

TÁC ĐỘNG CỦA THÔNG TIN NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI KHÔNG CÒN LÀ CỔ ĐÔNG LỚN ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU – NGHIÊN CỨU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Võ Xuân Vinh

Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Trung tâm Pháp Việt Đào tạo về quản lý (CFVG) Hồ Chí Minh

Email: vinhvx@ueh.edu.vn

La Ngọc Giàu

Khoa Kinh tế Xã hội & Nhân văn, Cao đẳng cộng đồng Đồng Tháp

Email: langocgiàu@gmail.com

Ngày nhận: 12/8/2017

Ngày nhận bản sửa: 28/9/2017

Ngày duyệt đăng: 25/11/2017

Tóm tắt:

Bài báo nghiên cứu phản ứng của thị trường thông qua biến động giá chứng khoán với sự tác động của thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn ở các thời điểm như: ngày đăng ký giao dịch, ngày giao dịch và ngày báo cáo về sở hữu của cổ đông lớn. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện với nguồn dữ liệu được thu thập từ Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ 01/01/2008 đến 30/06/2015, kết quả cho thấy: i) tại ngày công bố thông tin đăng ký giao dịch thị trường không phản ứng bất thường, ii) tại ngày giao dịch thị trường phản ứng chậm, iii) tại ngày công bố báo cáo về sở hữu của cổ đông lớn thị trường không phản ứng bất thường.

Từ khóa: Cổ đông lớn; công bố thông tin; nhà đầu tư nước ngoài; nghiên cứu sự kiện.

The Impact of Information of no longer Big Foreign Shareholders on Stock Prices – The Case Study of Vietnam Stock Market

Abstract:

This paper investigates the stock market reaction through stock price variations with impact of information of no longer big foreign shareholders at the time of registration date, trading date and reporting date. Employing the event study approach and collecting data from Ho Chi Minh City Stock Exchange for the period from January 1, 2008 to June 30, 2015, the findings show that (i) at registration announcement date, there is no significant evidence on the stock market abnormal reaction; (ii) at trading date, the market reacts slowly; and (iii) at reporting announcement date, there is no abnormal reaction.

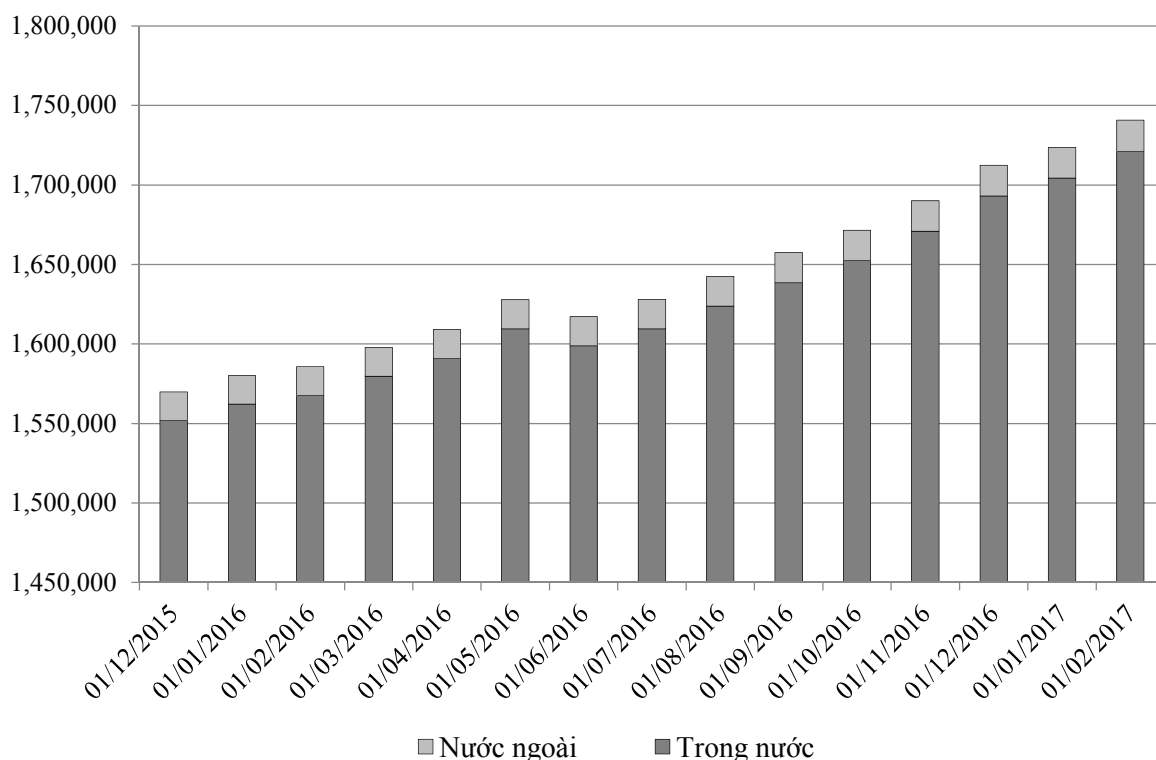
Keywords: Large shareholders; announcement; foreign investors; event study.

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán không chỉ là một kênh huy động vốn trung và dài hạn mà còn là một kênh quan trọng trong việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô cho nhiều quốc gia trên thế giới. Ở Việt Nam thị trường chứng khoán chính thức hình thành từ tháng 7/2000, qua hơn 16 năm đi vào hoạt động thị trường chứng khoán đã thu hút được nhiều nhà

đầu trong và ngoài nước tham gia vào thị trường. Hình 1 cho thấy số lượng tài khoản nhà đầu tư trong nước cũng như nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng tăng trong khoảng thời gian từ 01/12/2015 đến tháng 01/02/2017. Cùng với năng lực quản trị và kinh nghiệm đầu tư quốc tế các nhà đầu tư nước ngoài, thị trường kỳ vọng sẽ mang lại nhiều hiệu quả cho các doanh nghiệp, cho thị trường chứng khoán Việt

Hình 1: Thống kê số lượng tài khoản giao dịch nhà đầu tư trong nước và nước ngoài



Nguồn: Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD)

Nam và đây có thể xem là một tín hiệu tốt cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Nhiều nghiên cứu đã khẳng định vai trò cũng như mức độ ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài đối với thị trường cũng như đối với doanh nghiệp. Ví dụ, các nghiên cứu về vai trò của nhà đầu tư nước ngoài đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Batten & Vo, 2015; Võ Xuân Vinh, 2014). Phần lớn kết quả cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng tích cực và hỗ trợ nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mà họ đầu tư.

Các nghiên cứu trước cũng cho rằng thông tin giao dịch cổ phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài được coi là một kênh thông tin quan trọng đối với thị trường. Ví dụ, Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2016b) nghiên cứu về thông tin hàm chứa trong giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam, kết quả cho thấy thông tin hàm chứa trong sự kiện bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài là xấu đối với thị trường. Võ Xuân Vinh (2016) nghiên cứu về sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và tính thanh khoản cổ phiếu bằng chứng thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tại Việt Nam, Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu

(2017) nghiên cứu về một khía cạnh khác của thông tin nhà đầu tư nước ngoài, đó là thông tin nhà đầu tư nước ngoài trở thành cổ đông lớn. Tác giả nghiên cứu tác động của thông tin nhà đầu tư nước ngoài trở thành cổ đông lớn đối với giá cổ phiếu của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Kết quả cho thấy thông tin nhà đầu tư nước ngoài trở thành cổ đông lớn là một tín hiệu tích cực đối thị trường. Kết quả nghiên cứu này hàm ý rằng các nhà đầu tư khác xem thông tin giao dịch của đầu tư nước ngoài là một kênh thông tin quan trọng cho việc ra quyết định đầu tư của mình.

Thông tin nhà đầu tư nước ngoài thoái vốn và không còn là cổ đông lớn có thể được các nhà đầu tư khác coi như thông tin không tốt và có thể là một tín hiệu tiêu cực đối với thị trường. Chính vì vai trò quan trọng của nhà đầu tư nước ngoài cũng như thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn, nghiên cứu về ảnh hưởng của thông tin này đối với thị trường có vai trò quan trọng cả lý thuyết và thực tiễn. Bài báo này xem xét phản ứng của thị trường chứng khoán Việt Nam (phản ứng qua giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh) với thông tin nhà

đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Lý thuyết về thị trường hiệu quả

Lý thuyết nền tảng về ảnh hưởng của thông tin đối với giá cổ phiếu là lý thuyết thị trường hiệu quả được giới thiệu bởi Malkiel & Fama (1970). Tương tự như nghiên cứu về phản ứng của thị trường với sự kiện được công bố (Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiêm, 2014; Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái, 2015; Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu, 2016a; Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực, 2015) lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa cho rằng thị trường sẽ phản ứng ngay với thông tin cho nên các nhà đầu tư sẽ không được hưởng lợi nhuận bất thường khi giao dịch cổ phiếu với thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn.

2.2. Lý thuyết về thông tin bất cân xứng

Bất cân xứng thông tin trên thị trường chứng khoán tồn tại khi nhóm cổ đông này sở hữu ít thông tin hơn nhóm cổ đông khác, từ đó có khả năng dẫn đến các lựa chọn bất lợi khi ra quyết định đầu tư. Trong bài nghiên cứu này, lý thuyết về bất cân xứng thông tin được sử dụng để lý giải cho phản ứng của thị trường đối với thông tin các cổ đông nước ngoài không còn là cổ đông lớn như sau: i) Các cổ đông và các nhà đầu tư khác coi nhà đầu tư nước ngoài là nhà đầu tư chuyên nghiệp kể cả trong việc tiếp cận thu thập thông tin; và ii) các nhà đầu tư và các cổ đông khác, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ lẻ, vốn không có nhiều thông tin hoặc bị hạn chế trong việc phân tích cũng như dự báo thị trường với thông tin mà họ sở hữu, có khả năng họ sẽ theo dõi và giao dịch theo các cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài. Hơn nữa, khi cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài bán cổ phiếu để không còn là cổ đông lớn được coi là một thông tin quan trọng đối với các nhà đầu tư khác.

2.3. Lý thuyết tín hiệu

Theo lý thuyết tín hiệu thì các giao dịch của các cổ đông được coi là mang tín hiệu đối với thị trường. Trong trường hợp này, thông tin bán cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài để không còn là cổ đông lớn của một công ty được coi là một tín hiệu xấu.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Trong bài báo này, chúng tôi sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để xem xét phản ứng của thị trường với thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn.

3.1. Sự kiện và ngày sự kiện

Sự kiện nghiên cứu là sự kiện nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn của công ty. Sự kiện được xem xét tại 3 thời điểm:

i) Ngày công bố thông tin đăng ký giao dịch (bán cổ phiếu) của nhà đầu tư nước ngoài;

ii) Ngày giao dịch (bán cổ phiếu) của nhà đầu tư nước ngoài làm thay đổi tỷ lệ sở hữu và không còn là cổ đông lớn;

iii) Ngày công bố báo cáo về sở hữu của cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ các công ty được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ năm 2008 đến năm 2015. Thông tin được lựa chọn từ những thông báo kết quả giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài được công bố trên website của Sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh và các phương tiện thông tin đại chúng khác theo quy định. Mỗi sự kiện phải đáp ứng đủ số ngày giao dịch trước ngày công bố thông tin là 136 ngày giao dịch và đủ 30 ngày giao dịch sau ngày công bố thông tin. Việc đáp ứng theo tiêu chí này nhằm để thỏa mãn các ước lượng lợi nhuận kỳ vọng (136 ngày trước sự kiện) và tránh việc ảnh hưởng sự kiện này đến sự kiện khác ngay sau đó (cách nhau 30 ngày giao dịch mỗi sự kiện). 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 (www.vietstock.vn).

3.3. Khung sự kiện nghiên cứu

Tương tự như nhiều nghiên cứu trước (Brown & Warner, 1980; Gurgul & cộng sự, 2003; MacKinlay, 1997; Seyhun & Bradley, 1997; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiêm, 2014; Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu 2016, 2017), ba cửa sổ trong khung sự kiện sử dụng để nghiên cứu gồm: i) Cửa sổ sự kiện được chọn là 31 ngày, tính từ ngày -15 (trước ngày công bố thông tin 15 ngày) đến ngày +15 (sau ngày công bố thông tin 15 ngày) bao gồm cả ngày 0 (ngày sự kiện), ii) Cửa sổ ước lượng là 120 ngày từ ngày -16 đến ngày -135, iii) Cửa sổ sau sự kiện là 15 ngày từ ngày +16 đến ngày +30.

3.4. Đo lường phản ứng của thị trường

Trong bài báo này, việc đo lường phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu được thực hiện tương

tự như các nghiên cứu trước đây (Brown & Warner, 1980; Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu, 2016, 2017; Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực, 2015) và được đánh giá thông qua sự tồn tại của lợi nhuận bất thường và lợi nhuận bất thường tích lũy.

3.4.1. Lợi nhuận thực tế của cổ phiếu j tại thời điểm t (R_{jt})

Lợi nhuận của một cổ phiếu j tại thời điểm t được xác định như sau:

$$R_{jt} = \ln \left(\frac{P_{jt}}{P_{jt-1}} \right)$$

trong đó: P_{jt} là giá cổ phiếu j tại thời điểm t; P_{jt-1} là giá cổ phiếu j tại thời điểm t-1.

3.4.2. Lợi nhuận bất thường (AR_{it})

Lợi nhuận bất thường được xác định là chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế của cổ phiếu j với lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu đó tại thời điểm t trong khung sự kiện. 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 kỳ vọng. Trong khuôn khổ của nghiên cứu này, $E(R_{it})$ được tính theo 2 phương pháp:

Phương pháp 1

Lợi nhuận kỳ vọng được điều chỉnh bởi lợi nhuận của thị trường.

$$E(R_{it}) = R_{m,t}$$

Phương pháp 2

Lợi nhuận kỳ vọng được tính toán dựa trên mô hình yếu tố thị trường và rủi ro.

$$E(R_{it}) = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} R_{m,t}$$

Các tham số $\alpha_{i,t}$ và $\beta_{i,t}$ được tính toán trong khoảng thời gian của cửa sổ ước lượng sử dụng phương pháp hồi qui OLS.

3.4.3. Lợi nhuận bất thường trung bình (average abnormal return)

Lợi nhuận bất thường trung bình (AAR) vào ngày t được tính theo công thức sau:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt}$$

với N là số các quan sát, AR_{jt} là lợi nhuận bất thường của chứng khoán j vào ngày t.

3.4.4. Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy

(cumulative average abnormal return)

CAAR là lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình là tổng của các lợi nhuận bất thường trung bình trong một giai đoạn (t_1, t_2), 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 trước công bố thông tin 15 ngày và sau ngày công bố thông tin 30 ngày [-15,+30].

3.5. Kiểm định sự tồn tại lợi nhuận bất thường và lợi nhuận bất thường tích lũy

Trong các nghiên cứu đã thực hiện như (Bajo, 2010; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2016a; Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu, 2016, 2017; Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực, 2015) kiểm định t-test và kiểm định S-test được áp dụng để kiểm định sự tồn tại của lợi nhuận bất thường và lợi nhuận bất thường tích lũy.

3.5.1. Kiểm định t-test

Kiểm định lợi nhuận bất thường

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

trong đó,

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

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

$$\overline{AAR} = \frac{1}{120} \sum_{-135}^{-16} AAR_t$$

$\hat{S}(AAR_t)$ độ lệch chuẩn của lợi nhuận bất thường được tính cho 120 ngày trước khung sự kiện.

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 $[t_1, t_2]$.

3.5.2. Kiểm định Sign test

Sign test dựa trên tỷ 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 kỳ 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:

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

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

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Phản ứng của thị trường với thông báo đăng ký bán cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài để không còn là cổ đông lớn

Bảng 1 thể hiện lợi nhuận bất thường trung bình (AAR), lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR) và kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường tại ngày thông báo thông tin đăng ký bán cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài để không còn là cổ đông lớn (tỷ lệ sở hữu cổ phiếu <5%)¹.

Hình 2, Hình 3 và Hình 4 cho thấy không có sự khác biệt đáng kể giữa hai phương pháp tính lợi nhuận bất thường (phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường (market adjusted) và phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo rủi ro và thị trường (market and risk adjusted)) cũng như hai phương pháp kiểm định tham số (t-test) và phi tham số (Z-value). Do đó chúng tôi sử dụng kết quả của phương pháp 1 (phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường (market adjusted) để thảo luận về kết quả nghiên cứu.

Kết quả Bảng 1 chúng tôi chưa tìm thấy bằng

Bảng 1: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường tại ngày công bố thông tin đăng ký bán cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài để không còn là cổ đông lớn

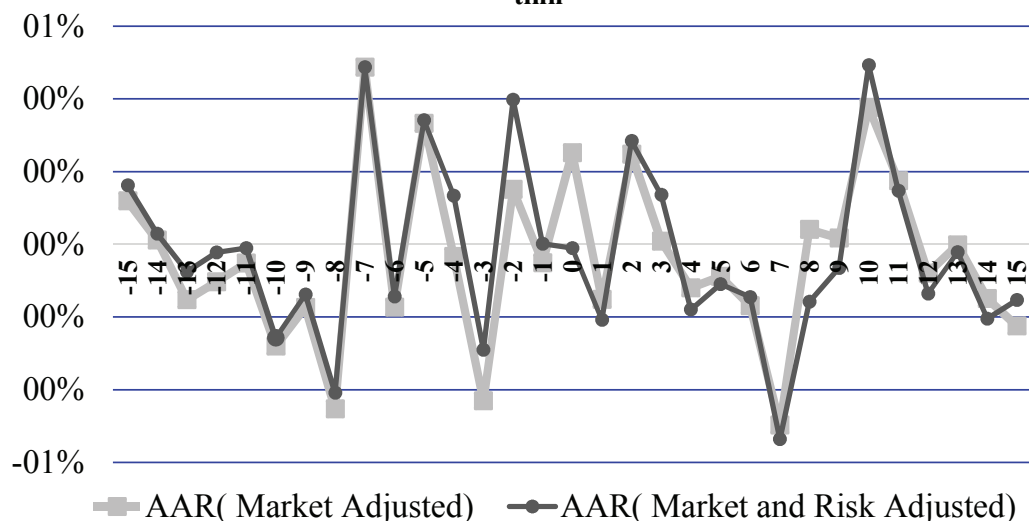
T	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR1	T Test	Sign Test	AAR2	T test	Sign Test
-15	0.12%	0.48	1.15	0.16%	0.70	0.40
-14	0.01%	0.05	-0.40	0.03%	0.12	-0.26
-13	-0.15%	-0.61	0.71	-0.08%	-0.33	-0.04
-12	-0.10%	-0.41	1.15	-0.02%	-0.10	1.29
-11	-0.05%	-0.21	-0.84	-0.01%	-0.05	-0.92
-10	-0.28%	-1.13	-0.40	-0.26%	-1.12	-1.14
-9	-0.17%	-0.70	-0.40	-0.14%	-0.60	-0.48
-8	-0.45%	-1.82*	-1.06	-0.41%	-1.78*	-1.58
-7	0.49%	1.95*	2.03**	0.49%	2.12**	1.07
-6	-0.17%	-0.69	-0.84	-0.14%	-0.63	-0.70
-5	0.33%	1.33	0.49	0.34%	1.48	0.18
-4	-0.03%	-0.13	-0.40	0.13%	0.58	-0.92
-3	-0.43%	-1.73*	-1.06	-0.29%	-1.26	-0.26
-2	0.15%	0.60	0.27	0.40%	1.73*	0.18
-1	-0.05%	-0.20	-0.40	0.00%	0.01	-1.36
0	0.25%	1.01	1.37	-0.01%	-0.05	0.40
1	-0.15%	-0.61	-1.50	-0.21%	-0.90	0.18
2	0.25%	1.00	0.93	0.28%	1.23	1.29
3	0.01%	0.03	0.27	0.14%	0.59	0.63
4	-0.12%	-0.48	0.04	-0.18%	-0.78	0.18
5	-0.09%	-0.36	-0.40	-0.11%	-0.48	0.63
6	-0.17%	-0.68	0.04	-0.15%	-0.63	0.85
7	-0.50%	-2**	-1.73*	-0.54%	-2.33**	-2.25**

8	0.04%	0.16	1.59	-0.16%	-0.69	0.40
9	0.02%	0.07	1.15	-0.07%	-0.28	0.18
10	0.38%	1.51	2.7***	0.49%	2.14**	2.17**
11	0.17%	0.70	2.03**	0.15%	0.64	1.95*
12	-0.08%	-0.32	-0.18	-0.14%	-0.59	-0.04
13	0.00%	-0.01	-0.40	-0.02%	-0.09	-0.70
14	-0.15%	-0.60	-0.62	-0.20%	-0.89	-1.36
15	-0.22%	-0.90	-1.28	-0.15%	-0.66	-0.48
Khung	CAAR	T test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-15;-1]	-0.80%	-0.75	-1.73*	0.20%	0.19	-0.70
[0;15]	-0.36%	-0.33	0.27	-0.87%	-0.81	-0.26
[0;30]	-1.36%	-1.01	-0.62	-1.88%	-1.30	-1.36
[-15;15]	-1.17%	-0.75	-0.18	-0.66%	-0.41	-0.48

Ghi chú: Hệ số trong kiểm định tham số (t stat) và hệ số trong kiểm định phi tham số (Z value). ***, ** và * tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Hình 2: So sánh kết quả lợi nhuận bất thường giữa 2 phương pháp

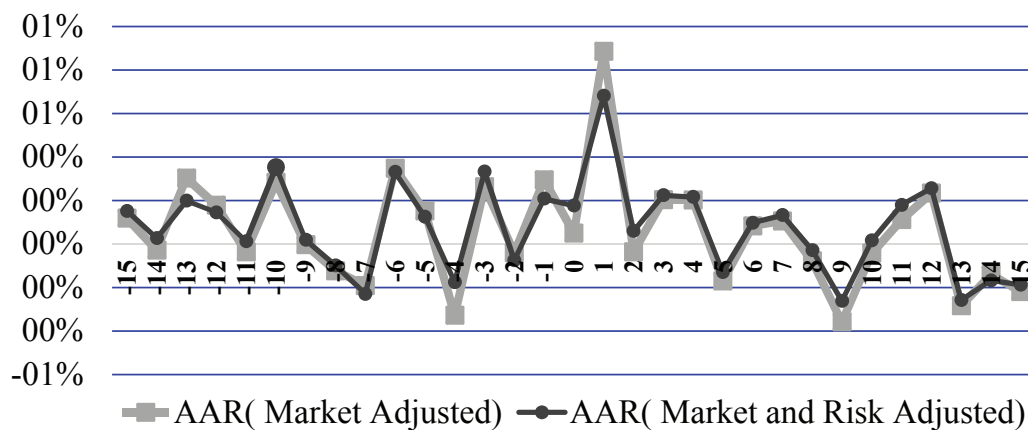
So sánh lợi nhuận bất thường trung bình (AAR) giữa 2 phương pháp tính



Nguồn: Tính toán của tác giả.

Hình 3: So sánh kết quả lợi nhuận bất thường giữa 2 phương pháp

So sánh lợi nhuận bất thường trung bình (AAR) giữa 2 phương pháp tính



Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 2: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường tại ngày giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài để không còn là cổ đông lớn

T	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR1	T Test	Sign Test	AAR2	T test	Sign Test
-15	0.12%	0.52	-0.38	0.15%	0.69	-1.56
-14	-0.03%	-0.12	0.26	0.03%	0.12	0.16
-13	0.30%	1.33	-1.24	0.20%	0.90	-0.49
-12	0.18%	0.78	-0.38	0.15%	0.66	-0.06
-11	-0.04%	-0.16	0.26	0.01%	0.06	0.37
-10	0.28%	1.24	-0.59	0.35%	1.60	-0.92
-9	0.00%	-0.02	0.69	0.02%	0.09	0.16
-8	-0.12%	-0.54	0.05	-0.10%	-0.45	-0.49
-7	-0.19%	-0.84	0.48	-0.23%	-1.04	1.23
-6	0.35%	1.53	-0.81	0.33%	1.50	-1.13
-5	0.15%	0.66	-1.02	0.13%	0.57	-0.70
-4	-0.33%	-1.44	0.26	-0.18%	-0.80	-0.49
-3	0.26%	1.15	-0.81	0.33%	1.51	-0.92
-2	-0.04%	-0.17	-0.59	-0.07%	-0.34	-0.06
-1	0.30%	1.30	-0.16	0.21%	0.94	-0.49
0	0.05%	0.22	-0.59	0.18%	0.80	-1.56
1	-0.34%	1.93*	-1.67*	-0.36%	1.62	-1.56
2	-0.21%	1.8*	-1.24	-0.38%	1.74*	-0.92
3	-0.20%	0.89	-1.02	-0.22%	1.02	-0.70
4	-0.20%	0.89	-1.02	-0.22%	0.98	-1.13
5	-0.17%	-0.75	0.05	-0.13%	-0.58	0.37
6	0.08%	0.36	-1.02	0.10%	0.44	-0.92
7	0.11%	0.46	-0.16	0.13%	0.60	-0.92
8	-0.08%	-0.34	-0.38	-0.03%	-0.13	0.37
9	-0.36%	-1.57	1.98**	-0.26%	-1.19	1.66*
10	-0.04%	-0.18	-0.59	0.02%	0.07	-0.06
11	0.11%	0.49	0.48	0.18%	0.82	-0.27
12	0.23%	1.03	-1.02	0.26%	1.16	-0.27
13	-0.28%	-1.25	1.98**	-0.26%	-1.17	1.45
14	-0.14%	-0.62	1.34	-0.17%	-0.76	1.02
15	-0.22%	-0.96	-0.16	-0.19%	-0.85	-0.49
Khung	CAAR	T test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-15;-1]	1.19%	1.25	0.05	1.33%	1.40	-0.06
[0;15]	0.55%	0.55	-1.02	1.01%	1.07	-0.92
[0;30]	-0.10%	-0.08	-1.02	0.49%	0.47	-1.56
[-15;15]	1.74%	1.22	-0.81	2.34%	1.60	0.37

Ghi chú: Hệ số trong kiểm định tham số (t stat) và hệ số trong kiểm định phi tham số (Z value). ***, ** và * tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

chúng thực nghiệm cho thấy thị trường phản ứng của thị trường, điều này được thể hiện qua việc không tồn tại lợi nhuận bất thường có ý nghĩa thống kê tại ngày công bố thông tin. Sau ngày công bố thông tin giá cổ phiếu giảm (lợi nhuận bất thường âm tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê).

Tiếp theo chúng tôi xem xét phản ứng của thị

trường tại thời điểm giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài để không còn là cổ đông lớn. Kết quả được thể hiện Bảng 2.

4.2. Phản ứng của thị trường tại ngày bán cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài để không còn là cổ đông lớn

Bảng 2 thể hiện lợi nhuận bất thường trung bình

Bảng 3: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường tại ngày công bố thông tin không còn là cổ đông lớn của cổ đông nước ngoài

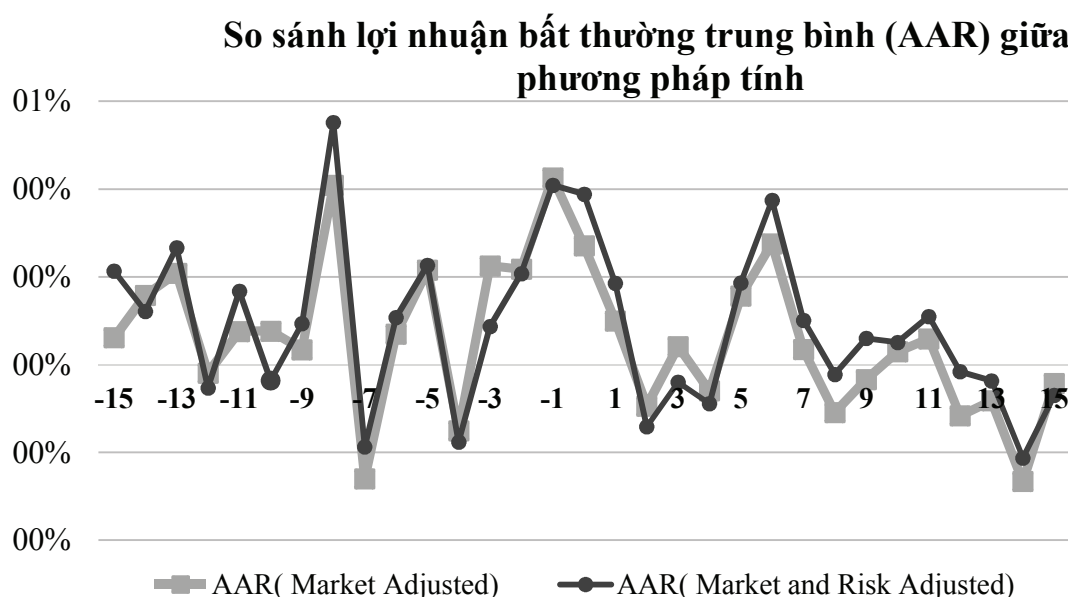
T	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR1	T Test	Sign Test	AAR2	T test	Sign Test
-15	0.06%	0.24	-0.52	0.21%	0.85	-0.17
-14	0.16%	0.63	-0.31	0.12%	0.48	-0.38
-13	0.21%	0.83	0.32	0.27%	1.06	-0.17
-12	-0.02%	-0.08	1.16	-0.05%	-0.21	0.67
-11	0.08%	0.30	0.32	0.17%	0.67	1.09
-10	0.08%	0.31	0.74	-0.04%	-0.15	0.25
-9	0.03%	0.14	0.11	0.09%	0.37	0.25
-8	0.41%	1.63	2.42**	0.55%	2.2**	4.24***
-7	-0.26%	-1.04	-1.15	-0.19%	-0.75	-1.64
-6	0.07%	0.28	0.32	0.11%	0.43	0.46
-5	0.22%	0.86	0.11	0.23%	0.90	-0.17
-4	-0.15%	-0.60	0.74	-0.18%	-0.70	1.30
-3	0.23%	0.90	0.95	0.09%	0.35	-0.38
-2	0.22%	0.87	0.53	0.21%	0.83	0.67
-1	0.43%	1.7*	2.42**	0.41%	1.63	2.14**
0	0.27%	1.08	-0.31	0.39%	1.55	-0.38
1	0.10%	0.40	-1.15	0.19%	0.74	0.46
2	-0.09%	-0.38	1.16	-0.14%	-0.56	0.25
3	0.04%	0.16	0.95	-0.04%	-0.16	0.67
4	-0.06%	-0.24	-0.31	-0.09%	-0.35	-1.01
5	0.16%	0.62	0.53	0.19%	0.74	-0.17
6	0.28%	1.10	0.32	0.37%	1.50	0.67
7	0.03%	0.14	-0.31	0.10%	0.40	-0.38
8	-0.11%	-0.44	-0.52	-0.02%	-0.09	-1.01
9	-0.03%	-0.14	0.11	0.06%	0.24	0.67
10	0.03%	0.12	0.32	0.05%	0.20	0.67
11	0.06%	0.23	0.11	0.11%	0.44	0.25
12	-0.12%	-0.47	-0.94	-0.02%	-0.06	0.25
13	-0.08%	-0.33	-0.31	-0.04%	-0.15	-1.01
14	-0.27%	-1.06	-0.31	-0.21%	-0.85	-0.80
15	-0.04%	-0.17	2**	-0.07%	-0.28	1.51
Chung	CAAR	T test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
-15;-1]	1.75%	1.66*	1.16	2.00%	1.91*	1.72*
[0;15]	0.16%	0.16	-0.31	0.83%	0.95	0.67
[0;30]	1.23%	0.90	0.53	2.16%	1.66*	1.30
-15;15]	1.91%	1.44	0.95	2.83%	2.15**	1.51

Ghi chú: Hệ số trong kiểm định tham số (*t stat*) và hệ số trong kiểm định phi tham số (*Z value*).
 ***, ** và * tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

(AAR), lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR) và kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường của tại ngày giao dịch bán cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài để không còn là cổ đông lớn.

Kết quả ở Bảng 2 cho thấy thị trường đã phản ứng chậm với thông tin bán cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn. Lợi nhuận bất thường trung bình có giá trị âm ở ngày [1] và

Hình 4: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường tại ngày công bố thông tin không còn là cổ đông lớn của cổ đông nước ngoài



Nguồn: Tính toán của tác giả.

[2] (AAR [1]: -0.31%, AAR[2]: -0.21% và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 10%). Điều này cũng minh chứng cho việc thông tin bán cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài là tín hiệu xấu đối với thị trường.

4.3. Phản ứng của thị trường tại ngày công bố thông tin không còn là cổ đông lớn của cổ đông nước ngoài

Bảng 3 thể hiện lợi nhuận bất thường trung bình (AAR), lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR) và kể cả kiểm định tham số và phi tham số của tại ngày công bố thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn.

Kết quả thể hiện ở Bảng 3 cho thấy thị trường không phản ứng với thông báo nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn (không tồn tại lợi nhuận bất thường tại ngày công bố thông tin). Kết quả này minh chứng rằng cổ đông và các nhà đầu tư không quan tâm đến tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn.

5. Kết luận

Bài báo nghiên cứu tác động của thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn. Số liệu được thu thập từ năm 2008 đến 2015 từ các công ty được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành

phố Hồ Chí Minh. Để đánh giá một cách toàn diện tác động của thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn, tác giả đã xem xét 3 thời điểm công bố thông tin: i) ngày công bố thông tin đăng ký giao dịch, ii) ngày giao dịch và iii) ngày công bố thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn. Kết quả cho thấy rằng thị trường chỉ phản ứng chậm với thông tin ngày giao dịch cổ phiếu và không còn là cổ đông lớn. Điều này được thể hiện thông qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình âm ngay sau ngày công bố thông tin và tồn tại đến ngày thứ 5 tuy nhiên chỉ có ý nghĩa thống kê ở ngày [1] và [2] (ngày [1] và [2] (AAR [1]: -0.31%, AAR[2]: -0.21% đều có ý nghĩa thống kê ở mức 10%).

Kết quả cho thấy không tồn tại lợi nhuận bất thường tại 3 thời điểm được xem xét trong khuôn khổ bài báo này. Kết quả này phù hợp với lập luận là thị trường đã minh bạch hơn khi có sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài với vai trò là cổ đông lớn và các thông tin đã phản ánh toàn bộ vào giá cổ phiếu, các nhà đầu tư không được hưởng lợi nhuận bất thường khi giao dịch cổ phiếu với thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn.

Ghi chú:

1. Theo thông tư số 09/2010/TT-BTC ngày 15 tháng 01 năm 2010 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán (nay được thay thế bởi thông tư số 155/2015/TT-BTC ban hành ngày 06 tháng 10 năm 2015 hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán).

Tài liệu tham khảo

- Bajo, E. (2010), 'The information content of abnormal trading volume', *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), 950-978.
- Batten, J.A. & Vo, X.V. (2015), 'Foreign ownership in emerging stock markets', *Journal of Multinational Financial Management*, 32, 15-24.
- Brown, S.J. & Warner, J.B. (1980), 'Measuring security price performance', *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.
- 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.
- MacKinlay, A.C. (1997), 'Event studies in economics and finance', *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Malkiel, B.G. & Fama, E.F. (1970), 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Seyhun, H.N. & Bradley, M. (1997), 'Corporate Bankruptcy and Insider Trading*', *The Journal of Business*, 70(2), 189-216.
- Võ Xuân Vinh (2014), 'Sở hữu nước ngoài, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp- Nghiên cứu các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 133(1), 51-59.
- Võ Xuân Vinh (2016), 'Foreign ownership and stock market liquidity-evidence from Vietnam', *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 6(1), 1-11.
- Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiêm (2014), 'Nghiên cứu lợi nhuận bất thường khi xuất hiện khối lượng giao dịch bất thường trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí phát triển kinh tế*, 21(1), 21-41.
- Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiêm (2016a), 'Phản ứng của thị trường với thông tin thay đổi cổ phiếu trong danh mục quỹ FTSE trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển* 223(1), 41-50.
- Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiêm (2016b), '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.
- Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2016), 'Phản ứng của thị trường với thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu các nhà quản lý', *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 27(4), 44-62.
- Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2017), 'Tác động của thông tin nhà đầu tư nước ngoài trở thành cổ đông lớn đối với giá cổ phiếu – nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Công nghệ ngân hàng*, 133(1), 51-9.
- Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực (2015), 'Phản ứng của thị trường khi doanh nghiệp công bố thông tin mua lại cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 117(1), 35-44.