

Tác động của thông báo phát hành thêm cổ phiếu đến khối lượng giao dịch- nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Võ Xuân Vinh
Đặng Bửu Kiếm

Ngày nhận: 04/12/2017

Ngày nhận bản sửa: 20/12/2017

Ngày duyệt đăng: 25/12/2017

Bài báo này xem xét phản ứng thị trường thông qua tổng khối lượng giao dịch và giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) với sự kiện thông báo phát hành thêm cổ phiếu mới nhằm mục đích tăng vốn hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn từ tháng 01/2013- 05/2016. Nhóm tác giả thiết kế nghiên cứu theo phương pháp nghiên cứu sự kiện. Kết quả nghiên cứu tìm thấy bằng chứng về các giao dịch bất thường của NĐTNN xung quanh ngày công bố thông tin, đặc biệt là các giao dịch mua vào bất thường của NĐTNN. Trong khi đó, giao dịch của các nhà đầu tư nội có hành vi giao dịch ngược lại, họ cố gắng thực hiện việc bán cổ phiếu ở trước và sau ngày sự kiện. Nghiên cứu cũng cung cấp chứng cứ cho thấy có hiện tượng rò rỉ thông tin trước khi công bố.

Từ khóa: phát hành thêm cổ phiếu, khối lượng giao dịch, nhà đầu tư nước ngoài, nghiên cứu sự kiện.

1. Giới thiệu

Thông thường doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu xuất phát từ hai động cơ chính. Thứ nhất, phát hành cổ phiếu mới nhằm phân phối lợi nhuận, hình thức này thường được biết đến như là việc công ty phát hành cổ phiếu thưởng từ nguồn lợi nhuận để lại của công ty hoặc từ thặng dư vốn của các

đợt phát hành trước đây. Xét về mặt kế toán, tổng lượng vốn chủ sở hữu vẫn không thay đổi nhưng từng khoản mục bên nguồn vốn bị thay đổi. Cụ thể, số dư của khoản mục lợi nhuận để lại hoặc thặng dư vốn sẽ giảm một khoản tương ứng với lượng tăng lên trong vốn điều lệ của công ty và như vậy, một lượng cổ phiếu mới được tăng lên nhưng tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư vẫn không có bất kỳ sự thay đổi nào. Tóm lại, về cơ bản loại hình phát hành cổ phần

mới theo kiểu như vậy sẽ làm tăng khối lượng cung cổ phiếu trên thị trường.

Thứ hai, phát hành cổ phiếu mới nhằm gia tăng khả năng tài chính cho công ty. Trường hợp này, tùy vào quan điểm của mỗi cổ đông, nhà đầu tư mà có những ứng xử khác nhau, và do vậy sau đợt phát hành thêm cổ phiếu mới này, tỷ lệ sở hữu cổ phần của các cổ đông có thể sẽ khác nhau. Tuy nhiên, ở trường hợp này cũng gia tăng một lượng cổ phiếu trên thị trường. Nhằm tạo ra sức hút và kích thích nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu mới, doanh nghiệp thường tạo ra những “chiêu trò” khác nhau gây ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và tâm lý của nhà đầu tư trước khi thực hiện phát hành thêm cổ phiếu. Một số những “chiêu trò” có thể kể đến như: (i) doanh nghiệp cố ý tạo ra những tăng trưởng đột biến về kinh doanh nhưng đa phần các đột biến này không xuất phát từ hoạt động kinh doanh chính mà từ các khoản mục như hoàn nhập dự phòng, bán tài sản, doanh thu từ đầu tư tài chính hoặc thu nhập khác nhằm tăng giá cổ phiếu trên thị trường. Đại diện cho “thủ thuật” này có thể kể đến là trường hợp của FIT. FIT đã công bố một kết quả kinh doanh thật ấn tượng trong năm 2013 với lợi nhuận tăng đột biến xuất phát từ lãi của hoạt động tài chính, làm lợi nhuận sau thuế tăng gấp 4 lần so với cuối năm 2012¹ để rồi sau đó FIT chào bán 32,5 triệu cổ phiếu ra thị trường; và (ii) gom cổ phiếu trước khi phát hành thêm. Các cổ đông nội bộ đăng ký mua vào một lượng cổ phiếu nhằm tạo sự chú ý và nhằm muốn truyền tải tín hiệu tích cực của công ty ra thị trường. Chiến lược này có thể tạo ra các sức hút cho các nhà đầu tư khác bên cạnh việc tăng nhu cầu cổ phiếu và do vậy, giá cổ phiếu trên thị trường tăng. Thêm nữa, tích trữ thông tin tốt để cùng lúc đây thông tin ra thị trường trước đợt công bố phát hành thêm cổ phiếu mới cũng nằm trong các chiến lược hay được các doanh nghiệp sử dụng.

Trong lĩnh vực học thuật, phát hành thêm cổ phiếu mới là một chủ đề thú vị và hấp dẫn thu hút nhiều học giả nghiên cứu tại các thị trường khác nhau, ví dụ: Tại thị trường Trung Quốc

(Liu et al. 2016); tại thị trường Anh (Barnes & Walker 2006; Armitage 2010); tại thị trường Pháp (Ginglinger et al. 2013); tại thị trường Mỹ (Henry & Koski 2010; Altı & Sulaeman 2012). Tại Việt Nam, chưa có học giả nào nghiên cứu về chủ đề này, đặc biệt nhóm tác giả muốn nhấn mạnh đến việc xem xét hành vi giao dịch của nhà đầu tư trên thị trường nói chung và giao dịch của NĐTNN nói riêng đối với thông báo phát hành thêm cổ phiếu của doanh nghiệp. Ngoài ra, điểm thú vị mà tác giả cho rằng cần thiết để nghiên cứu cho trường hợp Việt Nam, đó là hầu hết các nhà đầu tư trên thị trường là các nhà đầu tư cá nhân. Do vậy, phản ứng của khối lượng giao dịch đối với thông tin công bố có thể sẽ mang lại nhiều kết quả khác biệt so với các nghiên cứu trước.

2. Cơ sở lý thuyết nền tảng

Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2017b) đã trình bày chi tiết các lý thuyết liên quan đến khối lượng giao dịch cổ phiếu với thông tin công bố. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả lược trích một số nội dung chính của các lý thuyết nền tảng, quan trọng giải thích cho sự thay đổi khối lượng giao dịch với thông tin phát hành thêm cổ phiếu mới. Trước tiên, lý thuyết khối lượng giao dịch được phát triển bởi Karpoff (1986) là một trong những lý thuyết đầu tiên giải thích cho việc tại sao các giao dịch mua và bán trên thị trường luôn luôn được diễn ra. Lý thuyết này cho rằng thị trường luôn tồn tại các giao dịch do các bên thị trường luôn đưa ra các giao dịch tiềm năng và ngẫu nhiên gặp nhau tại các mức giá. Đồng thời, các nhà đầu tư trên thị trường kỳ vọng hoặc/và đánh giá thông tin là khác nhau, do vậy họ thực hiện các giao dịch khác nhau trước các thông tin công bố. Tiếp theo đó, lý thuyết về bất cân xứng thông tin được phát triển bởi Barclay & Smith Jr (1988) đề cập đến sự khác biệt về thông tin giữa các đối tượng bao gồm nhà quản lý, cổ đông, các nhà đầu tư trên thị trường và các thành phần khác. Một trong những hàm ý của lý thuyết bất cân xứng thông tin là những nhà đầu tư bên ngoài thiếu vắng thông tin nên họ có thể thực hiện các giao dịch thông qua tín hiệu được truyền tải (bởi các thông báo) từ nhà quản

¹ Xem thêm tại: <http://vietstock.vn/2014/07/hang-loat-thu-thuat-de-phat-hanh-them-co-phieu-764-356475.htm> truy cập vào ngày 28/09/2017.

lý hoặc cổ đông nội bộ và do vậy có thể tạo ra các giao dịch đột biến trên thị trường khi thông tin mới được công bố. Ngoài ra, lý thuyết về sự nhận thức của nhà đầu tư của Merton (1987) lập luận rằng, việc xuất hiện thông tin của một cổ phiếu nào đó, cụ thể trong trường hợp này là thông tin phát hành thêm cổ phiếu mới của doanh nghiệp, sẽ gây sự chú ý cho nhà đầu tư trên thị trường so với các cổ phiếu còn lại. Do vậy, nó làm tăng sự nhận thức của nhà đầu tư và dẫn đến khối lượng giao dịch của cổ phiếu đó tăng.

Tóm lại, về cơ bản các lý thuyết đều cho rằng, có sự gia tăng khối lượng giao dịch khi thông tin phát hành cổ phiếu mới được công bố.

Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm thì lại cho các kết quả hỗn hợp về phản ứng của thị trường thông qua khối lượng giao dịch xung quanh ngày công bố thông tin phát hành thêm cổ phiếu mới. Chẳng hạn, Qian (2011) tìm thấy bằng chứng thanh khoản cổ phiếu được cải thiện xung quanh ngày công bố thông tin phát hành thêm cổ phiếu mới của các công ty niêm yết trên ba sàn bao gồm 259 sự kiện phát hành cổ phiếu mới của các công ty niêm yết tại NYSE, 976 sự kiện của phát hành cổ phiếu mới của các công ty niêm yết tại Nasdaq và 33 sự kiện của phát hành cổ phiếu mới của các công ty niêm yết tại Amex cho giai đoạn từ 1994-2002. Thêm vào đó, Jory & Ngo (2010) cũng cung cấp bằng chứng cho thấy khối lượng giao dịch tăng mạnh xung quanh sự kiện thông báo phát hành thêm cổ phiếu mới của các công ty niêm yết trên các sàn bao gồm NYSE, AMEX và NASDAQ giai đoạn từ 01/1995- 12/2005. Bilinski et al. (2012) kết luận rằng một thông báo phát hành thêm cổ phiếu có thể cải thiện thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường. Kết luận của họ cũng dựa trên bộ dữ liệu là thông báo phát hành thêm cổ phiếu của các công ty niêm yết trên NYSE, AMEX và Nasdaq giai đoạn 1970- 2009. Tại thị trường Pháp, Ginglinger et al. (2013) cũng đưa ra kết luận rằng thông tin phát hành thêm cổ phiếu góp phần làm gia tăng tính thanh khoản cổ phiếu trên thị trường. Ngược lại, một nghiên cứu khác tại thị trường Châu Á mà cụ thể là Hồng Kông, He et al. (2014) xem xét đến thanh khoản cổ phiếu xung quanh ngày sự kiện phát hành thêm

cổ phiếu của hơn 3.800 sự kiện của các công ty niêm yết trên sàn giai đoạn từ 1997- 2012. Kết quả của He et al. (2014) tìm thấy bằng chứng thanh khoản của cổ phiếu sụt giảm sau khi thông tin phát hành thêm cổ phiếu được công bố. Ngoài ra, nghiên cứu khác của Henry & Koski (2010) không tìm thấy bằng chứng khối lượng giao dịch bất thường xung quanh ngày công bố thông tin phát hành thêm cổ phiếu, khi nhóm tác giả này điều tra xem liệu có hay không việc bán khống cổ phiếu xung quanh sự kiện thông báo phát hành thêm cổ phiếu của các công ty niêm yết trên các sàn bao gồm NYSE, ASDAQ, Amex, NASD ADF, National Stock Exchange, Boston Stock Exchange, Chicago Stock Exchange, Philadelphia Stock Exchange, và Archipelago Exchange (ArcaEX) giai đoạn từ 01/2005- 12/2006.

Ngoại trừ các kết quả như trên, điểm chung của các nghiên cứu là được thực hiện tại các thị trường phát triển mà thiếu vắng các nghiên cứu tại thị trường đang phát triển như trường hợp của Việt Nam. Đồng thời, vấn đề về giao dịch của NĐTNN không được xem xét cụ thể trong các nghiên cứu trước đây liên quan đến chủ đề phát hành thêm cổ phiếu, trong khi NĐTNN lại có vai trò quan trọng đối với thị trường Việt Nam (Batten & Vo 2015). Ở Việt Nam cũng đã có một số nghiên cứu đề cập đến giao dịch của NĐTNN tiếp cận ở một số sự kiện khác nhau. Ví dụ, Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2016) nghiên cứu giao dịch của NĐTNN xung quanh sự kiện thông báo chi trả cổ tức; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2017a) nghiên cứu ảnh hưởng của thông báo thoái vốn Nhà nước đến khối lượng giao dịch cổ phiếu bao gồm giao dịch của NĐTNN và gần đây Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2017b) nghiên cứu giao dịch của NĐTNN đối với thông báo mua cổ phiếu quỹ. Kết quả chung của các nghiên cứu trên đều cho thấy NĐTNN có thực hiện các giao dịch bất thường xung quanh ngày sự kiện công bố thông tin.

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả hy vọng sẽ cung cấp thêm bằng chứng về phản ứng của thị trường thông qua khối lượng giao dịch và đặc biệt là giao dịch của NĐTNN đối với sự kiện phát hành thêm cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết tại HOSE. Nhóm tác giả kỳ vọng,

NĐTNN cũng sẽ có những hành vi giao dịch bất thường xung quanh sự kiện tương tự như các kết quả nghiên cứu trước.

Phần tiếp theo của bài báo, nhóm tác giả sẽ đi sâu vào các bước thực hiện theo phương pháp nghiên cứu sự kiện và dữ liệu được sử dụng trong bài báo này.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

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 phát hành thêm cổ phiếu mới của doanh nghiệp. 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 thông báo phát hành thêm cổ phiếu mới để tăng nguồn lực tài chính cho hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên HOSE.

Bước 2. Xác định các khung thời gian, tương tự như Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2017b), nhóm tác giả đề xuất khung ước lượng là [-76; -16]; khung sự kiện xem xét là [-15;5] để xác định thời điểm giao dịch bất thường của nhà đầu tư.

Bước 3. Tính khối lượng giao dịch bất thường, tham khảo các nghiên cứu của Gupta & Misra (1988); Harris & Gurel (1986); Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2017b) và Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2017a), tác giả tính toán như sau:

Khối lượng giao dịch bất thường của cổ phiếu được xác định như sau:

$$MV_i = \frac{1}{60} \prod_{t=AD-75}^{AD-16} \frac{V_{it}}{V_{mt}}$$

$$AV_{it} = \frac{\frac{V_{it}}{V_{mt}}}{MV_i} - 1$$

$$AAV_t = \frac{1}{N} \prod_{i=1}^N AV_{it}$$

Trong đó, MV_i là chỉ số khối lượng giao dịch trung bình (cổ phiếu i chia cho thị trường) của 60 ngày giao dịch trước khung sự kiện AD; V_{it}

và V_{mt} tương ứng là khối lượng giao dịch của cổ phiếu i và của thị trường trong ngày t; AAV_t là chỉ số khối lượng giao dịch trung bình của tất cả các công ty trong mẫu; N là số lượng các công ty trong mẫu.

Khối lượng bất thường của một lệnh đặt mua và khối lượng bất thường của trung bình một lệnh đặt bán được xác định như sau:

Khối lượng bất thường của một lệnh đặt mua

$$MV_{cbi} = \frac{1}{60} \prod_{t=AD-75}^{AD-16} V_{cbit}$$

$$AV_{cbit} = \frac{V_{cbit}}{MV_{cbi}} - 1$$

$$AAV_{cbt} = \frac{1}{N} \prod_{i=1}^N AV_{cbit}$$

Trong đó, MV_{obi} là khối lượng bình thường của trung bình một lệnh đặt mua của cổ phiếu i; V_{obit} là khối lượng trung bình của một lệnh đặt mua của cổ phiếu i vào ngày t; AV_{obit} là khối lượng bất thường của một lệnh đặt mua của cổ phiếu i vào ngày t; AAV_{obt} là khối lượng bất thường trung bình của một lệnh đặt mua cho toàn bộ sự kiện trong mẫu vào ngày t.

Khối lượng bất thường của một lệnh đặt bán được xác định hoàn toàn tương tự như khối lượng bất thường của một lệnh đặt mua.

Khối lượng mua và khối lượng bán bất thường của NĐTNN

Khối lượng mua bất thường của NĐTNN được xác định như sau:

$$MFV_{bit} = \frac{1}{60} \prod_{t=AD-75}^{AD-16} \left(\frac{V_{fbit}}{V_{mfbt}} + 0.000255 \right)$$

$$AV_{fbit} = \frac{\left(\frac{V_{fbit}}{V_{mfbt}} + 0.000255 \right)}{MFV_{bit}} - 1$$

$$AAV_{fbt} = \frac{1}{N} \prod_{i=1}^N AV_{fbit}$$

trong đó, MFV_{bit} là khối lượng giao dịch mua bình thường của NĐTNN đối với cổ phiếu i; V_{fbit} là khối lượng giao dịch mua của NĐTNN đối với cổ phiếu i vào ngày t; V_{mfbt} là tổng khối lượng giao dịch mua toàn thị trường của NĐTNN tại ngày t; AV_{fbit} là chỉ số khối lượng giao dịch mua bất thường của NĐTNN đối với cổ phiếu i vào ngày t; AAV_{fbt} là chỉ số khối lượng giao dịch mua bất thường trung bình của NĐTNN vào ngày t cho toàn bộ sự kiện trong

mẫu.

Khối lượng bán bất thường của NĐTNN được xác định hoàn toàn tương tự như khối lượng mua bất thường của NĐTNN.

Bước 4. Kiểm định, nghiên cứu sử dụng phương pháp kiểm định t test.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu là các sự kiện thông báo phát hành thêm cổ phiếu nhằm mục đích tăng vốn cho hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên HOSE. Tác giả thu thập các thông tin phát hành cổ phiếu qua trang công bố thông tin của HOSE tại www.hsx.vn và trang web: www.cafef.vn giai đoạn từ tháng 01/2013-05/2016. Ngày thông báo phát hành thêm cổ phiếu nếu rơi vào các ngày nghỉ hoặc thứ 7, chủ nhật hoặc sau 3 giờ chiều thì ngày sự kiện được tính là ngày giao dịch tiếp theo. Đồng thời, các sự kiện nếu không đáp ứng đủ số ngày trong các khung dự báo (60 ngày [-75;-16]) thì sẽ bị loại khỏi mẫu nghiên cứu. Sau khi loại bỏ các sự kiện không phù hợp, mẫu nghiên cứu còn lại 48 sự kiện phát hành cổ phiếu mới để tăng vốn. Sự phân bố của các sự kiện qua các năm được tóm tắt ở Bảng 1.

4. Kết quả và thảo luận kết quả

Bảng 2 trình bày kết quả về phản ứng của thị trường thông qua khối lượng giao dịch bao gồm giao dịch của NĐTNN với sự kiện doanh nghiệp phát hành cổ phiếu mới để tăng nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh. Kết quả ở Bảng 2 cho thấy phần lớn các ngày trước sự kiện được thông báo đều không cho thấy sự bất

thường trong khối lượng giao dịch cổ phiếu (trừ ngày [-7] và [-5]), bằng chứng là các AAV_ khối lượng khớp (trừ ngày [-7] và [-5]) đều không có ý nghĩa thống kê. Khối lượng giao dịch bất thường tồn tại ở các ngày [-7] và [-5] có thể được tạo ra bởi bên bán của thị trường, bằng chứng là AAV_KLTB một lệnh bán có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% tại các ngày [-7] và [-5]. Kết quả này phần nào cho thấy rằng, việc tạo “chiêu trò” bằng cách thực hiện các giao dịch bất thường để gây chú ý và tạo sức hút cho cổ phiếu trước khi phát hành thêm của các nhà quản lý là những trường hợp không phổ biến.

Điều thú vị hơn thể hiện qua kết quả ở Bảng 2 là NĐTNN đã thực hiện các giao dịch bất thường trước ngày sự kiện. Cụ thể, NĐTNN giao dịch bán bất thường tại các ngày [-10]; [-9]; [-6] và [-1]; tuy nhiên, xu hướng giao dịch chủ đạo của NĐTNN là mua vào lượng lớn cổ phiếu trước ngày sự kiện, AAV_NNM liên tục có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% tại các ngày [-12]; [-9]; [-8]; [-7]; [-6]; [-5]; [-4] và [-3]. Các kết quả tìm thấy trên thúc đẩy nhóm tác giả kết luận là có hiện tượng rò rỉ thông tin trước ngày công bố sự kiện và quan trọng hơn, NĐTNN có thể đã có ưu thế về mặt thông tin hơn và do vậy, họ đã liên tục thực hiện các giao dịch mua vào cổ phiếu. Hành động mua vào cổ phiếu liên tục của NĐTNN cũng cho thấy rằng họ kỳ vọng nhiều hơn vào triển vọng tương lai của các công ty phát hành cổ phiếu mới để tăng vốn. Theo ý kiến chủ quan của nhóm tác giả, triển vọng tương lai của các công ty này có thể sẽ tốt hơn bởi lẽ khi phát hành cổ phiếu mới thành công thì tình hình tài chính công ty sẽ được cải thiện và ngoài ra, khi có sự tham gia cổ đông mới (nếu có) sẽ gia tăng sự giám sát hoạt động của công ty, từ đó làm gia tăng hiệu quả hoạt động của công ty. Quan điểm của nhóm tác giả về việc NĐTNN kỳ vọng nhiều hơn vào triển vọng các công ty phát hành tăng vốn hoạt động được củng cố hơn, bởi sau ngày sự kiện, NĐTNN tiếp tục giao dịch mua bất thường cổ phiếu (AAV_NNM tại các ngày [1]; [2]; [3]; [4] và [5] đều có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê). Trong khi đó, các nhà đầu tư trên thị trường (nhà đầu tư nội) lại cho thấy hành vi ngược lại, họ

Bảng 1. Thống kê sự kiện trong mẫu nghiên cứu

Năm	Sự kiện phát hành tăng vốn
2013	10
2014	12
2015	22
2016	4
Tổng	48

Nguồn: Tổng hợp từ mẫu dữ liệu của nhóm tác giả

Bảng 2. Sự thay đổi của khối lượng giao dịch xung quanh thông báo phát hành thêm cổ phiếu mới để tăng vốn cho hoạt động kinh doanh

T	AAV_ khối lượng khớp	T stat	AAV_ KLTB 1 lệnh mua	T stat	AAV_ KLTB 1 lệnh bán	T stat	AAV_ NNM	T stat	AAV_ NNB	T stat
-15	-0,05	-0,35	0,03	0,24	-0,03	-0,45	-0,21	-0,66	-0,13	-0,32
-14	-0,07	-0,45	0,06	0,56	-0,06	-0,87	0,19	0,59	0,42	1,00
-13	0,01	0,07	0,05	0,46	0,02	0,33	0,07	0,23	-0,03	-0,07
-12	-0,03	-0,24	0,10	0,95	0,01	0,18	15,18	47,70***	-0,06	-0,14
-11	-0,19	-1,31	0,05	0,47	-0,01	-0,08	-0,12	-0,37	0,02	0,04
-10	-0,04	-0,24	-0,04	-0,35	0,08	1,17	-0,15	-0,48	0,85	2,04**
-9	-0,11	-0,75	0,11	1,04	-0,02	-0,24	3,44	10,80***	0,97	2,30**
-8	-0,05	-0,35	0,15	1,48	0,21	3,05***	1,29	4,04***	-0,06	-0,14
-7	0,66	4,51***	0,11	1,05	0,18	2,55***	3,42	10,73***	0,05	0,13
-6	0,04	0,28	0,06	0,56	0,09	1,33	4,47	14,05***	1,26	3,01***
-5	1,96	13,40***	0,34	3,21***	0,20	2,85***	0,82	2,58***	-0,09	-0,21
-4	0,02	0,10	0,11	1,01	-0,01	-0,19	1,17	3,66***	0,10	0,23
-3	0,07	0,46	0,08	0,79	0,02	0,28	2,73	8,58***	0,43	1,02
-2	0,13	0,90	0,11	1,07	0,04	0,64	0,47	1,47	-0,19	-0,45
-1	-0,12	-0,83	0,11	1,01	-0,04	-0,51	0,41	1,27	2,68	6,39***
0	-0,01	-0,07	0,04	0,38	0,07	1,04	-0,16	-0,50	0,85	2,03**
1	0,37	2,51***	0,07	0,68	0,12	1,77*	1,72	5,39***	0,37	0,89
2	2,27	15,55***	0,26	2,51***	0,33	4,70***	0,55	1,71*	0,55	1,32
3	0,47	3,20***	0,15	1,47	0,18	2,55***	2,62	8,25***	-0,32	-0,76
4	0,54	3,72***	0,19	1,77*	0,20	2,92***	1,36	4,26***	1,11	2,66***
5	0,56	3,82***	0,16	1,51	0,13	1,86*	3,91	12,27***	-0,05	-0,12

Ghi chú: AAV_ khối lượng khớp; AAV_ KLTB 1 lệnh mua; AAV_ KLTB 1 lệnh bán; AAV_ NNM; AAV_ NNB tương ứng là khối lượng khớp lệnh bất thường trung bình; khối lượng bất thường trung bình một lệnh mua; khối lượng bất thường trung bình một lệnh bán; khối lượng mua bất thường trung bình của NĐTNN và khối lượng bán bất thường trung bình của NĐTNN. *,** và *** tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: tính toán của nhóm tác giả

gia tăng việc bán ra cổ phiếu và tạo nên các giao dịch bất thường trên thị trường, các AAV KLTB một lệnh đặt bán đều có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê tại các ngày sau ngày sự kiện. Hàm ý của kết quả cho thấy không phải lúc nào nhà đầu tư trong nước cũng thực hiện các giao dịch theo giao dịch của NĐTNN. Tóm lại, với cùng một sự kiện là phát hành thêm cổ phiếu mới của doanh nghiệp, các nhà

đầu tư trên thị trường đã có những hành vi giao dịch khác nhau. NĐTNN mua vào lượng lớn cổ phiếu ở trước và sau sự kiện trong khi nhà đầu tư nội thực hiện các giao dịch bán nhiều hơn. Các giao dịch bất thường của NĐTNN xung quanh sự kiện phát hành thêm cổ phiếu tương tự như kết quả của các nghiên cứu trước (Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm 2016; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm 2017b, 2017a).

5. Kết luận

Nghiên cứu xem xét phản ứng thị trường thông qua khối lượng giao dịch bao gồm giao dịch của NĐTNN với sự kiện thông báo phát hành thêm cổ phiếu mới nhằm mục đích tăng vốn hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn từ tháng 01/2013-05/2016. Nhóm tác giả sử dụng các kỹ thuật trong phương pháp nghiên cứu sự kiện. Kết quả nghiên cứu tìm thấy bằng chứng về các giao dịch bất thường của NĐTNN xung quanh ngày công bố thông tin, đặc biệt là các giao dịch mua vào lượng lớn cổ phiếu của NĐTNN. Trong

khi đó, các nhà đầu tư nội có hành vi giao dịch ngược lại, họ cố gắng thực hiện việc bán cổ phiếu ở trước và sau ngày sự kiện. Nghiên cứu cũng cung cấp chứng cứ cho thấy có hiện tượng rò rỉ thông tin trước khi công bố. ■

Tài liệu tham khảo

1. Altı, A. & Sulaeman, J. 2012, 'When do high stock returns trigger equity issues?', *Journal of Financial Economics*, vol. 103, no. 1, pp. 61-87.
2. Armitage, S. 2010, 'Block buying and choice of issue method in uk seasoned equity offers', *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 37, no. 3-4, pp. 422-448.
3. Barclay, M.J. & Smith Jr, C.W. 1988, 'Corporate payout policy: Cash dividends versus open-market repurchases', *Journal of Financial Economics*, vol. 22, no. 1, pp. 61-82.
4. Barnes, E. & Walker, M. 2006, 'The seasoned-equity issues of uk firms: Market reaction and issuance method choice', *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 33, no. 1-2, pp. 45-78.
5. Batten, J.A. & Vo, X.V. 2015, 'Foreign ownership in emerging stock markets', *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 32, pp. 15-24.
6. Bilinski, P., Liu, W. & Strong, N. 2012, 'Does liquidity risk explain low firm performance following seasoned equity offerings?', *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, no. 10, pp. 2770-2785.
7. Ginglinger, E., Matsoukis, L. & Riva, F. 2013, 'Seasoned equity offerings: Stock market liquidity and the rights offer paradox', *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 40, no. 1-2, pp. 215-238.
8. Gupta, A. & Misra, L. 1988, 'Illegal insider trading: Is it rampant before corporate takeovers?', *Financial Review*, vol. 23, no. 4, pp. 453-463.
9. Harris, L. & Gurel, E. 1986, '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*, vol. 41, no. 4, pp. 815-829.
10. He, Y., Wang, J. & Wei, K.J. 2014, 'A comprehensive study of liquidity before and after seos and seo underpricing', *Journal of Financial Markets*, vol. 20, pp. 61-78.
11. Henry, T.R. & Koski, J.L. 2010, 'Short selling around seasoned equity offerings', *The Review of Financial Studies*, vol. 23, no. 12, pp. 4389-4418.
12. Jory, S.R. & Ngo, T.N. 2010, 'Evidence and implications of increases in trading volume around seasoned equity offerings', *Journal of Financial and Economic Practice*, vol. 10, no. 2, pp. 45-59.
13. Karpoff, J.M. 1986, 'A theory of trading volume', *The Journal of Finance*, vol. 41, no. 5, pp. 1069-1087.
14. Liu, J., Akbar, S., Shah, S.Z.A., Zhang, D. & Pang, D. 2016, 'Market reaction to seasoned offerings in china', *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 43, no. 5-6, pp. 597-653.
15. Merton, R.C. 1987, 'A simple model of capital market equilibrium with incomplete information', *The journal of finance*, vol. 42, no. 3, pp. 483-510.
16. Qian, H. 2011, 'Liquidity changes around seasoned equity issuance: Public offerings versus private placements', *Financial Review*, vol. 46, no. 1, pp. 127-149.
17. Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm 2017a, 'Ảnh hưởng của thông báo thoái vốn nhà nước đến khối lượng giao dịch cổ phiếu', *Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng*, vol. 182, no. Tháng 7/2017, pp. 9-19.
18. Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm 2017b, 'Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài với thông báo mua cổ phiếu quỹ', *Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng*, vol. Đang chờ đăng.
19. Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm 2016, '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*, vol. 121, pp. 11-17.

Thông tin tác giả

Võ Xuân Vinh

Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Email: vinhvx@ueh.edu.vn

Đặng Bửu Kiếm

Viện Nghiên cứu Kinh doanh, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Email: buukiemdang@gmail.com

Summary

Trading Volume around Seasoned Equity Offerings: An Empirical Study in Vietnam Stock Market

This paper investigates the impact of seasoned equity offerings announcement on total trading volume and trading volume by foreign investors. We use seasoned equity offerings announcement data during the period from January 2013 to May 2016. Employing event study method, our results show that there exists abnormal trading volume of foreign investors, especially foreign investors' excessive buying volume around the event date. Meanwhile, local investors attempt to sell stock before and after the event day. The finding also suggests that the SEOs' news is leaked out before the announcement date.

Keywords: Seasoned Equity Offerings; trading volume; foreign investors; event study.

Vinh Xuan Vo

University of Economics Ho Chi Minh City

Kiem Buu Dang

Institute of Business Research, University of Economics Ho Chi Minh City