

Ảnh hưởng của thông báo thoái vốn Nhà nước đến khối lượng giao dịch cổ phiếu

Võ Xuân Vinh
Đặng Hữu Kiêm

Ngày nhận: 29/05/2017

Ngày nhận bản sửa: 17/07/2017

Ngày duyệt đăng: 20/07/2017

Nghiên cứu này xem xét phản ứng của thị trường thông qua khối lượng giao dịch, bao gồm khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) với sự kiện thông báo thoái vốn của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC). Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu thông báo đăng ký thoái vốn của SCIC giai đoạn từ 2/2012- 3/2017. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả nghiên cứu cho thấy thông tin thoái vốn của SCIC được các nhà đầu tư, bao gồm NĐTNN nhìn nhận như một tín hiệu tích cực. Tồn tại khối lượng giao dịch khớp lệnh bất thường và khối lượng bất thường trung bình cho một lệnh mua ở trước, trong và sau sự kiện. Khối lượng trung bình cho một lệnh đặt bán cũng tăng bất thường trước ngày sự kiện được công bố. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về giao dịch mua bất thường của NĐTNN trước và trong ngày sự kiện. Kết quả cung cấp thêm bằng chứng củng cố hướng đi đúng đắn của Chính phủ trong việc đẩy nhanh lộ trình thoái vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp Việt Nam.

Từ khoá: Thoái vốn Nhà nước, nghiên cứu sự kiện, giao dịch nước ngoài.

1. Giới thiệu

Từ trước đến nay, các doanh nghiệp có vốn Nhà nước luôn được xác định

là những doanh nghiệp chủ đạo và đóng vai trò là đầu tàu của nền kinh tế. Bên cạnh những đóng góp không thể phủ nhận của những doanh nghiệp này thì còn có những mặt trái mà loại hình doanh nghiệp này

mang lại. Qua các thông tin thực tế cho thấy hầu hết những tập đoàn, doanh nghiệp lớn của Nhà nước hoạt động đa ngành đa lĩnh vực thường mang lại kết quả không được tốt, dẫn đến thất thoát vốn Nhà nước.

Do vậy, gần đây Chính phủ đã có những quan điểm cứng rắn và quyết liệt trong việc cấm các tập đoàn, doanh nghiệp lớn Nhà nước đầu tư ngoài ngành nghề chuyên môn. Bên cạnh đó, hành động rất quan trọng tạo sự minh bạch và nâng cao hiệu quả hoạt động của các tập đoàn, doanh nghiệp Nhà nước là chủ trương của Chính phủ trong việc đẩy mạnh lộ trình cổ phần hóa công ty có vốn Nhà nước. Những sự kiện làm xôn xao giới đầu tư trong và ngoài nước trong thời gian gần đây là việc thoái vốn của Nhà nước ở các công ty có quy mô rất lớn và chiếm lĩnh ưu thế về thị phần kinh doanh tại Việt Nam như Công ty Cổ phần sữa Việt Nam (Vinamilk), Tổng Công ty Cổ phần Bia- rượu- nước giải khát Sài Gòn (Sabeco), Tổng Công ty Cổ phần Bia- rượu- nước giải khát Hà Nội (Habeco). SCIC đại diện vốn Nhà nước tại Vinamilk với tỷ lệ sở hữu là 39,6% tổng số cổ phần, Bộ Công thương là đơn vị đại diện vốn Nhà nước tại Sabeco (sở hữu 89,59% tổng số lượng cổ phần) và Habeco (sở hữu 81,79% tổng số lượng cổ phần). Lộ trình thoái vốn Nhà nước tại các công ty này cơ bản như sau: trong những tháng cuối năm 2016, SCIC đã thoái 5,4% vốn điều lệ trong tổng số 45% cổ phần nắm giữ tại Vinamilk với tổng giá trị ước tính thu về khoảng 11.300 tỷ đồng¹ (500 triệu USD) và sẽ thực hiện thoái hết trong năm 2017; Bộ Công thương cũng dự định thoái tại Sabeco, Habeco trong năm 2017.

¹ SCIC đăng ký thoái 9% cổ phần trong tổng số 45% cổ phần tại Vinamilk trong năm 2016.

Cổ đông chiến lược được các doanh nghiệp có vốn Nhà nước hướng đến thông thường là những nhà đầu tư nước ngoài trong ngành có uy tín và năng lực, với kỳ vọng sẽ mang lại kết quả tốt đẹp cho công ty sau khi họ tham gia vào việc sở hữu và điều hành². Minh chứng rõ ràng là tập đoàn Fraser & Neave Limited đến từ Singapore làm đối tác chiến lược của Vinamilk³. Tập đoàn Carlsberg (Đan Mạch) là tên tuổi có vị thế thứ ba trên thị trường bia thể giới hiện đang và dự kiến cũng sẽ là đối tác chiến lược lâu dài của Habeco. Các tập đoàn có tên tuổi lớn như Asahi (Nhật Bản), Heineken (Hà Lan), ThaiBev (Thái Lan), SAB Miller (Mỹ), InBev (Bi) cũng đang hướng đến trở thành đối tác chiến lược của Sabeco. Tuy nhiên, chi tiết cụ thể của việc lựa chọn đối tác và tỷ lệ sở hữu không được công bố.

Thông tin thoái vốn của Nhà nước từ các tập đoàn, công ty có vốn Nhà nước được đánh giá là có những tác động đến thị trường chứng khoán (TTCK)⁴.

² Tất nhiên là giá cả đầu tư được ưu tiên để lựa chọn nhà đầu tư chiến lược không kể nhà đầu tư nội hay ngoại. Ngoài ra, việc hợp tác dựa trên căn bản lợi ích của các bên, do vậy không thể muốn chọn là được.

³ Hai tổ chức nước ngoài là F&N Dairy Investments và F&N Manufacturing, mỗi công ty đã mua thành công 39,19 triệu cổ phiếu VNM, tương đương 2,7% cổ phần của Vinamilk với giá 144.000 đồng/cp trong đợt đấu giá cổ phần của SCIC tại Vinamilk ngày 12/12/2016. Hai tổ chức này là công ty con 100% vốn của Fraser & Neave Limited.

⁴ Có thể xem thêm tại: <http://ndh.vn/gia-co-phieu-noi-song-nho-thong-tin-thoai-von-va-co-tuc-cao-2016051104162434p4c146.news> <http://cafef.vn/suc-hut-dong-tien-doi-voi-co-phieu-nha-nuoc-thoai->

Vì vậy, tác giả cho rằng cần có một nghiên cứu cụ thể để cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của việc thoái vốn Nhà nước đến thị trường chứng khoán, cụ thể là ảnh hưởng của thông tin đến khối lượng giao dịch của cổ phiếu trên thị trường và khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài.

2. Cơ sở lý luận

2.1. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

Lý thuyết liên quan đến khối lượng giao dịch

Trong một nghiên cứu trước, Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2016a) đã trình bày các lý thuyết giải thích cho sự thay đổi của khối lượng giao dịch. Trong nghiên cứu này, tác giả lược trích lại một số điểm quan trọng của các lý thuyết. Karpoff (1986) lần đầu tiên xây dựng lý thuyết về khối lượng giao dịch. Giả định của lý thuyết này là các nhà tạo lập thị trường hoặc những tác nhân đại diện thị trường thường đưa ra các nhu cầu về mức giá và ngẫu nhiên gặp những giao dịch tiềm năng. Dựa trên lý thuyết này, sự kiện thông tin ảnh hưởng đến khối lượng giao dịch được mô tả theo hai cách khác nhau. *Một là*, các bất đồng (khác biệt) trong cách đánh giá thông tin tạo nên khối lượng giao dịch bất thường. *Hai là*, khối lượng giao dịch bất thường có thể được tạo ra ngay cả việc giải thích các thông tin là như nhau nhưng trước đó sự

[von-20161201180641899.chn](http://ndh.vn/gia-co-phieu-noi-song-nho-thong-tin-thoai-von-va-co-tuc-cao-2016051104162434p4c146.news)
<http://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/giang-co-co-phieu-nong-nha-nuoc-thoai-von-171083.html>

kỳ vọng thông tin là khác nhau. Do vậy, thị trường luôn tồn tại người bán và người mua.

Bamber, Barron, & Stevens (2011) lược khảo các lý thuyết liên quan đến khối lượng giao dịch, tác động của các sự kiện tài chính doanh nghiệp đến khối lượng giao dịch trên thị trường. Nghiên cứu của ông và cộng sự cho thấy có hai nhóm lý thuyết chính lý giải cho các giao dịch xảy ra khi thông tin được công bố. *Thứ nhất*, lý thuyết về các yếu tố liên quan đến sự khác biệt trong thông tin cho rằng sự khác biệt trong: (i) kỳ vọng của nhà đầu tư trước các thông báo; (ii) các nhà đầu tư giải thích về thông tin công bố theo các hướng khác nhau (Jang & Ro, 1989; Jennings, Starks, & Fellingham, 1981; Karpoff, 1986; Kim & Verrecchia, 1991b) hoặc là khác biệt ở cả (i) và (ii) là các nguyên nhân thúc đẩy các giao dịch liên tục được diễn ra. *Thứ hai*, lý thuyết về các yếu tố không liên quan đến sự khác biệt trong thông tin cho rằng tùy thuộc vào mức độ biết về thông tin (biết ít/biết nhiều, chắc hay không chắc) của nhà đầu tư sẽ tác động đến sự gia tăng hay sụt giảm của khối lượng trên thị trường (Kim & Verrecchia, 1991a, 1991b).

Một số các nghiên cứu thực nghiệm về khối lượng giao dịch xung quanh ngày sự kiện

Trong nghiên cứu này, tác giả liệt kê một vài loại sự kiện được các học giả nghiên cứu nhiều trong lĩnh vực tài chính và tìm thấy các bằng chứng liên quan đến phản ứng của khối lượng giao dịch với các thông báo.

Khối lượng giao dịch xung quanh sự kiện thông báo chia cổ tức

Một số các nghiên cứu liên quan đến sự kiện thông báo chi trả cổ tức và ảnh hưởng của nó đến khối lượng giao dịch trên thị trường tìm thấy bằng chứng khối lượng giao dịch có những biến động lớn xung quanh ngày thông báo. Hay nói cách khác, tồn tại khối lượng giao dịch bất thường xung quanh ngày công bố thông tin chi trả cổ tức. Các nghiên cứu minh chứng như: Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2016a); Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2016b); Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái (2015); Dasilas & Leventis (2011); Gurgul, Mestel, & Schleicher (2003); Richardson, Sefcik, & Thompson (1986).

Khối lượng giao dịch xung quanh sự kiện thông báo lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh

Thông tin về lợi nhuận hàng năm của các doanh nghiệp được xem như là một trong số những thông tin cơ bản quan trọng phản ánh tình hình hoạt động và triển vọng của công ty. Do vậy, những thông tin liên quan đến lợi nhuận có những tác động đến giá và khối lượng giao dịch cổ phiếu trên thị trường. Một số các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng tồn tại khối lượng giao dịch bất thường xung quanh ngày công bố thông tin lợi nhuận hoạt động doanh nghiệp, điển hình như Bamber et al. (2011); Bailey, Li, Mao, & Zhong (2003); Landsman & Maydew (2002) và Beaver (1968).

Khối lượng giao dịch xung quanh sự kiện thay đổi cổ phiếu

trong danh mục quỹ hoặc danh mục thị trường

Một số các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các thông tin liên quan đến việc các quỹ đầu tư hoặc danh mục chỉ số thị trường công bố thông tin thêm vào cổ phiếu hoặc loại ra cổ phiếu trong danh mục có ảnh hưởng đến giá và khối lượng giao dịch của cổ phiếu trên thị trường. Nói cách khác, tồn tại khối lượng giao dịch bất thường với thông tin thêm vào hoặc loại ra cổ phiếu trong danh mục quỹ, danh mục chỉ số thị trường. Các nghiên cứu điển hình trong nhóm này như: Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2016c); Gregoriou (2011); Gregoriou & Nguyen (2010); Hegde & McDermott (2003) và Lynch & Mendenhall (1997).

2.2. Các giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên lý thuyết và kết quả của các nghiên cứu trước, khối lượng giao dịch có những thay đổi bất thường xung quanh ngày thông tin được công bố ra thị trường. Do vậy, với thông tin thoái vốn của Nhà nước, nhóm tác giả đề xuất các giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H1: tồn tại khối lượng giao dịch bất thường xung quanh ngày công bố thông tin thoái vốn Nhà nước.

Giả thuyết H2a: tồn tại khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước ngoài xung quanh ngày thông báo thông tin thoái vốn Nhà nước.

Giả thuyết H2b: tồn tại khối lượng giao dịch bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài xung quanh ngày thông báo thông tin thoái vốn Nhà nước.

2.3. Giới thiệu hoạt động của Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước

Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) chính thức đi vào hoạt động từ tháng 8/2006 theo Quyết định số 151/2005/QĐ-TTg ngày 20/6/2005 của Thủ tướng Chính phủ. SCIC là đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp, thực hiện đầu tư vào các ngành, lĩnh vực quan trọng của nền kinh tế nhằm tăng cường vai trò chủ đạo của kinh tế Nhà nước trên cơ sở tôn trọng những nguyên tắc thị trường. SCIC quản lý danh mục đầu tư gồm các doanh nghiệp hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau như: dịch vụ tài chính, năng lượng, công nghiệp, viễn thông, xây dựng, vận tải, hàng tiêu dùng, y tế, công nghệ thông tin và ngành khác. Tháng 6/2010, SCIC được Thủ tướng Chính phủ quyết định chuyển sang mô hình Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do Nhà nước làm chủ sở hữu theo Quyết định số 992/QĐ-TTg ngày 10/6/2010. Để nâng cao sức cạnh tranh, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu đối với doanh nghiệp kinh doanh và tập trung vào những ngành, lĩnh vực then chốt trọng yếu, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Đề án tái cơ cấu doanh nghiệp Nhà nước, trọng tâm là tập đoàn kinh tế, tổng công ty Nhà nước giai đoạn 2011- 2015 theo Quyết định số 929/QĐ-TTg, ký ngày 17/7/2012. Theo đó, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Quyết định 2344/QĐ-TTg ngày 02/12/2013 Đề án tái cơ cấu SCIC giai đoạn đến 2015, một trong số những

mục tiêu quan trọng của đề án này là thoái vốn tại 376 công ty. Tháng 12/2013, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Quyết định 2344/QĐ-TTg ngày 02/12/2013 Đề án tái cơ cấu SCIC giai đoạn đến 2015. Gần đây nhất, tháng 12/2016 Thủ tướng ban hành Quyết định 58/2016/QĐ-TTg, kèm theo danh sách và chủ trương, lộ trình thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước giai đoạn 2016- 2020. Theo đó, Nhà nước quyết định thoái vốn và chỉ nắm 50- 65% vốn điều lệ tại 27 doanh nghiệp trong 8 ngành, lĩnh vực tiêu biểu như: Tập đoàn bưu chính viễn thông Việt Nam (VNPT), Tổng công ty viễn thông Mobifone (Mobifone), Tập đoàn Hóa chất, Tổng công ty Thuốc lá, Tổng công ty Cà phê, Tổng công ty Điện lực miền Bắc, Trung, Nam hay Điện lực Hà Nội, điện lực TP.HCM, Tổng công ty lương thực miền Bắc (Vinafood 1), Tổng công ty lương thực miền Nam (Vinafood 2). Đặc biệt có 106 doanh nghiệp sẽ trong diện thoái vốn quy mô lớn, Nhà nước chỉ còn giữ tỷ lệ dưới 50%. Giá trị quy mô thực tế của đợt thoái vốn trong giai đoạn 2016- 2020 ước tính lên tới hàng chục tỷ USD. Số liệu tổng kết của riêng năm 2016 về tình hình thoái vốn của SCIC cho thấy SCIC bán vốn thành công tại 73 doanh nghiệp (trong đó có tới 37 doanh nghiệp thuộc diện khó bán, bán nhiều lần) thu về 16.112 tỷ đồng trên giá vốn 3.083 tỷ đồng, đạt tỷ lệ 5,2 lần. Đặc biệt, ngày 12/12/2016, SCIC đã thực hiện bán 5,4% số cổ phần tại Vinamilk theo đúng chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ, thu về 11.286 tỷ đồng, gấp 28 lần

so với giá vốn. So với giá thị trường tại thời điểm giao dịch, SCIC đã thu về giá trị gia tăng tới hơn 800 tỷ đồng do giá bán 144.000 đồng/cổ phần cao hơn giá thị trường ngày chốt phiên giao dịch là 133.700 đồng. Theo số liệu của SCIC, tính đến 31/12/2016, danh mục doanh nghiệp của SCIC là 146, với vốn Nhà nước theo giá trị sổ sách là 18.841 tỷ đồng (trên tổng số vốn điều lệ là 88.108 tỷ đồng). Trong đó có 22 doanh nghiệp nhóm A1 với tỉ trọng vốn Nhà nước là 61%, 13 doanh nghiệp nhóm A2 với tỉ trọng vốn Nhà nước là 6%, 33 doanh nghiệp nhóm B1 chiếm tỉ trọng vốn Nhà nước là 27%, và 78 doanh nghiệp nhóm B2 chiếm tỉ trọng vốn Nhà nước là 6%.

3. Phương pháp nghiên cứu

Tương tự như các nghiên cứu trước (ở phần lược khảo), tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để xem xét hành vi của khối lượng giao dịch xung quanh sự kiện thông báo thoái vốn Nhà nước. Cụ thể các bước thiết kế theo phương pháp này như sau:

- Bước 1. Xác định sự kiện nghiên cứu.** Sự kiện dùng trong nghiên cứu này là thời điểm thông báo thoái vốn của SCIC, các thông báo này được chúng tôi thu thập trên trang web của Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn từ tháng 02/2012- 3/2017.
- Bước 2. Xác định các khung thời gian,** bao gồm: khung ước lượng là [-76; -16]; khung sự kiện là [-15;15].
- Bước 3. Tính khối lượng giao dịch bình thường,** tham khảo

các nghiên cứu của Gupta & Misra (1988); Harris & Gurel (1986) và Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2016), tác giả tính toán như sau:

+ Khối lượng giao dịch bình thường của cổ phiếu được tính bằng tổng khối lượng giao dịch trung bình của 60 ngày trước khung sự kiện, cụ thể:

$$MTV_i = 60^{-1} \sum V_{it} \quad (t = AD - 75 \Rightarrow AD - 16)$$

trong đó, MTV_i là khối lượng giao dịch bình thường của cổ phiếu i ; AD là ngày thông báo của sự kiện thoái vốn; V_{it} là khối lượng giao dịch của cổ phiếu i vào ngày t ;

Tương tự, khối lượng trung bình một lệnh đặt mua bình thường và khối lượng trung bình một lệnh đặt bán bình thường được xác định tương tự như trên.

+ Khối lượng giao dịch bình thường (mua/bán) của nhà đầu tư nước ngoài đối với một cổ phiếu được tính bằng trung bình của tỷ lệ khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên tổng khối lượng giao dịch trong 60 ngày trước khung sự kiện, cụ thể:

$$MFV_i = 60^{-1} \sum V_{fit} (V_{mt})^{-1} + 0.000255 \quad (t = AD - 75 \Rightarrow AD - 16)$$

trong đó, MFV_i là khối lượng giao dịch bình thường của nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu i ; V_{fit} là khối lượng giao dịch (mua/ bán) của nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu i vào ngày t ; V_{mt} là khối lượng giao dịch của thị trường tại ngày t .

Bước 4. Tính toán khối lượng giao dịch bất thường

+ Khối lượng giao dịch bất thường của cổ phiếu.

$$AV_{it} = V_{it} (MTV_i)^{-1} - 1$$

với AV_{it} là chỉ số khối lượng giao dịch bất thường cổ phiếu i vào ngày t .

Khối lượng giao dịch bất thường trung bình của cổ phiếu:

$$AAV_t = N^{-1} \sum AV_{it} \quad (i = 1 \Rightarrow N)$$

với AAV_t là chỉ số khối lượng giao dịch bất thường trung bình vào ngày t ; N là số sự kiện trong mẫu.

Tương tự, khối lượng bất thường trung bình một lệnh đặt mua và khối lượng bất thường trung bình một lệnh đặt bán được tính toán tương tự như trên.

+ Khối lượng giao dịch bất thường (mua hoặc bán) của nhà đầu tư nước ngoài.

$$AV_{fit} = (V_{fit} (V_{mt})^{-1} + 0.000255) (MTV_i)^{-1} - 1$$

với AV_{fit} là chỉ số khối lượng giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài của cổ phiếu i vào ngày t .

Khối lượng giao dịch bất thường trung bình của nhà đầu tư nước ngoài được tính:

$$AAV_{ft} = N^{-1} \sum AV_{fit} \quad (i = 1 \Rightarrow N)$$

Với AAV_{ft} là chỉ số khối lượng giao dịch bất thường trung bình của nhà đầu tư nước ngoài vào ngày t ; N là số sự kiện trong mẫu.

4. Kết quả và thảo luận kết quả

Nghiên cứu thu thập được tất cả 80 sự kiện thông báo thoái vốn của SCIC từ 02/2012- 3/2017. Tuy nhiên, có 2 sự kiện bị loại bỏ do không đáp ứng đủ thời gian của các khung sự kiện. Do vậy, có 78 sự kiện được xem xét trong nghiên cứu này. Các thông tin mô tả đặc điểm của các sự kiện trong mẫu được thể hiện chi tiết ở Bảng 1. Số lượng cổ phần lớn nhất mà SCIC thông

Bảng 1. Thông kê mô tả sự kiện trong nghiên cứu

	Số lượng đăng ký bán (cổ phần)	Tỷ lệ bán (%)
Trung bình	7.787.979	16,27%
Trung vị	2.287.184	11,61%
Nhỏ nhất	210.011	0,02%
Lớn nhất	130.630.500	55,20%
Số sự kiện	78	

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

báo thoái vốn là 130.630.500 cổ phần, đây là trường hợp thông báo thoái vốn của SCIC ở Công ty Cổ phần sữa Việt Nam (Vinamilk- VNM) diễn ra đầu tháng 12/2016, sự kiện thu hút sự chú ý của rất nhiều nhà đầu tư trong và ngoài nước quan tâm. Tỷ lệ thông báo thoái vốn lớn nhất là 55,20%. Đây là trường hợp thông báo thoái vốn của SCIC tại Công ty cổ phần CNG Việt Nam diễn ra đầu 2016. Tỷ lệ thoái vốn thấp nhất là 0,02% và số lượng cổ phần thoái thấp nhất là 210.011 cổ phần.

Ảnh hưởng của thông tin đến khối lượng được nhóm tác giả xem xét thông qua sự thay đổi của khối lượng giao dịch khớp lệnh trong ngày; khối lượng trung bình của một lệnh mua và một lệnh bán trong ngày; khối lượng giao dịch mua và giao dịch bán của nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả kiểm định cho toàn bộ mẫu được thể hiện ở Bảng 2.

Nhóm tác giả tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về việc khối lượng giao dịch tăng đột biến xung quanh ngày công

Bảng 2. Khối lượng giao dịch cổ phiếu xung quanh ngày công bố thông tin xem xét cho toàn bộ mẫu nghiên cứu

T	AAV Khối lượng khớp (1)	T stat	AAV_ KLTB một lệnh mua (2)	T stat	AAV_ KLTB một lệnh bán (3)	T stat	AAV_ NN mua (4)	T stat	AAV_ NN bán (5)	T stat
-15	1,710	7,45***	0,100	0,92	0,115	0,99	0,205	1,66*	-0,077	-0,55
-14	0,248	1,08	0,030	0,28	0,028	0,24	1,113	9,02***	1,153	8,29***
-13	0,480	2,09**	0,058	0,54	0,194	1,67	0,465	3,77***	0,233	1,68
-12	1,223	5,33***	0,163	1,51	0,187	1,61	-0,010	-0,08	-0,034	-0,24
-11	0,871	3,79***	0,178	1,66*	0,259	2,23**	-0,003	-0,03	-0,074	-0,53
-10	0,801	3,49***	0,081	0,75	0,105	0,91	-0,102	-0,82	-0,134	-0,97
-9	0,877	3,82***	0,148	1,37	0,263	2,27**	0,010	0,08	-0,174	-1,25
-8	1,057	4,60***	0,220	2,04**	0,256	2,21**	0,095	0,77	-0,142	-1,02
-7	1,432	6,24***	0,388	3,60***	0,309	2,67***	0,768	6,22***	0,091	0,66
-6	3,101	13,51***	0,350	3,25***	0,487	4,21***	0,220	1,78*	0,036	0,26
-5	3,105	13,53***	0,495	4,60***	0,260	2,25**	0,785	6,36***	-0,018	-0,13
-4	1,118	4,87***	0,248	2,30**	0,207	1,79*	0,487	3,94***	0,300	2,15**
-3	1,443	6,29***	0,753	6,99***	0,345	2,98***	0,128	1,04	0,190	1,37
-2	3,611	15,74***	0,299	2,77***	0,402	3,47***	0,084	0,68	-0,033	-0,24
-1	22,602	98,49***	1,066	9,89***	1,660	14,34***	0,022	0,18	0,055	0,40
0	1,104	4,81***	0,179	1,66*	0,016	0,14	0,242	1,96**	0,135	0,97
1	0,856	3,73***	0,273	2,54***	0,092	0,79	0,138	1,12	-0,061	-0,44
2	0,740	3,22***	0,140	1,30	0,029	0,25	0,167	1,35	0,072	0,52
3	0,824	3,59***	0,166	1,54	-0,068	-0,59	0,040	0,33	0,008	0,06
4	5,405	23,55***	0,390	3,62***	0,080	0,69	-0,037	-0,30	0,065	0,47
5	9,586	41,77***	0,388	3,60***	0,246	2,13**	0,008	0,07	-0,056	-0,41
6	0,347	1,51	0,296	2,74***	-0,024	-0,21	-0,085	-0,69	-0,081	-0,58
7	1,283	5,59***	0,420	3,90***	-0,036	-0,31	0,011	0,09	-0,023	-0,17
8	0,291	1,27	0,322	2,99***	-0,074	-0,64	-0,081	-0,65	-0,113	-0,82
9	0,214	0,93	0,383	3,55***	-0,035	-0,30	0,052	0,42	-0,076	-0,54
10	0,805	3,51***	0,555	5,15***	0,055	0,47	0,150	1,21	-0,061	-0,44
11	0,468	2,04**	0,524	4,86***	-0,016	-0,14	0,306	2,48**	0,050	0,36
12	0,060	0,26	0,430	3,99***	-0,077	-0,67	0,194	1,57	-0,090	-0,65
13	0,217	0,94	0,238	2,21**	-0,036	-0,31	0,591	4,79***	0,408	2,93***
14	-0,071	-0,31	0,049	0,46	-0,115	-0,99	-0,015	-0,12	-0,071	-0,51
15	-0,110	-0,48	0,084	0,78	-0,112	-0,97	-0,009	-0,07	0,092	0,66

Ghi chú: AAV_KLTB một lệnh mua; AAV_KLTB một lệnh bán lần lượt là khối lượng bất thường trung bình của trung bình một lệnh mua và khối lượng bất thường trung bình của trung bình một lệnh bán. AAV_NN mua và AAV_NN bán là khối lượng bất thường trung bình nước ngoài mua và khối lượng bất thường trung bình nước ngoài bán. *, ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê là 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

bổ thông tin thoái vốn của SCIC. Kết quả ở Bảng 2, phần (1) cho thấy khối lượng giao dịch bất

thường là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức mạnh 1% từ ngày [-13] đến ngày [5]. Đặc

biệt, ngay trước ngày công bố thông tin- ngày [-1], khối lượng giao dịch tăng một lượng rất

lớn so với mức trung bình của 60 ngày trước khung sự kiện. Nhóm tác giả cho rằng thông tin thoái vốn của SCIC có thể đã bị rò rỉ trước khi được thông báo chính thức. Các nhà đầu tư trên thị trường, đặc biệt những nhà đầu tư có lợi thế về thông tin đã tiến hành các giao dịch trước những nhà đầu tư thiếu thông tin. Do vậy, độ lớn của khối lượng giao dịch bất thường tăng liên tục và đạt đỉnh ngay trước ngày thông tin chính thức công bố. Trong và sau ngày công bố thông tin khối lượng giao dịch bất thường còn tồn tại, tuy nhiên sau ngày [7] khối lượng dần trở về mức trung bình ban đầu và không cho thấy các bất thường nào sau ngày [11]. Các kết quả này cho phép nhóm tác giả chấp nhận giả thuyết H1: tồn tại khối lượng giao dịch bất thường tại ngày công bố thông tin thoái vốn Nhà nước.

Tiếp tục làm rõ hơn hành vi của nhà đầu tư trên thị trường, nhóm tác giả xem xét đến những bất thường trong khối lượng cổ phiếu bình quân cho mỗi một lệnh đặt mua và đặt bán. Kết quả kiểm định được thể hiện ở Bảng 2, phần (2) và phần (3). Theo đó, có bằng chứng có ý nghĩa thống kê cho thấy khối lượng trung bình một lệnh đặt mua và khối lượng trung bình một lệnh đặt bán tăng đột biến trước ngày thông tin được công bố. Khối lượng bất thường trung bình một lệnh đặt mua và đặt bán dương và có ý nghĩa thống kê từ ngày [-11] đến ngày [-1], đặc biệt tại ngày liền trước ngày công bố thông tin- ngày [-1], khối lượng bất thường trung bình cho một lệnh đặt mua và đặt bán đều rất cao và đạt đỉnh. Kết quả này cho

thấy, ngay trước ngày công bố, nhà đầu tư đại diện cho hai bên của thị trường (mua và bán) rất “quyết tâm” thực hiện các giao dịch, khối lượng đặt mua và đặt bán cho một lệnh là khá lớn so với mức trung bình trước đó. Trong và sau ngày công bố thông tin- ngày [0], ngày [1] và từ [4] đến [13] khối lượng bất thường trung bình cho một lệnh đặt mua tiếp tục tồn tại với giá trị dương và có ý nghĩa thống kê. Ngược lại, khối lượng trung bình cho một lệnh đặt bán không cho thấy sự thay đổi bất thường nào tại ngày công bố thông tin và những ngày sau đó. Các kết quả này cho thấy nhà đầu tư trên thị trường chú ý và thể hiện nhu cầu nhanh chóng muốn sở hữu nhiều hơn những mã cổ phiếu được SCIC thông báo thoái vốn. Như vậy, có thể nói thông tin thoái vốn của SCIC tại các doanh nghiệp được xem như là một thông tin tích cực truyền tải ra thị trường, nhà đầu tư kỳ vọng nhiều hơn về tương lai tăng trưởng của các doanh nghiệp sau khi tỷ lệ nắm giữ vốn của Nhà nước giảm xuống. Tiếp theo, nhóm tác giả xem xét đến những thay đổi bất thường trong giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN), kết quả kiểm định được thể hiện ở Bảng 2, phần (4) và (5) tương ứng với giao dịch mua và bán cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho thấy NĐTNN thực hiện các giao dịch mua bất thường tại các ngày trước và trong ngày công bố thông tin thoái vốn của SCIC, cụ thể tại ngày [-7] đến [-4], [0]. Sau ngày công bố, kết quả kiểm định không tìm thấy bằng chứng đủ mạnh nào về giao dịch

mua bất thường của NĐTNN. Kết quả này phần nào được giải thích bởi vấn đề hạn chế tỷ lệ sở hữu của NĐTNN tồn tại trước khi Nghị định 60/2015/NĐ-CP của Chính phủ được ký ban hành vào ngày 26/6/2015 và chính thức có hiệu lực từ 01/9/2015.

Bên cạnh đó, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về các giao dịch bán bất thường của NĐTNN xung quanh sự kiện thông báo thoái vốn của SCIC. Các kết quả này cho thấy NĐTNN cũng đánh giá thông tin thoái vốn của SCIC như là một tín hiệu tin cực. Kết quả nghiên cứu cho chúng tôi chấp nhận giả thuyết H2a: tồn tại khối lượng giao dịch mua bất thường của NĐTNN xung quanh ngày thông báo thông tin thoái vốn Nhà nước và bác bỏ giả thuyết H2b: tồn tại khối lượng giao dịch bán bất thường của NĐTNN xung quanh ngày thông báo thông tin thoái vốn Nhà nước.

Nhóm tác giả tiếp tục xem xét hành vi của khối lượng giao dịch với thông báo thoái vốn của SCIC bằng cách chia mẫu dữ liệu thành hai nhóm dựa vào giá trị trung vị của tỷ lệ đăng ký thoái vốn trong mẫu. *Nhóm thứ nhất*, dữ liệu gồm những sự kiện có tỷ lệ đăng ký thoái vốn lớn hơn giá trị trung vị trong mẫu. *Nhóm thứ hai*, dữ liệu gồm những sự kiện có tỷ lệ đăng ký thoái vốn nhỏ hơn giá trị trung vị trong mẫu. Kết quả nghiên cứu được thể hiện cụ thể ở Bảng 3.1 và 3.2.

Kết quả ở Bảng 3.1 phần (1)', (2)' và (3)' thể hiện sự thay đổi trong khối lượng giao dịch khớp lệnh, khối lượng trung bình một lệnh mua và khối lượng trung

Bảng 3.1. Khối lượng giao dịch cổ phiếu xung quanh ngày công bố thông tin, xem xét nhóm có tỷ lệ thông báo thoái vốn lớn hơn giá trị trung vị trong mẫu nghiên cứu

T	AAV Khối lượng khớp (1)'	T stat	AAV_ KLTB một lệnh mua (2)'	T stat	AAV_ KLTB một lệnh bán (3)'	T stat	AAV_ NN mua (4)'	T stat	AAV_ NN bán (5)'	T stat
-15	2,817	7,50***	0,169	0,82	0,087	0,41	0,124	0,83	-0,029	-0,15
-14	0,029	0,08	0,004	0,02	-0,061	-0,29	-0,091	-0,61	-0,064	-0,33
-13	0,427	1,14	0,155	0,74	0,207	0,98	0,673	4,50***	0,351	1,81*
-12	1,735	4,62***	0,229	1,10	0,251	1,19	-0,101	-0,67	-0,073	-0,38
-11	1,278	3,40***	0,284	1,37	0,264	1,25	-0,049	-0,33	0,079	0,41
-10	0,743	1,98**	0,130	0,62	0,035	0,17	-0,071	-0,48	-0,054	-0,28
-9	1,358	3,62***	0,218	1,05	0,362	1,71	-0,023	-0,16	-0,093	-0,48
-8	1,148	3,06***	0,303	1,46	0,229	1,08	-0,043	-0,29	-0,040	-0,20
-7	2,262	6,02***	0,660	3,18**	0,495	2,34***	1,672	11,19***	0,124	0,64
-6	5,621	14,97***	0,616	2,97***	0,794	3,76***	-0,036	-0,24	-0,003	-0,01
-5	5,439	14,49***	0,705	3,40***	0,384	1,82	-0,124	-0,83	-0,080	-0,41
-4	1,430	3,81***	0,362	1,75*	0,209	0,99	0,108	0,73	-0,072	-0,37
-3	2,474	6,59***	1,305	6,29***	0,488	2,31**	-0,129	-0,87	0,023	0,12
-2	6,444	17,16***	0,484	2,33**	0,710	3,36***	-0,133	-0,89	-0,067	-0,34
-1	42,555	113,35***	1,960	9,45***	3,109	14,72***	-0,012	-0,08	0,007	0,04
0	1,443	3,84***	0,255	1,23	-0,017	-0,08	0,059	0,40	0,116	0,60
1	0,761	2,03**	0,410	1,98**	0,114	0,54	-0,081	-0,54	-0,091	-0,47
2	0,823	2,19**	0,279	1,34	0,070	0,33	0,041	0,27	-0,102	-0,53
3	1,331	3,55***	0,297	1,43	-0,098	-0,47	0,125	0,84	-0,069	-0,35
4	10,590	28,21***	0,717	3,46***	0,193	0,91	0,010	0,07	0,193	0,99
5	19,203	51,15***	0,804	3,88***	0,477	2,26**	0,100	0,67	-0,089	-0,46
6	0,504	1,34	0,566	2,73***	-0,129	-0,61	-0,048	-0,32	-0,064	-0,33
7	1,952	5,20***	0,672	3,24***	-0,046	-0,22	-0,026	-0,18	0,033	0,17
8	0,683	1,82**	0,626	3,02***	-0,037	-0,17	-0,013	-0,09	-0,068	-0,35
9	0,617	1,64	0,763	3,68***	-0,006	-0,03	0,106	0,71	-0,027	-0,14
10	1,279	3,41***	1,041	5,02***	0,111	0,52	0,094	0,63	-0,064	-0,33
11	0,888	2,37***	1,093	5,27***	-0,037	-0,17	0,332	2,22**	-0,089	-0,46
12	0,057	0,15	0,892	4,30***	-0,213	-1,01	0,354	2,37***	-0,083	-0,43
13	-0,052	-0,14	0,459	2,21**	-0,268	-1,27	0,029	0,20	-0,099	-0,51
14	-0,033	-0,09	0,131	0,63	-0,184	-0,87	-0,006	-0,04	-0,049	-0,25
15	-0,102	-0,27	0,208	1,00	-0,224	-1,06	-0,106	-0,71	0,177	0,91

Ghi chú: AAV_KLTB một lệnh mua; AAV_KLTB một lệnh bán lần lượt là khối lượng bất thường trung bình của trung bình một lệnh mua và khối lượng bất thường trung bình của trung bình một lệnh bán. AAV_NN mua và AAV_NN bán là khối lượng bất thường trung bình nước ngoài mua và khối lượng bất thường trung bình nước ngoài bán. *, ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê là 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

bình một lệnh bán xung quanh sự kiện không khác nhiều so với kết quả ở Bảng 2 phần (1), (2)

và (3). Nhìn chung, các nhà đầu tư trên thị trường đánh giá thông tin thoái vốn của SCIC như là

một thông tin tích cực và có những giao dịch lớn xung quanh ngày sự kiện. Tuy nhiên, khi

Bảng 3.2. Khối lượng giao dịch cổ phiếu xung quanh ngày công bố thông tin, xem xét nhóm có tỷ lệ thông báo thoái vốn thấp hơn giá trị trung vị trong mẫu nghiên cứu

T	AAV Khối lượng khớp (1)''	T stat	AAV_ KLTB một lệnh mua (2)''	T stat	AAV_ KLTB một lệnh bán (3)''	T stat	AAV_ NN mua (4)''	T stat	AAV_ NN bán (5)''	T stat
-15	0,335	2,84***	0,026	1,11	0,108	2,93***	0,108	1,05	-0,096	-0,85
-14	0,232	1,96**	0,043	1,84	0,078	2,13**	0,013	0,13	0,027	0,24
-13	0,165	1,40	-0,007	-0,32	0,047	1,27	1,142	11,18***	1,096	9,76***
-12	0,344	2,92***	0,008	0,36	0,084	2,28**	0,190	1,87*	0,151	1,35
-11	0,320	2,71***	0,081	3,48***	0,091	2,47***	-0,018	-0,18	-0,086	-0,77
-10	0,349	2,96***	0,001	0,02	0,143	3,88***	-0,050	-0,48	-0,133	-1,19
-9	0,303	2,57***	0,033	1,44	0,065	1,77*	0,086	0,84	-0,105	-0,93
-8	0,512	4,34***	0,049	2,09**	0,135	3,67***	0,079	0,77	-0,115	-1,02
-7	0,198	1,68*	0,059	2,52***	0,100	2,71***	-0,048	-0,47	-0,132	-1,17
-6	0,384	3,25***	0,027	1,17	0,046	1,26	0,253	2,48***	0,149	1,33
-5	0,404	3,42***	0,081	3,48***	0,103	2,81***	0,874	8,55***	0,032	0,29
-4	0,298	2,53***	0,136	5,83***	0,077	2,10**	-0,044	-0,43	-0,093	-0,83
-3	0,285	2,41***	0,080	3,45***	0,104	2,82***	0,599	5,86***	0,597	5,32***
-2	0,302	2,56***	0,048	2,06**	0,081	2,20**	0,068	0,67	-0,090	-0,80
-1	0,329	2,79***	0,064	2,77***	0,044	1,19	0,137	1,34	0,073	0,65
0	0,010	0,09	0,001	0,04	0,000	0,01	0,005	0,05	0,121	1,08
1	0,450	3,82***	0,059	2,55***	0,049	1,34	0,119	1,17	0,001	0,01
2	0,370	3,14***	0,055	2,35***	-0,006	-0,17	0,034	0,34	-0,010	-0,09
3	0,215	1,82*	-0,011	-0,45	-0,017	-0,47	2,097	20,54***	2,110	18,80***
4	0,111	0,94	0,026	1,13	-0,041	-1,10	-0,152	-1,48	-0,076	-0,68
5	-0,020	-0,17	0,006	0,27	-0,019	-0,51	-0,016	-0,16	0,001	0,01
6	0,077	0,65	-0,003	-0,13	0,015	0,40	-0,015	-0,15	0,013	0,12
7	0,314	2,66***	0,034	1,45	0,052	1,41	-0,017	-0,17	-0,098	-0,87
8	0,067	0,57	0,061	2,61***	-0,038	-1,03	-0,075	-0,74	-0,060	-0,53
9	-0,097	-0,83	0,030	1,27	-0,045	-1,22	0,007	0,07	-0,063	-0,56
10	0,099	0,84	0,009	0,37	-0,020	-0,54	0,056	0,55	-0,068	-0,60
11	0,032	0,27	0,006	0,24	-0,017	-0,46	0,132	1,29	0,094	0,84
12	0,003	0,02	-0,030	-1,30	-0,005	-0,14	0,135	1,32	0,033	0,29
13	0,223	1,89*	0,010	0,42	0,062	1,68*	0,488	4,78***	0,420	3,74***
14	0,088	0,75	0,023	1,01	0,087	2,36***	0,022	0,21	-0,040	-0,36
15	-0,117	-0,99	-0,045	-1,92*	-0,025	-0,68	0,080	0,78	0,040	0,36

Ghi chú: AAV_KLTB một lệnh mua; AAV_KLTB một lệnh bán lần lượt là khối lượng bất thường trung bình của trung bình một lệnh mua và khối lượng bất thường trung bình của trung bình một lệnh bán. AAV_NN mua và AAV_NN bán là khối lượng bất thường trung bình nước ngoài mua và khối lượng bất thường trung bình nước ngoài bán. *, ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê là 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

xem xét hành vi giao dịch của NĐTNN thể hiện ở Bảng 3.1 phần (4)' và (5)' nhóm tác giả

cho rằng chưa đủ bằng chứng mạnh mẽ cho thấy NĐTNN thực hiện các giao dịch mua bán cổ

phiếu bất thường. Sự thay đổi trong khối lượng giao dịch khớp lệnh, khối lượng

trung bình một lệnh mua và khối lượng trung bình một lệnh bán xung quanh sự kiện thể hiện ở Bảng 3.2 phần (1)”, (2)” và (3)” cũng tương tự như kết quả ở Bảng 3.1 và Bảng 2. Tuy nhiên, ở Bảng 3.2 phần (4)” nhóm tác giả tìm thấy bằng chứng đủ mạnh về giao dịch mua bất thường của NĐTNN xung quanh sự kiện, cụ thể tại các ngày [-13], [-12], [-6], [-5], [-3], [3] và [13]. Kết quả ở Bảng 3.2 phần (5)” cũng cho thấy giao dịch bán bất thường của NĐTNN xung quanh sự kiện, cụ thể tại ngày [-13], [-3], [3] và [13].

Một kết quả chung rút ra từ Bảng 2, Bảng 3.1 và Bảng 3.2 là nếu tồn tại khối lượng giao dịch bán bất thường của NĐTNN thì sẽ xuất hiện tương ứng giao dịch mua bất thường của NĐTNN. Nguyên nhân chủ yếu được nhóm tác giả cho rằng, trước đây tỷ lệ sở hữu của NĐTNN tại một doanh nghiệp bị hạn chế, đồng thời NĐTNN thường sở hữu những cổ phiếu có các đặc điểm cơ bản tốt, tính thanh khoản cao. Do vậy khi một NĐTNN bán thì lập tức sẽ có NĐTNN khác mua ngay trong ngày.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Tài liệu tham khảo

1. Bailey, W., Li, H., Mao, C. X., & Zhong, R. (2003). Regulation fair disclosure and earnings information: Market, analyst, and corporate responses. *The journal of finance*, 58(6), 2487-2514.
2. Bamber, L. S., Barron, O. E., & Stevens, D. E. (2011). Trading volume around earnings announcements and other financial reports: Theory, research design, empirical evidence, and directions for future research. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 431-471.
3. Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 6, 67-92.
4. Dasilas, A., & Leventis, S. (2011). Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market. *International Review of Economics & Finance*, 20(2), 302-311.
5. Gregoriou, A. (2011). The liquidity effects of revisions to the CAC40 stock index. *Applied Financial Economics*, 21(5), 333-341.
6. Gregoriou, A., & Nguyen, N. D. (2010). Stock liquidity and investment opportunities: New evidence from FTSE 100 index dele-

Nghiên này xem xét phản ứng của thị trường thông qua khối lượng giao dịch và khối lượng giao dịch của NĐTNN với sự kiện thông báo thoái vốn của SCIC. Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu thông báo đăng ký thoái vốn của SCIC giai đoạn từ 02/2012-3/2017. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả nghiên cứu cho thấy thông tin thoái vốn của SCIC được các nhà đầu tư, bao gồm NĐTNN nhìn nhận như một tín hiệu tích cực. Tồn tại khối lượng giao dịch khớp lệnh bất thường và khối lượng bất thường trung bình cho một lệnh mua ở trước, trong và sau sự kiện. Khối lượng trung bình cho một lệnh đặt bán cũng tăng bất thường trước ngày sự kiện được công bố. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về giao dịch mua bất thường của NĐTNN trước và trong ngày sự kiện.

Từ các bằng chứng thực nghiệm như trên, nghiên cứu có một số hàm ý kinh tế như sau:

Thứ nhất, việc thoái vốn của Nhà nước tại các doanh nghiệp không đồng nghĩa với việc doanh nghiệp đó đối diện với những vấn đề xấu trong hoạt động kinh doanh. Chủ trương thoái vốn của Nhà nước là đề

tập trung vào những ngành then chốt, trọng yếu quốc gia. Nhà nước đăng ký thoái vốn doanh nghiệp đã tạo tín hiệu tích cực cho cổ phiếu của chính doanh nghiệp đó trên thị trường với kỳ vọng về sự phát triển tốt hơn trong tương lai. Do vậy, các nhà đầu tư có thể tham khảo, xem xét phân tích các cơ hội đầu tư vào các cổ phiếu mà Nhà nước có kế hoạch thoái vốn. Tất nhiên, việc lựa chọn cổ phiếu của nhà đầu tư cũng nên dựa vào nhiều tiêu chí đánh giá và yếu tố khác.

Thứ hai, nhà làm chính sách cần có cơ chế bảo mật thông tin để tránh tình trạng thông tin bị rò rỉ trước ra thị trường làm tổn hại lợi ích và không công bằng cho các nhà đầu tư trên thị trường.

Thứ ba, nghiên cứu cho thấy thông tin thoái vốn của Nhà nước được thị trường đánh giá tích cực. Do vậy, kết quả nghiên cứu của bài báo cung cấp thêm bằng chứng củng cố hướng đi đúng đắn của Chính phủ. Chính phủ cần triển khai quyết liệt, đúng kế hoạch và mục tiêu của chủ trương thoái vốn. Tuy nhiên, việc thoái vốn cũng nên cân nhắc vào thời điểm hợp lý nhằm tạo giá trị tối ưu cho Nhà nước và các bên tham gia. ■

- tions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 20(3), 267-274.
7. 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.
8. Hegde, S. P., & McDermott, J. B. (2003). The liquidity effects of revisions to the S&P 500 index: An empirical analysis. *Journal of Financial Markets*, 6(3), 413-459.
9. Jang, H. J., & Ro, B. T. (1989). Trading volume theories and their implications for empirical information content studies. *Contemporary Accounting Research*, 6(1), 242-262.
10. Jennings, R. H., Starks, L. T., & Fellingham, J. C. (1981). An equilibrium model of asset trading with sequential information arrival. *The journal of finance*, 36(1), 143-161.
11. Karpoff, J. M. (1986). A theory of trading volume. *The journal of finance*, 41(5), 1069-1087.
12. Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1991a). Market reaction to anticipated announcements. *Journal of Financial Economics*, 30(2), 273-309.
13. Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1991b). Trading volume and price reactions to public announcements. *Journal of accounting research*, 29, 302-321.
14. Landsman, W. R., & Maydew, E. L. (2002). Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades? *Journal of accounting research*, 40(3), 797-808.
15. Lynch, A. W., & Mendenhall, R. R. (1997). New evidence on stock price effects associated with charges in the S&P 500 Index. *The Journal of Business*, 70(3), 351-383.
16. Richardson, G., Sefcik, S. E., & Thompson, R. (1986). A test of dividend irrelevance using volume reactions to a change in dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 313-333.
17. Võ Xuân Vinh, & Đặng Bửu Kiểm. (2016a). 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. *Công nghệ ngân hàng*, 121, 11-17.
18. Võ Xuân Vinh, & Đặng Bửu Kiểm. (2016b). Khối lượng giao dịch xung quanh ngày giao dịch không hưởng quyền trả cổ tức. *Khoa học và Đào tạo Ngân hàng*, 170, 22-27.
19. Võ Xuân Vinh, & Đặng Bửu Kiểm. (2016c). Phản ứng của thị trường với thông tin thay đổi cổ phiếu trong danh mục quỹ FTSE trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Kinh tế & Phát triển*, 223, 41-50.
20. Võ Xuân Vinh, & Đoàn Thị Minh Thái. (2015). Phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức- Nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Kinh tế & Phát triển*, 219, 55-65.

Thông tin tác giả

Võ Xuân Vinh, Phó Giáo sư- Tiến sỹ

Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh và Trung tâm Pháp Việt Đào Tạo về quản lý (CFVG) Hồ Chí Minh.

Email: vinhvx@ueh.edu.vn

Đặng Bửu Kiểm, Nghiên cứu sinh

Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Email: buukiemdang@yahoo.com

Summary

The impact of divestment announcement on trading volume

This paper investigates the market reaction through the impact of divestment announcement by government (SCIC) on trading volume including the trading volume by foreign investors. We use divestment announcement data during the period from February 2012 to March 2017. Employing event study method, the results indicate that investors (including foreigners) consider divestment announcement as a good news. There exists abnormal trading volume and average abnormal volume for each buy order before, during and after the event. Average abnormal volume for each sell order also increases before the event. Moreover, we also find statistically significant evidence regarding abnormal purchase order by foreign investors before and during the event. The results reinforce the precise policy of government in boosting divestment process of firms in Vietnam.

Keywords: divestment announcement, event study, foreign investors.

Vinh Xuan Vo, Assoc.Prof. PhD.

University of Economics Ho Chi Minh City, 59C Nguyen Dinh Chieu Street, District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam and CFVG Ho Chi Minh City, Vietnam, 91 Ba Thang Hai Street, District 10, Ho Chi Minh City, Vietnam.

Email address: vinhvx@ueh.edu.vn

Kiem Buu Dang, Fellows

University of Economics Ho Chi Minh City, 59C Nguyen Dinh Chieu Street, District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam.