ ngay lập tức thay đổi để phản ánh thông tin. Cuối cùng, sự tồn tại lợi nhuận bất thường được tạo ra trong ngày công bố thông tin là dấu hiệu minh chứng cho lí thuyết thị trường hiệu quả.

Clayton và cộng sự (2005) và tiếp theo là Cheung và Jackson (2013) cũng nghiên cứu ảnh hưởng của thông tin thay đổi nhân sự đến giá cổ phiếu nhưng khác với các nghiên cứu trước, như: Dedman và Lin (2002), Denis và Denis (1995), Huson và cộng sự (2004), Kand và Shivdasani (1996), Suchard và cộng sự (2001), và Weisbach (1988) khi các nghiên cứu này bổ sung những giả thuyết mới để giải thích sự thay đổi của giá cổ phiếu với thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao bên cạnh giả thuyết về thị trường hiệu quả, cụ thể:

Thứ nhất, giả thuyết về chiến lược (Strategy Hypothesis): Giả thuyết này cho rằng sự thay đổi trong thành phần chủ chốt của hội đồng quản trị và ban giám đốc có thể dẫn đến sự thay đổi trong chiến lược kinh doanh cơ bản của công ty. Sự không chắc chắn về kế hoạch và triển vọng trong tương lai của công ty có thể tăng lên làm cho biến động về giá cổ phiếu tăng. Đồng thời, giả thuyết này cũng làm rõ rằng nhân sự cấp cao được thay thế bởi thành viên hiện hữu của công ty sẽ gây ra ít biến động hơn so với người bên ngoài. Tùy thuộc vào mức độ quan trọng trong chiến lược mới của nhân sự cấp cao mới từ bên ngoài mà tạo ra sự tăng giảm trong biến động giá cổ phiếu. Mức tăng biến động này sẽ giảm khi thị trường tìm hiểu về các chi tiết của kế hoạch và khả năng thành công hay thất bại của họ. Tóm lại, giả thuyết này ngụ ý rằng sự miễn nhiệm nhân sự cấp cao sẽ mang lại các bất ổn cho giá cổ phiếu trên thị trường.

Thứ hai, giả thuyết về năng lực (Ability Hypothesis): Giả thuyết này dự đoán một sự gia tăng trong biến động giá cổ phiếu khi thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao được công bố do nhà đầu tư e ngại về kĩ năng và năng lực của các nhân sự mới sẽ được thay

thế. Tuy nhiên, với thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao thì biến động giá cổ phiếu sẽ không rõ ràng bằng thông tin bổ nhiệm nhân sự cấp cao được công bố.

Thứ ba, giả thuyết vật tế thần (Scapegoat Hypothesis): Giả thuyết này khác biệt so với các giả thuyết trên khi cho rằng sự thay đổi nhân sự cấp cao của công ty, đặc biệt là thay đổi ban giám đốc sẽ không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường. Giả thuyết này lập luận rằng các nhân sự cấp cao đều có những nỗ lực và khả năng như nhau, do vậy sẽ không có sự thay đổi nào về đặc điểm của công ty sau khi nhân sự mới được thay thế. Clayton và cộng sự (2005) giải thích thêm rằng nhân sự cấp cao trước khi được bổ nhiệm thường phải thỏa mãn các chuẩn mực và phải vượt qua các vòng kiểm tra chuyên môn khó khăn, do vậy, sự khác nhau trong kỹ năng và năng lực của người mới và người cũ là không đáng kể.

2.3. *Lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm trước đây*

Một trong số những nghiên cứu thực nghiệm đầu tiên về phản ứng của thị trường với thông báo miễn nhiệm nhân sự cấp cao được thực hiện bởi Warner và cộng sự (1988). Nhóm nghiên cứu này đã thu thập 567 thông tin miễn nhiệm tổng giám đốc ở 269 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán New York (NYSE) trong giai đoạn 1962–1978. Bằng cách sử dụng công cụ phân tích là phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả nghiên cứu của Warner và cộng sự (1988) cho thấy rằng tồn tại lợi nhuận bất thường xung quanh ngày sự kiện nhưng không có ý nghĩa thống kê. Nói cách khác, giá cổ phiếu bị ảnh hưởng bởi thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao nhưng sự thay đổi trong giá cổ phiếu là không quá nhiều.

Weisbach (1988) mở rộng nghiên cứu các vấn đề từng được đề cập bởi Warner và cộng sự (1988) và tìm thấy các kết quả ngược lại, giá cổ phiếu có phản ứng tích cực với sự kiện miễn nhiệm nhân sự cấp cao, các kiểm định bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện đã chỉ ra rằng tồn tại lợi nhuận bất thường dương xung quanh ngày sự kiện. Mẫu dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu của Weisbach (1988) là 367 thông tin miễn nhiệm tổng giám đốc và thành viên hội đồng quản trị của tất cả các công ty niêm yết trên NYSE giai đoạn 1977–1980.

Cũng với thị trường Mỹ, Huson và cộng sự (2004) tiến hành thu thập các thông tin liên quan đến sự thay đổi nhân sự của các công ty đại chúng có quy mô lớn tại Mỹ giai đoạn 1971–1995. Thông qua việc lược khảo các tin tức trên tờ báo Forbes và Wall Street Journal, nhóm nghiên cứu này đã thu thập được 1.200 sự kiện miễn nhiệm nhân sự cấp cao. Bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện, Huson và cộng sự (2004) tìm thấy thông

báo miễn nhiệm tổng giám đốc có liên quan đến việc tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình dương và có ý nghĩa thống kê của cổ phiếu và nhà đầu tư đón nhận thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao như là một tín hiệu tích cực thúc đẩy họ sẵn lòng chi trả nhiều tiền hơn để sở hữu cổ phiếu.

Ở thị trường châu Á, Kand và Shivdasani (1996) nghiên cứu phản ứng của nhà đầu tư trên thị trường với thông báo miễn nhiệm nhân sự cấp cao tại Nhật. Một phần quan trọng trong nghiên cứu này là xem xét phản ứng của thị trường với 432 sự kiện thông báo miễn nhiệm CEO giai đoạn 1985–1990. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường phản ứng tích cực, giá cổ phiếu tăng với thông tin miễn nhiệm CEO. Kand và Shivdasani (1996) cho rằng các nhà đầu tư đã đón nhận thông tin miễn nhiệm CEO như một thông tin tốt – tín hiệu tích cực, làm gia tăng sự kì vọng của các nhà đầu tư trên thị trường bởi họ tin rằng CEO kế nhiệm mới sẽ dẫn dắt công ty đạt được những thành công mới và kì vọng về những triển vọng tốt đẹp hơn.

Gần đây, Cheung và Jackson (2013) nghiên cứu sự biến động lợi nhuận cổ phiếu với thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao của tất cả các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Úc (ASX) giai đoạn 1999–2009. Bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện để phân tích và kiểm định việc tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình của 647 sự kiện, kết quả nghiên cứu của Cheung và Jackson (2013) tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê mạnh về biến động tăng trong lợi nhuận của cổ phiếu theo sau thông báo miễn nhiệm của nhân sự cấp cao.

Trái ngược với tất cả các nghiên cứu trên, một số nghiên cứu khác đã cho thấy thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao có liên quan đến việc sụt giảm giá cổ phiếu và tồn tại lợi nhuận bất thường âm xung quanh ngày sự kiện, như: Dedman và Lin (2002); Suchard và cộng sự (2001). Suchard và cộng sự (2001) thực hiện nghiên cứu phản ứng của thị trường với thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao ở các công ty tại thị trường Úc, mẫu dữ liệu là 77 thông báo miễn nhiệm của 89 công ty niêm yết trên ASX giai đoạn 1989–1995. Kết quả nghiên cứu của Suchard và cộng sự (2001) tìm thấy bằng chứng phản ứng tiêu cực có độ trễ của thị trường đối với thông báo miễn nhiệm nhân sự cấp cao. Dedman và Lin (2002) tìm kiếm các bằng chứng để trả lời cho câu hỏi hành vi của nhà đầu tư như thế nào đối với thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao tại các công ty nằm trong danh mục chỉ số FT All Share Index tại Anh giai đoạn 1990–1995, mẫu nghiên cứu gồm 331 sự kiện miễn nhiệm nhân sự cấp cao và phương pháp nghiên cứu sự kiện được sử dụng để thực hiện kiểm định các phản ứng của thị trường. Dedman và Lin (2002) đã chỉ

ra một thực trạng rằng có rất nhiều công ty đã không công bố một cách chính thức việc miễn nhiệm nhân sự chủ chốt và điều này thường gặp ở những công ty có hiệu quả kém; đồng thời, các kết quả nghiên cứu còn cho thấy thị trường đã có những phản ứng tiêu cực với thông báo miễn nhiệm các nhân sự chủ chốt của công ty, đặc biệt đối với những trường hợp nhân sự cấp cao bị sa thải. Dedman và Lin (2002) cho rằng các nhà đầu tư đã giảm đi sự kì vọng về triển vọng phát triển của các công ty này và lo ngại nhiều hơn đến các vấn đề về rủi ro tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này được tác giả tiếp cận theo phương pháp nghiên cứu sự kiện, tương tự như các nghiên cứu trước của Bonnier và Bruner (1989), MacKinlay (1997), Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016), và Warner và cộng sự (1988), tác giả xây dựng các bước thực hiện trong nghiên cứu này như sau:

Bước 1: Xác định sự kiện nghiên cứu

Sự kiện trong nghiên cứu là thông báo miễn nhiệm nhân sự cấp cao, chủ chốt của doanh nghiệp tại các vị trí như: Thành viên hội đồng quản trị (bao gồm chủ tịch hội đồng quản trị và các thành viên hội đồng quản trị), thành viên ban giám đốc (bao gồm tổng giám đốc, các phó tổng giám đốc và kế toán trưởng).

Bước 2: Xác định thời gian các khung cửa sổ

Tương tự Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016), trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng độ dài thời gian 100 ngày giao dịch trước sự kiện để làm khung dự báo (khung ước lượng), cụ thể là $[-107; -8]$. Độ dài thời gian cho khung sự kiện là 15 ngày, từ $[-7; 7]$. Khung sau sự kiện được tác giả xem xét đến ngày thứ 15 sau ngày sự kiện.

Bước 3: Xác định lợi nhuận kì vọng (lợi nhuận bình thường)

Lợi nhuận kì vọng được ước lượng dựa trên hai phương pháp sau:

Phương pháp (1): Ước lượng lợi nhuận kì vọng dựa trên yếu tố thị trường và rủi ro.

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

Trong đó,

$E(R_{it})$: Lợi nhuận kì vọng của cổ phiếu i vào ngày t ;

α_{it} và β_{it} : Các hệ số được ước lượng bằng phương pháp hồi quy OLS với khoảng thời

gian 100 ngày trong khung dự báo $[-107; -8]$ giữa lợi nhuận cổ phiếu và lợi nhuận thị trường tính hàng ngày;

$R_{M,t}$: Lợi nhuận của thị trường vào ngày t , được tính bằng cách lấy logarit tự nhiên của chỉ số VNINDEX ngày t chia cho chỉ số ngày $t-1$.

Phương pháp (2): Ước lượng lợi nhuận kì vọng dựa trên yếu tố thị trường.

$$E(R_{it}) = R_{Mt}$$

Bước 4: Ước lượng lợi nhuận bất thường

- Lợi nhuận bất thường của chứng khoán i vào ngày t , được đo lường bằng sự khác biệt giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận kì vọng, cụ thể:

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

Trong đó,

AR_{it} : Lợi nhuận bất thường của chứng khoán i vào ngày t ;

R_{it} : Lợi nhuận thực tế của cổ phiếu i vào ngày t , được tính bằng cách lấy logarit tự nhiên của giá cổ phiếu trong ngày t chia cho giá ngày $t-1$;

$E(R_{it})$: Lợi nhuận kì vọng của cổ phiếu i vào ngày t , được tính theo hai phương pháp như trên.

- Lợi nhuận bất thường trung bình (Average Abnormal Return – AAR) tại ngày t , được xác định bởi công thức:

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

Trong đó, N : Số các sự kiện trong mẫu.

- Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (Cumulative Average Abnormal Returns – CAAR) được tính bằng cách cộng tất cả các lợi nhuận bất thường trung bình trong khung thời gian tương ứng, cụ thể:

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

Bước 5: Kiểm định

Tác giả sử dụng phương pháp kiểm định tham số (t-test) để kiểm định sự tồn tại của lợi nhuận bất thường trung bình và lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy.

- Kiểm định việc tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình:

$$t - \text{stat.} = \frac{AAR_t}{\hat{S}(AAR_t)}$$

Trong đó,

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

N : Số các sự kiện;

$$\hat{S}(AAR_t) = \sqrt{\frac{1}{99} \sum_{i=1}^{100} (AAR_t - \overline{AAR})^2};$$

$$\overline{AAR} = \frac{1}{100} \sum_{i=1}^{100} AAR_t.$$

- Kiểm định việc tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy:

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

Trong đó,

$$\hat{\sigma}_{CAAR(t_1, t_2)} = \sqrt{\frac{1}{N(N-d)} \sum_{i=1}^N (CAR_i(t_1, t_2) - CAAR(t_1, t_2))^2}$$

d : Số bậc tự do;

$CAR_i(t_1, t_2)$: Lợi nhuận bất thường tích lũy của quan sát i trong khung thời gian từ t_1 đến t_2 ;

$CAAR(t_1, t_2)$: Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy trong khung thời gian từ t_1 đến t_2 .

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu về sự kiện thông báo miễn nhiệm nhân sự cấp cao được tác giả thu thập giai đoạn 01/2008–3/2016, các thông tin được lấy từ website của Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE)⁵ và website CafeF⁶ vì các thông tin từ website của HOSE chỉ hạn chế trong 5 năm gần nhất; đồng thời, sự sai biệt về thời gian công bố thông tin giữa 2 website

⁵ Website: <https://www.hsx.vn>

⁶ Website: <http://cafef.vn> là một trong những trang web cung cấp thông tin kinh tế nhanh chóng và tin cậy số 1 tại Việt Nam. Xem thêm xếp hạng tại: <http://cafef.vn/kinh-doanh-doanh-nhan/cafef-lot-vao-top-20-websites-lon-nhat-tai-viet-nam-theo-danh-gia-cua-alexa-20120118115114839.chn> (truy cập ngày 21/6/2017).

trên là không đáng kể (vài giây). Tóm lại, trong mẫu nghiên cứu có tất cả 288 sự kiện miễn nhiệm nhân sự chủ chốt, trong đó, thông tin miễn nhiệm nhân sự hội đồng quản trị có 81 sự kiện, miễn nhiệm nhân sự ban giám đốc có 207 sự kiện. Kết quả được thể hiện chi tiết ở Bảng 1.

Bảng 1

Thống kê các sự kiện trong mẫu nghiên cứu

Năm	Tổng sự kiện miễn nhiệm	Miễn nhiệm hội đồng quản trị	Miễn nhiệm ban giám đốc
2008	4	1	3
2009	2	1	1
2010	11	0	11
2011	18	4	14
2012	38	5	33
2013	38	6	32
2014	70	28	42
2015	98	35	63
2016	9	1	8
Tổng	288	81	207

Ngoài các sự kiện nghiên cứu được thu thập theo các nguồn ở trên, dữ liệu về giá cổ phiếu và chỉ số thị trường VNINDEX được thu thập từ website CafeF.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả nghiên cứu

Phản ứng của thị trường thông qua sự thay đổi giá cổ phiếu với sự kiện công bố thông tin miễn nhiệm các nhân sự cấp cao bao gồm hội đồng quản trị và ban giám đốc được thể hiện ở Bảng 2. Kết quả cho thấy giá cổ phiếu không có sự thay đổi bất thường tại ngày công bố thông tin nhưng trước và sau ngày công bố có dấu hiệu về sự thay đổi bất thường. Sự thay đổi đột biến trong giá thể hiện thông qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường. Tại ngày công bố thông tin (ngày [0]) mặc dù lợi nhuận bất thường âm nhưng chưa đủ bằng chứng thống kê cho thấy giá cổ phiếu sụt giảm nghiêm trọng. Tại các ngày

$[-1]$ và ngày $[2]$, có bằng chứng thống kê cho thấy tồn tại lợi nhuận bất thường. Tác giả cho rằng có thể thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao đã bị rò rỉ trước khi được thông báo chính thức, do vậy, thị trường đã có những phản ứng trước ngày sự kiện, cụ thể là $AAR[-1] = -0,15\%$ và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% . Theo quy định, thông tin thay đổi nhân sự chủ chốt được yêu cầu phải công bố đại chúng trong vòng 24 giờ khi có sự kiện⁷. Đối chiếu quy định này với các kết quả nghiên cứu ở Bảng 2, giá cổ phiếu thay đổi ở ngày ngay trước ngày sự kiện nhưng trong ngày sự kiện thì không tìm thấy sự thay đổi bất thường nào trong giá cổ phiếu. Tác giả cho rằng có thể thực tế thông tin đã không được công bố một cách nhanh nhất, rò rỉ thông tin từ sự trì hoãn hợp pháp⁸ trong việc công bố là lí do dẫn đến những thay đổi bất thường trong giá cổ phiếu ngay trước ngày sự kiện.

Sau ngày sự kiện, thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao được công bố dường như truyền tải tín hiệu tiêu cực ra thị trường ($AAR[2] = -0,12\%$). Đặc biệt, lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy ở các giai đoạn $[0; 7]$ và $[0; 15]$ đều âm nhưng không có ý nghĩa thống kê, kết quả này hàm ý rằng sự thay đổi trong giá cổ phiếu chỉ mang tính chất tạm thời và không có mức giá mới nào được xác lập trong khoảng 15 ngày giao dịch sau ngày sự kiện. Về cơ bản, các kết quả được tìm thấy trong nghiên cứu này tương đồng với các nghiên cứu trước đó tại thị trường Anh và Úc như: Dedman và Lin (2002), Suchard và cộng sự (2001).

⁷ Gần đây nhất là thông tư số: 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính về việc hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán có quy định rõ điều này.

⁸ Ví dụ: Sự kiện tự nhiệm có thể xác nhận vào lúc 10 giờ sáng ngày t , nhưng công ty đại chúng có thể đăng thông tin công bố công khai trong ngày t hoặc trước 10 giờ sáng ngày $t+1$ (lúc đó ngày sự kiện là $t+1$).

Bảng 2

Phản ứng của thị trường với thông báo miễn nhiệm nhân sự cấp cao (hội đồng quản trị và ban giám đốc)

T	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường	
	AAR2	t-stat.	AAR1	t-stat.
-7	0,06%	0,84	0,11%	1,58
-6	0,06%	0,85	0,07%	1,09
-5	-0,01%	-0,13	-0,01%	-0,09
-4	-0,01%	-0,21	0,00%	0,05
-3	-0,03%	-0,44	-0,03%	-0,44
-2	-0,11%	-1,61	-0,11%	-1,69*
-1	-0,15%	-2,17**	-0,16%	-2,29**
0	-0,06%	-0,94	-0,03%	-0,51
1	0,00%	0,00	-0,02%	-0,25
2	-0,12%	-1,78*	-0,15%	-2,24**
3	0,05%	0,69	0,08%	1,18
4	0,06%	0,92	0,10%	1,53
5	-0,10%	-1,44	-0,08%	-1,18
6	0,02%	0,26	0,02%	0,28
7	-0,06%	-0,87	-0,04%	-0,54
T	CAAR2	t-stat.	CAAR1	t-stat.
[-7; -1]	-0,19%	-0,40	-0,12%	-0,25
[0; 7]	-0,21%	-0,44	-0,12%	-0,25
[0; 15]	-0,33%	-0,52	-0,18%	-0,30

Ghi chú: *, ** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%.

Tác giả thực hiện chia nhỏ mẫu nghiên cứu thành hai nhóm, bao gồm nhóm sự kiện miễn nhiệm nhân sự hội đồng quản trị và nhóm sự kiện miễn nhiệm ban giám đốc để

xem xét chi tiết hơn sự thay đổi giá cổ phiếu đối với từng nhóm sự kiện. Kết quả kiểm định được trình bày tương ứng ở Bảng 3 và Bảng 4.

Bảng 3

Phản ứng của thị trường với thông báo miễn nhiệm nhân sự của hội đồng quản trị

T	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường	
	AAR2	t-stat.	AAR1	t-stat.
-7	0,00%	0,03	0,02%	0,58
-6	0,02%	0,49	0,04%	1,03
-5	-0,03%	-0,77	-0,03%	-0,82
-4	-0,05%	-1,40	-0,05%	-1,45
-3	-0,00%	-0,10	-0,01%	-0,18
-2	-0,01%	-0,34	-0,01%	-0,16
-1	-0,09%	-2,71***	-0,09%	-2,49***
0	-0,03%	-0,94	-0,02%	-0,61
1	0,06%	1,72*	0,06%	1,74*
2	-0,05%	-1,41	-0,04%	-1,09
3	-0,03%	-0,97	-0,03%	-0,91
4	-0,03%	-0,94	-0,02%	-0,61
5	0,01%	0,20	0,02%	0,54
6	0,01%	0,33	0,01%	0,31
7	-0,05%	-1,44	-0,03%	-0,98
T	CAAR2	t-stat.	CAAR1	t-stat.
[-7; -1]	-0,16%	-0,15	-0,12%	-0,11
[0; 7]	-0,12%	-0,12	-0,06%	-0,05
[0; 15]	-0,08%	-0,06	0,06%	0,04

Ghi chú: *, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 1%.

Bảng 3 trình bày phản ứng của giá cổ phiếu với nhóm sự kiện miễn nhiệm nhân sự

hội đồng quản trị. Kết quả tương tự như Bảng 2, giá cổ phiếu sụt giảm bất thường ngay trước ngày công bố sự kiện ($AAR[-1] = -0,09\%$); ở các ngày trước đó, giá cũng cho thấy có sự sụt giảm, các lợi nhuận bất thường trung bình âm nhưng không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, ngay sau ngày sự kiện, giá cổ phiếu tăng ($AAR[1] = 0,06\%$), tác giả cho rằng đây là sự phục hồi mang tính kỹ thuật do trước đó giá đã giảm liên tục và đồng thời ngay sau ngày [1], giá tiếp tục giảm (các lợi nhuận bất thường trung bình âm nhưng không có ý nghĩa thống kê).

Tóm lại, giá cổ phiếu đã có những thay đổi bất thường đối với thông tin miễn nhiệm nhân sự hội đồng quản trị. Sự thay đổi nhân sự hội đồng quản trị có thể ảnh hưởng đến chiến lược phát triển ngắn và dài hạn của công ty, đồng thời, các chiến lược hiện tại của công ty cũng có thể sẽ không được thực thi và theo dõi. Do vậy, thông tin miễn nhiệm nhân sự hội đồng quản trị đã thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư trên thị trường và họ đã sụt giảm kì vọng về triển vọng phát triển của công ty trong tương lai. Kết luận có thể được rút ra từ kết quả nghiên cứu là thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao truyền tải tín hiệu tiêu cực ra thị trường, giá cổ phiếu sụt giảm, tuy nhiên, không có mức giá cân bằng mới nào được xác lập trong khoảng 15 ngày sau sự kiện, sự thay đổi giá chỉ mang tính tạm thời. Đồng thời kết quả nghiên cứu cũng ủng hộ cho giả thuyết về chiến lược.

Bảng 4 trình bày phản ứng của giá cổ phiếu với nhóm sự kiện miễn nhiệm nhân sự ban giám đốc, kết quả chưa cho thấy bằng chứng mạnh mẽ về sự thay đổi bất thường trong giá cổ phiếu với sự kiện (dựa trên các kết quả kiểm định AAR2), mặc dù xung quanh ngày sự kiện, các lợi nhuận bất thường trung bình đều âm, đồng thời, các lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy cũng âm nhưng không có ý nghĩa thống kê. Các kết quả này cho thấy rằng các nhà đầu tư hoặc không quan tâm lắm đến thông tin miễn nhiệm nhân sự ban giám đốc hoặc có quan tâm nhưng không phản ứng quá mức với thông tin miễn nhiệm nhân sự ban giám đốc. Tuy nhiên, sự sụt giảm nhẹ trong giá cổ phiếu (lợi nhuận bất thường trung bình âm, không có ý nghĩa thống kê) cũng phần nào cho thấy sự suy giảm trong kì vọng của nhà đầu tư đối với triển vọng công ty. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng ủng hộ cho giả thuyết vật tế thần.

Bảng 4

Phản ứng của thị trường với thông báo miễn nhiệm nhân sự của ban giám đốc

T	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường	
	AAR2	t-stat.	AAR1	t-stat.
-7	0,05%	0,91	0,09%	1,43
-6	0,04%	0,72	0,04%	0,70
-5	0,02%	0,40	0,03%	0,46
-4	0,03%	0,45	0,05%	0,76
-3	-0,03%	-0,47	-0,03%	-0,45
-2	-0,10%	-1,64	-0,11%	-1,88*
-1	-0,05%	-0,86	-0,07%	-1,13
0	-0,03%	-0,53	-0,02%	-0,26
1	-0,06%	-0,93	-0,07%	-1,24
2	-0,08%	-1,27	-0,12%	-1,98**
3	0,09%	1,51	0,12%	2,06**
4	0,09%	1,48	0,12%	1,98**
5	-0,10%	-1,64	-0,09%	-1,54
6	0,01%	0,10	0,01%	0,12
7	-0,01%	-0,10	0,00%	0,02
T	CAAR2	t-stat.	CAAR1	t-stat.
[-7;-1]	-0,03%	-0,06	-0,01%	-0,01
[0;7]	-0,08%	-0,15	-0,05%	-0,10
[0;15]	-0,24%	-0,32	-0,23%	-0,34

Ghi chú: *, ** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%.

5. Kết luận và hàm ý chính sách.

5.1. Kết luận

Nghiên cứu xem xét phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu với thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao bao gồm hội đồng quản trị và ban giám đốc. Mẫu dữ liệu là các thông tin miễn nhiệm nhân sự trực thuộc hội đồng quản trị và ban giám đốc của các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 01/2008–3/2016. Bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả nghiên cứu cho thấy giá cổ phiếu có những thay đổi tiêu cực ngay trước ngày công bố thông tin miễn nhiệm hội đồng quản trị, bằng chứng là tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình âm $AAR[-1] = -0,09\%$ và có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu không tìm thấy sự thay đổi giá bất thường nào trong ngày sự kiện. Tuy nhiên, ngay sau ngày sự kiện, giá cổ phiếu có sự hồi phục tạm thời mang tính kỹ thuật. Bên cạnh đó, với thông tin miễn nhiệm nhân sự ban giám đốc, kết quả nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về sự thay đổi bất thường trong giá cổ phiếu xung quanh ngày sự kiện, mặc dù các lợi nhuận bất thường trung bình có giá trị âm nhưng không có ý nghĩa thống kê. Các kết quả nghiên cứu về cơ bản tương đồng với các nghiên cứu trước đó của Suchard và cộng sự (2001), Dedman và Lin (2002) và ủng hộ cho giả thuyết về chiến lược, giả thuyết vật tế thần. Cuối cùng, các kết quả nghiên cứu cho thấy bằng chứng thông tin bị rò rỉ, sự thay đổi giá cổ phiếu là tạm thời và không có mức giá cân bằng mới nào được xác lập trong khoảng thời gian 15 ngày sau sự kiện.

5.2. Hàm ý chính sách

Với các kết quả nghiên cứu trên, tác giả cũng có một số hàm ý kinh tế quan trọng cho nhà đầu tư. Các kết quả của nghiên cứu đã chỉ ra rằng thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao, đặc biệt là nhân sự hội đồng quản trị có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường. Chứng cứ thực nghiệm này khẳng định hơn nữa vai trò quan trọng của nhân sự cấp cao đối với tiềm năng và triển vọng phát triển của công ty. Do vậy, trong các phân tích lựa chọn cổ phiếu của nhà đầu tư thì thông tin về nhân sự hội đồng quản trị và ban giám đốc nên được nhà đầu tư xem xét một cách cẩn trọng bên cạnh các chỉ tiêu phân tích khác. Hơn nữa, có sự giảm giá cổ phiếu xung quanh ngày sự kiện công bố thông tin miễn nhiệm nhân sự cấp cao, do đó, nhà đầu tư cũng nên lựa chọn thời điểm đầu tư cổ phiếu hợp lý để tận dụng hoặc tránh được các tác động tiêu cực của sự kiện đến giá cổ phiếu. Ngoài ra, nhà quản lý và ban hành chính sách cần có các quy định chặt chẽ và chế tài mạnh mẽ hơn nữa để đảm bảo thông tin được công bố một cách kịp thời và chính xác ■

Tài liệu tham khảo

- 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.
- Cheung, W. J., & Jackson, A. B. (2013). Chief executive officer departures and market uncertainty. *Australian Journal of Management*, 38(2), 279–310.
- Clayton, M. C., Hartzell, J. C., & Rosenberg, J. (2005). The impact of CEO turnover on equity volatility. *Journal of Business*, 78(5), 1779–1808.
- Dedman, E., & Lin, S. W.-J. (2002). Shareholder wealth effects of CEO departures: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 81–104.
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Performance changes following top management dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), 1029–1057.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237–275.
- Kand, J. K., & Shivdasani, A. (1996). Does the Japanese governance system enhance shareholder wealth? Evidence from the stock-price effects of top management turnover. *Review of Financial Studies*, 9(4), 1061–1095.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13–39.
- Reinganum, M. R. (1985). The effect of executive succession on stockholder wealth. *Administrative Science Quarterly*, 30(1), 46–60.
- Suchard, J.-A., Singh, M., & Barr, R. (2001). The market effects of CEO turnover in Australian firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(1), 1–27.
- Võ Xuân Vinh, & Đặng Bửu Kiểm. (2016). Tác động của thông báo điều chỉnh lợi nhuận sau kiểm toán đến giá cổ phiếu. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 230, 54–61.
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461–492.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460.