

BIẾN ĐỘNG GIÁ CHỨNG KHOÁN KHI CÔNG BỐ THÔNG TIN CỔ ĐÔNG CÁ NHÂN VÀ TỔ CHỨC CÓ LIÊN QUAN ĐĂNG KÝ GIAO DỊCH CỔ PHIẾU

Võ Xuân Vinh*, La Ngọc Giàu**

Ngày nhận: 20/01/2016

Ngày nhận bản sửa: 10/02/2016

Ngày duyệt đăng: 25/03/2016

Tóm tắt:

Bài báo nghiên cứu biến động giá chứng khoán khi công ty công bố thông tin đăng ký mua và bán cổ phiếu của cá nhân và tổ chức có liên quan. Sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn từ ngày 01 tháng 01 năm 2008 đến ngày 30 tháng 06 năm 2015 và phương pháp nghiên cứu sự kiện. Kết quả cho thấy thị trường phản ứng tích cực với thông báo đăng ký mua cổ phiếu của cổ đông tổ chức có liên quan và phản ứng tiêu cực với thông tin bán cổ phiếu của cá nhân và tổ chức có liên quan. Ngoài ra, bài báo còn xem xét tác động của thông báo đăng ký tỷ lệ mua ít, và mua nhiều đối với giá chứng khoán.

Từ khóa: công bố thông tin; cổ đông cá nhân có liên quan; cổ đông tổ chức có liên quan; mua (bán) cổ phiếu; nghiên cứu sự kiện.

Stock market reaction to the announcement of share trading by related parties – Evidence from Vietnam

Abstract

This paper examines stock market reaction to trading announcement of the managers' related people. Employing the event study method with the data from firms listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange, we find that the stock market reacts positively to the purchase announcement but negatively to the sell announcement.

Keywords: announcement, manager's related parties, event study.

1. Giới thiệu

Thông tin giao dịch cổ phiếu của cổ đông là các nhà quản lý và người có liên quan được coi là một trong những thông tin có tác động đến giá chứng khoán bởi vì các giao dịch của các cổ đông này thường bao hàm thông tin. Ví dụ, Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2015) nghiên cứu về phản ứng của thị trường với việc thông báo giao dịch chứng khoán của các nhà quản lý. Kết quả cho thấy: đối với sự kiện thông báo đăng ký mua cổ phiếu của các nhà quản lý, giá cổ phiếu giảm liên tục trước ngày công bố thông tin và kể từ ngày công bố thông tin đăng

ký mua, giá cổ phiếu tăng. Đối với sự kiện thông báo đăng ký bán cổ phiếu của các nhà quản lý, giá tăng liên tục trước ngày công bố thông tin và kể từ ngày công bố thông tin giá cổ phiếu giảm.

Trong bối cảnh hệ thống pháp luật chưa hoàn chỉnh và các yếu tố văn hóa đặc thù như ở Việt Nam thì hiện tượng thông tin về doanh nghiệp được các nhà quản lý được truyền tải cho người có liên quan là vấn đề cần xem xét. Ngoài việc nghiên cứu xem xét phản ứng của thị trường đối với thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu của nhà quản lý thì việc nghiên cứu phản ứng của thị trường đối với thông

báo đăng ký giao dịch cổ phiếu của các cổ đông liên quan đến các nhà quản lý vừa có ý nghĩa khoa học và ý nghĩa thực tiễn. Tuy nhiên, chưa có nhiều nghiên cứu về chủ đề này được công bố trong bối cảnh Việt Nam. Cụ thể, cổ đông là người có liên quan được cho là sở hữu nhiều thông tin nội bộ hơn các cổ đông khác và những thông tin mà họ sở hữu có thể mang lại lợi nhuận bất thường khi giao dịch.

Bài báo này sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để xem xét biến động giá cổ phiếu khi thông tin đăng ký giao dịch cổ phiếu của cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan được công bố. Cổ đông cá nhân có liên quan được xem xét trong bài báo này bao gồm: Cha, cha nuôi, mẹ, mẹ nuôi, vợ, chồng, con, con nuôi, anh, chị em ruột của cá nhân của cổ đông quản lý; Còn cổ đông tổ chức có liên quan là tổ chức mà trong đó có cá nhân là nhân viên, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, chủ sở hữu trên mười phần trăm số cổ phiếu lưu hành có quyền biểu quyết. Bên cạnh đó chúng tôi cũng xem xét đến vấn đề minh bạch trong thông tin thông qua sự tồn tại của lợi nhuận bất thường trước ngày thông tin đăng ký giao dịch cổ phiếu được công bố. Cụ thể, bài báo này xem xét vấn đề nghiên cứu ở các khía cạnh: i) nhà đầu tư xem xét thông tin đăng ký giao dịch cổ phiếu của cổ đông là người có liên quan có phải là tín hiệu tốt (xấu) đối với thị trường; ii) có hay không hiện tượng rò rỉ thông tin trước ngày công bố thông tin đăng ký giao dịch cổ phiếu của các cổ đông là người liên quan; iii) thị trường phản ứng có phản ánh hết vào ngày công bố thông tin hay còn kéo dài và iv) xét xem phản ứng của thị trường có gì khác biệt giữa thông báo tỷ lệ đăng ký mua ít và mua nhiều của cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan.

Nghiên cứu có ý nghĩa đối với các cổ đông, các nhà đầu tư và cả các nhà thiết lập chính sách. Bên cạnh việc cung cấp thêm thông tin về mức độ minh bạch thông tin, nghiên cứu này giúp cho nhà đầu tư có những phản ứng đúng hơn với thông tin đăng ký giao dịch cổ phiếu của cổ đông là người liên quan được công bố, từ đó giúp họ đưa ra quyết định phù hợp, mang lại hiệu quả cao nhất.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Lý thuyết thị trường hiệu quả

Biến động giá chứng khoán khi doanh nghiệp công bố một thông tin được giải thích bởi lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama (1970). Lý thuyết này cho rằng trong thị trường hiệu quả, giá của chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin về chứng khoán

đó (Pindyck & Rubinfeld 2009). Tương tự như nghiên cứu trước, lý thuyết hiệu quả dạng vừa có thể lý giải cho phản ứng của thị trường đối với việc công bố thông tin mua bán cổ phiếu của các nhà đầu tư liên quan, với hàm ý là giá cổ phiếu sẽ thay đổi để cập nhật thông tin được công bố.

2.2. Lý thuyết về thông tin bất cân xứng

Hiện tượng bất cân xứng thông tin xảy ra khi người bán và người mua sở hữu các mức độ thông tin khác nhau (Pindyck & Rubinfeld 2009) và ai sở hữu nhiều thông tin hơn sẽ có lợi hơn. Trên thị trường chứng khoán, bất cân xứng thông tin xảy ra khi một hoặc nhóm các nhà đầu tư sở hữu nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư khác về công ty và bên nào có nhiều thông tin sẽ có lợi hơn trong việc đưa ra quyết định đầu tư. Glosten & Harris (1988) và Glosten & Milgrom (1985) đưa ra kết luận về tác động của thông tin được chuyển tải vào giá chứng khoán như sau: khi một nhà đầu tư đặt lệnh mua (bán) thì các nhà tạo lập thị trường, vốn không nhận được thông tin sẽ đánh giá khả năng lệnh đó có thể mang tin có lợi cho nhà đầu tư từ đó hướng giá sẽ tăng (giảm), những kỳ vọng và điều chỉnh đó của nhà tạo lập thị trường sẽ được thể hiện vào giá mua (bán) trong lệnh đặt của họ ngay sau đó.

Trong bài báo này, thông tin bất cân xứng có thể lý giải cho hành vi của các nhà đầu tư như sau. Thứ nhất, có thể việc giao dịch của các nhà đầu tư xuất phát từ thông tin mà họ sở hữu. Thứ hai, cũng các nhà đầu tư bên ngoài, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ lẻ, vốn không có nhiều thông tin, sẽ coi việc công bố thông tin đăng ký giao dịch của cổ đông có liên quan mang tính thông tin và họ giao dịch theo.

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 Thành phố Hồ Chí Minh từ ngày 01 tháng 01 năm 2008 đến ngày 30 tháng 06 năm 2015. Thông tin được lựa chọn từ những thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu của cổ đông là người liên quan được công bố trên website của Sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh. Mỗi sự kiện phải đáp ứng đủ số ngày giao dịch trước ngày công bố thông tin là 136 ngày và đủ 30 ngày sau ngày công bố thông tin. Dữ liệu về các thông số tài chính như khối lượng giao dịch của từng cổ phiếu, giá giao dịch của từng cổ phiếu và chỉ số VN-Index được thu thập trên trang website của Vietstock

(<http://vietstock.vn>).

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu sự kiện được sử dụng với sự kiện nghiên cứu là thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu của cổ đông là người liên quan. Các thông số quan trọng của nghiên cứu sự kiện được sử dụng trong bài báo này bao gồm:

3.2.1. Cửa sổ sự kiện

Tương tự như các nghiên cứu của Gurgul et al. (2003), Ke et al. (2003), Seyhun & Bradley (1997), Hồ Viết Tiến & Đinh Thị Thu Hà (2014) và Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2015) 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 ký giao dịch cổ phiếu của các nhà quản lý).

3.2.2. Sự kiện nghiên cứu

Sự kiện được nghiên cứu là thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu (mua và bán) của cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan.

3.2.3. Lợi nhuận bất thường ($AR_{i,t}$)

Lợi nhuận bất thường được tính toán như các nghiên cứu của Hồ Viết Tiến & Đinh Thị Thu Hà (2014) và Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2015). Trong nghiên cứu này, AR được tính trong cửa sổ sự kiện là 31 ngày [-15,+15].

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

trong đó: $R_{i,t}$ là lợi nhuận thực tế của cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t ; $E(R_{i,t})$ là lợi nhuận kỳ vọng. Trong bài báo này, lợi nhuận kỳ vọng được điều chỉnh bởi lợi nhuận của thị trường ($R_{m,t}$) (Bruner 1999; Hồ Viết Tiến & Đinh Thị Thu Hà 2014; Ritter 1991; Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu 2015; Weber et al. 2008) là lợi nhuận của thị trường. Cụ thể: $E(R_{i,t}) = R_{m,t}$

3.2.4. 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 trong dải [-15,+30].

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

Nghiên cứu sử dụng kiểm định tham số (t-test) để

kiểm định sự tồn tại của lợi nhuận bất thường xung quanh ngày sự kiện. Cụ thể, t-stat vào ngày t được tính như sau:

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

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

$\hat{S}(AAR_t)$ là độ lệch chuẩn của lợi nhuận bất thường được tính cho 120 ngày trước khung sự kiện, theo công thức sau:

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

$$\overline{AAR} = \frac{1}{120} \sum_{i=1}^{120} AAR_t$$

3.2.6. Kiểm định lợi nhuận bất thường tích lũy

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

trong đó:

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

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 $CAAR_i(t_1, t_2)$ là lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình trong khung thời gian $[t_1, t_2]$;

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 1 trình bày kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký mua cổ phiếu của cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan. Thị trường phản ứng với thông tin đăng ký mua cổ phiếu thể hiện qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường dương và duy trì cho đến ngày thứ tư sau ngày công bố thông tin, tuy nhiên chỉ có ý nghĩa thống kê ở mức 5% ở ngày thứ hai. Đối với thông báo đăng ký mua cổ phiếu của tổ chức có liên quan chúng tôi tìm thấy bằng chứng phản ứng tích cực của thị trường thể hiện qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường dương kể từ ngày công bố thông tin ($AAR[0]: 0,64\%$, $AAR[1]: 0,86\%$, $AAR[2]: 0,47\%$ đều dương với mức ý nghĩa 1%). Điều này cho thấy thông báo đăng ký mua cổ phiếu của cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan được thị trường coi là tín hiệu tốt.

Các nhận định trên được củng cố hơn khi tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy dương trong giai đoạn sau ngày công bố thông tin (đối với cả thông báo mua cổ phiếu của cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan) và đều có ý nghĩa thống kê. Cụ

Bảng 1: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký mua cổ phiếu của cổ đông cá nhân và tổ chức người liên quan

t	Thông báo mua cổ phiếu của cá nhân liên quan		Thông báo mua cổ phiếu của tổ chức liên quan	
	AAR	t-stat	AAR	t-stat
-15	0,10%	0,55	0,23%	1,29
-14	0,00%	0,02	-0,13%	-0,71
-13	-0,11%	-0,56	0,20%	1,10
-12	-0,11%	-0,60	-0,30%	-1,65*
-11	0,07%	0,39	0,01%	0,08
-10	0,26%	1,37	0,15%	0,86
-9	-0,25%	-1,33	-0,09%	-0,51
-8	0,20%	1,05	0,07%	0,39
-7	-0,21%	-1,11	0,16%	0,91
-6	-0,17%	-0,89	0,10%	0,55
-5	-0,32%	-1,72*	-0,33%	-1,83*
-4	-0,15%	-0,77	0,50%	2,82***
-3	0,12%	0,63	0,40%	2,25**
-2	0,05%	0,25	0,10%	0,54
-1	-0,21%	-1,11	-0,15%	-0,85
0	0,28%	1,48	0,64%	3,61***
1	0,18%	0,94	0,86%	4,79***
2	0,44%	2,35**	0,47%	2,65***
3	0,17%	0,88	0,06%	0,35
4	0,14%	0,75	-0,32%	-1,81*
5	-0,02%	-0,10	0,02%	0,09
6	-0,05%	-0,27	-0,22%	-1,26
7	-0,38%	-1,99**	-0,02%	-0,12
8	0,15%	0,80	0,15%	0,83
9	0,19%	1,03	-0,11%	-0,62
10	-0,02%	-0,10	-0,16%	-0,89
11	0,06%	0,34	0,23%	1,27
12	0,15%	0,78	0,16%	0,91
13	0,21%	1,10	-0,03%	-0,18
14	0,04%	0,24	-0,13%	-0,75
15	0,03%	0,16	0,16%	0,92
Khung	CAAR	t-stat	CAAR	t-stat
[-15;-1]	-0,72%	-0,88	0,94%	1,51
[0;15]	1,58%	1,79*	1,75%	2,66***
[0;30]	2,37%	1,85*	0,96%	1,04
[-15;15]	0,85%	0,69	2,69%	3,05***

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

thể, đối với thông tin mua cổ phiếu của cá nhân có CAAR[0;15] là 1,58% với mức ý nghĩa 10% và còn đối với tổ chức thì CAAR[0;15] là 1,75% với mức ý nghĩa là 1%.

Chúng tôi phân loại mẫu dữ liệu theo quy mô ít/nhiều dựa trên tiêu chí là tỷ lệ khối lượng đăng ký

mua lớn hoặc nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu. Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký mua cổ phiếu với tỷ lệ khác nhau (mua ít; mua nhiều) của cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan được trình bày tương ứng ở bảng 2 và bảng 3.

Bảng 2 cho thấy thị trường phản ứng tích cực với

thông báo đăng ký mua cổ phiếu của cá nhân có liên quan với tỷ lệ đăng ký lớn (mua nhiều), thể hiện qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường dương kể từ ngày thông báo (AAR[0]:0,73% ý nghĩa 5%, AAR[1]:

0,72% ý nghĩa 10%) và thị trường không phản ứng đối với thông báo đăng ký mua cổ phiếu của cá nhân có liên quan với tỷ lệ đăng ký mua ít.

Bảng 3 cho thấy thị trường chỉ phản ứng với

Bảng 2: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký mua cổ phiếu với tỷ lệ khác nhau của cổ đông cá nhân có liên quan

t	Mua ít		Mua nhiều	
	AAR	t-stat	AAR	t-stat
-15	0,16%	0,64	0,04%	0,18
-14	0,02%	0,08	-0,01%	-0,06
-13	-0,16%	-0,63	-0,05%	-0,21
-12	-0,13%	-0,52	-0,09%	-0,39
-11	-0,03%	-0,12	0,18%	0,74
-10	0,05%	0,21	0,46%	1,91*
-9	-0,31%	-1,25	-0,19%	-0,77
-8	-0,04%	-0,15	0,44%	1,8*
-7	-0,30%	-1,18	-0,12%	-0,50
-6	-0,15%	-0,59	-0,19%	-0,78
-5	-0,53%	-2,12**	-0,11%	-0,45
-4	0,10%	0,41	-0,40%	-1,63
-3	0,17%	0,69	0,06%	0,26
-2	0,56%	2,24**	-0,48%	-1,97**
-1	-0,35%	-1,40	-0,07%	-0,27
0	-0,14%	-0,57	0,71%	2,9***
1	-0,41%	-1,65*	0,78%	3,2***
2	0,35%	1,39	0,54%	2,2**
3	0,05%	0,22	0,28%	1,15
4	-0,29%	-1,14	0,58%	2,38**
5	-0,02%	-0,07	-0,02%	-0,09
6	0,07%	0,28	-0,17%	-0,71
7	-0,31%	-1,25	-0,44%	-1,8*
8	-0,14%	-0,56	0,45%	1,84*
9	0,18%	0,72	0,21%	0,84
10	-0,09%	-0,36	0,05%	0,22
11	0,33%	1,30	-0,20%	-0,84
12	0,32%	1,27	-0,03%	-0,12
13	-0,09%	-0,34	0,51%	2,08**
14	-0,22%	-0,87	0,31%	1,29
15	0,07%	0,27	-0,01%	-0,03
Khung	CAAR	t-stat	CAAR	T test
[-15;-1]	-0,93%	-0,79	-0,52%	-0,44
[0;15]	-0,34%	-0,32	3,53%	2,51**
[0;30]	0,28%	0,17	4,50%	2,32**
[-15;15]	-1,26%	-0,87	3,02%	1,51

Ghi chú: Mua ít là các quan sát có tỷ lệ đăng ký nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu và mua nhiều là các quan sát có tỷ lệ đăng ký lớn hơn giá trị trung vị của mẫu. *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa là 10%, 5%, 1%. Nguồn: Tính toán của tác giả.

thông báo đăng ký tỷ lệ mua nhiều của cổ đông tổ chức có liên quan, được thể hiện qua sự tồn tại lợi nhuận bất thường dương kể từ ngày công bố thông tin: (AAR[0]: 0,94%, AAR[1]:1,31%, AAR[2]: 0,63% đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%

và 5%).

Các kết quả trên cho thấy không phải thị trường phản ứng với tất cả thông tin mua cổ phiếu của cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan mà chỉ phản ứng đối với cổ đông thông báo đăng ký mua với tỷ

Bảng 3: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký mua cổ phiếu với tỷ lệ khác nhau của cổ đông tổ chức có liên quan

t	Mua ít		Mua nhiều	
	AAR	t-stat	AAR	t-stat
-15	0,11%	0,43	0,35%	1,35
-14	-0,13%	-0,49	-0,12%	-0,48
-13	0,00%	0,01	0,39%	1,52
-12	-0,29%	-1,09	-0,31%	-1,19
-11	-0,05%	-0,20	0,08%	0,30
-10	0,32%	1,22	-0,01%	-0,05
-9	-0,06%	-0,21	-0,13%	-0,49
-8	0,01%	0,03	0,13%	0,52
-7	0,12%	0,47	0,20%	0,78
-6	0,38%	1,46	-0,19%	-0,72
-5	0,05%	0,17	-0,70%	-2,71***
-4	0,73%	2,77***	0,28%	1,09
-3	0,23%	0,89	0,57%	2,22**
-2	0,02%	0,08	0,17%	0,67
-1	0,12%	0,46	-0,42%	-1,64
0	0,35%	1,34	0,94%	3,64***
1	0,40%	1,52	1,31%	5,1***
2	0,31%	1,20	0,63%	2,45**
3	-0,04%	-0,14	0,16%	0,64
4	-0,53%	-2,01**	-0,12%	-0,46
5	-0,07%	-0,26	0,10%	0,39
6	-0,31%	-1,20	-0,14%	-0,53
7	0,13%	0,48	-0,17%	-0,66
8	0,03%	0,13	0,26%	1,02
9	-0,33%	-1,26	0,11%	0,42
10	0,06%	0,23	-0,38%	-1,46
11	-0,14%	-0,55	0,60%	2,32**
12	0,05%	0,19	0,28%	1,07
13	0,02%	0,07	-0,08%	-0,32
14	0,23%	0,89	-0,50%	-1,95*
15	0,18%	0,70	0,15%	0,56
Khung	CAAR	t-stat	CAAR	t-stat
[-15;-1]	-0,93%	-0,79	0,30%	0,33
[0;15]	-0,34%	-0,32	3,15%	2,89***
[0;30]	0,28%	0,17	1,91%	1,37
[-15;15]	-1,26%	-0,87	3,45%	2,44**

Ghi chú: Mua ít là các quan sát có tỷ lệ đăng ký nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu và mua nhiều là các quan sát có tỷ lệ đăng ký lớn hơn giá trị trung vị của mẫu. *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa là 10%, 5%, 1%. Nguồn: Tính toán của tác giả.

lệ lớn (mua nhiều).

Như vậy, thông báo mua cổ phiếu với tỷ lệ lớn của cổ đông cá nhân và tổ chức là người có liên quan được coi là thông tin tốt đối với thị trường chứng khoán. Kết quả này tương tự như kết quả nghiên cứu của Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu

(2015) về phản ứng của thị trường chứng khoán với việc công bố thông tin mua cổ phiếu của các nhà quản lý. Nói cách khác, các nhà đầu tư trên thị trường phản ứng với thông tin mua cổ phiếu của các cổ đông là người có liên quan tương tự như thông tin mua cổ phiếu của các nhà quản lý.

Bảng 4: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của cổ đông cá nhân và tổ chức liên quan

t	Thông báo bán cổ phiếu của cá nhân liên quan		Thông báo bán cổ phiếu của tổ chức liên quan	
	AAR	t-stat	AAR	t-stat
-15	0,12%	1,06	0,36%	2,41**
-14	0,07%	0,62	0,09%	0,60
-13	0,17%	1,41	0,32%	2,15**
-12	0,00%	0,04	0,01%	0,06
-11	0,16%	1,35	0,10%	0,69
-10	-0,07%	-0,60	0,05%	0,31
-9	-0,12%	-1,03	-0,07%	-0,44
-8	0,23%	2**	-0,01%	-0,07
-7	0,27%	2,27**	0,05%	0,33
-6	0,25%	2,13**	0,37%	2,48**
-5	0,15%	1,25	0,37%	2,44**
-4	0,48%	4,1***	0,30%	1,99**
-3	0,34%	2,93***	0,25%	1,65*
-2	0,48%	4,13***	0,39%	2,59***
-1	0,26%	2,23**	0,12%	0,83
0	-0,18%	-1,51	-0,31%	-2,08**
1	0,00%	-0,03	-0,16%	-1,09
2	-0,16%	-1,37	-0,22%	-1,46
3	0,07%	0,63	-0,11%	-0,72
4	0,26%	2,22**	0,14%	0,93
5	-0,05%	-0,42	-0,19%	-1,30
6	0,09%	0,75	-0,12%	-0,82
7	-0,15%	-1,28	-0,06%	-0,37
8	0,13%	1,15	-0,17%	-1,11
9	-0,06%	-0,51	0,33%	2,23**
10	-0,13%	-1,13	0,01%	0,09
11	0,11%	0,95	-0,10%	-0,69
12	0,05%	0,44	-0,28%	-1,88*
13	-0,06%	-0,53	-0,13%	-0,89
14	0,03%	0,27	0,09%	0,58
15	0,10%	0,86	-0,28%	-1,87*
Khung	CAAR	t-stat	CAAR	T test
[-15;-1]	3,92%	10,34***	2,70%	3,67***
[0;15]	-0,39%	-1,25	-1,57%	-2,19**
[0;30]	-1,04%	-2,37**	-2,13%	-2,2**
[-15;15]	3,53%	7,51***	1,13%	1,19

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 5: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký bán cổ phiếu với tỷ lệ khác nhau của cổ đông cá nhân có liên quan

T	Bán ít		Bán nhiều	
	AAR	t-stat	AAR	t-stat
-15	0,00%	-0,03	0,25%	1,38
-14	0,24%	1,54	-0,09%	-0,51
-13	0,35%	2,29**	-0,02%	-0,13
-12	0,10%	0,63	-0,09%	-0,48
-11	0,05%	0,34	0,26%	1,44
-10	-0,02%	-0,11	-0,12%	-0,68
-9	0,09%	0,60	-0,33%	-1,83*
-8	0,18%	1,15	0,29%	1,59
-7	0,31%	1,98**	0,23%	1,24
-6	0,25%	1,61	0,25%	1,37
-5	0,16%	1,02	0,14%	0,74
-4	0,48%	3,07***	0,49%	2,66***
-3	0,33%	2,11**	0,36%	1,97**
-2	0,54%	3,52***	0,42%	2,32**
-1	0,30%	1,93*	0,22%	1,23
0	-0,17%	-1,11	-0,18%	-1,00
1	-0,17%	-1,10	0,16%	0,89
2	-0,24%	-1,56	-0,08%	-0,43
3	0,27%	1,77*	-0,13%	-0,68
4	0,45%	2,93***	0,07%	0,36
5	-0,01%	-0,07	-0,09%	-0,48
6	0,04%	0,24	0,14%	0,76
7	-0,18%	-1,14	-0,12%	-0,67
8	-0,10%	-0,65	0,37%	2,02**
9	-0,10%	-0,67	-0,02%	-0,10
10	-0,08%	-0,52	-0,18%	-1,01
11	0,26%	1,71*	-0,04%	-0,23
12	-0,07%	-0,46	0,17%	0,95
13	-0,09%	-0,60	-0,03%	-0,18
14	-0,12%	-0,80	0,19%	1,02
15	-0,05%	-0,32	0,25%	1,38
Khung	CAAR	t-stat	CAAR	T test
[-15;-1]	3,35%	5,08***	2,25%	3,04***
[0;15]	-0,36%	-0,68	0,47%	0,68
[0;30]	-1,34%	-1,77*	-0,01%	-0,01
[-15;15]	2,99%	3,63***	2,72%	2,82***

Ghi chú: Mua ít là các quan sát có tỷ lệ đăng ký nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu và mua nhiều là các quan sát có tỷ lệ đăng ký lớn hơn giá trị trung vị của mẫu. *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa là 10%, 5%, 1%. Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 4 thể hiện kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của cổ đông cá nhân và tổ chức người liên quan. Thị trường đã phản ứng ngay với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của cổ đông cá nhân có liên quan. Phản ứng

này được thể hiện thông qua giá cổ phiếu giảm và tồn tại lợi nhuận bất thường âm ngay ngày thông báo (AAR[0]:-1,51% với mức ý nghĩa là 5%). Điều này được củng cố khi lợi nhuận bất thường tích lũy ở khung thời gian sau ngày thông báo là âm và có ý

nghĩa thống kê ở mức 5% (CAAR [0;30]: -1,04%). Kết quả tương tự cũng được tìm thấy đối với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của cổ đông tổ chức có liên quan (kết quả được trình bày cột bên phải bảng 4). Giá cổ phiếu giảm, lợi nhuận bất thường âm

ngay ngày thông báo (ARR[0]: -0,31% với mức ý nghĩa 5%) và lợi nhuận bất thường tích lũy ở khung sau ngày thông báo là âm và có ý nghĩa thống kê 5% (CAAR [0;30]: -2,13%). Điều này cho thấy thị trường coi thông tin đăng ký bán cổ phiếu của cá

Bảng 6: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký bán cổ phiếu với tỷ lệ khác nhau của cổ đông tổ chức có liên quan

t	Bán ít		Bán nhiều	
	AAR	t-stat	AAR	t-stat
-15	0,29%	1,39	0,43%	2,03**
-14	-0,13%	-0,61	0,31%	1,45
-13	0,03%	0,12	0,62%	2,92***
-12	-0,16%	-0,77	0,18%	0,85
-11	-0,07%	-0,33	0,28%	1,30
-10	-0,20%	-0,96	0,30%	1,39
-9	-0,23%	-1,12	0,10%	0,48
-8	-0,02%	-0,10	0,00%	0,00
-7	0,05%	0,23	0,05%	0,24
-6	0,29%	1,40	0,45%	2,12**
-5	0,44%	2,12**	0,29%	1,35
-4	0,20%	0,96	0,40%	1,87*
-3	0,20%	0,95	0,30%	1,40
-2	0,25%	1,21	0,52%	2,46**
-1	-0,14%	-0,67	0,39%	1,84*
0	-0,16%	-0,76	-0,47%	-2,19**
1	0,40%	1,91*	-0,73%	-3,45***
2	-0,40%	-1,92*	-0,03%	-0,16
3	-0,33%	-1,60	0,12%	0,57
4	0,05%	0,22	0,23%	1,09
5	0,11%	0,52	-0,50%	-2,36**
6	0,06%	0,27	-0,30%	-1,42
7	0,01%	0,03	-0,12%	-0,56
8	-0,23%	-1,10	-0,10%	-0,49
9	0,25%	1,21	0,42%	1,96*
10	0,02%	0,11	0,00%	0,01
11	-0,14%	-0,65	-0,07%	-0,34
12	-0,15%	-0,74	-0,41%	-1,93*
13	0,00%	0,01	-0,27%	-1,27
14	0,17%	0,79	0,01%	0,03
15	-0,28%	-1,34	-0,28%	-1,32
Khung	CAAR	t-stat	CAAR	t-stat
[-15;-1]	0,80%	0,94	4,61%	3,9***
[0;15]	-0,63%	-0,63	-2,51%	-2,47**
[0;30]	-1,65%	-1,23	-2,62%	-1,86*
[-15;15]	0,16%	0,12	2,10%	1,59

Ghi chú: Mua ít là các quan sát có tỷ lệ đăng ký nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu và mua nhiều là các quan sát có tỷ lệ đăng ký lớn hơn giá trị trung vị của mẫu. *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa là 10%, 5%, 1%. Nguồn: Tính toán của tác giả.

nhân và tổ chức có liên quan là một tín hiệu xấu.

Kết quả bảng 4 cũng cho thấy lợi nhuận bất thường là dương và tồn tại liên tục đến ngay trước ngày công bố thông tin của các cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan (các AAR >0 và hầu hết có ý nghĩa thống kê ở mức cao). Kết quả này có thể luận giải rằng: Một là, các cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan tận dụng cơ hội tăng giá của thị trường để đăng ký bán cổ phiếu khi nó đã vượt qua kỳ vọng của họ; Hai là, có thể tồn tại hiện tượng rò rỉ thông tin vì đây là nhóm cổ đông có liên quan trực tiếp với các nhà quản lý công ty. Không loại trừ khả năng họ đã liên kết với các nhà quản lý công ty và nhóm các đối tượng khác để thực hiện việc đẩy giá cổ phiếu lên cao trước khi thông báo đăng ký bán cổ phiếu cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan. Các nhận định trên được củng cố hơn nữa khi mà lợi nhuận bất thường tích lũy ở khung thời gian trước thông báo đăng ký bán cổ phiếu của cá nhân (CAAR [-15;-1]: 3,92%) và tổ chức (CAAR [-15;-1]: 2,7%) có liên quan đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Các kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2015) về phản ứng của thị trường với thông tin giao dịch của cổ đông là nhà quản lý. Điều này cho thấy thị trường đã ngầm hiểu về mức độ sở hữu thông tin của cổ đông nội bộ quản lý và cá nhân có liên quan là như nhau.

Tương tự như thông tin đăng ký mua cổ phiếu của cá nhân và tổ chức có liên quan, chúng tôi cũng xem xét phản ứng của thị trường với thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu của cá nhân và tổ chức có liên quan thông qua việc phân loại mẫu dựa trên tiêu chí là tỷ lệ khối lượng đăng ký lớn hoặc nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu. Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của cổ đông cá nhân và nội bộ liên quan sau khi đã chia nhỏ mẫu được trình bày lần lượt ở bảng 5 và bảng 6.

Kết quả bảng 5 cho thấy phản ứng của thị trường trước thông báo đăng ký bán ít, bán nhiều của cổ đông cá nhân có liên quan có sự tương đồng với nhau. Giá cổ phiếu tăng và đều tồn tại lợi nhuận bất thường dương trước ngày công bố thông tin; giá cổ phiếu sụt giảm ngay ngày công bố thông tin. Phản ứng của thị trường với thông báo đăng ký bán cổ phiếu với tỷ lệ khác nhau của cổ đông tổ chức có liên quan thể hiện ở bảng 6. Kết quả cho thấy thị trường chỉ phản ứng với thông báo đăng ký mua nhiều thể hiện qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường

âm ngay ngày công bố thông tin (AAR[0]: -0,47% với mức ý nghĩa là 5%) và lợi nhuận bất thường tích lũy ở khung thời gian sau thông báo đăng ký bán cổ phiếu của tổ chức (CAAR [0;15]: -2,51% với mức ý nghĩa 5%).

5. Kết luận

Bài báo này nghiên cứu biến động giá đối với thông tin đăng ký giao dịch cổ phiếu của cổ đông cá nhân nhân và tổ chức có liên quan. Kết quả bài báo cho thấy, thị trường phản ứng một cách tích cực (tồn tại lợi nhuận bất thường dương) đối với thông báo đăng ký mua cổ phiếu của tổ chức có liên quan. Đối với thông báo đăng ký mua cổ phiếu của cá nhân có liên quan thì thị trường phản ứng chậm hơn (tồn tại lợi nhuận bất thường dương vào ngày thứ 2 sau ngày công bố thông tin). Khi xem xét quy mô đăng ký mua bán thì thị trường phản ứng tích cực mạnh đối với tỷ lệ đăng ký lớn (mua nhiều) kể cả cổ đông là cá nhân và tổ chức có liên quan. Đối với sự kiện thông báo đăng ký bán cổ phiếu, chúng tôi chưa tìm thấy bằng chứng thống kê cho thấy sự phản ứng của thị trường đối với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của cổ đông là cá nhân và tổ chức có liên quan kể cả bán ít và bán nhiều. Tuy nhiên, kết quả cho thấy thị trường phản ứng tiêu cực đối với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của tổ chức có liên quan tại ngày công bố thông tin và sau ngày công bố thông tin 1 ngày (đối với thông tin đăng ký bán nhiều). Bên cạnh đó, kết quả cho thấy khả năng rò rỉ thông tin thể hiện qua việc tồn tại liên tục lợi nhuận bất thường dương trước ngày công bố thông tin.

Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường phản ứng với thông tin đăng ký giao dịch của cổ đông có liên quan cũng tương đồng như phản ứng của thị trường với thông tin đăng ký giao dịch của các nhà quản lý trình bày trong nghiên cứu của Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2015). Cụ thể, thị trường phản ứng với thông tin đăng ký mua cổ phiếu của cá nhân liên quan cũng giống như phản ứng của thị trường với thông tin mua cổ phiếu của các nhà quản lý được công bố. Thị trường phản ứng tiêu cực với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của tổ chức liên quan cũng tương tự như phản ứng của thị trường với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của các nhà quản lý được công bố. Điều này hàm ý thị trường ngầm hiểu về mức độ sở hữu thông tin của cổ đông nội bộ quản lý và cá nhân có liên quan là như nhau.

Tài liệu tham khảo

- 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.
- Fama, E.F. (1970), 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*', *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Glosten, L.R. & Harris, L.E. (1988), 'Estimating the components of the bid/ask spread', *Journal of financial Economics*, 21(1), 123-142.
- Glosten, L.R. & Milgrom, P.R. (1985), 'Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders', *Journal of financial economics*, 14(1), 71-100.
- 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.
- Hồ Viết Tiến & Đinh Thị Thu Hà (2014), 'Phát hành cổ phiếu bổ sung - Nghiên cứu tại thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh', *Tạp chí phát triển kinh tế* 290, 21(1), 21-41.
- 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.
- Pindyck, R.S. & Rubinfeld, D.L. 2009, *Mikroökonomie*, Pearson Deutschland GmbH.
- Ritter, J.R. (1991), 'The long-run performance of initial public offerings', *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Seyhun, H.N. & Bradley, M. (1997), 'Corporate Bankruptcy and Insider Trading*', *The Journal of Business*, 70(2), 189-216.
- Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2015), 'Phản ứng của thị trường với thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu các nhà quản lý', *working paper*.
- 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.

Thông tin tác giả:

***Võ Xuân Vinh**, Phó giáo sư, Tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Ngân hàng, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh và Trung tâm Pháp - Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, Tài chính, Ngân hàng, Quản trị doanh nghiệp.
- Một số tạp chí tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Global Finance Journal*; *Research in International Business and Finance*; *Applied Financial Economics*; *Applied Economics*; *International Review of Financial Analysis*; *Emerging Markets Finance and Trade*; *Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis*; *International Finance Review*; *Journal of Multinational Financial Management*, *Emerging Markets Review*; *The Business Review*, Cambridge; *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*; *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, *International Journal of Monetary Economics and Finance*. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, *Tạp chí Phát triển khoa học và công nghệ*, *Tạp chí công nghệ ngân hàng*, *Tạp chí khoa học và đào tạo ngân hàng*.

**** La Ngọc Giàu**, Thạc sĩ, nghiên cứu sinh

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Kinh tế Xã hội & Nhân văn, Trường Cao đẳng Cộng đồng Đồng Tháp
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính, Ngân hàng, Kế toán, Kiểm toán.
- Địa chỉ Email: langocgiatau@gmail.com