

Phản ứng của thị trường với thông báo thay đổi cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM ETF trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Võ Xuân Vinh^{1,2,*}, Đặng Bửu Kiếm¹

¹Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh,
59C Nguyễn Đình Chiểu, Quận 3, Thành phố Hồ Chí Minh

²Trung tâm Pháp Việt Đào tạo về Quản lý (CFVG),
Số 91, Đường Ba Tháng Hai, Quận 10, Thành phố Hồ Chí Minh

Tóm tắt

Ở Việt Nam, các thông báo của các quỹ đầu tư lớn, đặc biệt là các quỹ đầu tư của nước ngoài luôn là những thông tin có ảnh hưởng lớn đến các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Bài viết sử dụng dữ liệu thu thập trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2009-2015 và phương pháp nghiên cứu sự kiện để xem xét phản ứng của thị trường thông qua giá cổ phiếu với thông báo thay đổi cổ phiếu và tỷ trọng trong danh mục quỹ Market Vectors Vietnam ETF (VNM). Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường không có phản ứng với thông tin thay đổi cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM tại ngày công bố thông tin nhưng có phản ứng trước và sau ngày công bố thông tin. Nghiên cứu tìm thấy chứng cứ ủng hộ cho lý thuyết về sự thay thế không hoàn hảo cho trường hợp sự kiện thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ VNM (giá tăng và giữ ở mức cân bằng mới) và sự kiện tăng tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM (giá giảm và giữ ở mức cân bằng mới).

Nhận ngày 20 tháng 6 năm 2016, Chỉnh sửa ngày 7 tháng 9 năm 2016, Chấp nhận đăng ngày 26 tháng 9 năm 2016

Từ khóa: Thay đổi cổ phiếu trong VNM, quỹ đầu tư nước ngoài, nghiên cứu sự kiện, lợi nhuận bất thường.

1. Giới thiệu

Trên thế giới, có nhiều nghiên cứu đã ghi nhận vai trò ảnh hưởng của các nhà đầu tư nước ngoài, các nhà đầu tư tổ chức cũng như các quỹ đầu tư chỉ số đối với thị trường chứng khoán và đối với cổ phiếu của các công ty liên quan. Nhiều lập luận được đưa ra để lý giải cho các ảnh hưởng này bao gồm ưu thế về mặt quy mô, lợi thế về vốn, kinh nghiệm

quản trị cũng như lợi thế về thông tin của các nhà đầu tư nước ngoài.

Ở Việt Nam, vai trò của các nhà đầu tư nước ngoài đã được khẳng định và hàm chứa trong các thảo luận chính sách cũng như trong các quy định pháp luật. Thậm chí, một trong những nội dung quan trọng của chính sách tái cấu trúc thị trường chứng khoán là quy định về nới room (tỷ lệ sở hữu) cho các nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2015. Về mặt học thuật, gần đây cũng có nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước xem xét chủ đề nhà đầu tư nước ngoài trong bối cảnh Việt Nam (Batten & Vo, 2015); nghiên cứu ảnh hưởng của các nhà đầu tư nước

* Tác giả liên hệ chính. ĐT.: 84-938898888
Email: vinhvx@ueh.edu.vn

ngoài đến thị trường (Vo, 2015, 2016); ảnh hưởng của các nhà đầu tư nước ngoài đối với các chính sách tài chính của doanh nghiệp (Vo, 2015) và ảnh hưởng của các nhà đầu tư nước ngoài đối với kết quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp (Võ Xuân Vinh, 2014).

Trên thị trường chứng khoán, các quỹ đầu tư chỉ số là một bộ phận không thể thiếu của thị trường. Các quỹ đầu tư này hình thành một cách tự nhiên và có quy mô lớn. Đặc biệt, đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, với quy mô vốn hóa của Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh cuối năm 2015 là 1,15 triệu tỷ đồng¹, trong khi đó, quy mô vốn hóa của quỹ FTSE Vietnam Index khoảng 4,21 tỷ USD² tương đương khoảng 90 nghìn tỷ đồng, quy mô vốn hóa thị trường của quỹ VNM ước tính đạt khoảng 373,4 triệu USD³ tương đương khoảng 8.300 tỷ đồng. Mặt khác, giao dịch của các quỹ đầu tư này cũng thu hút sự quan tâm thảo luận của các chuyên gia tài chính, các nhà phân tích tài chính và các nhà đầu tư. Chính vì quy mô lớn cũng như sự quan tâm của thị trường mà vai trò của các quỹ này trở thành một chủ đề cần quan tâm nghiên cứu. Hơn nữa, vai trò của các nhà đầu tư nước ngoài còn quan trọng hơn ở các nước đang phát triển và có thị trường chứng khoán còn non trẻ như ở Việt Nam do các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ lẻ thường quan sát và bắt chước các nhà đầu tư nước ngoài trong các quyết định đầu tư.

Ở khía cạnh ảnh hưởng của các quỹ đầu tư chỉ số này đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, một số nghiên cứu gần đây đã đề cập đến chủ đề này ở các góc độ khác nhau. Ví dụ, Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016b) nghiên cứu phản ứng của thị trường đối với thông tin giao dịch thay đổi cổ phiếu của quỹ FTSE, Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016c) tìm hiểu về phản ứng của thị trường đối với thông tin tăng giảm tỷ trọng cổ phiếu của quỹ đầu tư chỉ số FTSE. Mặc dù các nghiên cứu này đã cung cấp thông tin tương đối đầy đủ về phản ứng của thị trường đối với thông tin giao

dịch của các quỹ chỉ số thông qua việc tìm hiểu về quỹ FTSE, song trên thị trường chứng khoán Việt Nam, ngoài FTSE thì còn một quỹ đầu tư chỉ số khác với quy mô lớn là quỹ đầu tư VNM. Quỹ đầu tư chỉ số VNM với quy mô lớn như vậy cũng có thể có những ảnh hưởng nhất định đối với thị trường khi quỹ này công bố thông tin giao dịch cổ phiếu. Do vậy, tìm hiểu về phản ứng của thị trường đối với thông tin giao dịch của quỹ đầu tư này là cần thiết.

Bài viết nghiên cứu phản ứng của thị trường khi quỹ VNM công bố thông tin thay đổi cổ phiếu trong danh mục, cụ thể là thông tin cổ phiếu được thêm vào/loại ra và thay đổi tỷ trọng nắm giữ tăng/giảm. Phản ứng của thị trường được đo lường thông qua biến động giá cổ phiếu khi thông tin được công bố.

2. Khung phân tích

Trong một nghiên cứu gần đây, Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016b) đã xem xét phản ứng của thị trường đối với thông báo giao dịch cổ phiếu của quỹ FTSE trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong đó, các lý thuyết giải thích cho phản ứng của thị trường với thông báo thay đổi và tăng giảm cổ phiếu trong danh mục đầu tư của các quỹ này đã được trình bày chi tiết nên ở đây, chúng tôi chỉ tóm lược lại, bao gồm: lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa, lý thuyết về sự thay thế không hoàn hảo, lý thuyết về áp lực giá, và lý thuyết tín hiệu.

Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa cho rằng thị trường sẽ phản ứng ngay với thông tin được công bố và giá cổ phiếu sẽ điều chỉnh để phù hợp với thông tin. Lý thuyết về sự thay thế không hoàn hảo của Shleifer (1986) cho rằng khi các quỹ đầu tư mua bán sẽ làm tăng giảm giá cổ phiếu. Lý thuyết về áp lực giá của Harris và Gurel (1986) cho rằng giá cổ phiếu sẽ biến động một cách tạm thời khi các quỹ đầu tư này công bố thông tin thay đổi và thêm bớt cổ phiếu. Lý thuyết tín hiệu cho rằng công ty được thêm vào danh mục của quỹ nước ngoài được thị trường cho là công ty tốt.

¹ Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

² Tổng hợp của Vietstock.

³ VNM ETF.

Ngoài ra, trong kho tàng học thuật cũng có một số nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến chủ đề này. Ví dụ, Lynch và Mendenhall (1997) nghiên cứu phân tích phản ứng của thị trường bao gồm giá và khối lượng giao dịch của các cổ phiếu thêm vào và loại ra khỏi chỉ số S&P 500. Kết quả cho thấy có sự thay đổi bất thường về giá của các cổ phiếu được thêm vào và loại ra khỏi chỉ số. Elliott và cộng sự (2006) nghiên cứu các cổ phiếu của chỉ số S&P 500, chỉ ra các công ty ở trong chỉ số này nhận được sự quan tâm hơn của các nhà đầu tư nên lợi tức bất thường đối với các cổ phiếu này cao hơn. Cai (2007) đưa ra bằng chứng cho thấy các thông tin mà một công ty có cổ phiếu được thêm vào danh mục mang hàm ý thông tin là công ty tốt.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (event study) để xem xét phản ứng của giá cả xung quanh ngày công bố thông tin điều chỉnh trong danh mục cổ phiếu quỹ VNM. Vì vậy, bài viết này sẽ thiết kế nghiên cứu theo đúng trình tự và chuẩn mực của phương pháp nghiên cứu sự kiện.

Sự kiện nghiên cứu

Bài viết tập trung nghiên cứu vào bốn sự kiện trong những lần thông báo điều chỉnh cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM, gồm: (i) thông báo thêm cổ phiếu vào danh mục của quỹ VNM; (ii) thông báo loại cổ phiếu ra khỏi danh mục của quỹ VNM; (iii) thông báo tăng tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu trong danh mục của quỹ VNM; (iv) thông báo giảm tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu trong danh mục của quỹ VNM. Ngày sự kiện là ngày công bố thông tin cổ phiếu được thêm vào, loại ra, tăng tỷ trọng và giảm tỷ trọng trên trang web chính thức của quỹ VNM: www.marketvectorsindices.com. Nếu thông tin được công bố trong giờ giao dịch thì ngày sự kiện là ngày công bố. Nếu thông tin được công bố sau giờ giao dịch hoặc rơi vào ngày nghỉ thì ngày sự kiện là ngày giao dịch kế tiếp.

Khung thời gian (của số sự kiện)

Tương tự các nghiên cứu trước như Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016b), Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016c), khung thời gian sự kiện (event window) được sử dụng trong nghiên cứu này là 31 ngày (15 ngày trước thông báo và 15 ngày sau thông báo). Khung thời gian sử dụng để ước lượng (estimate window) là 120 ngày trước khung thời gian sự kiện.

Đo lường và kiểm định phản ứng của giá

Bài viết xem xét phản ứng của giá cả với các sự kiện trong nghiên cứu thông qua việc đo lường và kiểm định lợi nhuận bất thường xung quanh ngày sự kiện và phương pháp này được thực hiện tương tự như các nghiên cứu trước (Azevedo và cộng sự, 2014; Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm, 2014, 2016a, 2016b, 2016c, 2016d).

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu sự kiện công bố thông tin điều chỉnh cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM được chúng tôi thu thập trực tiếp trên trang web www.marketvectorsindices.com giai đoạn 2009-2015. Sau đó, chúng tôi thu thập dữ liệu thị trường của các cổ phiếu được điều chỉnh tại trang web của Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh: <http://www.hsx.vn>.

Quỹ VNM được công ty quản lý đầu tư Van Eck Global thành lập với số vốn ban đầu 14 triệu USD⁴. Đến ngày 21/12/2015, VNM có tổng giá trị tài sản ròng 369.9 triệu USD. Tiêu chí thêm/bớt cổ phiếu dựa trên vốn hóa, thanh khoản của cổ phiếu và room còn lại cho nhà đầu tư nước ngoài. Những cổ phiếu được nằm trong danh mục của Market Vectors Vietnam phải thỏa mãn các điều kiện: (i) Tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng dành cho nhà đầu tư nước ngoài (tỷ lệ room nước ngoài còn lại) phải lớn hơn 5%; (ii) Quy mô vốn hóa thị trường lớn hơn 75 triệu USD; giá trị giao dịch bình quân mỗi phiên trong 3 tháng gần nhất lớn hơn 0,6 triệu USD và (iii) Giá trị giao dịch bình quân hàng ngày trong 3 tháng gần nhất phải đạt tối thiểu

⁴ Từ ngày 02/5/2016, Market Vectors Vietnam ETF được đổi tên thành VanEck Vectors Vietnam ETF (VNM ETF).

0,2 triệu USD tại ít nhất hai trong ba kỳ xem xét gần nhất (tại kỳ xem xét và trong hai kỳ xem xét gần nhất).

Thời gian điều chỉnh danh mục chỉ số: (i) ngày công bố là ngày thứ sáu thứ hai của tháng cuối quý (tháng 3, 6, 9 và 12); (ii) ngày thực hiện là ngày thứ sáu thứ ba của tháng cuối quý (tháng 3, 6, 9 và 12); (iii) ngày có hiệu lực là ngày thứ hai của tuần tiếp theo ngày thực hiện.

4. Kết quả và thảo luận kết quả

Bảng 1 trình bày kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường xung quanh ngày sự kiện thêm vào và loại ra cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM. Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng hai phương pháp để ước tính lợi nhuận bất

thường là AAR1, AAR2 tương ứng lợi nhuận bất thường trung bình được tính theo phương pháp điều chỉnh theo thị trường (market adjusted) và lợi nhuận bất thường trung bình điều chỉnh theo thị trường và rủi ro (market and risk adjusted). Đồng thời, tương ứng với các lợi nhuận bất thường trung bình này, chúng tôi tính toán và kiểm định lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy CAAR1 và CAAR2. Để đảm bảo đồng nhất trong kết luận của nghiên cứu, chúng tôi sẽ sử dụng kết quả và thảo luận kết quả dựa trên việc kiểm định lợi nhuận bất thường tính theo phương pháp điều chỉnh theo thị trường và rủi ro (AAR2 và CAAR2). Kết quả kiểm định của phương pháp còn lại được dùng để đối chiếu và tham khảo thêm.

Bảng 1. Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường xung quanh sự kiện thêm cổ phiếu và loại cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM

| t | Thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ VNM | | | | Loại cổ phiếu ra khỏi danh mục VNM | | | |
|-----|------------------------------------|----------|----------|----------|------------------------------------|--------|----------|--------|
| | AAR1 (%) | t stat | AAR2 (%) | t stat | AAR1 (%) | t stat | AAR2 (%) | t stat |
| -15 | 0,99 | 1,09 | 1,00 | 1,22 | -0,41 | -0,30 | 0,01 | 0,01 |
| -14 | 0,37 | 0,40 | 0,09 | 0,11 | -0,02 | -0,01 | 0,31 | 0,32 |
| -13 | -0,42 | -0,46 | -0,20 | -0,25 | 0,37 | 0,27 | 0,41 | 0,43 |
| -12 | -0,80 | -0,87 | -0,43 | -0,53 | -0,06 | -0,05 | 0,02 | 0,02 |
| -11 | 0,43 | 0,47 | 0,36 | 0,44 | -1,33 | -0,97 | -1,09 | -1,13 |
| -10 | -0,32 | -0,35 | -0,23 | -0,29 | -0,43 | -0,31 | 0,22 | 0,22 |
| -9 | -1,53 | -1,68* | -1,48 | -1,81* | -0,78 | -0,57 | -0,21 | -0,22 |
| -8 | -0,10 | -0,11 | 0,60 | 0,74 | 0,11 | 0,08 | 0,68 | 0,71 |
| -7 | -0,24 | -0,26 | -0,10 | -0,13 | 1,73 | 1,26 | 1,17 | 1,22 |
| -6 | 0,74 | 0,82 | 0,86 | 1,05 | 0,60 | 0,44 | -0,13 | -0,13 |
| -5 | 0,59 | 0,64 | 0,34 | 0,42 | -0,77 | -0,56 | -1,15 | -1,19 |
| -4 | -0,56 | -0,61 | 0,08 | 0,09 | -0,99 | -0,72 | 0,43 | 0,44 |
| -3 | 0,25 | 0,27 | 0,28 | 0,35 | -0,16 | -0,12 | -0,06 | -0,06 |
| -2 | -0,41 | -0,44 | -0,30 | -0,37 | -0,52 | -0,38 | 0,09 | 0,09 |
| -1 | -3,54 | -3,88*** | -3,22 | -3,96*** | 1,68 | 1,22 | 2,33 | 2,42** |
| 0 | 0,26 | 0,29 | 0,09 | 0,10 | -0,35 | -0,26 | 0,31 | 0,32 |
| 1 | 1,66 | 1,82* | 1,61 | 1,98** | -1,04 | -0,76 | -1,07 | -1,11 |
| 2 | 1,43 | 1,57 | 1,44 | 1,77* | -2,13 | -1,56 | -1,61 | -1,67* |
| 3 | 0,01 | 0,01 | 0,05 | 0,06 | -0,73 | -0,53 | -0,54 | -0,57 |
| 4 | 2,60 | 2,84*** | 2,48 | 3,05*** | -1,49 | -1,09 | -0,91 | -0,94 |

| | | | | | | | | |
|----------|-------|---------|-------|---------|--------|----------|-------|--------|
| 5 | 0,19 | 0,21 | 0,43 | 0,53 | -1,53 | -1,11 | -0,64 | -0,67 |
| 6 | 0,40 | 0,44 | 0,50 | 0,61 | -0,04 | -0,03 | 0,28 | 0,29 |
| 7 | 1,11 | 1,22 | 0,94 | 1,15 | 0,38 | 0,28 | 0,39 | 0,41 |
| 8 | 1,94 | 2,13** | 1,48 | 1,81* | -0,64 | -0,46 | -1,10 | -1,15 |
| 9 | 0,84 | 0,92 | 0,86 | 1,06 | -0,87 | -0,63 | -0,23 | -0,24 |
| 10 | 0,03 | 0,03 | 0,07 | 0,08 | -0,18 | -0,13 | 0,13 | 0,13 |
| 11 | -0,67 | -0,74 | -0,63 | -0,77 | -0,92 | -0,67 | -0,85 | -0,88 |
| 12 | 0,12 | 0,13 | 0,66 | 0,81 | -0,59 | -0,43 | -0,22 | -0,23 |
| 13 | 0,20 | 0,22 | -0,03 | -0,04 | 0,91 | 0,66 | 0,90 | 0,93 |
| 14 | -0,81 | -0,88 | -0,14 | -0,17 | 0,59 | 0,43 | 0,38 | 0,39 |
| 15 | -1,62 | -1,77* | -1,11 | -1,37 | -1,22 | -0,89 | -0,93 | -0,96 |
| t | CAAR1 | t stat | CAAR2 | t stat | CAAR1 | t stat | CAAR2 | t stat |
| [-15,-1] | -4,54 | -1,44 | -2,37 | -1,16 | -0,98 | -0,25 | 3,04 | 0,84 |
| [0,4] | 5,96 | 3,38*** | 5,67 | 4,26*** | -5,76 | -3,02*** | -3,83 | -1,54 |
| [5,15] | 1,74 | 0,75 | 3,03 | 1,55 | -4,10 | -0,77 | -1,89 | -0,45 |
| [0,15] | 7,69 | 2,85*** | 8,70 | 4,22*** | -9,86 | -2,00** | -5,72 | -1,11 |
| [0,30] | 12,35 | 2,89*** | 15,14 | 5,03*** | -17,55 | -1,91* | -8,00 | -0,89 |

Ghi chú:

AAR1, AAR2 tương ứng là lợi nhuận bất thường trung bình được tính theo phương pháp điều chỉnh theo thị trường và điều chỉnh theo thị trường và rủi ro; CAAR1, CAAR2 là lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy.

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

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Sự kiện thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ VNM, kết quả kiểm định được trình bày phần bên trái của Bảng 1 cho thấy thị trường không có phản ứng với thông báo thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ VNM tại ngày quỹ VNM ra thông báo nhưng trước ngày ra thông báo (tại ngày [-1]) và sau ngày ra thông báo (tại ngày [1, 2, 4]) thị trường có phản ứng với thông tin. Bằng chứng là tồn tại lợi nhuận bất thường tại các ngày này, cụ thể AAR [-1]: -3,22% có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, AAR [1]: 1,61% có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, AAR [2]: 1,44% có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và AAR [4]: 2,48% có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này gần tương đồng với kết quả được tìm thấy trong nghiên cứu trước đó của Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016b) cho trường hợp phản ứng của thị trường với thông báo thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ FTSE.

Chúng tôi cũng đồng quan điểm với Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016b) khi cho rằng hầu hết những thông tin liên quan đến các

đợt “review” của các quỹ đầu tư nói chung và quỹ VNM ETFs nói riêng được các công ty chứng khoán, các kênh thông tin tài chính phát đi các thông tin dự đoán trước dựa trên các tiêu chí thêm vào/loại ra của quỹ và những dự đoán này thường khá chính xác. Vì vậy, không ngạc nhiên khi tồn tại lợi nhuận bất thường trước khi thông tin công bố một ngày nhưng điều thú vị là lợi nhuận bất thường trung bình là âm trái ngược với những kỳ vọng thường thấy của các nhà đầu tư (chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân) khi họ cho rằng thông tin thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ như một tin tốt. Quan điểm của tác giả cho rằng vì thông tin dự đoán cổ phiếu thêm vào được đã phát từ trước nên các nhà đầu tư cũng đã có các phản ứng theo sau những dự đoán này. Do đó, ngay trước ngày công bố thông tin của quỹ VNM, một lượng cổ phiếu lớn có thể được bán ra từ một bên của thị trường khi họ kỳ vọng bên còn lại sẽ mua với giá cao hơn khi mà thông tin thêm cổ phiếu vào quỹ sắp được công bố, tuy nhiên lượng cung cổ

phiếu này có thể là nhiều hơn và vì thông tin đã biết từ trước nên các nhà đầu tư ở bên còn lại của thị trường ít quan tâm hơn, lượng cầu cổ phiếu cũng thấp hơn dẫn đến giá cổ phiếu giảm ngay trước ngày công bố thông tin.

Sau ngày ra thông báo chính thức từ VNM, nhà đầu tư dường như chú ý hơn tới các mã cổ phiếu được thêm vào khiến cầu về cổ phiếu tăng, làm gia tăng giá chứng khoán tạo ra các lợi nhuận bất thường trung bình dương. Đặc biệt tại ngày [4] là ngày thực hiện mua vào cổ phiếu được thêm của danh mục VNM, trước áp lực mua vào lượng lớn cổ phiếu của quỹ càng làm cho giá cổ phiếu tăng, bằng chứng là tồn tại lợi nhuận bất thường dương và lớn hơn các ngày trước đó (AAR [4]: 2,48% > AAR [1]: 1,61%). Sau ngày thực hiện hoán đổi danh mục, nghiên cứu chưa tìm thấy bằng chứng nào cho thấy giá tiếp tục tăng tích cực.

Bên cạnh đó, Bảng 1 phần bên trái cho thấy kết quả kiểm định các lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR) của sự kiện thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ VNM. Kết quả chỉ ra rằng giá cổ phiếu tăng và giữ ở mức cân bằng mới mà không bị đảo ngược trong khoảng thời gian 30 ngày sau ngày thông báo, đặc biệt sau ngày thực hiện thêm cổ phiếu vào danh mục. Bằng chứng là tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy dương ở các giai đoạn sau ngày sự kiện và thời gian càng dài thì giá trị tích lũy càng lớn, cụ thể CAAR [0,30]: 15,14% > CAAR [0,15]: 8,70% > CAAR [0,4], đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này ủng hộ cho lý thuyết về sự thay thế không hoàn hảo. Đồng thời kết quả cũng tương đồng với kết quả trong nghiên cứu của Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016b) cho trường hợp thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ FTSE Vietnam Index.

Sự kiện loại cổ phiếu ra khỏi danh mục quỹ VNM, kết quả kiểm định được trình bày ở Bảng 1 phần bên phải. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường có phản ứng ở trước và sau ngày thông báo nhưng không phản ứng tại ngày ra thông báo. Cũng giống như trường hợp thêm cổ phiếu vào danh mục VNM, tác giả cho rằng các

thông tin loại cổ phiếu đã được dự đoán từ trước, vì vậy thị trường đã có phản ứng trước với những thông tin dự đoán này và tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình dương tại ngày [-1] với AAR [-1]: 2,33% có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Sau ngày ra thông báo, áp lực bán ra cổ phiếu bị loại của quỹ và các nhà đầu tư khác trên thị trường làm cho giá cổ phiếu giảm, thể hiện qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường âm sau ngày thông báo với AAR [2]: -1,61% có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Kết quả kiểm định các lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy cũng chưa tìm thấy bằng chứng thống kê nào về sự thay đổi giá cổ phiếu và tồn tại ở mức giá cân bằng mới sau ngày ra thông báo loại cổ phiếu khỏi danh mục quỹ VNM (các CAAR 2 đều không có ý nghĩa thống kê).

Kết quả kiểm định đối với sự kiện tăng tỷ trọng cổ phiếu vào danh mục VNM được trình bày ở phần bên trái của Bảng 2. Kết quả cho thấy thị trường không phản ứng với thông báo tăng tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu tại ngày công bố thông tin của quỹ VNM nhưng có phản ứng ở trước và sau ngày công bố thông tin, cụ thể tại ngày [-1], [3] tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình âm AAR [-1]: -1,19% và AAR [3]: -0,97% đều có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Phản ứng của thị trường là tương tự như trường hợp thêm cổ phiếu vào danh mục. Tác giả cũng cho rằng việc tồn tại lợi nhuận bất thường âm AAR [3]: -0,97% là bởi lượng cung cổ phiếu nhiều hơn lượng cầu được tạo ra bởi áp lực mua vào để tăng tỷ trọng của quỹ VNM và của các nhà đầu tư khác làm cho giá cổ phiếu giảm.

Kết quả kiểm định các lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy ở Bảng 2 phần bên trái cho thấy giá cổ phiếu có thay đổi và giữ ở mức cân bằng mới thấp hơn trong khoảng thời gian 15 ngày sau ngày sự kiện tăng tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu được công bố. Các lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy có giá trị âm và âm nhiều hơn ở khoảng thời gian dài hơn, CAAR [0, 15]: -2,91% < CAAR [0,4]: -1,00%, đều có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Kết quả ủng hộ cho giả thuyết thay thế không hoàn hảo.

Bảng 2. Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường xung quanh sự kiện tăng tỷ trọng và giảm tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM

| t | Tăng tỷ trọng cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM | | | | Giảm tỷ trọng cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM | | | |
|----------|---|----------|----------|----------|---|----------|----------|----------|
| | AAR1 (%) | t stat | AAR2 (%) | t stat | AAR1 (%) | t stat | AAR2 (%) | t stat |
| -15 | -0,21 | -0,33 | 0,13 | 0,26 | -0,05 | -0,11 | 0,24 | 0,59 |
| -14 | 0,09 | 0,15 | -0,24 | -0,49 | 0,97 | 2,07** | 0,74 | 1,82* |
| -13 | -0,13 | -0,20 | -0,30 | -0,60 | 0,25 | 0,53 | -0,14 | -0,35 |
| -12 | -0,22 | -0,36 | -0,25 | -0,50 | -0,16 | -0,34 | -0,36 | -0,90 |
| -11 | -0,51 | -0,82 | -0,26 | -0,54 | 0,21 | 0,45 | 0,23 | 0,58 |
| -10 | -0,08 | -0,12 | 0,19 | 0,38 | 0,68 | 1,44 | 0,61 | 1,50 |
| -9 | -0,16 | -0,25 | -0,40 | -0,81 | 0,42 | 0,90 | 0,12 | 0,29 |
| -8 | -0,34 | -0,55 | -0,06 | -0,12 | -0,26 | -0,56 | 0,06 | 0,15 |
| -7 | -0,30 | -0,49 | -0,36 | -0,74 | -0,20 | -0,42 | -0,28 | -0,70 |
| -6 | 0,35 | 0,57 | 0,72 | 1,47 | 1,04 | 2,21** | 1,37 | 3,40*** |
| -5 | 0,85 | 1,36 | 0,17 | 0,35 | 1,20 | 2,56** | 0,17 | 0,41 |
| -4 | -0,53 | -0,85 | -0,39 | -0,80 | -0,12 | -0,25 | -0,11 | -0,28 |
| -3 | -0,56 | -0,90 | -0,25 | -0,51 | -0,52 | -1,12 | -0,36 | -0,89 |
| -2 | -0,34 | -0,55 | -0,07 | -0,15 | -0,60 | -1,29 | -0,45 | -1,11 |
| -1 | -1,45 | -2,33** | -1,19 | -2,43** | 0,69 | 1,46 | 0,91 | 2,25** |
| 0 | -0,26 | -0,42 | -0,28 | -0,58 | 0,89 | 1,89* | 0,61 | 1,51 |
| 1 | 0,47 | 0,76 | 0,27 | 0,56 | 0,98 | 2,09** | 0,56 | 1,39 |
| 2 | -0,24 | -0,38 | -0,11 | -0,23 | 0,55 | 1,16 | 0,14 | 0,34 |
| 3 | -0,79 | -1,27 | -0,97 | -1,99** | 0,75 | 1,61 | 0,72 | 1,78* |
| 4 | 0,40 | 0,64 | 0,69 | 1,40 | -1,48 | -3,16*** | -1,36 | -3,36*** |
| 5 | 0,45 | 0,72 | 0,68 | 1,39 | 0,03 | 0,07 | 0,47 | 1,17 |
| 6 | 0,11 | 0,17 | -0,04 | -0,07 | 0,05 | 0,11 | -0,12 | -0,30 |
| 7 | -0,31 | -0,49 | 0,09 | 0,19 | 0,53 | 1,12 | 0,58 | 1,43 |
| 8 | 0,31 | 0,50 | 0,53 | 1,08 | 0,84 | 1,78 | 0,47 | 1,16 |
| 9 | 0,08 | 0,13 | 0,04 | 0,08 | 0,48 | 1,02 | 0,32 | 0,79 |
| 10 | -0,23 | -0,37 | -0,22 | -0,45 | 0,13 | 0,28 | 0,03 | 0,07 |
| 11 | -0,63 | -1,02 | -0,66 | -1,34 | -0,60 | -1,28 | -0,60 | -1,49 |
| 12 | -0,79 | -1,27 | -0,27 | -0,55 | -0,25 | -0,53 | 0,12 | 0,31 |
| 13 | -2,00 | -3,20*** | -1,51 | -3,09*** | -0,72 | -1,53 | -0,71 | -1,75* |
| 14 | -1,63 | -2,61*** | -0,51 | -1,05 | -1,06 | -2,27*** | -0,40 | -0,99 |
| 15 | -1,30 | -2,09** | -0,63 | -1,28 | -0,80 | -1,69 | -0,33 | -0,82 |
| t | CAAR1 | t stat | CAAR2 | t stat | CAAR1 | t stat | CAAR2 | t stat |
| [-15,-1] | -5,06 | -4,24*** | -2,28 | -1,96** | 3,53 | 3,41*** | 2,73 | 3,16*** |
| [0,4] | -2,62 | -4,26*** | -1,00 | -1,76* | 1,68 | 2,80*** | 0,67 | 1,38 |
| [5,15] | 0,73 | 0,42 | 1,89 | 1,43 | -1,37 | -1,31 | -0,17 | -0,20 |
| [0,15] | -6,36 | -3,09*** | -2,91 | -1,79* | 0,31 | 0,30 | 0,50 | 0,60 |
| [0,30] | -6,95 | -2,27** | -1,39 | -0,55 | 1,79 | 1,17 | 2,20 | 1,60 |

Ghi chú: AAR1, AAR2 tương ứng là lợi nhuận bất thường trung bình được tính theo phương pháp điều chỉnh theo thị trường và điều chỉnh theo thị trường và rủi ro; CAAR1, CAAR2 là lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy.

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

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Kết quả kiểm định đối với sự kiện giảm tỷ trọng cổ phiếu vào danh mục VNM được trình bày ở phần bên phải của Bảng 2. Tương tự trường hợp tăng tỷ trọng, thị trường có phản ứng với thông báo giảm tỷ trọng nắm giữ của quỹ VNM ở các ngày trước và sau thông báo nhưng không phản ứng với thông tin trong ngày thông báo. Giá phản ứng thông qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường tại ngày [-1] với AAR [-1]: 0,91% có ý nghĩa thống kê ở mức 5%; ngày [3] và [4] với AAR [3]: 0,72% có ý nghĩa thống kê ở mức 10% và AAR [4]: -1,36% có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Lợi nhuận bất thường trung bình âm ngay trước ngày công bố thông tin (ngày [-1]) cũng cho thấy phần còn lại của thị trường đã tích cực mua vào cổ phiếu khi mà trước đó giá cổ phiếu giảm do phản ứng với những dự đoán cổ phiếu bị loại ra khỏi danh mục quỹ VNM. Ngược lại, tại ngày thực hiện giảm tỷ trọng (ngày [4]) tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình âm vì quỹ VNM đã bán ra thị trường lượng lớn cổ phiếu để giảm tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu trong danh mục, làm cho giá cổ phiếu sụt giảm. Kết quả này cũng tương đồng với Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016c). Kết quả kiểm định các lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy sau ngày sự kiện đều không có ý nghĩa thống kê, vì vậy chưa có bằng chứng thống kê cho thấy giá cổ phiếu tồn tại mức ở cân bằng mới sau ngày ra thông báo.

5. Kết luận và hàm ý kinh tế

5.1. Kết luận

Bài viết nghiên cứu phản ứng của thị trường thông qua giá cả cổ phiếu với thông báo thay đổi cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn năm 2009-2015. Các tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện trong tài chính kinh tế. Các sự kiện được nghiên cứu bao gồm thông báo thêm cổ phiếu, loại cổ phiếu, tăng tỷ trọng nắm giữ và giảm tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường không có phản ứng với thông tin thay đổi cổ phiếu và tỷ trọng trong danh mục quỹ VNM tại ngày công bố thông tin nhưng thị

trường có phản ứng ở trước và sau ngày công bố thông tin. Nghiên cứu tìm thấy chứng cứ ủng hộ cho lý thuyết về sự thay thế không hoàn hảo cho trường hợp sự kiện thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ VNM (giá tăng và giữ ở mức cân bằng mới) và sự kiện tăng tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu trong danh mục quỹ VNM (giá giảm và giữ ở mức cân bằng mới).

5.2. Hàm ý kinh tế

Tương tự các khuyến nghị trước của Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016b), Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2016c), nghiên cứu này đưa ra một số khuyến nghị cho các nhà đầu tư và nhà làm chính sách như sau:

Thứ nhất và cũng quan trọng nhất là các nhà đầu tư Việt Nam, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân, cần có một chiến lược đầu tư bài bản, rõ ràng, theo nguyên tắc và mang tính dài hạn được thiết kế riêng cho mỗi cá nhân hoặc tổ chức để tránh những phản ứng sai lệch trong ngắn hạn dẫn đến những kiểu đầu tư mù quáng và thiếu thông tin theo kiểu đầu tư bầy đàn, đầu tư theo những giao dịch mua bán của tổ chức nước ngoài.

Thứ hai, các nhà đầu tư nên xem thông tin thay đổi trong danh mục cổ phiếu của quỹ VNM nói riêng và các quỹ khác nói chung chỉ mang tính chất tham khảo để củng cố thêm cho quyết định đầu tư của mình vì các quỹ này có những nguyên tắc đầu tư nhất định mà những nguyên tắc này không phụ thuộc vào các đặc trưng cơ bản về giá trị doanh nghiệp như lợi nhuận, tiềm năng tăng trưởng và các yếu tố khác.

Thứ ba, từ kết quả thực nghiệm trên, nhà đầu tư có thể chú ý hơn những mã cổ phiếu được dự đoán thêm vào danh mục VNM.

Thứ tư, các nhà làm chính sách cần có các chương trình phổ biến và nâng cao kiến thức tài chính cho nhà đầu tư để góp phần ổn định và phát triển bền vững thị trường chứng khoán trong giai đoạn hội nhập quốc tế sâu rộng như hiện nay, khi mà Việt Nam đã tham gia Hiệp định Đối tác kinh tế chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP), Cộng đồng Kinh tế ASEAN (AEC) và các hiệp định khác.

Tài liệu tham khảo

- [1] Azevedo, A., Karim, M., Gregoriou, A. & Rhodes, M., “Stock price and volume effects associated with changes in the composition of the FTSE Bursa Malaysian KLCI”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 28 (2014) 20.
- [2] Batten, J.A. & Vo, X.V., “Foreign ownership in emerging stock markets”, *Journal of Multinational Financial Management*, 32 (2015) 15.
- [3] Cai, J., “What's in the news? Information content of S&P 500 additions”, *Financial Management*, 36 (2007) 3.
- [4] Elliott, W.B., Ness, B.F., Walker, M.D. & Warr, R.S., “What drives the S&P 500 inclusion effect? An analytical survey”, *Financial Management*, 35(4) (2006) 31.
- [5] Harris, L. & Gurel, E., “Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: New evidence for the existence of price pressures”, *The Journal of Finance*, 41(4) (1986) 815.
- [6] Shleifer, A., “Do demand curves for stocks slope down?”, *The Journal of Finance*, 41(3) (1986) 579.
- [7] Võ Xuân Vinh, “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*, 96 (2014) 43.
- [8] Võ Xuân Vinh, Đặng Bửu Kiểm, “Nghiên cứu lợi nhuận bất thường khi xuất hiện khối lượng giao dịch bất thường trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Phát triển Kinh tế*, 290 (2014) 21.
- [9] Võ Xuân Vinh, Đặng Bửu Kiểm, “Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài với thông báo chi trả cổ tức bằng tiền mặt: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam”, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 121 (2016a) 11.
- [10] Võ Xuân Vinh, Đặng Bửu Kiểm, “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 (2016b) 41.
- [11] Võ Xuân Vinh, Đặng Bửu Kiểm, “Phản ứng của thị trường với thông tin thay đổi tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu trong danh mục FTSE”, *Working Paper*, 2016c.
- [12] Võ Xuân Vinh, Đặng Bửu Kiểm, “Thông tin hàm chứa trong giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 225 (2016d) 46.
- [13] Vo, X.V., “Foreign ownership and stock return volatility - Evidence from Vietnam”, *Journal of Multinational Financial Management*, 30 (2015) 101.
- [14] Vo, X.V., “Foreign ownership and stock market liquidity-evidence from Vietnam”, *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 6(1) (2016) 1.
- [1] Vo, X.V., “Foreign ownership and dividend policy - The case of Vietnam”, *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 6(2) (2015) 73.

Stock Market Reaction to the Announcement of Changes in the VNM - Empirical Investigation in the Vietnamese Stock Market

Vo Xuan Vinh^{1,2}, Dang Bui Kiem¹

¹University of Economics Ho Chi Minh City, 59C Nguyen Dinh Chieu, District 3, Ho Chi Minh City

²CFVG Ho Chi Minh City, 91 Ba Thang Hai Street, District 10, Ho Chi Minh City

Abstract: In Vietnam, announcements of large investment fund, especially those belongs to foreign investors are having large impacts on decision of other investors. This paper investigates the stock market reaction to the announcement of changes in the VNM. Employing the trading data

collected from the Ho Chi Minh City stock exchange for the period from 2009 to 2015 and using the event study method, the results indicate that there is no significant abnormal return on the announcement day. However, abnormal returns are existed before and after the announcement date. This research provides evidence to support the imperfect substitution hypothesis for the event of stock addition to VNM fund (price increases and achieves new equilibrium level) and event of increase of holding proportion (price decreases and achieves new equilibrium level).

Keywords: VNM, announcement, stock market reaction, foreign investment fund, event study.