

THÔNG TIN HÀM CHỨA TRONG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU CỦA NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Võ Xuân Vinh*, Đặng Bửu Kiếm**

Ngày nhận: 18/11/2014

Ngày nhận bản sửa: 9/2/2015

Ngày duyệt đăng: 25/2/2016

Tóm tắt:

Nghiên cứu này xem xét thông tin hàm chứa trong khối lượng giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài và lợi nhuận bất thường. Sử dụng dữ liệu thu thập trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh giai đoạn từ năm 2008 đến 2013 và các phương pháp trong nghiên cứu sự kiện, kết quả cho thấy thông tin hàm chứa trong sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường và mua bất thường trong ngày mua rông của nhà đầu tư nước ngoài là tốt và có lợi nhuận bất thường dương trong ngày sự kiện, thông tin hàm chứa trong sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường và bán bất thường trong ngày bán rông của nhà đầu tư nước ngoài là xấu và có lợi nhuận bất thường âm trong ngày sự kiện. Kết quả cung cấp bằng chứng thực nghiệm và hàm ý về việc quan sát khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài cung cấp thông tin tham khảo hơn là để ra quyết định đầu tư.

Từ khóa: Giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài; khối lượng giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài; lợi nhuận bất thường.

Information content of foreign investor trading: Empirical investigation in the Ho Chi Minh City Stock Exchange

Abstract:

This paper examines the information content of abnormal trading of foreign investors (foreign buy volume; net foreign investor buy volume, foreign sell volume, net foreign sell volume) and abnormal returns. Employing data from firms on the Ho Chi Minh City stock exchange from 2008 to 2013 and event studies method, the results show that the information content in the abnormal buy day and abnormal net buy day is considered good news and there exists positive abnormal returns in the day; the information content in the abnormal sell day and abnormal net sell day is considered bad news and there exists negative abnormal volume. The results imply that the trading volume of foreign investors is a good reference information, however, it is not good for local investors to herd.

Keywords: Foreign investor trading; trading volume; abnormal returns.

1. Giới thiệu

Vai trò của thông tin hàm chứa trong sự kiện khối lượng giao dịch bất thường được nghiên cứu lần đầu bởi Bajo (2010), thực hiện trên thị trường chứng khoán Ý. Ở Việt Nam, Vinh & Kiem (2014) xem xét vai trò của thông tin hàm chứa trong khối lượng giao dịch bất thường của cổ phiếu trên thị trường

chứng khoán Việt Nam. Kết quả của các nghiên cứu trên đều cho thấy thông tin hàm chứa trong sự kiện khối lượng giao dịch bất thường có vai trò rất quan trọng cho các nhà đầu tư khi quyết định đầu tư dựa vào những quan sát về khối lượng giao dịch trên thị trường.

Tuy nhiên, các nghiên cứu trên chỉ đề cập đến

khối lượng giao dịch chung trong ngày mà chưa xem xét đến vai trò thông tin hàm chứa trong khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài. Ở Việt Nam, khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài thường là một thông tin tham khảo quan trọng cho nhà đầu tư và thông tin này thường là một dữ liệu công khai trên các bảng giá. Việc quan sát các giao dịch mua và bán của nhà đầu tư nước ngoài không chỉ góp phần vào quyết định mua và bán của các nhà đầu tư nhỏ lẻ mà còn là thông tin tham khảo của các nhà đầu tư tổ chức.

Bài báo này nghiên cứu thông tin hàm chứa trong giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả của nghiên cứu sẽ giúp nhà đầu tư có cái nhìn thực nghiệm về tầm quan trọng của khối lượng giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài và nghiên cứu là một tham khảo quan trọng cho nhà đầu tư trong việc dự đoán xu hướng giá cổ phiếu. Ngoài ra, bài báo còn đóng góp thêm cho sự phát triển của phương pháp nghiên cứu sự kiện tại Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Giả thuyết thị trường hiệu quả và nghiên cứu sự kiện

Fama (1970) cho rằng giá chứng khoán phản ánh đầy đủ mọi thông tin. Có ba dạng của thị trường hiệu quả, đó là: dạng yếu, dạng vừa và dạng mạnh. Thị trường hiệu quả ở dạng yếu cho rằng giá chứng khoán đã phản ánh đầy đủ các thông tin đã công bố trong quá khứ. Thị trường hiệu quả dạng vừa cho rằng giá chứng khoán đã phản ánh đầy đủ thông tin công bố trong quá khứ cũng như thông tin vừa được công bố. Thị trường hiệu quả dạng mạnh cho rằng giá chứng khoán đã phản ánh tất cả thông tin công bố trong quá khứ, hiện tại, cũng như các thông tin nội bộ.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu chỉ ra rằng biến động giá chứng khoán không phù hợp với giả thuyết thị trường hiệu quả. Nghiên cứu của De Bondt & Thaler (1990) cho thấy giá cổ phiếu phản ứng quá mức với tin tức công bố, giá chứng khoán tăng (giảm) vượt mức giá trị thực trước khi trở về trạng thái cân bằng. Bernard & Thomas (1989, 1990) cho thấy thị trường phản ứng chậm với tin tức công bố, giá không phản ánh ngay lập tức và đầy đủ các thông tin mới được công bố.

Phương pháp nghiên cứu sự kiện được dùng để kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả. Nếu giá cổ

phiếu phản ánh đầy đủ các thông tin hiện có thì sau đó sự thay đổi trong giá cổ phiếu phải phản ánh thông tin mới. Do đó, phương pháp nghiên cứu sự kiện cho phép đánh giá tác động của của một sự kiện đến giá chứng khoán bằng cách kiểm định sự thay đổi của giá chứng khoán xung quanh ngày xảy ra sự kiện. Fama (1991) cho rằng nghiên cứu sự kiện sẽ cung cấp bằng chứng rõ ràng nhất về thị trường hiệu quả. Nghiên cứu tiêu biểu gần đây sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để xem xét sự kiện khối lượng giao dịch bất thường như Bajo (2010) và Vinh & Kiem (2014).

2.2. Các nghiên cứu trước và các giả thuyết nghiên cứu

2.2.1. Thông tin hàm chứa trong khối lượng giao dịch và lợi nhuận bất thường

Khối lượng giao dịch hàm chứa thông tin. Vai trò thông tin của khối lượng giao dịch được nghiên cứu đầu tiên bởi Clark (1973). Copeland (1976) và Lamoureux & Lastrapes (1990) chỉ ra biến khối lượng giao dịch bất thường đại diện hiệu quả cho dòng chảy của thông tin ra thị trường. Bajo (2010), Blume & cộng sự (1994), Suominen (2001) cũng cho rằng những dữ liệu liên quan đến khối lượng giao dịch hàm chứa nhiều thông tin mà những thông tin này không được thể hiện qua giá cổ phiếu. Kết luận quan trọng cũng được rút ra từ Bajo (2010), Copeland (1976), Lamoureux & Lastrapes (1990) là tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa biến động giá cổ phiếu và độ lớn của khối lượng giao dịch. Tại Việt Nam, Vinh & Kiem (2014) cũng cho thấy khối lượng giao dịch bất thường hàm chứa thông tin và tồn tại lợi nhuận bất thường xung quanh ngày sự kiện giao dịch bất thường.

Việc nghiên cứu thông tin hàm chứa trong khối lượng giao dịch còn mở rộng xem xét thông tin hàm chứa trong giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài. Nghiên cứu Dahlquist & Robertsson (2004), Froot & cộng sự (2001), Hartmann & Pierdzioch (2007), Richards (2005), Ülkü & İciklerli (2012) cho thấy giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài hàm chứa thông tin và có khả năng dự đoán giá cổ phiếu trong tương lai. Kết quả của các nghiên cứu trên cũng chỉ ra mối quan hệ đồng biến giữa khối lượng mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài và lợi nhuận chứng khoán.

Từ các nghiên cứu trên và thực tế các nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân tại Việt Nam thường xem xét giao dịch mua (bán) bất thường của nhà đầu

tư nước ngoài như là một tín hiệu có giá trị tham khảo để thực hiện các quyết định (mua) bán cổ phiếu. Giả thuyết nghiên cứu được đặt ra là:

H1A. Khối lượng giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài hàm chứa thông tin

H1B. Tồn tại lợi nhuận bất thường trong ngày sự kiện giao dịch bất thường

2.2.2. Đặc điểm của công ty và lợi nhuận bất thường

Bajo (2010) và Vinh & Kiem (2014) xem xét mối quan hệ giữa các đặc điểm công ty trong ngày sự kiện khối lượng giao dịch bất thường và lợi nhuận bất thường tương ứng tại thị trường Ý và Việt Nam, cả hai kết quả cho thấy lợi nhuận bất thường có mối quan hệ đồng biến với hệ số beta và chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, đồng thời có mối quan hệ nghịch biến với quy mô công ty. Trong nghiên cứu này chúng tôi chia nhiều trường hợp sự kiện khác nhau của giao dịch nước ngoài để xem xét và giả thuyết nghiên cứu được đưa ra là:

H2. Đặc điểm công ty có tác động đến lợi nhuận bất thường

Tương tự mô hình nghiên cứu của Bajo (2010) và Vinh & Kiem (2014), mô hình đa biến được sử dụng trong nghiên cứu này như sau:

$$AR [0] = \alpha + \beta_1 * AR [-1] + \beta_2 * LnNAV [0] + \beta_3 * LnMC + \beta_4 * MB + \beta_5 * BETA + \varepsilon$$

trong đó, AR [0] là lợi nhuận bất thường trong ngày sự kiện của bốn sự kiện trong nghiên cứu này; AR [-1] là lợi nhuận bất thường trước ngày sự kiện; NAV [0] là khối lượng giao dịch bất thường chuẩn hóa trong ngày sự kiện; MC là vốn hóa thị trường, được tính bằng logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường trong ngày sự kiện; MB là chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách trong ngày sự kiện; BETA là beta của cổ phiếu được ước lượng trong khoảng thời gian (estimation period) là 6 tháng (120 ngày giao dịch) với lợi nhuận tính hàng ngày trước khung sự kiện (event windows).

3. Sự kiện nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Sự kiện nghiên cứu

Các sự kiện giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài

Sự kiện trong nghiên cứu này là khối lượng giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài. Chúng tôi xem xét bốn trường hợp khác nhau tương ứng với bốn sự kiện nghiên cứu: (i) Sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước

ngoài; (ii) sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường trong ngày mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài, (iii) sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài, (iv) sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường trong ngày bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài.

Giao dịch mua hoặc bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài được gọi là sự kiện bất thường khi có khối lượng giao dịch mua (hoặc bán) bất thường chuẩn hóa (NAV) lớn hơn 2,33, tương ứng với xác suất 1% trong phân phối chuẩn (một bên). Phương pháp này được sử dụng bởi Jarrell & Poulsen (1989), Bajo (2010) và Vinh & Kiem (2014) để phát hiện những thay đổi lớn trong khối lượng giao dịch.

NAV cho cổ phiếu *i* vào ngày *t*:

$$NAV_{i,t} = \frac{TV_{i,t} - \mu_{i,t}}{\sigma_{i,t}}$$

với

$$\mu_{i,t} = \frac{1}{60} \sum_{t-1}^{t-60} TV_{i,t}$$

$$\sigma_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{59} \sum_{t-1}^{t-60} (TV_{i,t} - \mu_{i,t}^{TV})^2}$$

- $TV_{i,t}$ là khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài cho cổ phiếu *i* vào ngày *t*;

- $\mu_{i,t}$ và $\sigma_{i,t}$ là giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài cho cổ phiếu *i* vào ngày *t* trong một khung thời gian là 60 ngày trước đó.

Tương tự như Bajo (2010) và Vinh & Kiem (2014), mỗi một sự kiện nghiên cứu được chúng tôi lựa chọn cách nhau ít nhất là 30 ngày giao dịch. Tiêu chí này nhằm mục đích tránh tình trạng có quá nhiều sự kiện trong cùng một khoảng thời gian cho cùng một công ty.

Khối lượng giao dịch mua bất thường trong ngày mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài và khối lượng giao dịch bán bất thường trong ngày bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài bất thường được xác định dựa trên ngày sự kiện của trường hợp khối lượng giao dịch mua bất thường và khối lượng giao dịch bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài tương ứng với các ngày có mua ròng và bán ròng.

Nghiên cứu có 1.953; 1.705; 1.932; 1.658 sự kiện

ứng với các trường hợp khối lượng giao dịch mua bất thường, khối lượng giao dịch mua bất thường trong ngày mua rỗng, khối lượng giao dịch bán bất thường và khối lượng giao dịch bán bất thường trong ngày bán rỗng của nhà đầu tư nước ngoài.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh từ 2008 đến 2013. Dữ liệu không bao gồm các công ty tài chính, ngân hàng, các công ty đã sáp nhập trong giai đoạn nghiên cứu. Dữ liệu về giá, khối lượng giao dịch, khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài được lấy từ trang web Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Dữ liệu vốn hóa thị trường, chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách được thu thập trên trang web của Vietstock.

4. Kết quả và thảo luận kết quả

4.1. Thông tin hàm chứa trong giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài và lợi nhuận bất thường

Sự kiện giao dịch mua bất thường, giao dịch mua bất thường trong ngày mua rỗng của nhà đầu tư nước ngoài và lợi nhuận bất thường

Kết quả Bảng 1 cho thấy tồn tại lợi nhuận bất thường xung quanh ngày sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước ngoài trong khung thời gian [-3, +1]. Các kết quả không có sự khác biệt đáng kể giữa hai phương pháp được sử dụng (lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro) và các kiểm định thống kê tham số và phi tham số. Lợi nhuận bất thường là dương và tăng dần AAR[-3]: 0,14% < AAR[-2]: 0,20% < AAR[-1]: 0,35% < AAR[0]: 0,63% và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%. Lợi nhuận bất thường còn được duy trì 1 ngày sau sự kiện, AAR [+1] dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Hàm ý của kết quả này cho thấy thông tin được truyền tải trong sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước ngoài là tín hiệu tốt.

Kết quả Bảng 2 cho thấy có một số khác biệt giữa kiểm định thống kê tham số và kiểm định phi tham

Bảng 1: Khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước ngoài và lợi nhuận bất thường

t	NAV>2,33 (1.953 quan sát)					
	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR	T- Test	Sign Test	AAR	T- Test	Sign Test
-5	-0,07%	-1,29	-1,53	-0,06%	-1,09	-1,04
-4	0,02%	0,36	-0,31	0,02%	0,36	-0,55
-3	0,14%	2,55 ^b	2,14 ^b	0,17%	3,13 ^a	2,13 ^b
-2	0,20%	3,65 ^a	2,27 ^b	0,24%	4,44 ^a	2,53 ^b
-1	0,35%	6,56 ^a	5,49 ^a	0,37%	6,84 ^a	4,62 ^a
0	0,63%	11,86 ^a	9,97 ^a	0,64%	12,06 ^a	10,27 ^a
1	0,09%	1,66 ^c	2,18 ^b	0,12%	2,18 ^b	2,08 ^b
2	0,03%	0,64	0,83	0,05%	0,85	0,41
3	-0,16%	-2,95 ^a	-1,58	-0,14%	-2,61 ^a	-1,00
4	-0,05%	-0,94	-0,35	-0,05%	-0,93	-0,64
5	0,01%	0,16	0,28	0,04%	0,75	-0,05
Khung	CAAR	T Test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-5 , -1]	0,63%	4,51 ^a	2,86 ^a	0,73%	5,15 ^a	1,72 ^c
[0 , 5]	0,56%	3,73 ^a	2,41 ^b	0,66%	4,38 ^a	2,76 ^a
[0 , 10]	0,70%	3,52 ^a	2,50 ^b	0,88%	4,34 ^a	3,21 ^a
[0 , 30]	0,89%	2,68 ^a	1,91 ^c	1,33%	3,69 ^a	2,67 ^a

Ghi chú: Lợi nhuận bất thường và lợi nhuận bất thường tích lũy được tính toán tương ứng trong khung thời gian [-5, +5] và [-5, +30]. Lợi nhuận bất thường được tính cho cả hai phương pháp: lợi nhuận điều chỉnh theo thị trường (Market adjusted) và lợi nhuận điều chỉnh theo thị trường và rủi ro (Market and risk adjusted). Có hai phương pháp kiểm định thống kê được sử dụng là kiểm định tham số (t-test) và kiểm định phi tham số (Sign test). a, b, c tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Bảng 2: Khối lượng giao dịch mua bất thường trong ngày mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài và lợi nhuận bất thường

NAV>2,33 (1.705 quan sát)						
t	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR	T- Test	Sign Test	AAR	T- Test	Sign Test
-5	-0,07%	-1,18	-1,49	-0,06%	-1,06	-1,06
-4	0,03%	0,45	0,01	0,02%	0,27	-0,43
-3	0,15%	2,70 ^a	2,24 ^b	0,17%	3,01 ^a	2,42 ^b
-2	0,20%	3,58 ^a	2,14 ^b	0,24%	4,14 ^a	1,94 ^c
-1	0,41%	7,15 ^a	6,02 ^a	0,41%	7,25 ^a	4,99 ^a
0	0,68%	11,85 ^a	9,85 ^a	0,69%	12,06 ^a	10,32 ^a
1	0,05%	0,85	1,75 ^c	0,08%	1,39	1,70 ^c
2	0,02%	0,42	0,40	0,03%	0,55	0,00
3	-0,18%	-3,07 ^a	-1,54	-0,16%	-2,81 ^a	-0,87
4	-0,08%	-1,44	-1,01	-0,09%	-1,50	-1,45
5	-0,04%	-0,72	-0,18	-0,02%	-0,34	-0,63
Khung	CAAR	T Test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-5 , -1]	0,72%	4,94 ^a	3,26 ^a	0,78%	5,25 ^a	2,38 ^b
[0 , 5]	0,45%	2,83 ^a	1,51	0,53%	3,35 ^a	1,50
[0 , 10]	0,57%	2,67 ^a	1,51	0,71%	3,29 ^a	2,04 ^b
[0 , 30]	0,80%	2,25 ^b	1,46	1,09%	2,83 ^a	1,99 ^b

số. Vì ưu điểm của phương pháp kiểm định phi tham số trong nghiên cứu sự kiện nên kết luận của chúng tôi chủ yếu sẽ dựa trên kiểm định phi tham số (Sign Test).

Bảng 2 cho thấy tồn tại lợi nhuận bất thường xung quanh ngày sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường trong ngày mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài trong khung thời gian [-3, +1] và có lợi nhuận bất thường tương ứng trong khung thời gian [-3, 0] lớn hơn so với trường hợp ngày sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước ngoài, các hệ số kiểm định Sign test của AAR có ý nghĩa ở mức 5% trong các ngày [-3,-2], 1% trong các ngày [-1,0]. Với khung thời gian [+1,+5], chúng tôi thấy rằng các AAR trong trường hợp này là thấp hơn so với các AAR trong khung thời gian tương ứng với sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước ngoài (hệ số kiểm định chỉ có ý nghĩa ở mức 10% trong ngày [+1]). Nói cách khác, thông tin hàm chứa trong ngày sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường trong ngày mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài là tốt hơn và được phản ánh đầy đủ vào giá của ngày hôm đó hơn là thông tin hàm chứa trong ngày sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước ngoài.

Để tránh những kết luận sai lệch khi chỉ xem xét lợi nhuận bất thường từng ngày, chúng tôi tiến hành xem xét lợi nhuận bất thường tích lũy trong các khung thời gian trước và ngay sau sự kiện. Với sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước ngoài, các CAAR sau ngày sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường đều dương, tăng dần và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (CAAR[0,+5] và CAAR[0,+10]) và 10% (CAAR [0,+30]) cho thấy giá cổ phiếu được duy trì và không có hiện tượng đảo ngược về giá trong khoảng thời gian 30 ngày sau sự kiện. Tuy nhiên, trong trường hợp sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường trong ngày mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài các CAAR không có ý nghĩa thống kê ở các khung thời gian sau ngày sự kiện. Mặc dầu vậy, các CAAR ở các khung thời gian dài đều lớn hơn các CAAR ở các khung thời gian ngắn, cho thấy giá cổ phiếu được duy trì sau ngày sự kiện là bởi yếu tố đã giá hơn là bởi thông tin được truyền tải trong ngày sự kiện và kết quả cũng hàm ý rằng các nhà đầu tư trên thị trường không bị chi phối quá nhiều trong quyết định đầu tư bởi sự kiện giao dịch mua bất thường và mua bất thường trong ngày mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài.

Bảng 3: Khối lượng giao dịch bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài và lợi nhuận bất thường

NAV>2,33 (1.932 quan sát)						
t	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR	T- Test	Sign Test	AAR	T- Test	Sign Test
-5	-0,01%	-0,22	-0,36	0,00%	-0,02	0,52
-4	0,02%	0,46	-1,00	0,04%	0,83	-0,07
-3	0,04%	0,84	-0,31	0,06%	1,19	-0,11
-2	-0,04%	-0,74	0,82	-0,02%	-0,34	0,71
-1	0,00%	0,09	0,01	0,03%	0,52	0,25
0	-0,09%	-1,80^c	1,60	-0,07%	-1,48	1,75^c
1	0,10%	1,96 ^c	-2,18 ^b	0,10%	2,06 ^b	-1,25
2	0,12%	2,38 ^b	-1,50	0,14%	2,89 ^a	-1,11
3	0,04%	0,80	-1,04	0,04%	0,73	0,16
4	0,01%	0,18	-0,54	0,01%	0,25	0,30
5	0,08%	1,54	-0,72	0,10%	2,00 ^b	-0,34
Khung	CAAR	T Test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-5 , -1]	0,02%	0,15	-3,73 ^a	0,11%	0,77	-2,93 ^a
[0 , 5]	0,25%	1,64	-3,18 ^a	0,32%	2,05 ^b	-1,93 ^c
[0 , 10]	0,17%	0,83	-3,45 ^a	0,34%	1,55	-3,34 ^a
[0 , 30]	1,27%	3,70 ^a	-0,04	1,50%	3,97 ^a	0,07

Bảng 4: Khối lượng giao dịch bán bất thường trong ngày bán rông của nhà đầu tư nước ngoài và lợi nhuận bất thường

NAV>2,33 (1.658 quan sát)						
t	Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường			Lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR	T- Test	Sign Test	AAR	T- Test	Sign Test
-5	-0,01%	-0,22	-0,39	0,01%	0,10	0,41
-4	0,00%	0,05	-0,44	0,02%	0,46	0,22
-3	0,04%	0,68	0,24	0,06%	1,18	0,27
-2	-0,07%	-1,38	0,84	-0,05%	-0,84	0,54
-1	-0,05%	-0,98	0,88	-0,03%	-0,54	0,77
0	-0,23%	-4,18^a	2,89^a	-0,19%	-3,60^a	2,73^a
1	0,06%	1,18	-1,90 ^c	0,07%	1,32	-1,10
2	0,13%	2,43 ^a	-1,58	0,17%	3,08 ^a	-1,37
3	0,06%	1,19	-1,26	0,06%	1,19	-0,37
4	0,04%	0,67	-1,17	0,05%	0,90	-0,55
5	0,09%	1,64	-0,53	0,11%	2,09 ^b	-0,51
Khung	CAAR	T Test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-5 , -1]	-0,10%	-0,67	-4,27 ^a	0,02%	0,13	-2,79 ^a
[0 , 5]	0,16%	0,97	-3,40 ^a	0,27%	1,61	-1,83 ^c
[0 , 10]	0,08%	0,34	-3,31 ^a	0,33%	1,43	-3,02 ^a
[0 , 30]	1,24%	3,40 ^a	0,02	1,71%	4,25 ^a	1,18

Sự kiện giao dịch bán bất thường, bán bất thường trong ngày bán rông của nhà đầu tư nước ngoài và lợi nhuận bất thường

Ở Bảng 3, xét phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường, tồn tại lợi nhuận bất thường là âm trong ngày sự kiện và có ý nghĩa thống kê ở

mức 10% với kiểm định T test nhưng không có ý nghĩa thống kê với kiểm định Sign test. Tuy nhiên, ở phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro thì tồn tại lợi nhuận bất thường âm trong ngày sự kiện và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% với kiểm định Sign test nhưng lại không có ý nghĩa thống kê với kiểm định T test. Lợi nhuận bất thường sau ngày sự kiện [+1,+5] đều dương cho cả hai phương pháp và hầu như không có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý rằng thông tin được truyền tải trong ngày sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài mang ý nghĩa là tín hiệu xấu và hầu như được phản ánh vào giá cổ phiếu của ngày sự kiện và ngày [+1].

Bảng 4 cũng cho kết quả tương tự như Bảng 3, tuy nhiên lợi nhuận bất thường âm nhiều hơn so với lợi nhuận bất thường ở sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này hàm ý rằng sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường trong ngày bán rông truyền tải thông tin xấu mang tính chất “trầm trọng” hơn so với thông tin hàm chứa trong sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài. Sau ngày sự kiện thì các AAR đều dương (mặc dù không có ý nghĩa thống kê) và lớn hơn các AAR ở sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài. Nói cách khác, thông tin hàm ý càng xấu thì càng phản ánh nhanh vào thị trường và thị trường sớm lấy lại đà hồi phục hơn.

Các CAAR sau sự kiện bảng 3 và bảng 4 đều dương, có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ([0,+5], [0,+10]) và khung [0,+30] có CAAR dương và lớn hơn các khung trước. Kết quả này cho thấy giá hồi phục nhanh sau ngày sự kiện mang hàm ý thông tin xấu và sự hồi phục này được duy trì mà không bị đảo ngược trong thời gian 30 ngày sau sự kiện.

4.2. Hồi quy đa biến

Sau khi kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến và kết quả là mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến, chúng tôi tiến hành hồi quy dữ liệu chéo với biến phụ thuộc là lợi nhuận bất thường trong ngày sự kiện (AR[0]) tương ứng cho bốn trường hợp khác nhau của sự kiện trong nghiên cứu này. Cụ thể, kết quả thể hiện ở Bảng 5.

Kết quả cho thấy các hệ số của AR[-1] đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này có thể khẳng định rằng lợi nhuận bất thường của ngày liền trước sự kiện có tác động đến lợi nhuận bất thường

trong ngày sự kiện.

Các hệ số của biến NAV cho các kết quả khác nhau với các trường hợp khác nhau của sự kiện. Hệ số của NAV là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% cho trường hợp sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường và mua bất thường tại ngày mua rông của nhà đầu tư nước ngoài, hệ số của NAV là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% cho trường hợp sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường tại ngày bán rông của nhà đầu tư nước ngoài. Điều này hàm ý giao dịch bất thường mua và mua rông của nhà đầu tư nước ngoài (tín hiệu tốt) càng lớn thì lợi nhuận bất thường càng cao và giao dịch bán bất thường tại ngày bán rông (tín hiệu xấu) càng lớn thì lợi nhuận bất thường càng âm.

Kết quả Bảng 5 còn cho thấy các yếu tố đặc điểm của công ty có mối quan hệ với lợi nhuận bất thường. Biến MC có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho trường hợp sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường và mua bất thường tại ngày mua rông của nhà đầu tư nước ngoài, hệ số này là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% cho trường hợp sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường tại ngày bán rông của nhà đầu tư nước ngoài. Hay nói cách khác, quy mô công ty càng lớn thì lợi nhuận bất thường trong ngày sự kiện càng cao. Điều này có thể được giải thích bởi các nhà đầu tư nước ngoài thường là các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp nên việc đầu tư thường dựa trên những cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt và có quy mô công ty lớn. Điều này cho phép chúng tôi kết luận rằng với những công ty có quy mô càng lớn sẽ có lợi nhuận bất thường lớn hơn trong ngày sự kiện giao dịch mua bất thường và giao dịch mua bất thường tại ngày mua rông của nhà đầu tư nước ngoài. Biến MB có mối quan hệ đồng biến với lợi nhuận bất thường trong ngày sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường và khối lượng giao dịch bán bất thường trong ngày bán rông của nhà đầu tư nước ngoài, các hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Ngoài ra, các hệ số của BETA dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% cho trường hợp sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường của nhà đầu tư nước ngoài và mức 10% cho trường hợp sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường trong ngày mua rông của nhà đầu tư nước ngoài. Điều này hàm ý rằng với các công ty có rủi ro càng cao thì có lợi nhuận bất thường càng cao.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu ở phần này cho các

Bảng 5: Kết quả hồi quy

Biến	Mua			Mua ròng			Bán			Bán ròng		
	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P
C	-0,03444***	0,00060	-0,04177***	0,00010	0,01557	0,15620	0,02179*	0,07430				
AR[-1]	0,09767***	0,00000	0,08546***	0,00060	0,24159***	0,00000	0,24745***	0,00000				
LN_NAV	0,00122**	0,03210	0,00130**	0,03100	-0,00079	0,15420	-0,00109*	0,07290				
LN_MC	0,00174***	0,00100	0,00216***	0,00010	-0,00086	0,13480	-0,00126*	0,05230				
MB	0,00090	0,41610	0,00058	0,62990	0,00379***	0,00110	0,00454***	0,00050				
BETA	0,00339**	0,03050	0,00309*	0,06090	-0,00142	0,40440	-0,00118	0,52610				
R ²	0,02558		0,02744		0,05300		0,05657					
R ² điều chỉnh	0,02308		0,02458		0,05055		0,05372					
F- thống kê	10,22231		9,58667		21,55948		19,81273					
Prob(F-statistic)	0,00000		0,00000		0,00000		0,00000					

Ghi chú: Biến phụ thuộc là AR [0]; *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%; nguồn: tính toán của nhóm tác giả

kết luận sau:

Thứ nhất, lợi nhuận bất thường tại ngày sự kiện chịu ảnh hưởng bởi lợi nhuận bất thường của ngày trước đó.

Thứ hai, khối lượng giao dịch bất thường càng lớn (cho bốn trường hợp khác nhau của sự kiện nghiên cứu) thì càng gia tăng lợi nhuận bất thường.

Thứ ba, các yếu tố đặc điểm của công ty có mối quan hệ với lợi nhuận bất thường.

5. Kết luận và hàm ý kinh tế

Bài báo này nghiên cứu sự kiện khối lượng giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài và các thông tin hàm chứa trong sự kiện với lợi nhuận bất thường trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2013. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện và ước lượng mô hình hồi quy OLS, kết quả cho thấy sự kiện khối lượng giao dịch mua bất thường và khối lượng giao dịch mua bất thường trong ngày mua rông truyền tải một thông tin tốt và tạo ra lợi nhuận bất thường dương tại ngày sự kiện, sự kiện khối lượng giao dịch bán bất thường và khối lượng giao dịch bán bất thường trong ngày bán rông truyền tải một tin xấu và tạo ra lợi nhuận bất thường âm trong ngày sự kiện. Thông tin được truyền tải bởi khối lượng giao

dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài được phản ứng hầu hết vào thị trường trong ngày sự kiện. Ngoài ra, một số yếu tố đặc điểm của doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường.

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng khách quan về vai trò của thông tin hàm chứa trong khối lượng giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài. Nghiên cứu có một số hàm ý cho các nhà đầu tư như sau:

Thứ nhất, nhà đầu tư nên dựa vào những phân tích của bản thân để đưa ra quyết định đầu tư hơn là dựa thông tin từ quan sát khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài. Việc hiểu biết những thông tin từ giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài chỉ giúp cho nhà đầu tư có cơ sở tham khảo để củng cố thêm các quyết định đầu tư.

Thứ hai, nhà đầu tư không nên phản ứng quá mức với các giao dịch bán bất thường và bán bất thường trong ngày bán rông của nhà đầu tư nước ngoài vì ngay sau đó thị trường đã sớm hồi phục. Ngoài ra, nghiên cứu cung cấp minh chứng cho chính sách cấm bán khống ở Việt Nam. Chính sách cấm bán khống là một giải pháp giúp các nhà đầu tư hạn chế thua lỗ bởi tình trạng bán khống chứng khoán dựa trên những giao dịch bán của nhà đầu tư nước ngoài. □

Tài liệu tham khảo

- Bajo, E. (2010), 'The Information Content of Abnormal Trading Volume', *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), 950-978.
- Bernard, V. & Thomas, J. (1989), 'Post Earning-Announcement Drift: Delayed Price', *Journal of Accounting Research*, 3(27), 1-36.
- Bernard, V.L. & Thomas, J.K. (1990), 'Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 13(4), 305-340.
- Blume, L., Easley, D. & O'hara, M. (1994), 'Market statistics and technical analysis: The role of volume', *The Journal of Finance*, 49(1), 153-181.
- Clark, P.K. (1973), 'A subordinated stochastic process model with finite variance for speculative prices', *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 41(2), 135-155.
- Copeland, T. (1976), 'A model of asset trading under the assumption of sequential information arrival', *The Journal of Finance*, 31(4), 1149-1168.
- Dahlquist, M. & Robertsson, G. (2004), 'A note on foreigners' trading and price effects across firms', *Journal of Banking & Finance*, 28(3), 615-632.
- De Bondt, W.F. & Thaler, R.H. (1990), 'Do security analysts overreact?', *The American Economic Review*, 80(2) 52-57.
- Fama, E.F. (1970), 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E.F. (1991), 'Efficient capital markets: II', *The Journal of finance*, 46(5), 1575-1617.

- Froot, K.A., O'Connell, P.G.J. & Seasholes, M.S. (2001), 'The portfolio flows of international investors', *Journal of Financial Economics*, 59(2), 151-193.
- Hartmann, D. & Pierdzioch, C. (2007), 'International equity flows and the predictability of US stock returns', *Journal of Forecasting*, 26(8), 583-599.
- Jarrell, G.A. & Poulsen, A.B. (1989), 'Stock trading before the announcement of tender offers: insider trading or market anticipation?', *Journal of Law, Economics, & Organization*, 5(2), 225-248.
- Lamoureux, C.G. & Lastrapes, W.D. (1990), 'Heteroskedasticity in stock return data: volume versus GARCH effects', *The Journal of Finance*, 45(1), 221-229.
- Richards, A. (2005), 'Big Fish in Small Ponds: The Trading Behavior and Price Impact of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(01), 1-27.
- Suominen, M. (2001), 'Trading volume and information revelation in stock market', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(04), 545-565.
- Ülkü, N. & İkizlerli, D. (2012), 'The interaction between foreigners' trading and emerging stock returns: Evidence from Turkey', *Emerging Markets Review*, 13(3), 381-409.
- Vinh, V.X. & Kiem, D.B. (2014), '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, 21-41.

Thông tin tác giả:

***Võ Xuân Vinh**, Tiến sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Ngân hàng, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh và Trung tâm Pháp Việt Đào tạo về quản lý (CFVG) Hồ Chí Minh.

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, Tài chính, Ngân hàng, Quản trị doanh nghiệp

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Global Finance Journal; Research in International Business and Finance; Applied Financial Economics; Applied Economics; International Review of Financial Analysis; Emerging Markets Finance and Trade; Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis; International Finance Review; Journal of Multinational Financial Management, Emerging Markets Review; The Business Review, Cambridge. Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế, Tạp chí Phát triển khoa học và công nghệ, Tạp chí công nghệ ngân hàng, Tạp chí khoa học và đào tạo ngân hàng.*

- Địa chỉ Email: vinhvx@ueh.edu.vn

****Đặng Bửu Kiêm**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Phòng Tài chính, Công ty Cổ phần Tư vấn Sao Việt

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính, Ngân hàng.

- Một số Tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Phát triển Kinh tế.*

- Địa chỉ Email: buukiemdang@yahoo.com