

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HỒ CHÍ MINH**

LA NGỌC GIÀU

**PHẢN ỨNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ VỚI THÔNG BÁO ĐĂNG KÝ
GIAO DỊCH CỔ PHIẾU CỦA NGƯỜI NỘI BỘ, NGƯỜI LIÊN
QUAN VÀ CỔ ĐÔNG LỚN NƯỚC NGOÀI – NGHIÊN CỨU
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2019

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HỒ CHÍ MINH

LA NGỌC GIÀU

**PHẢN ỨNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ VỚI THÔNG BÁO ĐĂNG KÝ
GIAO DỊCH CỔ PHIẾU CỦA NGƯỜI NỘI BỘ, NGƯỜI LIÊN
QUAN VÀ CỔ ĐÔNG LỚN NƯỚC NGOÀI – NGHIÊN CỨU
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính - Ngân hàng
Mã số: 9340201

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học:
PGS.TS. VÕ XUÂN VINH
TS. THÂN THỊ THU THUYẾT

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2019

LỜI CAM ĐOAN

Tôi cam đoan rằng luận án “**PHẢN ỨNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ VỚI THÔNG BÁO ĐĂNG KÝ GIAO DỊCH CỔ PHIẾU CỦA CỔ ĐÔNG LỚN NƯỚC NGOÀI, NGƯỜI NỘI BỘ VÀ NGƯỜI LIÊN QUAN – NGHIÊN CỨU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**” là bài nghiên cứu của chính tôi với sự hướng dẫn của Phó Giáo sư, Tiến sỹ Võ Xuân Vinh và Tiến Sỹ Thân Thị Thu Thủy.

Không có sản phẩm hoặc nghiên cứu nào của người khác được sử dụng trong luận án này mà không được trích dẫn theo đúng quy định.

Ngoại trừ những công trình khoa học được công bố liên quan đến nội dung luận án, luận án này chưa bao giờ được nộp để nhận bất kỳ bằng cấp nào tại các trường đại học hoặc cơ sở đào tạo khác.

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2019

La Ngọc Giàu

LỜI CẢM ƠN

Để hoàn thành được luận án này tôi đã được sự hỗ trợ rất nhiều từ quý thầy cô, gia đình và đồng nghiệp. Với lòng biết ơn sâu sắc nhất, tôi xin chân thành cảm ơn quý Thầy Cô của Trường Đại Học Kinh Tế Thành Phố Hồ Chí Minh đã cùng với tri thức và tâm huyết của mình để truyền đạt vốn kiến thức quý báu cho tôi trong suốt thời gian học tập nghiên cứu tại trường. Đặc biệt là Thầy Phó Giáo sư Tiến sỹ Võ Xuân Vinh, Thầy đã định hướng, động viên, chỉ bảo trong suốt thời gian thực hiện luận án này. Thầy không chỉ là người thầy đáng kính mà còn gần gũi như người thân trong gia đình chính điều này đã tiếp thêm động lực và tiếp lửa cho hoạt động nghiên cứu học tập của bản thân. Tôi xin gửi lời cảm ơn đến cô Tiến sỹ Thân Thị Thu Thủy, Cô đã tận tình hướng dẫn, giúp đỡ tôi hoàn thành luận án này. Xin cảm ơn những người bạn đã đồng hành chia sẻ trong suốt thời gian qua.

Cám ơn gia đình, cảm ơn “người chiến sĩ thầm lặng”! Nhờ có sự động viên, gách vác và chia sẻ mọi khó khăn công việc gia đình để tôi có thể yên tâm hoàn thành tốt luận án này.

Một lần nữa xin chân thành tri ân tất cả.

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2019

La Ngọc Giàu

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
MỤC LỤC	iii
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT	vii
DANH MỤC BIỂU BẢNG	viii
DANH MỤC HÌNH	x
DANH MỤC PHỤ LỤC	xi
TÓM TẮT LUẬN ÁN	xii
CHƯƠNG 1 GIỚI THIỆU	1
1.1. Lý do chọn đề tài	1
1.2. Mục tiêu nghiên cứu	4
1.3. Câu hỏi nghiên cứu	5
1.4. Đối tượng nghiên cứu	5
1.5. Phạm vi nghiên cứu	5
1.6. Trình tự thực hiện luận án	6
1.7. Kết cấu của đề tài	6
CHƯƠNG 2 CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU	8
2.1. Một số thuật ngữ được sử dụng trong luận án	8
2.2. Giới thiệu về thị trường chứng khoán Việt Nam	10
2.3. Quy định pháp lý về công bố thông tin	12
2.3.1. Văn bản luật quy định về công bố thông tin	12
2.3.2. Công bố thông tin	13
2.3.3. Phương tiện công bố thông tin	14
2.3.4. Thời gian công bố thông tin đối với người nội bộ và người liên quan	15
2.4. Phản ứng của NĐT thông qua giá và khối lượng giao dịch với thông tin được công bố	16
2.4.1. Phản ứng của NĐT thông qua giá với thông tin được công bố	16
2.4.2. Phản ứng của NĐT thông qua khối lượng giao dịch với thông tin công bố ...	16

2.5. Cơ sở lý thuyết về phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá và khối lượng giao dịch với thông tin giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và NĐT nước ngoài	17
2.5.1. Lý thuyết về thông tin bất cân xứng.....	17
2.5.2. Lý thuyết tín hiệu	18
2.5.3. Lý thuyết thị trường hiệu quả.....	19
2.6. Tổng quan nghiên cứu trước	20
2.6.1. Nhóm các nghiên cứu liên quan đến thông tin chi trả cổ tức.....	20
2.6.2. Một số nghiên cứu trước liên quan đến thông báo chia tách CP	24
2.6.3. Một số nghiên cứu trước liên quan đến thông tin mua lại CP	24
2.6.4. Thông tin công bố báo cáo tài chính của doanh nghiệp.....	26
2.6.5. Ngoài ra, còn một số nghiên cứu khác xoay quanh các sự kiện liên quan đến thị trường chứng khoán	26
2.7. Khe hở nghiên cứu	26
2.8. Giả thuyết nghiên cứu của luận án	29
CHƯƠNG 3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU	31
3.1. Phương pháp nghiên cứu.....	31
3.1.1. Giới thiệu về phương pháp nghiên cứu sự kiện	31
3.1.2. Mô tả chi tiết các bước thực hiện theo phương pháp nghiên cứu sự kiện trong luận án.....	34
3.1.2.1. Các sự kiện được nghiên cứu trong luận án.....	34
3.1.2.2. Ngày sự kiện, cửa sổ sự kiện, cửa sổ ước lượng và cửa sổ sau sự kiện.....	34
3.1.2.3. Đo lường phản ứng của NĐT thể hiện qua giá CP	35
3.1.2.4. Đo lường phản ứng của NĐT thông qua khối lượng giao dịch	37
3.1.2.5. Các phương pháp kiểm định	38
3.2. Dữ liệu phục vụ nghiên cứu	39
3.2.1. Nguồn dữ liệu.....	39
3.2.2. Cách thức thu thập dữ liệu	40

CHƯƠNG 4 PHẢN ỨNG CỦA NĐT VỚI THÔNG BÁO ĐĂNG KÝ GIAO DỊCH CP CỦA NGƯỜI NỘI BỘ	44
4.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ	44
4.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ với các tỷ lệ mua khác nhau.....	48
4.4. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ với các tỷ lệ bán khác nhau.....	55
CHƯƠNG 5 PHẢN ỨNG CỦA NĐT KHI THÔNG BÁO ĐĂNG KÝ GIAO DỊCH CP CỦA NGƯỜI LIÊN QUAN	61
5.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký giao dịch CP của người liên quan là cá nhân.	61
5.1.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân.	61
5.1.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ mua khác nhau	64
5.1.3. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân.	68
5.1.4. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ bán khác nhau	72
5.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký giao dịch CP của người liên quan là tổ chức.....	76
5.2.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức.....	76
5.2.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ mua khác nhau.	79

5.2.3. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức.....	82
5.2.4. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ mua khác nhau.....	85
CHƯƠNG 6 PHẢN ỨNG CỦA NĐT VỚI THÔNG TIN NĐT NƯỚC NGOÀI TRỞ THÀNH CỔ ĐÔNG LỚN VÀ KHÔNG CÒN LÀ CỔ ĐÔNG LỚN	93
6.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông tin NĐT nước ngoài trở thành CĐL.....	93
6.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL.....	99
CHƯƠNG 7 KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH	106
7.1. Kết luận.....	106
7.2. Hàm ý chính sách.....	108
7.3. Đóng góp về khoa học và thực tiễn.....	112
7.3.1. Đóng góp về khoa học.....	112
7.3.2. Đóng góp về mặt thực tiễn.....	112
7.4. Hạn chế.....	113
7.5. Nghiên cứu tiếp theo.....	113
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	115
HỆ THỐNG PHỤ LỤC	1/PL

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

Từ viết tắt	Nội dung
AAR	Lợi nhuận bất thường trung bình
AAV	Khối lượng giao dịch bất thường trung bình
AAV	Khối lượng giao dịch bất thường trung bình
AR	Lợi nhuận bất thường
AV	Khối lượng giao dịch bất thường
CAAR	Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy
CDL	Cổ đông lớn
HOSE	Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
KLBT	Khối lượng bất thường
LNBT	Lợi nhuận bất thường
CP	Cổ phiếu
NDT	Nhà đầu tư

DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 4.1 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với sự kiện thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ.....	46
Bảng 4.2 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng giao dịch bất thường với thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ thuộc nhóm đăng ký mua ít.	48
Bảng 4.3 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng bất thường với sự kiện thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ với tỷ lệ mua nhiều.	50
Bảng 4.4 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ.....	53
Bảng 4.5 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng giao dịch bất thường với sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ trường hợp tỷ lệ bán ít.	56
Bảng 4.6 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng giao dịch bất thường với sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ với tỷ lệ bán nhiều.	57
Bảng 5.1 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân.....	63
Bảng 5.2 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng giao dịch bất thường với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ mua ít.....	65
Bảng 5.3 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ mua nhiều.....	67
Bảng 5.4 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân.....	71
Bảng 5.5 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ bán ít.....	73
Bảng 5.6 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ bán nhiều.	74
Bảng 5.7 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức	77
Bảng 5.8 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ mua ít.	79

Bảng 5.9 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ mua nhiều	81
Bảng 5.10 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức	84
Bảng 5.11 Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ bán ít.	86
Bảng 5.12 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ bán nhiều.	88
Bảng 6.1 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT khi thông báo NĐT nước ngoài trở thành CĐL.	95
Bảng 6.2 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT xung quanh ngày thực hiện giao dịch của NĐT nước ngoài để trở thành CĐL	96
Bảng 6.3 Kết quả kiểm định LNBT tại ngày công bố thông tin đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL.....	100
Bảng 6.4 Kết quả kiểm định LNBT tại ngày giao dịch của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL	103

DANH MỤC HÌNH

Hình 2.1 Thống kê số lượng tài khoản giao dịch NĐT trong nước	11
Hình 2.2 Thống kê số lượng tài khoản giao dịch NĐT nước ngoài.....	11
Hình 2.3 Số lượng CP niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán.....	12
Hình 2.4 bản đồ tài liệu	28
Hình 4.1 LNBT trung bình trong khung sự kiện khi thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ.....	45
Hình 4.2 LNBT trung bình trong khung sự kiện khi thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ.....	52
Hình 5.1 LNBT trung bình của khung sự kiện khi thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân.....	62
Hình 5.2 LNBT trung bình xung quanh ngày thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân.	69
Hình 5.3 LNBT trung bình xung quanh ngày thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức.....	76
Hình 5.4 LNBT trung bình xung quanh ngày thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức.....	83
Hình 6.1 LNBT trung bình xung quanh ngày thực hiện giao dịch của NĐT nước ngoài để trở thành CĐL.....	93
Hình 6.2 LNBT trung bình xung quanh ngày công bố thông tin đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL.....	99
Hình 6.3 LNBT trung bình xung quanh ngày thực hiện bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL	102

DANH MỤC PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Kết quả kiểm định LNBT với sự kiện thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ.....	1/PL
Phụ lục số 2: Kết quả kiểm định LNBT với sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ.....	2/PL
Phụ lục 3: Kết quả kiểm định lợi nhuận và bất thường với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân.....	3/PL
Phụ lục 4: Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân	5/PL
Phụ lục 5: Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức.....	6/PL
Phụ lục 6: Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức.....	7/PL
Phụ lục 7: Kết quả kiểm định LNBT xung quanh ngày thực hiện giao dịch của NĐT nước ngoài để trở thành CĐL.....	8/PL
Phụ lục 8: Kết quả kiểm định LNBT xung quanh ngày công bố thông tin NĐT nước ngoài trở thành CĐL.....	10/PL
Phụ lục 9: Kết quả kiểm định LNBT tại ngày công bố thông tin đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL.....	11/PL
Phụ lục 10: Kết quả kiểm định LNBT tại ngày bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL	13/PL

TÓM TẮT

Luận án xem xét phản ứng của nhà đầu tư với thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu của người nội bộ, người liên quan và thông báo nhà đầu tư nước ngoài trở thành cổ đông lớn và không còn là cổ đông lớn biểu hiện qua biến động giá chứng khoán và khối lượng giao dịch. Luận án chọn mẫu từ các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ 2008 đến 2015. Nghiên cứu áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện trong kinh tế. Kết quả nghiên cứu của luận án cho thấy:

- Thông tin hàm chứa trong thông báo đăng ký mua cổ phiếu của người nội bộ và người liên quan được xem là thông tin tốt đối với thị trường, ngược lại thông báo đăng ký bán cổ phiếu của họ được xem là thông tin xấu.
- Chưa có bằng chứng thống kê về phản ứng của nhà đầu tư biểu hiện qua giá và khối lượng giao dịch với thông báo nhà đầu tư nước ngoài trở thành cổ đông lớn và không còn là cổ đông lớn.

Từ khóa: Cổ đông nội bộ (người nội bộ), người liên quan, cổ đông lớn, nhà đầu tư nước ngoài, nghiên cứu sự kiện.

CHƯƠNG 1

GIỚI THIỆU

Giới thiệu chương

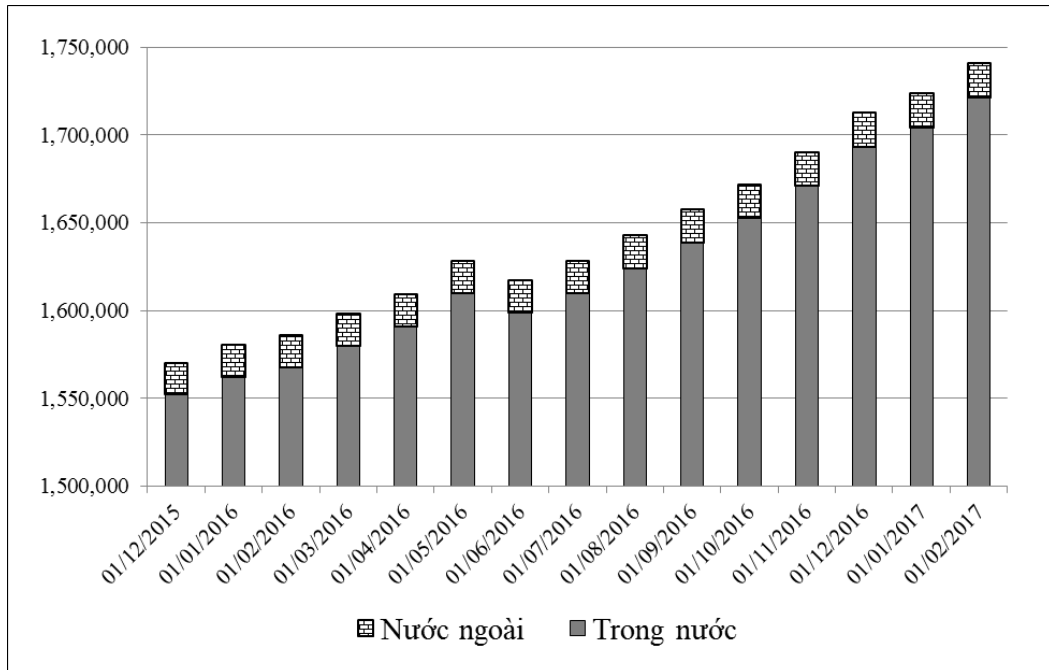
Chương này trình tổng quan về thực trạng công tác nghiên cứu từ đó đưa ra lý do chọn đề tài, mục tiêu nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu, đối tượng nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu.

1.1. Lý do chọn đề tài

Thị trường chứng khoán không chỉ là một kênh huy động vốn trung và dài hạn mà còn là một kênh quan trọng trong việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô cho nhiều quốc gia trên thế giới. Ở Việt Nam, thị trường chứng khoán chính thức hình thành từ tháng 7/2000. Qua hơn 16 năm đi vào hoạt động thị trường chứng khoán đã thu hút được nhiều nhà đầu trong và ngoài nước tham gia vào thị trường. Hình 1.1 cho thấy số lượng tài khoản NĐT trong nước cũng như NĐT nước ngoài có xu hướng tăng trong khoảng thời gian từ 01/12/2015 đến tháng 01/02/2017. Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, các yêu cầu liên quan đến sự minh bạch thông tin ngày càng đòi hỏi khắc khe để tạo sân chơi công bằng và minh bạch cho các đối tượng tham gia.

Hai trong số những đối tượng có ưu thế đặc biệt về thông tin có thể kể đến như người nội bộ và người có liên quan. Do vậy, để tạo sự công bằng và hạn chế tình trạng bất cân xứng thông tin giữa các người nội bộ, cổ đông người liên quan và cổ đông khác trong giao dịch chứng khoán, Chính phủ các quốc gia thường có các quy định pháp luật nhằm điều chỉnh hành vi giao dịch chứng khoán của những người thường được xem là nắm nhiều thông tin như người nội bộ, cổ đông người liên quan, nhà quản lý doanh nghiệp,... Ở Việt Nam, theo quy định pháp luật hiện hành, tất cả giao dịch chứng khoán của CĐL, người nội bộ và các cổ đông có liên quan đều phải công bố thông tin trước khi thực hiện các giao dịch¹.

¹Theo thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 6 tháng 10 năm 2015 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán thì cổ đông nội bộ được gọi là người nội bộ.



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

Hình 1.1 Thống kê số lượng tài khoản giao dịch NĐT trong nước và nước ngoài

Người nội bộ là những người có lợi thế về mặt thông tin nội bộ của doanh nghiệp. Theo lý thuyết bất cân xứng thông tin, người nội bộ sở hữu hoặc được tiếp cận với nhiều thông tin cũng như sự hiểu biết tốt hơn so với các cổ đông khác về chính công ty mà họ đang tham gia hoạt động. Quan trọng hơn, các thông tin này có thể có ảnh hưởng đáng kể đến giá chứng khoán và khối lượng giao dịch trên thị trường một khi được công bố. Hơn nữa, theo lý thuyết tín hiệu thì các giao dịch của các người nội bộ thường được coi là hàm chứa các thông tin về giá trị doanh nghiệp. Do vậy, các NĐT bên ngoài, đặc biệt là các NĐT nhỏ lẻ xem các giao dịch của người nội bộ là các hành vi phản ánh sự tăng (giảm) giá trị công ty và dẫn đến việc tăng (giảm) giá CP.

Bên cạnh người nội bộ, người có liên quan cũng được xem là có lợi thế về mặt

thông tin không kém gì người nội bộ. Trong bối cảnh hệ thống pháp luật chưa hoàn chỉnh và các yếu tố văn hóa đặc thù như ở Việt Nam thì không thể loại trừ hiện tượng thông tin về doanh nghiệp được các người nội bộ truyền tải cho các cổ đông là người có liên quan. Vì vậy, việc thực hiện các giao dịch của người nội bộ, người có liên quan có thể gây ra những thay đổi bất thường trong giá và khối lượng giao dịch.

Tuy nhiên, qua việc tìm kiếm các công trình nghiên cứu trước chưa thấy nghiên cứu nào về ảnh hưởng của giao dịch người nội bộ đến giá và khối lượng giao dịch tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Đây là một khoảng trống về mặt nhu cầu thực tiễn cũng như khoảng trống về mặt học thuật cần được xem xét.

Một đối tượng khác mà luận án này muốn hướng đến là các giao dịch của NĐT nước ngoài. Tầm ảnh hưởng của NĐT nước ngoài đối với thị trường chứng khoán cũng như các công ty mà họ nắm giữ CP đã được kiểm chứng qua nhiều nghiên cứu đăng tải trên nhiều tạp chí có uy tín trên thế giới. Đặc biệt, ở các nước đang phát triển và thị trường chứng khoán đang trong giai đoạn sơ khai, các NĐT chuyên nghiệp đến từ các quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển lại có tầm quan trọng hơn trong việc tham gia vốn cũng như đóng góp vào năng lực quản trị doanh nghiệp từ đó cải thiện hiệu năng hoạt động doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp dễ dàng hơn trong việc tiếp cận với các thị trường nước ngoài. Ngoài ra, với sự tham gia của NĐT nước ngoài vào hoạt động doanh nghiệp sẽ thúc đẩy doanh nghiệp ngày càng tiệm cận hơn với các chuẩn mực quốc tế.

Với vai trò quan trọng như vậy, đã có nhiều nghiên cứu về NĐT nước ngoài tại Việt Nam như các nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2014), Batten & Vo (2015) về vai trò tham gia vào quản trị công ty của cổ đông nước ngoài đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng hiệu quả hoạt động của công ty tỷ lệ thuận với tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của NĐT nước ngoài. Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2016) cho thấy yếu tố sở hữu nước ngoài có ảnh hưởng đến tính thanh khoản của CP trên thị trường. Ngoài ra Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2016a) nghiên cứu về các giao dịch CP của các NĐT nước ngoài

trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhận định giao dịch của NĐT nước ngoài mang tín hiệu thông tin ra thị trường.

Tuy nhiên tác giả cũng chưa tìm thấy nghiên cứu nào phân tích ảnh hưởng của việc NĐT nước ngoài mua vào CP để trở thành CĐL (có thể là một trong những tiền đề để tham gia và cấu trúc quản trị doanh nghiệp) cũng như ảnh hưởng của việc NĐT nước ngoài không còn là CĐL đến sự thay đổi của giá và khối lượng giao dịch CP trên thị trường. Trong khi đó, các thông tin này được xem là rất quan trọng có thể đóng góp vào các quyết định lựa chọn CP đầu tư của các NĐT trên thị trường.

Tóm lại, luận án này phân tích ảnh hưởng của các thông báo đăng ký giao dịch thay đổi tỷ lệ sở hữu cổ phần tại các doanh nghiệp niêm yết mà có thể tạo ra sự thay đổi đột biến về giá cũng như khối lượng giao dịch CP. Các thông báo đăng ký giao dịch CP được xem xét bao gồm (i) giao dịch CP của người nội bộ; (ii) giao dịch CP của người có liên quan và (iii) giao dịch CP của NĐT nước ngoài để trở thành CĐL hoặc không còn là CĐL của công ty.

1.2. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chung của luận án là phân tích phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch khi thông báo đăng ký dịch CP của người nội bộ, người liên quan kể cả thông báo giao dịch CP của NĐT nước ngoài để trở thành CĐL và không còn là CĐL của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Cụ thể luận án đi nghiên cứu các nội dung sau:

Thứ nhất, phân tích phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký giao dịch CP của người nội bộ.

Thứ hai, phân tích phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký giao dịch CP người có liên quan.

Thứ ba, phân tích phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với tác động của thông tin NĐT nước ngoài trở thành CĐL và không còn là CĐL.

1.3. Câu hỏi nghiên cứu

Về tổng thể, luận án đi tìm câu trả lời để trả lời cho câu hỏi giá và khối lượng giao dịch CP thay đổi như thế nào đối với các thông tin đăng ký giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và cổ đông lớn nước ngoài. Chi tiết, tương ứng với các mục tiêu nghiên cứu, luận án tập trung giải quyết các câu hỏi nghiên cứu sau:

- Giá CP biến động như thế nào với thông báo đăng ký giao dịch CP của người nội bộ ?
- Khối lượng giao dịch CP biến động như thế nào với thông báo đăng ký giao dịch CP của người nội bộ?
- Giá CP biến động như thế nào với thông báo đăng ký giao dịch CP của người liên quan?
- Khối lượng giao dịch CP biến động như thế nào với thông báo đăng ký giao dịch CP của người liên quan?
- Giá CP biến động như thế nào khi thông tin NĐT nước ngoài trở thành CDL và không còn là CDL được công bố?
- Khối lượng giao dịch CP biến động như thế nào khi thông tin NĐT nước ngoài trở thành CDL và không còn là CDL được công bố?

1.4. Đối tượng nghiên cứu

Đề tài nghiên cứu phản ứng của NĐT với những thông báo đăng ký giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và cổ đông lớn là NĐT nước ngoài. Cụ thể, đề tài này tập trung xem xét các khía cạnh: i) thông tin được truyền tải trong thông tin giao dịch mua và bán CP của các người nội bộ; ii) thông tin được truyền tải trong thông tin giao dịch mua và bán CP của người liên quan; iii) thông tin hàm trong thông báo NĐT nước ngoài trở thành CDL và không còn là CDL và iv) biến động giá và khối lượng giao dịch CP.

1.5. Phạm vi nghiên cứu

Phạm vi nghiên cứu là các thông báo đăng ký giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và NĐT nước ngoài từ các công ty niêm yết trên HOSE từ 2008 đến 2015.

1.6. Trình tự thực hiện luận án

Để triển khai nghiên cứu này luận án được thực hiện theo trình tự như sau:

- Thứ nhất: Lược khảo tổng quan các nghiên cứu trước để tìm kiếm khe hở nghiên cứu thực hiện cho bối cảnh Việt Nam.
- Thứ hai: Xác định đề tài nghiên cứu, đối tượng, mục tiêu và phạm vi nghiên cứu.
- Thứ ba: Lược khảo các lý thuyết, cũng như hệ thống toàn bộ các nghiên cứu đã thực hiện có liên quan đến đề tài.
- Thứ tư: Từ các nghiên cứu trước luận án lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp cho đề tài.
- Thứ năm: Thực hiện thu thập các dữ liệu cần thiết cho nghiên cứu.
- Thứ sáu: Thực hiện các kiểm định cần thiết để phân tích và thảo luận các kết quả đạt của luận án.
- Thứ bảy: Kết luận các nội dung đã thực hiện theo mục tiêu đề ra và đưa ra một số hàm ý chính sách cho các đối tượng có liên quan.

1.7. Kết cấu của đề tài

Đề tài gồm các nội dung chính như sau:

Chương 1 Giới thiệu. Chương này trình bày lý do nghiên cứu, đối tượng mục tiêu và phạm vi nghiên cứu. Phương pháp thực hiện luận án cũng được trình bày tổng quan trong phần này.

Chương 2 Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu. Chương này trình bày các khái niệm, các thuật ngữ chính được sử dụng trong luận án. Phần lớn nội dung của chương này gồm các phần lược khảo các lý thuyết nền, các nghiên cứu trước có liên quan đến đề tài nghiên cứu của luận án. Đồng thời phần này cũng biện luận và chỉ ra khe hở nghiên cứu. Thêm vào đó chương này cũng là cơ sở để tìm kiếm phương pháp ước lượng phù hợp cho luận án.

Chương 3 Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu. Chương này trình bày các nội dung liên quan đến phương pháp nghiên cứu và cách thức thu thập dữ liệu của luận án.

Chương 4 Phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký giao dịch của người nội bộ. Chương này trình bày và thảo luận các kết quả về phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký mua bán CP của người nội bộ.

Chương 5 Phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký giao dịch của người có liên quan. Chương này trình bày và thảo luận các kết quả về phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký mua bán CP của người liên quan.

Chương 6 Phản ứng của NĐT với thông tin NĐT nước ngoài trở thành CĐL và không còn là CĐL. Chương này trình bày và thảo luận các kết quả về phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký giao dịch CP của NĐT nước ngoài trở thành CĐL và không còn là CĐL.

Chương 7 Kết luận và hàm ý chính sách. Chương này tổng hợp các kết quả của đề tài. Đồng thời đưa ra các hàm ý chính sách cho các đối tượng liên quan. Thêm vào đó một số nội dung còn hạn chế trong công tác nghiên cứu cũng như gợi ý nghiên cứu tiếp theo cũng được trình bày trong chương này.

CHƯƠNG 2

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Giới thiệu chương

Chương này trình bày các khái niệm liên quan đến vấn đề nghiên cứu, đặc biệt là các quy định liên quan đến việc phát công bố thông tin của các giao dịch nội bộ và các giao dịch lớn. Quan trọng hơn, trong phần này sẽ trình các lý thuyết cơ sở về ảnh hưởng của thông tin giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và của NĐT nước ngoài đến giá và khối lượng CP. Thêm vào đó, lượt khảo các công trình đã thực hiện trước liên quan đến chủ đề nghiên cứu cũng được trình bày ở chương này.

2.1. Một số thuật ngữ được sử dụng trong luận án

Thuật ngữ người nội bộ và người liên quan sử dụng trong luận án này được định nghĩa theo định nghĩa của Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015, cụ thể các nội dung được lược trích lại như sau:

Người nội bộ

Người nội bộ được xác định trong luận án này bao gồm: “thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Tổng Giám đốc hoặc Giám đốc, Phó Tổng giám đốc hoặc Phó Giám đốc, Giám đốc Tài chính, Kế toán trưởng và Trưởng phòng tài chính kế toán của công ty đại chúng; Người đại diện theo pháp luật, người được ủy quyền công bố thông tin.”

Người có liên quan

+ Cá nhân liên quan

Vợ, chồng, cha đẻ, cha nuôi, mẹ đẻ, mẹ nuôi, con đẻ, con nuôi, anh ruột, chị ruột, em ruột, anh rể, em rể, chị dâu, em dâu của người quản lý công ty hoặc của thành viên, cổ đông sở hữu phần vốn góp hay cổ phần chi phối.

+ Tổ chức liên quan

Tổ chức mà trong đó có cá nhân là nhân viên, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, chủ sở hữu trên mười phần trăm (10%) số CP lưu hành có quyền biểu quyết;

Thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng giám đốc và các chức danh quản lý khác của tổ chức đó.

Cổ đông lớn

CĐL, nhóm người có liên quan sở hữu từ 5% trở lên số CP đang lưu hành có quyền biểu quyết của công ty đại chúng; NĐT sở hữu từ 5% trở lên chứng chỉ quỹ của quỹ đóng; cổ đông sáng lập trong thời gian bị hạn chế chuyển nhượng của công ty đại chúng, công ty đầu tư chứng khoán đại chúng; thành viên sáng lập của quỹ đại chúng.

NĐT hoặc nhóm NĐT có liên quan mua vào để trở thành CĐL của công ty đại chúng, sở hữu từ 5% trở lên chứng chỉ quỹ của quỹ đóng.

Ngày công bố thông tin

Ngày công bố thông tin là ngày thông tin xuất hiện trên một trong các phương tiện công bố thông tin. Các phương tiện công bố thông tin bao gồm: “Trang thông tin điện tử (website) của tổ chức là đối tượng công bố thông tin; Hệ thống công bố thông tin của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước; Trang thông tin điện tử của Sở giao dịch chứng khoán; Trang thông tin điện tử của Trung tâm lưu ký chứng khoán; Các phương tiện thông tin đại chúng khác theo quy định pháp luật (báo in, báo điện tử,...).

Thông tin đăng ký giao dịch

Thông tin đăng ký giao dịch là thông báo đăng ký giao dịch CP của người nội bộ và người có liên quan của người nội bộ được đăng tải trên website của Sở Giao dịch Chứng khoán.

Thông tin nội bộ

Thông tin nội bộ là thông tin liên quan đến công ty đại chúng hoặc quỹ đại chúng chưa được công bố mà nếu được công bố có thể ảnh hưởng đến giá chứng khoán của công ty đại chúng hoặc quỹ đại chúng đó.

Lợi nhuận bất thường

LNBT được định nghĩa là sự sai khác giữa lợi nhuận kỳ vọng và lợi nhuận thực tế. Các bước tính toán, tác giả sẽ trình bày rõ hơn trong Chương 3.

Khối lượng bất thường

Tương tự như LNBT, KLBT cũng được định nghĩa là sự sai khác giữa khối lượng thực tế và khối lượng kỳ vọng. Các tính toán cũng sẽ được tác giả trình bày chi tiết ở Chương 3.

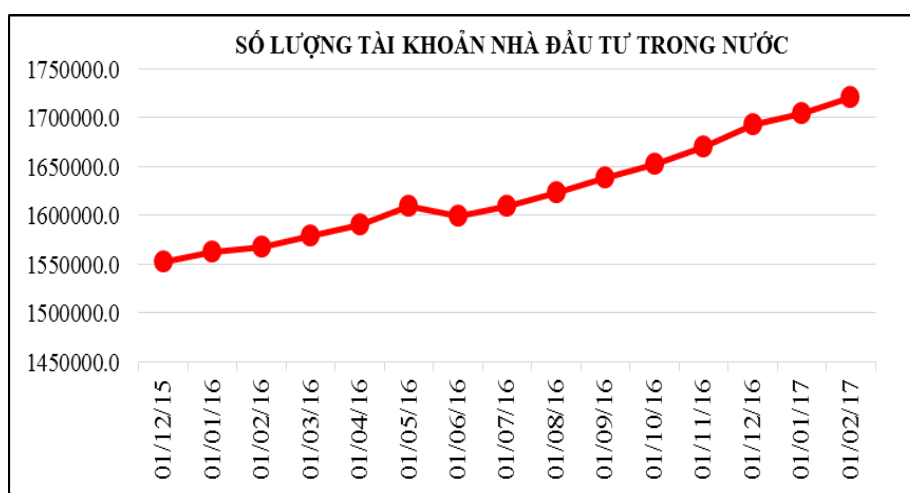
2.2. Giới thiệu về thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán không chỉ là một kênh huy động vốn trung và dài hạn mà còn là một kênh quan trọng trong việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô cho nhiều quốc gia trên thế giới. Tại Việt Nam, thị trường chứng khoán chính thức được hình thành ngày 11/7/1998 theo Nghị định số 48/CP về Chứng khoán và Thị trường chứng khoán, cùng ngày, Thủ tướng Chính phủ cũng ký Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg thành lập Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

Sau hơn 2 năm kể từ ngày Thủ tướng ký quyết định thành lập, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (tiền thân của HOSE) hoạt động chính thức vào ngày 28/07/2000 với phiên giao dịch đầu tiên chỉ gồm 2 mã chứng khoán tham gia là REE và SAM. Từ việc chỉ có 2 mã chứng khoán tham gia sau 7 năm hoạt động đã có nhiều doanh nghiệp tham gia niêm yết với nhiều ngành nghề khác nhau. Tính đến thời điểm tháng 08/2007, đã có 111 doanh nghiệp niêm yết và 55 công ty chứng khoán thành viên, 18 công ty quản lý quỹ, 61 tổ chức lưu ký. Tiếp sau đó, quyết định số 599/QĐ ký ngày 11/05/2007 của Thủ tướng Chính phủ đã thay đổi Trung tâm thành Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh nhằm mục đích phù hợp với bối cảnh phát triển của thị trường, hội nhập và từng bước đáp ứng các chuẩn mực thế giới.

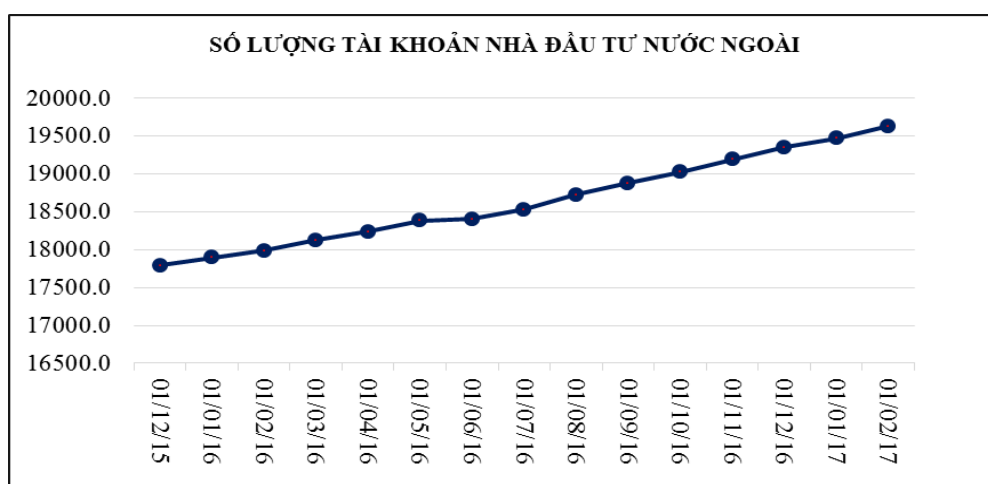
Bên cạnh đó, tại Hà Nội, Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội cũng chính thức đi vào hoạt động ngày 08/3/2005. Sau đó, Trung tâm này cũng đổi tên thành Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội theo Quyết định số 01/2009/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ trên cơ sở chuyển đổi, tổ chức lại Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội.

Nhìn chung, trải qua hơn 16 năm đi vào hoạt động thị trường chứng khoán đã thu hút được nhiều nhà đầu trong và ngoài nước tham gia vào thị trường trên cả hai thị trường. Hình 2.1 và hình 2.2 cho thấy số lượng tài khoản NĐT trong nước cũng như NĐT nước ngoài có xu hướng ngày càng tăng trong khoảng thời gian từ 01/12/2015 đến tháng 01/02/2017. Bên cạnh đó, qua hình 2.3 cho thấy số lượng doanh nghiệp tham gia niêm yết cũng tăng đáng kể.



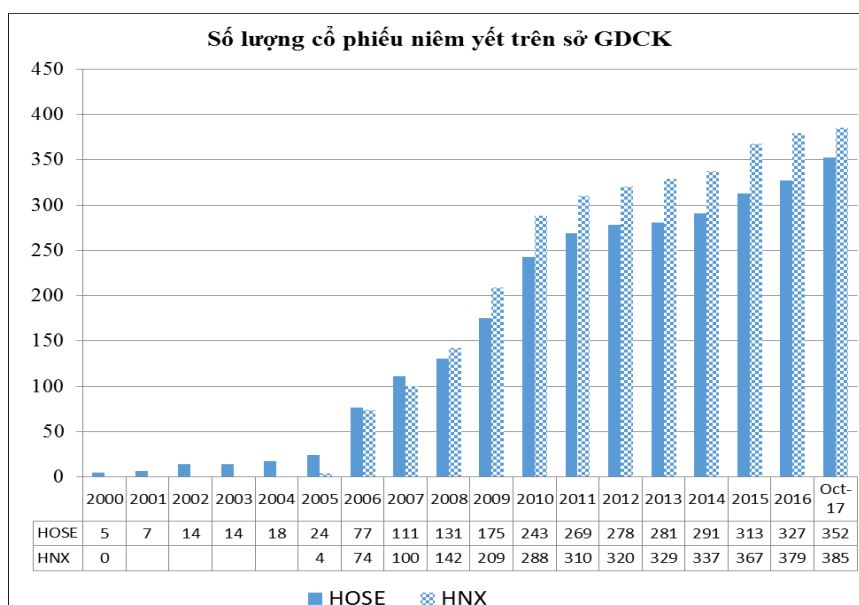
Nguồn: Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD)

Hình 2.1 Thống kê số lượng tài khoản giao dịch NĐT trong nước



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

Hình 2.2 Thống kê số lượng tài khoản giao dịch NĐT nước ngoài



Hình 2.3 Số lượng CP niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán

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

2.3. Quy định pháp lý về công bố thông tin

2.3.1. Văn bản luật quy định về công bố thông tin

Công bố thông tin được thể chế hóa bằng các văn bản pháp luật, các doanh nghiệp khi tham gia niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán phải tuân thủ việc công bố thông tin. Hệ thống văn bản liên quan đến công tác công bố thông tin cụ thể như sau:

Số hiệu văn bản	Ngày ban hành	Trích yếu
245/QĐ-UBCK	04/5/2005	Quyết định của chủ tịch ủy ban chứng khoán nhà nước về việc ban hành Hướng dẫn qui định đăng ký, giao dịch chứng khoán và công bố thông tin bất thường của tổ chức đăng ký giao dịch chứng khoán tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
70/2006/QH 11	29/6/2006	Quốc hội nước Cộng hòa Xã hội Chủ nghĩa Việt Nam khoá XI, kỳ họp thứ 9 (Từ ngày 16 tháng 5 đến ngày 29 tháng 6 năm 2006)

Số hiệu văn bản	Ngày ban hành	Trích yếu
38/2007/TT-BTC	18/4/2007	Thông tư 38/2007/TT-BTC ngày 18/4/2007 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.
09/2010/TT-BTC	15/01/2010	Thông tư 09/2010/TT-BTC ngày 15/01/2010 Hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán
62/2010/QH12	24/11/2010	Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán.
52/2012/TT-BTC	05/4/2012	Thông tư 52/2012/TT-BTC ngày 05/04/2012 Thông tư Hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.
155/2015/TT-BTC	06/10/2015	Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SDD)

Việc công bố thông tin được quy định cụ thể trong luật chứng khoán và được cụ thể hóa bằng các thông tư như: Thông tư số 38/2007/TT-BTC ngày 18/4/2007, thông tư số 09/2010/TT-BTC ngày 15/1/2010; Thông tư 52/2012/TT-BTC ngày 05/04/2012 và gần đây nhất là Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015. Việc công bố thông tin liên quan đến được quy định cụ thể như sau ⁽²⁾:

2.3.2. Công bố thông tin

Các đối tượng công bố thông tin theo Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 bao gồm:

² Theo thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 6 tháng 10 năm 2015 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán thì cổ đông nội bộ được gọi là người nội bộ

Công ty đại chúng, tổ chức phát hành trái phiếu (ngoại trừ tổ chức phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương);

Công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, chi nhánh công ty quản lý quỹ nước ngoài tại Việt Nam, quỹ đại chúng;

Sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam (sau đây viết tắt là Trung tâm lưu ký chứng khoán);

NĐT thuộc đối tượng công bố thông tin theo quy định pháp luật bao gồm:

NĐT là người nội bộ của công ty đại chúng, người nội bộ của quỹ đại chúng và người có liên quan của người nội bộ;

Cổ đông lớn, nhóm người có liên quan sở hữu từ 5% trở lên số CP đang lưu hành có quyền biểu quyết của công ty đại chúng; NĐT sở hữu từ 5% trở lên chứng chỉ quỹ của quỹ đóng; cổ đông sáng lập trong thời gian bị hạn chế chuyển nhượng của công ty đại chúng, công ty đầu tư chứng khoán đại chúng; thành viên sáng lập của quỹ đại chúng;

NĐT hoặc nhóm NĐT có liên quan mua vào để trở thành cổ đông lớn của công ty đại chúng, sở hữu từ 5% trở lên chứng chỉ quỹ của quỹ đóng;

Tổ chức, cá nhân thực hiện chào mua công khai CP của công ty đại chúng.

2.3.3. Phương tiện công bố thông tin

Cũng theo thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015, các phương tiện công bố thông tin bao gồm:

Trang thông tin điện tử (website) của tổ chức là đối tượng công bố thông tin;

Hệ thống công bố thông tin của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước;

Trang thông tin điện tử của Sở giao dịch chứng khoán;

Trang thông tin điện tử của Trung tâm lưu ký chứng khoán;

Các phương tiện thông tin đại chúng khác theo quy định pháp luật (báo in, báo điện tử...).

2.3.4. Thời gian công bố thông tin đối với người nội bộ và người liên quan

Theo thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015, thời gian công bố thông tin đối với người nội bộ và người liên quan được quy định như sau:

Trước ngày thực hiện giao dịch tối thiểu là 03 ngày làm việc, người nội bộ và người có liên quan phải công bố thông tin và báo cáo cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở giao dịch chứng khoán dự kiến giao dịch CP, quyền mua CP, trái phiếu chuyển đổi, quyền mua trái phiếu chuyển đổi của công ty đại chúng, công ty đầu tư chứng khoán đại chúng hoặc chứng chỉ quỹ, quyền mua chứng chỉ quỹ của quỹ đại chúng, kể cả trường hợp chuyển nhượng không thông qua hệ thống giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán (như các giao dịch cho hoặc được cho, tặng hoặc được tặng, thừa kế, chuyển nhượng hoặc nhận chuyển nhượng CP, chứng chỉ quỹ, trái phiếu chuyển đổi, quyền mua CP, quyền mua chứng chỉ quỹ phát hành thêm, quyền mua trái phiếu chuyển đổi...). Thời hạn thực hiện giao dịch không được quá 30 ngày, kể từ ngày đăng ký thực hiện giao dịch và chỉ được bắt đầu tiến hành phiên giao dịch đầu tiên sau 24 giờ kể từ khi có công bố thông tin từ Sở giao dịch chứng khoán.

Đồng thời, sau ngày thực hiện giao dịch, trong thời hạn 03 ngày làm việc, kể từ ngày hoàn tất giao dịch (trường hợp giao dịch kết thúc trước thời hạn đăng ký) hoặc kết thúc thời hạn dự kiến giao dịch, người nội bộ của công ty đại chúng, người nội bộ quỹ đại chúng và người có liên quan của các đối tượng này phải báo cáo cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở giao dịch chứng khoán (đối với CP niêm yết, đăng ký giao dịch, chứng chỉ quỹ đại chúng) và công ty đại chúng, công ty quản lý quỹ về kết quả giao dịch đồng thời giải trình nguyên nhân không thực hiện được giao dịch hoặc không thực hiện hết khối lượng đăng ký (nếu có). Người nội bộ và người có liên quan của người nội bộ chỉ được đăng ký và thực hiện giao dịch tiếp theo khi đã báo cáo kết thúc đợt giao dịch trước đó.

2.4. Phản ứng của NĐT thông qua giá và khối lượng giao dịch với thông tin được công bố

2.4.1. Phản ứng của NĐT thông qua giá với thông tin được công bố

Lý thuyết hiệu quả dạng vừa được áp dụng trong công trình nghiên cứu này để giải thích phản ứng của NĐT đối với việc công bố thông tin giao dịch CP của các cổ đông và NĐT, với hàm ý là giá CP sẽ tự động điều chỉnh để cập nhật thông tin được công bố. Một trong những cách để cho thấy thị trường là không hiệu quả thông qua việc xem xét LNBT. Theo Fama et al. (1969) LNBT xuất hiện khi giá CP trên thị trường vượt trội so với mức thông thường với sự tác động bởi thông tin liên quan đến CP, LNBT được Brown & Warner (1980) định nghĩa là chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng của CP đó. Việc xác định sự tồn tại LNBT xoay quanh ngày công bố thông tin để làm cơ sở kết luận tính hiệu quả của thị trường.

Tóm lại, lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa giải thích cho việc tồn tại LNBT tại ngày thông tin công bố được gây ra bởi sự thay đổi trong giá CP để phản ánh lập tức với thông tin. Tuy nhiên, nếu việc tồn tại LNBT ở trước và sau ngày công bố thì tại những thời điểm đó thị trường là không hiệu quả. Đồng thời, thông tin bị rò rỉ có thể là nguyên nhân tạo nên sự thay đổi của giá CP trước ngày công bố thông tin.

2.4.2. Phản ứng của NĐT thông qua khối lượng giao dịch với thông tin công bố

Thị trường luôn tồn tại các giao dịch khác nhau được tạo bởi người mua và người bán. Cơ sở giải thích cho các hành vi NĐT dẫn đến các giao dịch tạo vị thế khác biệt được Karpoff (1986) giải thích thông qua lý thuyết về khối lượng giao dịch. Nội dung của lý thuyết này nói đến hai yếu tố chính tạo ra mọi giao dịch: Thứ nhất, Karpoff (1986) cho rằng trước một vấn đề hay một sự kiện nào đó các NĐT có những cách phân tích, lý giải phù hợp nhất cho chính họ và không giống nhau giữa các NĐT. Do vậy, họ tạo nên những giao dịch không giống nhau. Thứ hai, mặc dù cùng giải thích một vấn đề như nhau nhưng mỗi NĐT lại có những kỳ vọng, mong muốn khác nhau từ đó thúc đẩy họ có những hành vi giao dịch không giống nhau.

Đồng thời, nếu cả hai yếu tố trên cùng tồn tại thì các giao dịch trên thị trường càng trở nên sôi nổi hơn.

2.5. Cơ sở lý thuyết về phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá và khối lượng giao dịch với thông tin giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và NĐT nước ngoài

2.5.1. Lý thuyết về thông tin bất cân xứng

Lý thuyết về thông tin bất cân xứng được xây dựng bởi Akerlof (1970) với bài báo nổi tiếng viết về thông tin không cân xứng giữa các bên liên quan trên thị trường ô tô cũ được đăng trên tạp chí *The quarterly journal of economics*. Sau đó, lý thuyết thông tin bất cân xứng được ứng dụng rộng rãi trong ngành tài chính. Điểm chính của lý thuyết này là đề cập đến việc các nhà đầu tư hoặc các bên liên quan có thông tin không đồng nhất. Một cách chi tiết hơn, Pindyck & Rubinfeld (2009) mô tả lý thuyết bất cân xứng thông tin là hiện tượng mà giữa người bán và người mua sở hữu các mức độ thông tin khác nhau và ai sở hữu nhiều thông tin hơn sẽ có lợi hơn. Điều đó có nghĩa rằng, trong một giao dịch bên nào sở hữu nhiều thông tin sẽ có lợi hơn. Theo Pindyck & Rubinfeld (2009) thì tùy theo loại thông tin mà dẫn đến hậu quả với ba dạng sau: Sự lựa chọn ngược (lựa chọn bất lợi), rủi ro đạo đức (tâm lý ỷ lại), người ủy quyền – người thừa hành.

Glosten & Milgrom (1985) và Glosten & Harris (1988) đưa ra kết luận về tác động của thông tin được chuyển tải vào giá chứng khoán như sau: Khi một NĐT đặt lệnh mua (bán) thì các nhà tạo lập thị trường vốn không nhận được thông tin sẽ đánh giá khả năng lệnh đó có thể mang tin có lợi cho NĐT, từ đó hướng giá sẽ tăng (giảm), những kỳ vọng và điều chỉnh đó của nhà tạo lập thị trường sẽ được thể hiện vào giá mua (bán) trong lệnh đặt của họ ngay sau đó.

Vấn đề thông tin bất cân xứng đã được nghiên cứu nhiều trên thế giới, chẳng hạn như các nghiên cứu của (George et al. 1991; Glosten & Harris 1988; Huang & Stoll 1997; Leland 1979; Pindyck & Rubinfeld 2009). Các nghiên cứu này đã xây dựng các mô hình đo lường thông tin bất cân xứng và các nhân tố ảnh hưởng. Các mô hình này cũng đã được nhiều tác giả ứng dụng và kiểm định trên một số thị

trường chứng khoán phát triển. Ví dụ, Van Ness et al. (2001) kiểm định thông tin bất cân xứng trên sàn giao dịch chứng khoán New York (NYSE). Puri & Philippatos (2008) thực hiện kiểm định trên thị trường chứng khoán London.

Trong luận án này, thông tin bất cân xứng được sử dụng để giải thích cho hành vi của các NĐT như sau: i) Có khả năng các NĐT là người nội bộ, hoặc người liên quan giao dịch CP dựa trên thông tin mà họ nắm giữ; ii) Các NĐT bên ngoài, vốn không có nhiều thông tin, họ cho rằng nội dung thông tin đăng ký giao dịch của người nội bộ và người có liên quan mang thông tin và họ thực hiện các giao dịch theo.

Vận dụng lý thuyết thông tin bất cân xứng xem xét cho trường hợp đầu tư CP của NĐT nước ngoài nhằm nắm giữ tỷ lệ sở hữu CP trên năm phần trăm để trở thành CĐL và chấm dứt tư cách CĐL tại công ty niêm yết. Với việc NĐT nước ngoài đăng ký mua vào CP để trở thành CĐL của công ty, hành động này làm cho các NĐT còn lại trên thị trường cho rằng NĐT nước ngoài đang sở hữu những thông tin tích cực và kỳ vọng lớn vào triển vọng công ty và hơn hết những thông tin này chưa được công bố. Ngược lại, NĐT nước ngoài đăng ký bán ra CP để không còn là CĐL, khi đó các NĐT còn lại có thể giải thích hành động này nhưng là một dấu hiệu cho thấy những thông tin tiêu cực về triển vọng công ty và những thông tin này không phải là có sẵn đối với các cổ đông.

Tóm lại, dựa vào lý thuyết bất cân xứng thông tin, việc giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và giao dịch của NĐT nước ngoài để trở thành hoặc không là CĐL sẽ làm cho các NĐT trên thị trường nghi ngờ các giao dịch đó có chứa đựng các thông tin chưa được công bố. Do vậy, NĐT trên thị trường có thể họ sẽ thực hiện các giao dịch tương tự như các giao dịch của người nội bộ, người liên quan và NĐT nước ngoài để giảm thiểu các rủi ro và tìm kiếm lợi nhuận. Đó là nguyên nhân tạo ra các thay đổi giá CP và khối lượng giao dịch.

2.5.2. Lý thuyết tín hiệu

Lý thuyết tín hiệu cho rằng, các hành vi và các quyết định của người nội bộ và người liên quan có thể mang tín hiệu đối với các cổ đông khác và hàm chứa

những thông tin mà các cổ đông khác không có được. Các người nội bộ và người liên quan đăng ký mua (bán) CP cũng có thể được coi là một tín hiệu truyền tải ra thị trường. Cụ thể, khi các người nội bộ và người liên quan đăng ký mua CP có thể truyền tải tín hiệu cho thấy giá thị trường của CP thấp hơn so với giá trị thực. Ngược lại, khi các người nội bộ và người liên quan đăng ký bán CP có thể là một tín hiệu cho thấy thị trường đang định giá quá cao CP của công ty và cao hơn so với giá trị thực. Các cổ đông bên ngoài có thể dự đoán giá trị của công ty dựa trên thông tin đăng ký mua bán CP của người nội bộ Damodaran & Liu (1993). Tóm lại, dựa lý thuyết tín hiệu có thể thấy rằng, khi người nội bộ hoặc người liên quan đăng ký giao dịch CP có thể sẽ dẫn đến sự thay đổi giá và khối lượng giao dịch CP trên thị trường.

Đối với các giao dịch của NĐT nước ngoài, khi họ đăng ký giao dịch mua vào CP để trở thành CDL và đăng ký bán ra để không còn là CDL. Mỗi trường hợp giao dịch của NĐT nước ngoài mang theo những tín hiệu về triển vọng khác nhau về công ty. NĐT nước ngoài đăng ký mua vào CP để trở thành CDL đây có thể coi là tín hiệu tốt về triển vọng công ty vì sự tham gia sâu của NĐT nước ngoài vào cấu trúc quản trị được kỳ vọng có thể cải thiện năng lực quản trị, tính minh bạch, tầm nhìn cũng như chiến lược hoạt động và từ đó gia tăng hiệu quả hoạt động công ty. Ngược lại, khi NĐT nước ngoài muốn giảm tỷ lệ nắm giữ CP để không còn là CDL, chính sách về quản trị cũng như khả năng minh bạch có thể bị thay đổi và từ đó làm giảm hiệu quả hoạt động công ty.

2.5.3. Lý thuyết thị trường hiệu quả

Phản ứng của NĐT khi doanh nghiệp công bố một thông tin được giải thích bởi lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama (1970). Lý thuyết này nhận định rằng thị trường hiệu quả khi giá của chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin về chứng khoán đó. Chính vì thế, một NĐT sẽ không kiếm được LNBT Pindyck & Rubinfeld (2009) từ việc giao dịch chứng khoán trên thị trường. Tính hiệu quả của thị trường được xem xét ở 3 dạng: Dạng yếu (weak form), giá CP hiện tại đã phản ánh hầu hết các thông tin trong quá khứ; Dạng vừa (semi- strong form), giá CP phản ánh các

thông tin trong quá khứ và hiện tại; Dạng mạnh (strong form), giá CP đã phản ánh tất cả các thông tin trong quá khứ, hiện tại và cả thông tin chưa được thông tin. Mặc dù lý thuyết thị trường hiệu quả được áp dụng rộng rãi trong các lý thuyết về tài chính, nhưng có một số nghiên cứu chỉ ra rằng thị trường là không hiệu quả. (Aharony & Swary 1980; Asquith & Mullins Jr 1983; Bajaj & Vijn 1995; Bernheim & Wantz 1992; Charest 1978; Dyl & Weigand 1998; Grinblatt et al. 1984; Lie 2005; Woolridge 1982). Các nghiên cứu này đã minh chứng sự tồn tại LNBT trước và sau ngày công bố thông tin.

2.6. Tổng quan nghiên cứu trước

Theo tổng hợp số liệu của Kothari & Warner (2005), từ năm 1974 đến năm 2000 đã có 565 nghiên cứu sự kiện được truyền tải trên các tạp chí có uy tín trên thế giới. Trong khuôn khổ nghiên cứu này, luận án chỉ tập trung vào các chủ đề có liên quan đến phản ứng của nhà nhà đầu tư biểu hiện qua giá và khối lượng giao dịch CP. Có nhiều nghiên cứu xem xét phản ứng của NĐT với thông tin mua lại CP, chia tách CP, chi trả CP bằng tiền, ... được công bố. Các nghiên cứu được thực hiện trên các thị trường chứng khoán khác nhau trên thế giới. Một số nghiên cứu điển hình như sau:

2.6.1. Nhóm các nghiên cứu liên quan đến thông tin chi trả cổ tức

Nghiên cứu của Pettit (1972) cung cấp bằng chứng thực nghiệm về thị trường hiệu quả phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá cả CP với thông báo cổ tức sẽ thay đổi. Nghiên cứu này được tác giả thực hiện trên thị trường chứng khoán New York của 625 công ty trong giai đoạn tháng 01 năm 1964 đến tháng 6 năm 1968 với sự kiện là thay đổi cổ tức. Kết quả nghiên cứu cho thấy khi thay đổi chính sách cổ tức thì LNBT cũng thay đổi, thông báo chi trả cổ tức truyền tải thông tin có giá trị. Nhiều nghiên cứu khác về phản ứng của giá CP khi có thông báo chi trả cổ tức được công bố cũng đều cho kết quả tương tự về việc tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và LNBT khi công bố thông tin. Chẳng hạn như các nghiên cứu: Charest (1978) nghiên cứu thị trường chứng khoán New York với thông báo thay đổi cổ tức bằng tiền mặt tháng 01 năm 1947 tháng 6 năm 1968; Aharony & Swary

(1980) cũng lấy mẫu trên thị trường chứng khoán New York nhưng chỉ lấy mẫu gồm 149 công ty công nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền hàng quý từ giai đoạn quý I năm 1963 đến quý IV năm 1976; Woolridge (1982) nghiên cứu thực hiện trên 200 CP với 376 thông tin về chi trả cổ tức từ năm 1971 đến năm 1977 trên thị trường chứng khoán New York; Asquith & Mullins Jr (1983) đã thực hiện nghiên cứu trên 168 công ty niêm yết trên sàn NYSE or ASE từ năm 1954 đến năm 1963; Grinblatt et al. (1984) mẫu được chọn từ thông báo chia tách và lợi tức cổ phần cho các năm 1967-1976 của các Công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán New York; Bajaj & Vijh (1995) nghiên cứu phản ứng của NĐT với thông báo cổ tức với mẫu 67.256 thông báo chia cổ tức bằng trên thị trường chứng khoán New York thời gian từ giữa tháng 7 năm 1962 đến tháng 6 năm 1987; Dyl & Weigand (1998) với nghiên cứu về thông tin được truyền tải của việc chi trả cổ tức lần đầu với mẫu tất cả các công ty trên Trung tâm nghiên cứu giá chứng khoán (CRSP) trong khoảng thời gian năm 1972 đến năm 1993.

Wansley et al. (1991) thu thập dữ liệu trong giai đoạn từ năm 1973 đến năm 1986 của Trung tâm nghiên cứu giá chứng khoán của Đại học Chicago gồm 14.601 mẫu quan sát và phát hiện ra tỷ suất sinh lợi cổ tức và phần trăm tăng giảm tỷ lệ cổ tức có quan hệ đồng biến với lợi nhuận vượt mức tích lũy khi có thông báo thay đổi cổ tức.

Gurgul et al. (2003) xem xét về phản ứng của NĐT với thông tin chi trả cổ tức được công bố. Dữ liệu được thu thập từ 22 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Áo thời gian từ tháng 1 năm 1992 đến tháng 4 năm 2002. Kết quả nhận thấy rằng khối lượng giao dịch tăng trước và sau ngày công bố thông tin. Bên cạnh đó kết quả nghiên cứu cũng cho thấy việc tăng cổ tức tạo ra một phản ứng tích cực cho thị trường, trong khi công bố giảm cổ tức giảm cổ tức tạo ra một phản ứng tiêu cực của thị trường, trong khi cổ tức không thay đổi dẫn đến giá CP cũng không thay đổi.

Fuller (2003) tiến hành nghiên cứu hành vi giao dịch của NĐT khi có thông báo thay đổi cổ tức. Trong quá trình nghiên cứu, tác giả sử dụng dữ liệu của

1.289 thông báo tăng cổ tức từ năm 1994 đến năm 1998 trên thị trường chứng khoán NYSE ở Mỹ. Tác giả kết luận rằng quy mô công ty, tỷ suất sinh lợi CP và biến động tỷ lệ cổ tức có quan hệ cùng chiều với thông báo về sự thay đổi tỷ lệ cổ tức.

Lee & Yan (2003) thực hiện nghiên cứu phản ứng của NĐT trước và sau khi thông báo chi trả cổ tức. Nghiên cứu xem xét dữ liệu của 35.170 thông báo chi trả cổ tức của 1.015 công ty từ năm 1967 đến năm 1997 trên sàn giao dịch chứng khoán New York (NYSE). Trong đó gồm: 2.481 thông báo chi trả cổ tức tăng nhỏ hơn 10%, 3.068 thông báo chi trả cổ tức tăng từ 10% đến 500%, 278 thông báo cổ tức giảm và 29.343 thông báo không thay đổi tỷ lệ cổ tức. Kết quả nghiên cứu tìm được tỷ suất sinh lợi cổ tức và phần trăm thay đổi tỷ lệ cổ tức có mối tương quan đồng biến với LNBT tích lũy.

Nghiên cứu của McCluskey et al. (2006) sử dụng dữ liệu của 50 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Dublin ở Ireland, giai đoạn từ năm 1987 đến năm 2001. Nghiên cứu đưa ra bằng chứng thị trường chứng khoán có phản ứng với thông báo chi trả cổ tức. Đồng thời, kết quả hồi quy của mô hình cũng cho thấy sự thay đổi lợi nhuận và mối quan hệ giữa lợi nhuận và cổ tức có tác động tới LNBT.

Dasilas & Leventis (2011) nghiên cứu phản ứng của giá và khối lượng giao dịch CP với thông tin chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch ASE tại thị trường Athens. Mẫu nghiên cứu bao gồm 231 thông báo cổ tức, trong đó có 129 thông báo tăng cổ tức, 58 thông báo giảm cổ tức và 44 thông báo không thay đổi cổ tức. Các dữ liệu về giá và khối lượng giao dịch được thu thập theo ngày. Nghiên cứu kết luận tồn tại mối tương quan đồng biến giữa giá CP và thông báo tăng cổ tức, tương quan nghịch biến khi thông báo giảm cổ tức, giá CP không biến động khi cổ tức không đổi. Giống như giá CP, khối lượng giao dịch tương quan cùng chiều với thông báo thay đổi tỷ lệ cổ tức trong quá trình nghiên cứu, tác giả phát hiện thị trường có phản ứng khi công bố thông tin chi trả cổ tức biểu hiện qua giá và khối lượng giao dịch. Kết quả nghiên cứu nhận định, khi có

thông báo chi trả cổ tức tăng, giá CP phản ứng tăng lên, chi trả cổ tức giảm, giá CP giảm xuống và giá CP không đổi khi cổ tức không đổi.

Chen et al. (2014) xem xét giao dịch của NĐT cá nhân khi công bố thông tin chi trả cổ tức ở Đài Loan từ năm 2005 - 2010, kết quả cho thấy có mối tương quan dương giữa giao dịch của NĐT cá nhân trước sự kiện và lợi nhuận CP sau sự kiện một tháng.

Tại Việt Nam, thị trường chứng khoán tuy đã hoạt động cũng khá lâu nhưng vẫn còn non trẻ so với các thị trường khác. Do vậy, thông tin chi trả cổ tức không chỉ có ý nghĩa quan trọng đối với NĐT trong việc ra quyết định nhằm tối đa hoá lợi nhuận, mà còn đối với nhà quản lý doanh nghiệp. Việc nắm bắt những tác động thông tin về cổ tức được thực hiện như thế nào đến phản ứng của NĐT giúp doanh nghiệp ứng phó tốt hơn với các phản ứng của NĐT khi họ đưa ra các quyết định tài chính. Tại Việt Nam, tác động của thông tin trả cổ tức được công bố được thực bởi Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái (2015) với số liệu được thu thập trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Nhóm tác giả đã nghiên cứu phản ứng của NĐT khi thông tin chi trả cổ tức bằng tiền mặt được công bố. Kết quả cho thấy thông tin bị rò rỉ trước khi được thông báo. Bên cạnh đó, giá CP có phản ứng bởi thông tin tại ngày công bố và sau thời gian công bố. Nói cách khác, Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái (2015) cho rằng phản ứng của thị trường là chậm với thông tin công bố. Thêm vào đó, nghiên cứu của Nguyễn Thị Minh Huệ (2015) nghiên cứu sự tác động của thông báo cổ tức lên giá CP của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. Kết quả cho thấy thị trường đã phản ứng tích cực với thông báo chi trả cổ tức tăng và ổn định, cụ thể là: Đối với thông báo tăng cổ tức, giá CP có xu hướng điều chỉnh tăng tính từ ngày bắt đầu thông báo cổ tức cho tới một vài ngày sau thông báo; ngược lại đối với các thông báo giảm cổ tức, giá CP có xu hướng giảm trong giai đoạn một vài ngày trước thông báo cổ tức. Trong khi đó, việc thông tin giữ nguyên cổ tức, thị trường nhìn chung có phản ứng tích cực được ghi nhận qua giá trị thu nhập bất thường tích lũy và trung bình dương.

2.6.2. Một số nghiên cứu trước liên quan đến thông báo chia tách CP

Copeland (1979) nghiên cứu về thay đổi thanh khoản sau khi chia tách CP với mẫu chọn từ 25 công ty trên thị trường chứng khoán New York từ năm 1968 đến năm 1979. Kết quả chỉ ra rằng thanh khoản giảm sau khi chia tách CP. Nghiên cứu của (Han 1995) thì cho kết quả ngược lại, khối lượng giao dịch tăng sau khi thông báo chia tách CP và kết luận rằng thông báo chia tách nâng cao tính thanh khoản của CP cũng nghiên cứu trên thị trường chứng khoán New York từ năm 1963 đến năm 1990. Một số nghiên cứu khác liên quan đến chia tách CP như (Ball & Brown 1968; Chen et al. 2011; Chou et al. 2005; Desai & Jain 1997; Doran 1994; Dyckman et al. 1984; Elfakhani & Lung 2003; Grinblatt et al. 1984; Kunz & Rosa-Majhensek 2008; Lamoureux & Poon 1987). Các nghiên cứu này cho thấy tồn tại LNBT xung quanh ngày công bố chia tách CP.

Bên cạnh một số nghiên cứu về phản ứng của NĐT với thông báo chi trả cổ tức, bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện trong tài chính để đánh giá phản ứng của NĐT với tác động các sự kiện được công bố. Võ Xuân Vinh & Phan Thị Anh Thu (2014) nghiên cứu về LNBT và tính thanh khoản CP trước và sau ngày công bố thông tin chia tách CP.

2.6.3. Một số nghiên cứu trước liên quan đến thông tin mua lại CP

Chua (2010b) nghiên cứu chính sách quản trị doanh nghiệp và quản trị lợi nhuận thời điểm xung quanh thông tin mua lại CP của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Singapore (Singapore Exchange – SGX). Mẫu nghiên cứu gồm có 455 thông báo mua lại CP giai đoạn từ năm 2006 đến năm 2008. Nghiên cứu đã cho thấy sự tồn tại LNBT trung bình tích lũy dương trong khoảng thời gian trước và sau sự kiện và có ý nghĩa thống kê, cụ thể LNBT trung bình tích lũy có giá trị 1,25% giai đoạn $[0, +1]$ và 1,33% giai đoạn $[-1, +1]$. Kết quả nghiên cứu cũng đồng thuận với giả thuyết dòng tiền tự do. Kết quả cho thấy rằng dòng tiền tự do càng lớn càng tác động đến hành vi mua CP quỹ của doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Yook (2010) tại thị trường Mỹ cho thấy rằng hành vi mua lại CP có ảnh hưởng dài hạn và có ý nghĩa thống kê đến giá chứng khoán. Mẫu nghiên

cứu gồm 9.551 sự kiện thông báo mua lại CP, giai đoạn 1994 – 2007 của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Newyork (NYSE). Ngoài ra, một số điểm đặc trưng của doanh nghiệp như quy mô, chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách cũng có tác động đến thị trường làm biến động giá CP trên thị trường. Wu (2012) nghiên cứu ảnh hưởng của thông tin mua lại CP đến giá chứng khoán tại thị trường Đài Loan. Dữ liệu được lựa chọn để nghiên cứu có 1.774 sự kiện thông báo mua lại CP quỹ của 3.064 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Đài Loan (Taiwan Stock Exchange - TSE) giai đoạn từ năm 2000 đến năm 2009. Kết quả minh chứng rằng thị trường chịu sự tác động của thông tin thông báo mua lại CP quỹ, cụ thể tồn tại LNBT trung bình tích lũy dương trong thời gian từ ngày thông tin được công bố đến sau đó 1 ngày là 1,74%.

Tuy nhiên, cũng tại thị trường Châu Á, Reddy et al. (2013) bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện, tác giả đã nghiên cứu hành vi mua lại CP của doanh nghiệp và những ảnh hưởng đến giá CP tại thị trường Ấn Độ. Mẫu được chọn gồm có 64 sự kiện mua lại CP trong suốt thời gian từ năm 2008 đến năm 2009 của các công ty niêm yết trên sàn Bombay (Bombay Stock Exchange – BSE). Kết quả nghiên cứu cho thấy khung thời gian trước sự kiện và sau sự kiện tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy âm, tương ứng -0,73% giai đoạn trước sự kiện và -1,04% cho giai đoạn sau sự kiện từ ngày +1 đến ngày +3 đều có ý nghĩa thống kê.

Hillert et al. (2016) phân tích tác động của sự kiện mua lại CP đến thanh khoản CP tại thị trường chứng khoán Mỹ. Mẫu nghiên cứu bao gồm 50.204 sự kiện mua lại CP quỹ giai đoạn từ năm 2004 đến năm 2010 của các công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Mỹ. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng mua lại CP quỹ giúp cải thiện tính thanh khoản của CP.

Tại Việt Nam, Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực (2015b) xem xét phản ứng của thị trường thông qua biến động của giá CP đối với thông tin mua lại CP quỹ của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Mẫu dữ liệu gồm có 227 sự kiện mua lại CP quỹ của 95 công ty giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2014. Nhóm nghiên cứu áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện,

kết quả cho thấy giá CP có phản ứng với thông tin mua lại CP quỹ nhưng sự phản ứng của giá là chậm. Ngoài ra, nghiên cứu của nhóm tác giả chưa phát hiện hiện tượng rò rỉ thông tin trước thời điểm thông báo.

2.6.4. Thông tin công bố báo cáo tài chính của doanh nghiệp

Ball & Brown (1968) cho rằng tồn tại lợi nhuận bất thường khi công bố báo cáo tài chính trên thị trường Mỹ, điều này cũng được minh chứng bằng nghiên cứu ở các nước như nghiên cứu của Hew et al. (1996) và Liu et al. (2003) ở Anh; nghiên cứu của Schadewitz et al. (2005) ở Phần Lan; nghiên cứu của Võ Xuân Vinh & Lê Thị Kim Phượng (2014) ở Việt Nam. Nhiều nghiên cứu đã xem xét phản ứng của NĐT thông qua giá CP khi báo cáo kiểm toán có điều chỉnh được công bố như các nghiên cứu được thực hiện đầu tiên ở Anh, Mỹ và Úc như: (Baskin 1972; Dodd et al. 1984; Dopuch et al. 1986; Firth 1978; Herbohn et al. 2007; Hsu et al. 2011; Ianniello & Galloppo 2015; Pei & Hamill 2013); ở Việt Nam có nghiên cứu của Trần Thị Giang Tân & Lâm Vũ Phi (2017a).

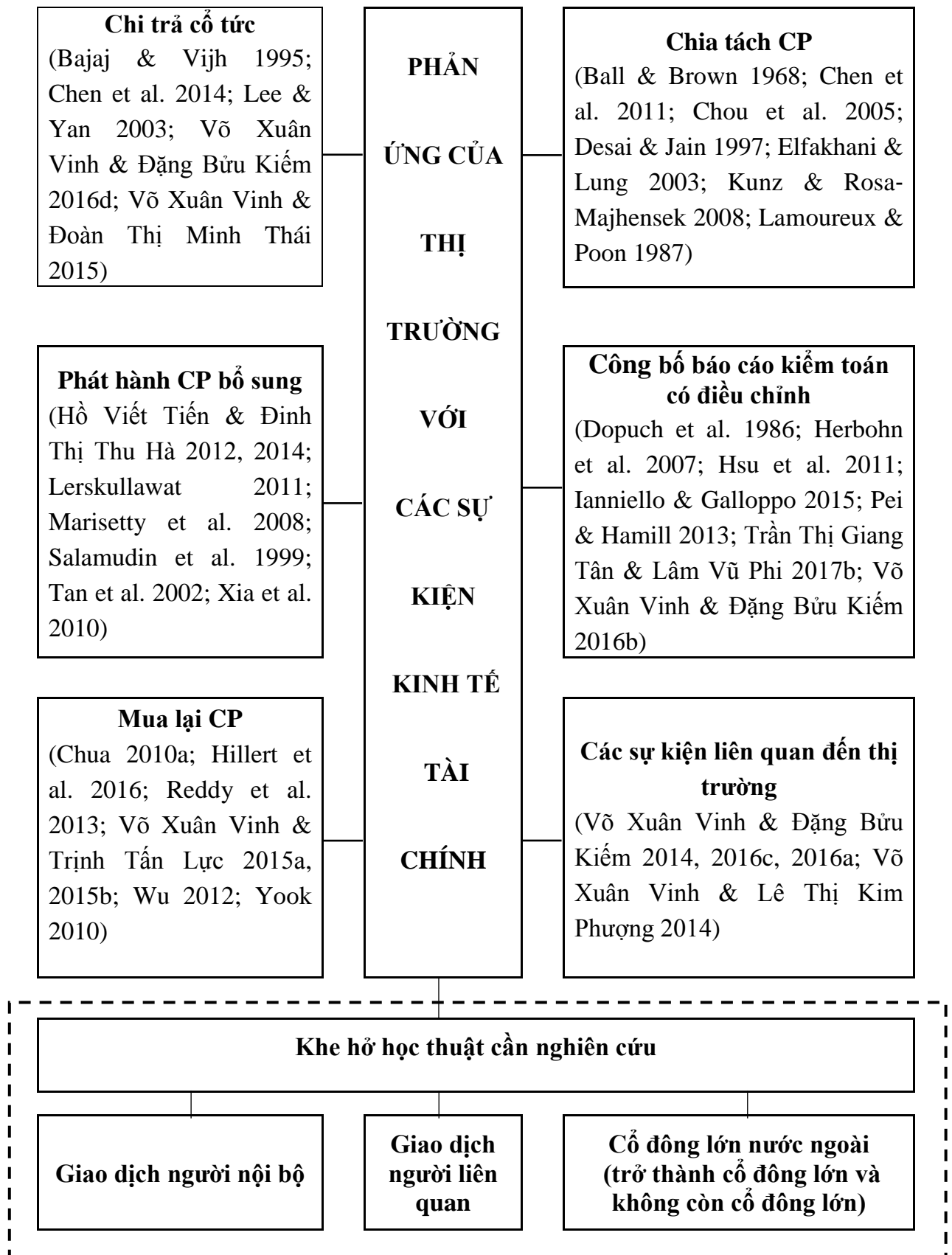
2.6.5. Ngoài ra, còn một số nghiên cứu khác xoay quanh các sự kiện liên quan đến thị trường chứng khoán

Võ Xuân Vinh & Lê Thị Kim Phượng (2014) nghiên cứu về biến động thu nhập bất thường, tính thanh khoản và tỷ suất sinh lời CP khi công bố báo cáo tài chính. Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực (2015b) phân tích mối liên hệ giữa lợi nhuận bất thường và khối lượng giao dịch bất thường. Sau đó, một nghiên cứu mở rộng khác, Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2016a) nghiên cứu sự ảnh hưởng của các giao dịch CP của NĐT nước ngoài đến giá CP.

2.7. Khe hở nghiên cứu

Thông qua việc hệ thống và tổng hợp các công trình nghiên cứu có liên quan đến phản ứng của NĐT với các sự kiện tài chính kinh tế, đa phần các tác giả tập trung đến các sự kiện về chính sách cổ tức, mua lại CP, thông tin lợi nhuận kế toán và được thực hiện nhiều tại các thị trường phát triển nói chung và tại Việt Nam nói riêng (được tổng hợp tại Hình 2.4). Tuy nhiên, qua quá trình lược khảo tài liệu các nghiên cứu trước (các nguồn tài liệu từ bài báo khoa học, luận văn, luận án, sách

chuyên khảo,...) nghiên cứu sinh chưa tìm thấy nghiên cứu nào đề cập đến phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và cổ đông lớn nước ngoài đến giá và khối lượng giao dịch được thực hiện trên thế giới và tại Việt Nam. Do vậy, chủ đề này là một khe hở học thuật có ý nghĩa thực tiễn cần được nghiên cứu.



Hình 2.4 bản đồ tài liệu

2.8. Giả thuyết nghiên cứu của luận án

Như nghiên cứu sinh đã phân tích ở phần lược khảo các lý thuyết liên quan đến vấn đề nghiên cứu, cơ bản theo các lý thuyết nêu trên (lý thuyết thị trường hiệu quả, lý thuyết tín hiệu và lý thuyết bất cân xứng thông tin), giá và khối lượng giao dịch CP thường sẽ có những phản ứng (tăng/giảm) khi công bố thông tin. Thêm vào đó, thông qua việc lược khảo các nghiên cứu trước, nghiên cứu sinh thấy rằng hầu hết kết quả từ các nghiên cứu trước đối với nhiều loại sự kiện khác nhau (sự kiện chi trả cổ tức, chia tách CP, mua lại CP, công bố thông tin lợi nhuận doanh nghiệp,...) đều cho thấy giá và khối lượng giao dịch có những thay đổi bất thường xung quanh ngày công bố thông tin (trước, trong và sau ngày công bố thông tin). Do đó, trong nghiên cứu này, nghiên cứu sinh cũng cho rằng giá và khối lượng giao dịch CP sẽ có những thay đổi xung quanh sự kiện giao dịch của người nội bộ, người liên quan và giao dịch của cổ đông lớn là nước ngoài. Cụ thể hơn, nghiên cứu sinh xây dựng các giả thuyết và thực hiện kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, cụ thể như sau:

Thứ nhất, nhóm giả thuyết nghiên cứu liên quan đến ảnh hưởng của thông tin đăng ký giao dịch CP của người nội bộ đến giá và khối lượng giao dịch:

- ✓ Giả thuyết 1a: Giá CP tăng với sự kiện đăng ký giao dịch mua của người nội bộ.
- ✓ Giả thuyết 1b: Giá CP giảm với sự kiện đăng ký giao dịch bán của người nội bộ.
- ✓ Giả thuyết 2a: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch mua CP của người nội bộ.
- ✓ Giả thuyết 2b: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch bán CP của người nội bộ.

Thứ hai, nhóm giả thuyết nghiên cứu liên quan đến ảnh hưởng của thông tin đăng ký giao dịch CP của người liên quan.

- ✓ Giả thuyết 3a: Giá CP tăng với sự kiện đăng ký giao dịch mua của người có liên quan.
- ✓ Giả thuyết 3b: Giá CP giảm với sự kiện đăng ký giao dịch bán của người có liên quan

- ✓ Giả thuyết 4a: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch mua CP của người có liên quan.
- ✓ Giả thuyết 4b: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch bán CP của người có liên quan.

Thứ ba, nhóm giả thuyết liên quan đến giao dịch của cổ đông lớn là nước ngoài.

- ✓ Giả thuyết 5a: Giá CP tăng với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài trở thành cổ đông lớn được công bố.
- ✓ Giả thuyết 5b: Giá CP giảm với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài không còn là cổ đông lớn được công bố.
- ✓ Giả thuyết 6a: Khối lượng giao dịch CP tăng với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài trở thành cổ đông lớn.
- ✓ Giả thuyết 6b: Khối lượng giao dịch CP tăng với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài không còn là cổ đông lớn.

Kết luận chương 2

Ở chương 2, nghiên cứu sinh đã trình bày cụ thể các khái niệm, thuật ngữ, văn bản pháp luật liên quan đến giao dịch của người nội bộ, người liên quan và NĐT nước ngoài. Quan trọng nữa, nghiên cứu sinh cũng đã trình bày các lý thuyết cơ sở quan trọng có liên quan đến chủ đề nghiên cứu. Các nghiên cứu trước có liên quan hoặc tương tự như sự kiện mà luận án này nghiên cứu cũng được nghiên cứu sinh trình bày cụ thể. Từ đó, nghiên cứu sinh có nêu ra khe hở nghiên cứu mà luận án này hướng đến nghiên cứu. Thêm vào đó, trong chương này nghiên cứu sinh cũng đã đặt ra các giả thuyết nghiên cứu cụ thể cho từng vấn đề nghiên cứu, với sự kiện giao dịch của người nội bộ, người liên quan và cổ đông lớn là nước ngoài.

Tiếp theo trong chương ba luận án, nghiên cứu sinh sẽ đề cập đến phương pháp ước lượng được sử dụng trong luận án nhằm thực hiện kiểm định các giả thuyết nghiên cứu đã được xây dựng. Bên cạnh đó, một phần quan trọng khác trong Chương liền kề là nghiên cứu sinh sẽ trình bày cụ thể các thức thu thập dữ liệu sử dụng trong luận án này.

CHƯƠNG 3

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Giới thiệu chương

Chương này trình bày phương pháp ước lượng được sử dụng trong luận án để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu đặt ra trong chương 2. Trong chương này nghiên cứu sinh cũng trình bày một cách cụ thể về phương pháp thu thập xử lý dữ liệu cũng như nguồn gốc của dữ liệu để phục vụ cho công tác nghiên cứu.

3.1. Phương pháp nghiên cứu

3.1.1. Giới thiệu về phương pháp nghiên cứu sự kiện

Việc đo lường sự ảnh hưởng của một sự kiện đối với nền kinh tế là một nhiệm vụ khó khăn đối với các nhà kinh tế và các chuyên gia tài chính. Mặc dù vậy, sự ra đời của phương pháp nghiên cứu sự kiện được xem như là một công cụ hỗ trợ hiệu quả các nhiệm vụ trên. Phương pháp nghiên cứu sự kiện đã xuất hiện khá sớm và được áp dụng nghiên cứu trên nhiều lĩnh vực khác nhau. Theo MacKinlay (1997), một trong những nghiên cứu mở đầu cho sự xuất hiện của phương pháp nghiên cứu sự kiện trong tài chính là nghiên cứu của Dolley (1933) đăng trên tờ Harvard Business Review. Sự kiện đầu tiên được xem xét là tác động của thông báo chi trả cổ tức đến giá CP trên thị trường chứng khoán. Sau đó, phương pháp nghiên cứu bắt đầu trở nên phổ biến có những bước phát triển đột phá, đặc biệt là sự đóng góp của hai nghiên cứu uy tín Ball & Brown (1968) và Fama et al. (1969) đăng trên tạp chí nổi tiếng Journal of accounting research và International economic review. Viện Hàn lâm Khoa học Hoàng gia Thụy Điển đã nói về những đóng góp của Giáo sư Eugene cho nền tài chính hiện đại thông qua phương pháp nghiên cứu sự kiện “như là một nghiên cứu mở màn về phân tích thực nghiệm các giá trị tài sản”. Theo Mitchell & Netter (1994) phương pháp nghiên cứu sự kiện là một kỹ thuật thống kê nhằm dự đoán tác động của các sự kiện đến giá CP. Các sự kiện xảy ra như các vụ sáp nhập, công bố về lợi nhuận,... Khái niệm cơ bản này nhằm phân biệt các tác động của hai loại thông tin lên giá CP - thông tin cụ thể đối với doanh nghiệp dưới dạng câu hỏi (ví dụ, thông báo chia cổ tức) và thông tin có khả năng ảnh hưởng

rộng đến thị trường giá CP (ví dụ, thay đổi về lãi suất), phương pháp nghiên cứu sự kiện nghiên cứu tác động cả về ngắn hạn và dài hạn. Theo McWilliams & Siegel (1997), phương pháp nghiên cứu sự kiện là xác định xem sự biến động bất thường của giá CP có bị tác động bởi những sự kiện bất thường hay không. Trong khuôn khổ của nghiên cứu này, phương pháp nghiên cứu sự kiện được ứng dụng nhằm để đánh giá phản ứng của NĐT với thông tin giao dịch CP của NĐT. Đây cũng là một phương pháp kiểm định lý thuyết thị trường hiệu quả (thị trường hiệu quả dạng vừa) thông qua sự tác động của các sự kiện được công bố tác động như thế nào đến thị trường, phản ứng này được đo lường biểu hiện qua giá chứng khoán.

Theo MacKinlay (1997) trong phương pháp nghiên cứu sự kiện được thực hiện qua một số bước sau:

- Chọn sự kiện thực hiện nghiên cứu;
- Chọn mẫu doanh nghiệp;
- Chọn thời gian cho cửa sổ sự kiện, cửa sổ ước lượng và cửa sổ sau sự kiện;
- Đo lường phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá (được thể hiện qua LNBT) và/ hoặc khối lượng CP (được thể hiện qua KLBT);
- Kiểm định.

Phương pháp nghiên cứu sự kiện là một phương pháp khá hiệu quả thường được các nhà nghiên cứu sử dụng để kiểm tra các sự kiện có ảnh hưởng như thế nào đến cả lợi nhuận cũng như những tổn thất trong giá trị công ty theo những phản ánh của thị trường. Về kỹ thuật ước lượng, phương pháp nghiên cứu sự kiện có ưu điểm là đơn giản hơn so với các phương pháp khác.

Mặc dù rất hữu ích trên nhiều phương diện nhưng phương pháp nghiên cứu sự kiện cũng có một số hạn chế chính như sau:

Trước hết, các giả định được sử dụng trong phương pháp nghiên cứu sự kiện không phải lúc nào cũng đáp ứng được. Do thị trường không hiệu quả, những giá CP được quan sát có thể không phản ánh đầy đủ và phản ánh ngay lập tức tất cả các thông tin. Hơn nữa, các sự kiện có thể được dự đoán trong một số tình huống, các sự kiện không lường trước được cùng tồn tại cũng có thể ảnh hưởng đến các CP

mẫu, điều này có thể dẫn đến lợi nhuận CP sai lệch. Vì vậy, lợi nhuận bất thường không hoàn toàn là kết quả của phản ứng của thị trường đối với một loại sự kiện được quan tâm cụ thể;

Thứ hai, cửa sổ (giai đoạn) để ước lượng và kiểm định chính xác là không dễ dàng để xác định. Cửa sổ (giai đoạn) ước lượng rất khó kiểm soát các hiệu ứng gây nhiễu khác gây ra bởi các sự kiện không phải mục tiêu xem xét nếu các nhà nghiên cứu chọn giai đoạn ước lượng dài hoặc cửa sổ sự kiện dài;

Thứ ba, việc lựa chọn mô hình để ước lượng lợi nhuận dự kiến sẽ có ảnh hưởng đến kết quả về mức độ và tầm quan trọng của lợi nhuận bất thường. Ví dụ, sử dụng phương pháp lợi tức trung bình là đơn giản, nhưng nó tạo ra lợi nhuận bất thường theo chiều hướng lên hoặc hướng xuống trong thị trường tăng và giảm tương ứng. Ritter (1991) cũng chứng minh rằng việc sử dụng các chỉ số thị trường khác nhau để tính toán lợi nhuận điều chỉnh theo thị trường có thể cho thấy sự khác biệt trong hiệu suất dài hạn. Quan trọng hơn, nếu lợi nhuận kỳ vọng được ước tính không chính xác, các yếu tố khác không được kiểm soát đúng cách có thể dẫn đến thông tin sai lệch trong kết quả nghiên cứu sự kiện. Do vậy, lựa chọn phương pháp để ước lượng lợi nhuận bất thường cũng là một việc đòi hỏi có nhiều nghiên cứu trước và mang tính khả thi;

Thứ tư, không phải tất cả các CP đều giao dịch mỗi ngày. Giao dịch ít, rất ít hoặc thậm chí không có giao dịch trong giai đoạn ước lượng và kiểm định là một vấn đề trong các nghiên cứu sự kiện.

Phương pháp nghiên cứu nào cũng có hạn chế riêng của nó. Đối với phương pháp nghiên cứu sự kiện tuy còn nhiều hạn chế nhưng đây là một phương pháp được nhiều nhà nghiên cứu chọn và thực hiện ở nhiều thị trường khác nhau. Điều này được minh chứng qua nghiên cứu của Kothari & Warner (2005). Nghiên cứu cho thấy trong giai đoạn từ năm 1974 đến năm 2000 trên 5 tạp chí lớn là : Journal of Business (JB), Journal of Finance (JF), Journal of Financial Economics (JFE), Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA), và The Review of Financial Studies (RFS) đã công bố hơn 565 bài viết về nghiên cứu sự kiện. (Kothari &

Warner 2005) cũng nhấn mạnh rằng qua nhiều năm lý thuyết nghiên cứu sự kiện trở thành một phần quan trọng trong kinh tế tài chính. Gắn liền với phương pháp nghiên cứu sự kiện là kiểm định LNBT và LNBT tích lũy.

Giải pháp để giảm thiểu ảnh hưởng của các sự kiện trùng hợp là giảm kích thước của cửa sổ sự kiện. Các cửa sổ sự kiện tầm nhìn ngắn tăng xác suất kiểm soát các sự kiện trùng hợp. Điều này đã được xác nhận bởi Brown và Warner (1985). Trong luận án này, nghiên cứu sinh làm giảm tác động của các sự kiện trùng hợp bằng cách chọn lọc và loại bỏ sự kiện có liên quan đến công ty trong khung sự kiện nhằm loại bỏ các ảnh hưởng của sự kiện trùng hợp lên các lợi nhuận và khối lượng giao dịch của CP.

3.1.2. Mô tả chi tiết các bước thực hiện theo phương pháp nghiên cứu sự kiện trong luận án

3.1.2.1. Các sự kiện được nghiên cứu trong luận án

Các sự kiện được chọn để thực hiện trong luận án bao gồm:

- Thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ;
- Thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ;
- Thông báo đăng ký mua CP của người liên quan;
- Thông báo đăng ký bán CP của của người liên quan;
- Sự kiện NĐT nước ngoài thực hiện giao dịch mua vào CP để trở thành CĐL;
- Sự kiện công bố NĐT nước ngoài trở thành CĐL;
- Sự kiện NĐT nước ngoài đăng ký bán cổ phần để không còn là CĐL;
- Sự kiện NĐT nước ngoài thực hiện giao dịch bán CP để không còn là CĐL.

3.1.2.2. Ngày sự kiện, cửa sổ sự kiện, cửa sổ ước lượng và cửa sổ sau sự kiện

➤ Ngày sự kiện

Tương ứng với mỗi sự kiện đã được chọn để thực hiện nghiên cứu, ngày sự kiện là ngày thông tin về các sự kiện được công bố trên website của sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, cụ thể như sau:

Sự kiện thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ là ngày công bố thông tin đăng ký mua;

Sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ là ngày công bố thông tin đăng ký bán;

Sự kiện thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là ngày công bố thông tin đăng ký mua;

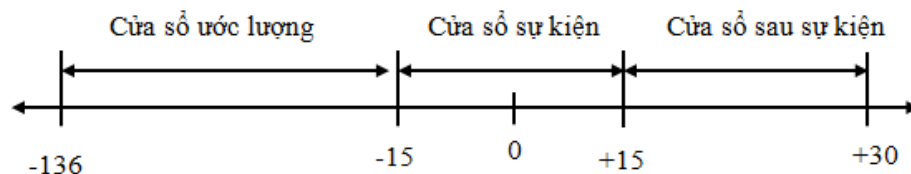
Sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là ngày công bố thông tin đăng ký bán;

Sự kiện NĐT nước ngoài đăng ký bán cổ phần để không còn là CDL là ngày thông báo thông tin NĐT nước ngoài đăng ký bán cổ phần để không còn là CDL;

Ngày sự kiện được chọn nằm trong khung thời gian giao dịch của sản giao dịch, nếu thời điểm công bố thông tin sau thời gian giao dịch qui định của Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh thì ngày sự kiện được chọn là ngày giao dịch tiếp theo.

➤ **Cửa sổ sự kiện, cửa sổ ước lượng và cửa sổ sau sự kiện**

Tương tự như các nghiên cứu của Gurgul et al. (2003), MacKinlay (1997), Ke et al. (2003), Seyhun & Bradley (1997), Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực (2015b), Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2016c), Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu (2016a), Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái (2015), Brown & Warner (1980). Ba cửa sổ trong khung sự kiện sử dụng để nghiên cứu gồm: i) Cửa sổ sự kiện được chọn là 31 ngày, tính từ ngày âm 15 (trước ngày công bố thông tin 15 ngày) đến ngày +15 (sau ngày công bố thông tin 15 ngày) bao gồm cả ngày 0 (ngày sự kiện), ii) Cửa sổ ước lượng là 120 ngày từ ngày âm16 đến ngày âm135, iii) Cửa sổ sau ngày không (ngày sự kiện) tính từ ngày + 16 đến ngày +30 tổng số là 15 ngày.



3.1.2.3. Đo lường phản ứng của NĐT thể hiện qua giá CP

Đo lường phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và được xem xét qua sự tồn tại của LNBT và LNBT tích lũy.

➤ **Lợi nhuận bất thường (AR_{i,t})**

Theo Brown & Warner (1980) LNBT là hiệu số giữ lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng của CP. Trong nghiên cứu này, AR được tính:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Trong đó:

R_{it} là lợi nhuận của một CP i tại thời điểm t được xác định như sau:

$R_{it} = \ln \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right)$ với P_{it} là giá CP i tại thời điểm t ; P_{it-1} là giá CP i tại thời điểm $t-1$.

$E(R_{i,t})$ là lợi nhuận kỳ vọng. Trong khuôn khổ của nghiên cứu này, $E(R_{i,t})$ được tính theo 2 phương pháp:

Phương pháp 1

Lợi nhuận kỳ vọng được điều chỉnh bởi lợi nhuận của thị trường ($R_{m,t}$) (Azevedo et al. 2014; Bildik & Gülay 2008; Bruner 1999; Ritter 1991; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm 2014; Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu 2016b, 2016c; Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực 2015a; Weber et al. 2008). Cụ thể: $E(R_{i,t}) = R_{m,t}$

Phương pháp 2

Lợi nhuận kỳ vọng được tính toán theo hai yếu tố thị trường và rủi ro. Phương pháp này được tìm thấy trong nhiều nghiên cứu (Bonnier & Bruner 1989; Homan 2006; Lummer & McConnell 1989; Schipper & Thompson 1983; Small et al. 2007; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm 2014; Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu 2016b, 2016c, 2017a; Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực 2015a).

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

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

Ngoài ra, ước lượng về lợi nhuận kỳ vọng còn được tính toán theo nhiều phương pháp khác như: Dựa trên LNTB (Lambertides 2009), dựa trên mô hình CAPM (Enpenlaud et al. 2001), dựa trên mô hình Fama – French (Dutta & Jog 2009). Tuy nhiên, đối với phương pháp nghiên cứu sự kiện thì hai phương pháp ước lượng lợi nhuận kỳ vọng nghiên cứu sinh sử dụng trong luận án này được sử dụng nhiều nhất trong các công trình nghiên cứu.

➤ **Lợi nhuận bất thường trung bình (AAR_t)**

LNBT trung bình (AAR_t) vào ngày t được tính theo công thức sau:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

với N là số các quan sát, AR_{it} là LNBT của chứng khoán i vào ngày t.

➤ **Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy CAAR (t₁, t₂)**

CAAR(t₁, t₂) là LNBT tích lũy trung bình là tổng của các LNBT trung bình trong một giai đoạn (t₁, t₂), được tính như sau:

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_t$$

với khung thời gian (t₁, t₂) bao gồm các khung thời gian quan tâm trong dải trước công bố thông tin 15 ngày và sau ngày công bố thông tin 30 ngày [-15, +30].

3.1.2.4. Đo lường phản ứng của NĐT thông qua khối lượng giao dịch

Đo lường phản ứng của NĐT thông qua khối lượng giao dịch được đánh giá bằng sự tôn tại của KLBT và KLBT tích lũy.

➤ **Khối lượng giao bất thường**

Luận án sử dụng phương pháp nghiên cứu tương tự nghiên cứu của Gurgul et al. (2003) để xác định khối lượng giao dịch bất thường. Cụ thể, khối lượng giao dịch bất thường của công ty i vào thời điểm t được tính theo công thức:

$$AV_{i,t} = \log\left(\frac{V_{i,t}}{V_{m,t}}\right) - E\left[\log\left(\frac{V_{i,t}}{V_{m,t}}\right) | X_i\right]$$

Trong đó: V_{i,t} là khối lượng giao dịch của CP của công ty i tại thời điểm t; V_{m,t} là khối lượng giao dịch CP của toàn thị trường tại thời điểm t, $\frac{V_{i,t}}{V_{m,t}}$ là tỷ lệ khối lượng giao dịch của CP i với khối lượng thị trường vào thời điểm t. E[.] là khối lượng kỳ vọng, tương tự như (Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu 2016b, 2016c) được xác định bằng giá trị trung bình của tỷ lệ khối lượng giao dịch trong cửa sổ dự báo t [-75,-16].

3.1.2.5. Các phương pháp kiểm định

➤ Kiểm định tham số

Phương pháp kiểm định này được tìm thấy trong các nghiên cứu (Bajo 2010; Brown & Warner 1985; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm 2014; Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái 2015; Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu 2016b, 2016c, 2017b, 2017a; Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực 2015a). Kiểm định t-test thì các mẫu kiểm định phải tuân theo quy luật phân phối chuẩn.

Kiểm định LNBT:

t-test vào ngày t được tính như sau:

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

trong đó,

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

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

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

$\widehat{S}(AAR_t)$ độ lệch chuẩn của LNBT được tính cho 120 ngày trước khung sự kiện.

Kiểm định LNBT tích lũy

$$t_{\text{Cross}} = \frac{CAAR(t_1, t_2)}{\widehat{\sigma}_{CAAR(t_1, t_2)}}$$

cụ thể được tính như sau,

$$\widehat{\sigma}_{CAAR(t_1, t_2)} = \sqrt{\frac{1}{N(N-d)} \sum_{i=1}^N (CAR_i(t_1, t_2) - CAAR(t_1, t_2))^2};$$

trong đó:

N là số các quan sát;

d là số bậc tự do; $CAR_i(t_1, t_2)$ là LNBT tích lũy của quan sát i trong khung thời gian $[t_1, t_2]$;

$CAAR(t_1, t_2)$ là LNBT tích lũy trung bình trong khung thời gian $[t_1, t_2]$.

➤ Kiểm định phi tham số

Trong trường hợp các mẫu không có phân phối chuẩn, phương pháp kiểm định phi tham số thường được sử dụng. Do vậy, song song với việc áp dụng phương pháp kiểm định tham số, phương pháp kiểm định phi tham số, cụ thể là phương pháp kiểm định dấu Sign test, sẽ được tác giả sử dụng trong luận án này. Tương tự Bajo (2010) và Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm (2014),

$$\mathbf{Z\ value} = \frac{(\omega - N\hat{p})}{\sqrt{N\hat{p}(1-\hat{p})}}$$

trong đó: ω là tổng số các quan sát có LNBT dương trong ngày sự kiện của mẫu nghiên cứu; N là tổng số quan sát trong mẫu nghiên cứu; và \hat{p} là phần LNBT dương với giả thuyết không được xác định là 120 ngày trong khung thời gian dự báo. Cụ thể, \hat{p} được tính:

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

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

3.2. Dữ liệu phục vụ nghiên cứu

3.2.1. Nguồn dữ liệu

Luận án này dữ liệu được chọn từ các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ 2008 đến 2015.

Dữ liệu về các thông số tài chính như thông khối lượng giao dịch của từng CP, giá giao dịch của từng CP và chỉ số VN-Index được thu thập trên trang website của Vietstock (<http://vietstock.vn>).

3.2.2. Cách thức thu thập dữ liệu

Trong luận án, các sự kiện được nghiên cứu sinh sử dụng hoàn toàn là dữ liệu sơ cấp, các bước được liệt kê sau đây được sử dụng để thu thập dữ liệu nghiên cứu:

Bước 1, truy cập vào trang thông tin tổng hợp của các tổ chức niêm yết trên website của Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM (<https://www.hsx.vn>) để thu thập số liệu phục vụ cho nghiên cứu.

Bước 2, chọn và tải thông tin. Nghiên cứu sinh chỉ chọn và tải những thông tin có liên quan đến giao dịch CP của người nội bộ (cổ đông nội bộ), người liên quan và giao dịch của cổ đông lớn nước ngoài. Sau khi tải về, nghiên cứu sinh thực hiện thu thập các thông tin bao gồm: Đối tượng đăng ký giao dịch (người nội bộ/người liên quan/cổ đông lớn nước ngoài); số lượng cổ phần đăng ký mua, bán; thời điểm đăng ký mua bán;...

Bước 3, xác định ngày sự kiện. Nghiên cứu sinh xem xét thời gian (ngày, giờ, phút) công bố thông tin trên trang website của Sở giao dịch chứng khoán TP .HCM là ngày mà sự kiện được công bố đại chúng. Sau đó, nghiên cứu sinh chọn ngày sự kiện cho thông tin cho phù hợp, cụ thể những bản tin nào công bố vào ngày nghỉ của thị trường (Lễ, Tết, Thứ bảy, Chủ nhật,...) thì ngày sự kiện sẽ được tính cho ngày hôm sau. Thêm nữa, những bản tin nào công bố vào giờ nghỉ của thị trường (sau 15 giờ chiều) thì ngày sự kiện cũng sẽ được tính cho ngày kế tiếp.

Bước 4, loại trừ các sự kiện không đạt. Sau khi xác định được ngày sự kiện, nghiên cứu sinh tiến hành lọc dữ liệu, những sự kiện nào không thỏa mãn các tiêu chí sẽ bị loại ra khỏi mẫu. Tiêu chí cụ thể: Sự kiện được chọn đáp ứng đủ số ngày giao dịch trước ngày công bố thông tin (ngày sự kiện) là 136 ngày giao dịch và đủ 30 ngày giao dịch sau ngày công bố thông tin. Việc đáp ứng theo tiêu chí này nhằm để thỏa mãn các ước lượng lợi nhuận kỳ vọng cũng như tính toán các LNBT trong khung sự kiện xem xét.

Ví dụ cụ thể về cách thức thu thập thông tin sự kiện ở một bản tin liên quan đến giao dịch của Ông Mai Quang Liêm là người có liên quan Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM) như sau:

<https://www.hsx.vn/Modules/Cms/Web/NewsByCat/dca0933e-a578-4eaf-8b29-beb4575052c5?fid=6d1f1d5e9e6c4fb593077d461e5155e7>

The screenshot shows the website of the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE). The header includes the HOSE logo and the text 'Sở Giao Dịch Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh'. Below the header is a navigation menu with options like 'Tin tổng hợp', 'Niêm yết', and 'Thành viên'. A search bar is present with the date '07.07.2015' and a 'Tìm kiếm' button. Below the search bar, a message states 'Điều kiện tìm kiếm không được vượt quá 5 năm'. A table of news items is displayed, with the following data:

Ngày tạo	Tiêu đề bài viết
07/07/2015 3:23:00 CH	CLL: Biên bản họp ĐHĐCĐ thường niên năm 2015
07/07/2015 3:21:00 CH	NHS: Quyết định về việc phê duyệt phương án chuyển nhượng cổ phần Công ty Cổ phần Đường Biên Hòa
07/07/2015 3:19:00 CH	NHS: Thông báo giao dịch cổ phiếu của CĐNB Phạm Cao Sơn
07/07/2015 1:18:00 CH	VNM: Thông báo giao dịch cổ phiếu của người có liên quan đến CĐNB Mai Quang Liêm
07/07/2015 1:17:00 CH	PXT: Báo cáo về thay đổi sở hữu của cổ đông lớn Lê Phong Hiếu
07/07/2015 1:16:00 CH	HQC: Báo cáo về sở hữu của cổ đông lớn Mutual Fund Elite (Non-Ucits)
07/07/2015 1:14:00 CH	BCI: Thông báo giao dịch cổ phiếu của tổ chức có liên quan đến CĐNB Công ty Đầu tư Tài chính Nhà Nước TP.HCM
07/07/2015 1:13:00 CH	PXL: Thông báo ký hợp đồng kiểm toán BCTC năm 2015
07/07/2015 1:12:00 CH	HU1: Nghị quyết HĐQT về việc trả cổ tức năm 2014

CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

TP HCM, ngày 06... tháng 07 năm... 2015...

SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN
TP. HỒ CHÍ MINH

ĐẾN SỐ 22504
Ngày 06/7/15

Chuyến: NY.GSM

Lưu hồ sơ số:

THÔNG BÁO GIAO DỊCH CỔ PHIẾU NGƯỜI CÓ LIÊN QUAN

Kính gửi: - Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
- Sở Giao dịch Chứng khoán tp Hồ Chí Minh
- Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam

1. Tên cá nhân/tổ chức thực hiện giao dịch: Mai Quang Liêm
- Số CMND/số hộ chiếu (Số GPĐKDN -nếu là tổ chức):
- Quốc tịch: Việt nam
- Địa chỉ
- Điện thoại liên hệ: Fax: Email:
- Chức vụ hiện nay tại tổ chức niêm yết: trưởng bộ phận khách hàng đặc biệt, phòng kinh doanh

2. Tên của nhân sự chủ chốt của tổ chức niêm yết có liên quan (đối với trường hợp người thực hiện giao dịch là người có liên quan): Mai Kiều Liêm
- Số CMND/số hộ chiếu
- Quốc tịch: Việt nam
- Địa chỉ:
- Điện thoại liên hệ: Fax: Email:
- Chức vụ hiện nay tại tổ chức niêm yết: Chủ tịch HĐQT kiêm TGD công ty CP sữa Việt nam- Vinamilk
- Mọi quan hệ của cá nhân thực hiện giao dịch với nhân sự chủ chốt: em ruột
- Số lượng, tỷ lệ cổ phiếu nhân sự chủ chốt đang nắm giữ: sở hữu cá nhân 2.718.576 cổ phiếu chiếm 0,27%

3. Mã chứng khoán giao dịch: VNM
4. Số tài khoản giao dịch có cổ phiếu nếu tại mục 3
5. Số lượng, tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ trước khi thực hiện giao dịch: 214.860 cổ phiếu chiếm 0,021%
6. Số lượng cổ phiếu đăng ký bán: 214.860 cổ phiếu
7. Số lượng, tỷ lệ cổ phiếu dự kiến nắm giữ sau khi thực hiện giao dịch: 0 cổ phiếu chiếm 0%
8. Mục đích thực hiện giao dịch: giải quyết tài chính cá nhân
9. Phương thức giao dịch: khớp lệnh và thỏa thuận
10. Thời gian dự kiến thực hiện giao dịch: từ ngày 10/07/2015 đến ngày 08/08/2015

Thông báo giao dịch CP của người liên quan được tải từ Website của sở Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh lúc 15 giờ 36 phút ngày 10/4/2019.

Sự kiện Ông Mai Quang Liêm thông báo giao dịch CP của người có liên quan Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam được công bố lúc 1 giờ 18 phút chiều ngày 07/7/2015 nằm trong thời gian giao dịch nên sự kiện được chọn là ngày 07/07/2015.

Số lượng đăng ký giao dịch bán được ghi cụ thể trong thông báo là 214.860 cổ phiếu chiếm 0,021% số lượng CP đang lưu hành.

Đồng thời, sự kiện giao dịch này đáp ứng đủ số ngày giao dịch trước ngày công bố thông tin (ngày sự kiện) là 136 ngày giao dịch và đủ 30 ngày giao dịch sau ngày thông tin được công bố. Sau khi thực hiện thu thập dữ liệu như các bước trên, toàn bộ mẫu nghiên cứu trong giai đoạn 2008 đến 2015 được tổng hợp như bảng 3.1 bên dưới.

Bảng 3.1. Thống kê mô tả sự kiện được nghiên cứu trong luận án

Năm	Người liên quan là tổ chức		Người liên quan là cá nhân		Người nội bộ		Cổ đông nước ngoài		Tổng
	mua vào	bán ra	mua vào	bán ra	mua vào	bán ra	mua vào	bán ra	
2008	24	32	11	25	14	25	1	3	135
2009	30	56	27	82	50	147	4	5	401
2010	38	54	36	131	84	187	7	28	565
2011	23	27	34	81	189	121	11	29	515
2012	23	21	32	110	169	139	16	10	520
2013	37	56	29	119	134	196	35	1	607
2014	50	80	40	185	135	250	34	2	776
2015	24	33	22	37	78	71	28	4	297
Cộng	249	359	231	770	853	1.136	136	82	3.816

Nguồn: Tổng hợp của nghiên cứu sinh.

CHƯƠNG 4

PHẢN ỨNG CỦA NĐT VỚI THÔNG BÁO ĐĂNG KÝ GIAO DỊCH CP CỦA NGƯỜI NỘI BỘ

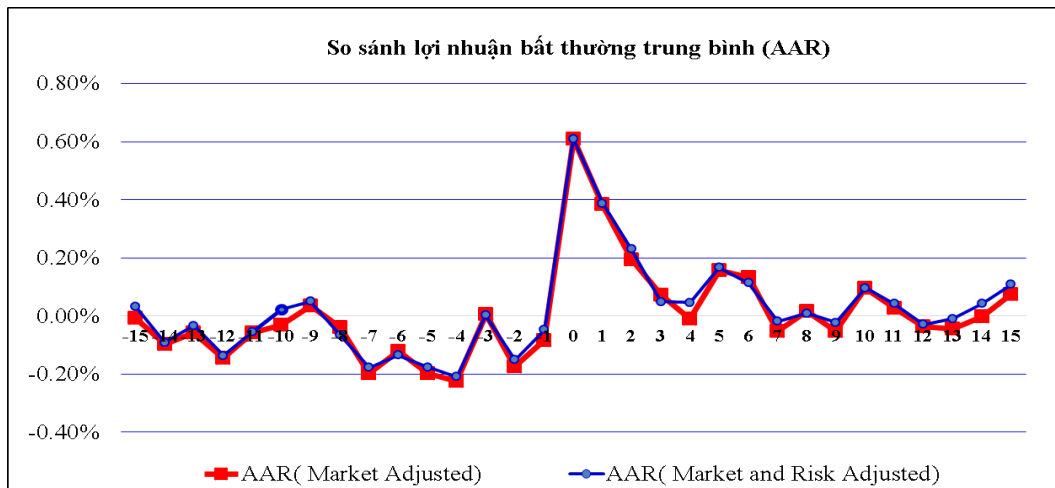
Giới thiệu chương

Chương này trình bày kết quả kiểm định phản ứng của NĐT thông qua biến động khối lượng giao dịch và giá chứng khoán với sự tác động của thông báo đăng ký giao dịch CP của người nội bộ. Các sự kiện được xem xét trong Chương này bao gồm: Thông tin đăng ký mua CP của người nội bộ; Thông tin đăng ký bán CP của người nội bộ của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian từ năm 2008 đến năm 2015.

4.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ

Trong nội dung này phương pháp ước lượng LNBT được áp dụng bằng 2 phương pháp bao gồm: Phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường (market adjusted) và phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo rủi ro và thị trường (market and risk adjusted). Hình 4.1 cho thấy kết quả có sự tương đồng giữa hai phương pháp tính lợi nhuận bất thường nêu trên. Do vậy, tác giả chỉ trình bày và sử dụng phương pháp ước lượng LNBT điều chỉnh theo thị trường để phân tích và đánh giá.

Kết quả bên trái của bảng 4.1 minh chứng sự tồn tại lợi nhuận bất thường dương ở ngày sự kiện và hai ngày sau ngày sự kiện, (AAR [0] : 0.61%; AAR [1] : 0.38% với mức ý nghĩa thống kê ở mức 1% và AAR [2] : 0.19% với mức nghĩa thống kê ở mức 5%). Như vậy, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ được xem là thông tin tốt đối với thị trường biểu hiện qua việc thị trường đã phản ứng tích cực với thông tin này, giá CP kết thúc xu thế giảm (AAR hầu hết đều có giá trị âm từ ngày [-15] đến ngày [-1]) và bắt đầu tăng từ ngày công bố thông tin đăng ký mua CP của người nội bộ.



Nguồn: phụ lục 1

Hình 4.1 LNBT trung bình trong khung sự kiện khi thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ

Kết hợp với việc giá CP liên tục giảm trước ngày công bố thông tin mua CP của người nội bộ, LNBT đều âm và tồn tại LNBT tích lũy âm ở khung thời gian này (CAAR [-15;-1] : -1.39%, với mức ý nghĩa là 1%). Điều này cho thấy, người nội bộ thực hiện hành vi mua vào CP như là một chiến lược quan trọng để góp phần ngăn chặn đà giảm giá của CP trên thị trường, bằng chứng là các LNBT đa số đều dương sau ngày công bố thông tin, đặc biệt các lợi nhuận bất thường tích lũy ở khung thời gian sau ngày công bố thông tin đều dương với tỷ lệ cao (CAAR [0;15] : 1.57%; CAAR [0;30] : 1.61% đều có mức ý nghĩa thống kê 1%). Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy thị trường đã không phản ứng hết thông tin được truyền tải trong ngày công bố mà còn tiếp tục phản ứng qua các ngày sau đó, điều này cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam không hiệu quả ở dạng vừa của lý thuyết thị trường hiệu quả. Thêm vào đó, với kết quả trên cũng chưa tìm thấy bằng chứng thống kê nào thể hiện qua giá CP cho việc rò rỉ thông tin đăng ký mua CP của người nội bộ và giá CP có xu hướng giảm liên tục trước ngày công bố thông tin là do tác động của các yếu tố khác trên thị trường.

Phản ứng của nhà đầu tư thông qua khối lượng giao dịch bất thường với thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ được thể hiện ở bảng 4.1 phần bên phải. Qua bảng kết quả cho thấy khối lượng giao dịch tăng ngay trước ngày thông

báo đăng ký mua CP (việc này được minh chứng qua việc tồn tại khối lượng giao dịch bất thường dương với AAV [-1] : 0.11; với mức ý nghĩa thống kê là 5%). Khối lượng giao dịch tăng cao vào ngày thông báo (AAV [0] : 0.24 với mức ý nghĩa thống kê là 1%); kết hợp với phản ứng của giá CP tăng tại ngày thông báo (AAR [0] : 0.61% với mức ý nghĩa thống kê là 1%) cho thấy rằng thị trường phản ứng tích cực với thông tin mua CP của người nội bộ thể hiện qua việc tăng tính thanh khoản đi kèm với việc tăng giá CP.

Khối lượng giao dịch tăng đột biến vào ngày đăng ký mua vào CP của người nội bộ cho thấy các NĐT khác trên thị trường đã thực hiện các giao dịch theo người nội bộ; và khối lượng giao dịch tăng đi kèm theo là sự tăng giá CP cho thấy bên cầu của thị trường chiếm ưu thế. Bằng chứng này ủng hộ lập luận của lý thuyết bất cân xứng thông tin và lý thuyết tín hiệu. Do bất cân xứng thông tin nên thông tin đăng ký mua vào CP của người nội bộ được NĐT bên ngoài xem như là tín hiệu truyền tải triển vọng tốt đẹp của công ty. Đồng thời, việc đăng ký mua vào CP của người nội bộ có thể cho thấy giá CP đang bị giao dịch thấp hơn so với giá trị thật, tín hiệu này làm cho các NĐT khác tích cực mua vào CP nhiều hơn. Lập luận này được củng cố hơn nữa khi mà sau ngày thông báo, khối lượng giao dịch bất thường và LNBT tiếp tục tồn tại ở các ngày [1], [2] và thậm chí khối lượng giao dịch tăng bất thường cho tới ngày [13], cũng như khối lượng giao dịch trung bình ngày của khung thời gian sau thông báo lớn hơn trước thông báo (MAAV [0;15] : 0.15 > MAAV [-15;-1] : 0.00).

Bảng 4.1 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với sự kiện thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	-0.01%	-0.07	-0.15	0.02	0.30
-14	-0.10%	-1.05	-0.84	-0.02	-0.46
-13	-0.06%	-0.63	-0.77	-0.01	-0.25
-12	-0.14%	-1.54	-0.91	-0.02	-0.35
-11	-0.06%	-0.60	-2.21**	-0.01	-0.18

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-10	-0.03%	-0.34	-0.50	-0.02	-0.32
-9	0.03%	0.37	-0.08	-0.02	-0.34
-8	-0.04%	-0.43	-0.50	-0.07	-1.43
-7	-0.20%	-2.12**	-1.8*	0.01	0.21
-6	-0.12%	-1.29	-1.11	-0.06	-1.21
-5	-0.20%	-2.12**	-1.25	0.00	-0.10
-4	-0.22%	-2.41**	-2.35**	0.03	0.69
-3	0.01%	0.06	0.40	0.04	0.72
-2	-0.17%	-1.86*	-0.91	0.06	1.23
-1	-0.08%	-0.89	0.40	0.11	2.13**
0	0.61%	6.53***	5.41***	0.24	4.83***
1	0.38%	4.12***	3.97***	0.15	2.95***
2	0.19%	2.08**	2.25**	0.13	2.68***
3	0.07%	0.79	1.63	0.20	4.05***
4	-0.01%	-0.11	-0.15	0.18	3.54***
5	0.16%	1.69*	1.43	0.08	1.52
6	0.13%	1.43	2.32**	0.21	4.1***
7	-0.05%	-0.56	1.57	0.17	3.38***
8	0.02%	0.19	-0.15	0.12	2.44**
9	-0.05%	-0.57	-1.53	0.17	3.31***
10	0.10%	1.03	1.98**	0.23	4.52***
11	0.03%	0.28	-0.15	0.16	3.1***
12	-0.04%	-0.40	-0.36	0.13	2.66***
13	-0.05%	-0.48	-1.73*	0.08	1.65*
14	0.00%	-0.03	-0.56	0.03	0.68
15	0.08%	0.81	1.57	0.08	1.55
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	-1.39%	-3.57***	-2.97***	0.00	0.07
[0;15]	1.57%	4.51***	3.63***	0.15	4.04***
[0;30]	1.61%	3.5***	2.73***	0.08	2.11**
[-15;15]	0.17%	0.33	0.81	0.08	2.57**

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Để phân tích rõ hơn ảnh hưởng của thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ đến giá và khối lượng CP, mẫu được chia nhỏ thành hai nhóm bao gồm nhóm đăng ký mua ít với tỷ lệ đăng ký mua thấp hơn so với tỷ lệ của trung vị mẫu và nhóm đăng ký mua nhiều với tỷ lệ đăng ký mua nhiều hơn so với tỷ lệ của trung vị mẫu.

4.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ với các tỷ lệ mua khác nhau

Bảng 4.2 trình bày kết quả kiểm định Phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký giao dịch mua CP của người nội bộ trường hợp mua ít. Phản ứng của giá CP tương tự như trường hợp xem xét cho toàn bộ mẫu, LNBT âm tồn tại hầu hết ở các ngày trước ngày sự kiện như [-7], [-5], [-4], [-2] và [-1]. Tại ngày sự kiện, mặc dù LNBT dương nhưng chưa có ý nghĩa thống kê. Sau ngày sự kiện, tồn tại LNBT dương tại các ngày [2], [5] và quan trọng là các AAR từ ngày [0] đến ngày [6] đều có giá trị dương. Hàm ý của kết quả này tương tự như trên, nói cách khác, thông tin đăng ký mua vào của người nội bộ mặc dù tỷ lệ đăng ký thấp nhưng vẫn có tác dụng ngăn chặn sự sụt giảm giá chứng khoán và truyền tải tín hiệu tích cực ra thị trường. Xem xét thêm về khối lượng giao dịch, thanh khoản của CP được cải thiện đáng kể từ ngay trước (ngày [-1]), trong (ngày [0]) và sau ngày sự kiện ([2], [3] và [6]).

Bảng 4.2 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng giao dịch bất thường với thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ thuộc nhóm đăng ký mua ít.

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	-0.07%	-0.58	0.28	0.00	0.07
-14	0.04%	0.36	-0.59	-0.07	-1.20
-13	-0.12%	-1.01	0.86	0.01	0.16
-12	0.01%	0.08	-0.01	-0.05	-0.96
-11	-0.05%	-0.47	1.74*	-0.01	-0.23
-10	-0.13%	-1.16	0.48	-0.07	-1.21
-9	0.00%	0.00	-0.01	-0.06	-1.04
-8	-0.11%	-0.95	0.38	-0.16	-2.8***

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-7	-0.29%	-2.53**	1.64	-0.07	-1.27
-6	-0.16%	-1.38	2.03**	-0.11	-1.99**
-5	-0.23%	-2**	2.03**	-0.07	-1.18
-4	-0.20%	-1.75*	1.15	0.02	0.34
-3	-0.04%	-0.35	0.18	0.00	0.01
-2	-0.30%	-2.6***	1.06	0.09	1.59
-1	-0.21%	-1.83*	0.77	0.12	2.08**
0	0.12%	1.08	-1.27	0.11	2.01**
1	0.31%	2.72***	-2.63***	0.08	1.33
2	0.03%	0.22	0.18	0.16	2.8***
3	0.02%	0.18	-1.66*	0.13	2.34**
4	0.16%	1.35	-0.88	0.04	0.64
5	0.25%	2.15**	-1.08	0.05	0.79
6	0.12%	1.06	-2.05**	0.14	2.39**
7	-0.03%	-0.26	-1.08	0.05	0.90
8	0.02%	0.17	-0.11	0.03	0.57
9	-0.05%	-0.41	1.25	0.04	0.63
10	-0.01%	-0.12	-0.98	0.13	2.33**
11	0.09%	0.75	-0.59	0.05	0.87
12	0.04%	0.38	0.18	0.03	0.52
13	-0.04%	-0.36	0.67	0.08	1.32
14	0.14%	1.19	-0.20	-0.05	-0.92
15	0.21%	1.85*	-1.46	-0.01	-0.18
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	-1.86%	-4.03***	-4.86***	-0.03	-0.75
[0;15]	1.38%	3.08***	1.25	0.07	1.46
[0;30]	1.33%	2.23**	0.67	0.00	0.10
[-15;15]	-0.49%	-0.80	-1.95*	0.02	0.52

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Ghi chú: Mua ít là các quan sát có tỷ lệ đăng ký nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu và mua nhiều là các quan sát có tỷ lệ đăng ký lớn hơn giá trị trung vị của mẫu.

Bảng 4.3 trình bày kết quả kiểm định phản ứng của thị trường với thông báo đăng ký giao dịch mua CP của người nội bộ trường hợp mua nhiều. Kết quả cho thấy, với thông báo đăng ký mua vào CP càng nhiều càng lớn, LNBT tồn tại xung quanh ngày sự kiện càng cao bằng chứng là LNBT từ ngày [0] đến ngày [3] của bảng 4.3 đều lớn hơn so với bảng 4.2. Điều này cũng tương tự đối với khối lượng giao dịch, thanh khoản CP được cải thiện đáng kể hơn so với trường hợp đăng ký mua ít. Với sự kiện đăng ký mua nhiều của người nội bộ có những ảnh hưởng mạnh mẽ và tích cực đối với giá và khối lượng giao dịch. Kết quả này càng ủng hộ lý thuyết bất cân xứng thông tin và lý thuyết tín hiệu.

Bảng 4.3 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng bất thường với sự kiện thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ với tỷ lệ mua nhiều.

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.03%	0.23	0.02	0.08	1.22
-14	-0.27%	-2.02**	1.96**	0.00	0.01
-13	-0.01%	-0.08	0.02	-0.04	-0.51
-12	-0.27%	-1.96**	0.99	0.01	0.16
-11	-0.06%	-0.43	1.29	0.02	0.30
-10	0.07%	0.52	-0.27	0.05	0.67
-9	0.04%	0.28	0.41	0.00	-0.04
-8	0.02%	0.14	0.61	0.03	0.37
-7	-0.12%	-0.88	0.99	0.10	1.48
-6	-0.08%	-0.59	-0.17	-0.04	-0.64
-5	-0.15%	-1.10	-0.07	0.08	1.16
-4	-0.21%	-1.54	1.77*	0.03	0.45
-3	0.02%	0.13	-0.36	0.06	0.93
-2	-0.05%	-0.38	0.12	0.02	0.25
-1	0.02%	0.12	-1.04	0.09	1.32
0	1.07%	7.92***	-6.09***	0.37	5.32***
1	0.47%	3.48***	-3.08***	0.21	3.1***
2	0.36%	2.67***	-3.37***	0.11	1.55
3	0.15%	1.14	-0.65	0.27	3.96***
4	-0.22%	-1.60	0.90	0.33	4.72***
5	0.09%	0.65	-1.14	0.08	1.15
6	0.16%	1.15	-1.63	0.26	3.81***
7	-0.08%	-0.57	-0.95	0.27	3.89***
8	0.00%	0.01	0.61	0.23	3.27***
9	-0.04%	-0.26	0.22	0.27	3.86***

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
10	0.22%	1.66*	-2.01**	0.30	4.34***
11	-0.08%	-0.55	0.61	0.24	3.47***
12	-0.13%	-1.00	0.12	0.28	4.05***
13	-0.05%	-0.36	1.67*	0.17	2.41**
14	-0.13%	-0.96	1.19	0.15	2.13**
15	-0.04%	-0.30	-0.56	0.17	2.41**
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	-1.02%	-1.65*	-2.01**	0.03	0.71
[0;15]	1.77%	3.35***	1.58	0.23	4.01***
[0;30]	1.89%	2.67***	0.70	0.18	3.02***
[-15;15]	0.75%	0.88	0.41	0.14	2.88**

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

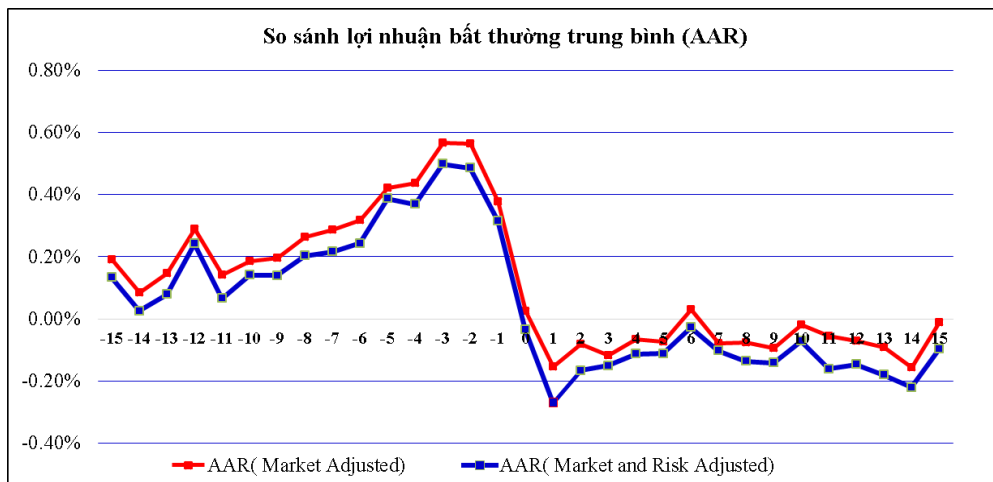
Ghi chú: Mua ít là các quan sát có tỷ lệ đăng ký nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu và mua nhiều là các quan sát có tỷ lệ đăng ký lớn hơn giá trị trung vị của mẫu.

Như vậy, các kết quả trên cho thấy thị trường có phản ứng với thông tin mua CP của người nội bộ kể cả thông báo đăng ký mua ít và mua nhiều. Tuy nhiên thị trường phản ứng mạnh mẽ hơn và rõ ràng hơn trong trường hợp thông báo đăng ký mua nhiều. Các kết quả nghiên cứu đều ủng hộ cho lý thuyết bất cân xứng thông tin và lý thuyết tín hiệu thông tin.

Tóm lại, phản ứng của giá và khối lượng giao dịch với thông tin đăng ký mua CP của người nội bộ có thể cho phép tác giả kết luận rằng thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ được xem là thông tin tốt đối với thị trường và người nội bộ có thể thực hiện hành vi mua vào CP như là một chiến lược quan trọng để góp phần ngăn chặn đà giảm giá của CP trên thị trường. Giá CP đảo chiều tăng ngay khi thông tin đăng ký mua CP của người nội bộ công bố và kèm theo đó là khối lượng mua bán tăng đột biến ở xung quanh ngày sự kiện. Do vậy, nghiên cứu chấp nhận Giả thuyết 1a: Giá CP tăng với sự kiện đăng ký giao dịch mua của người nội bộ và chấp nhận Giả thuyết 2a: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch mua CP của người nội bộ.

4.3. Phản ứng của thị trường biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ

Kết quả trình bày bảng 4.4 cho thấy trước ngày sự kiện đăng ký bán của người nội bộ, hầu hết lợi nhuận bất thường đều mang giá trị dương, có ý nghĩa thống kê ở mức mạnh và có xu hướng tăng liên tục đến trước ngày thông tin được công bố (các AAR >0 và hầu hết với mức ý nghĩa thống kê là 1%). Nói cách khác, giá CP tăng liên tục trước thời điểm người nội bộ đăng ký bán CP. Điều này truyền tải thông tin rằng người nội bộ đã lựa chọn thời điểm giá CP trên thị trường tăng cao để đăng ký bán ra. Lý do có thể giải thích là giá thị trường CP đã vượt mức kỳ vọng và người nội bộ thực hiện đăng ký bán một phần hoặc toàn bộ số lượng CP đang sở hữu như là một cách thức tìm kiếm lợi nhuận tối ưu hoặc kinh doanh chênh lệch giá bằng cách mua lại CP sau đó. Nhận định trên được củng cố hơn nữa khi mà lợi nhuận bất thường tích lũy ở khung thời gian trước thông báo là dương với tỷ lệ cao và với mức ý nghĩa thống kê là 1% (CAAR [-15;-1] :4.47%).



Nguồn: phụ lục 2.

Hình 4.2 LNBT trung bình trong khung sự kiện khi thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ.

Tại ngày công bố thông tin đăng ký bán, kết quả thống kê cho thấy lợi nhuận bất thường là âm. Như vậy, ngày công bố thông tin đã phá vỡ xu hướng tăng của giá CP trước đó. Thêm vào đó, sau ngày công bố thông tin, lợi nhuận bất thường âm

tiếp tục tồn tại (AAR [-1] : -0,15% với ý nghĩa 5% với kiểm định tham số và AAR [-2] : -0,08% với mức ý nghĩa là 5% với kiểm định phi tham số). Lợi nhuận bất thường âm còn tiếp tục duy trì vào những ngày tiếp sau đó. Chính điều này dẫn tới việc lợi nhuận bất thường tích lũy ở các khung thời gian sau thông báo đều mang các giá trị âm (CAAR [0;15] : -1.1%; CAAR [0;30] : -1,73%) và đều với mức ý nghĩa thống kê là 1%. Điều này trái ngược hoàn toàn so với lợi nhuận tích lũy trước ngày sự kiện (CAAR [-15;-1] : 4.47% với mức ý nghĩa thống kê là 1%).

Từ các kết quả trên, thông tin được truyền tải trong thông tin đăng ký giao dịch bán CP của người nội bộ dường như là một tín hiệu xấu. Phản ứng của thị trường được thể hiện qua giá CP đã sụt giảm ngay trong ngày công bố thông tin, đồng thời thị trường đã không phản ánh hết thông tin trong ngày công bố mà tiếp tục ở các ngày sau đó.

Bảng 4.4 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.19%	2.46**	-1.32	0.10	1.58
-14	0.08%	1.09	-0.90	0.08	1.27
-13	0.15%	1.89*	-0.13	0.12	1.88*
-12	0.29%	3.74***	-2.09**	0.10	1.56
-11	0.14%	1.85*	0.34	0.04	0.64
-10	0.18%	2.39**	-0.19	0.13	2.01**
-9	0.20%	2.55**	-1.62	0.11	1.75*
-8	0.26%	3.43***	-1.08	0.17	2.64***
-7	0.29%	3.72***	-1.85*	0.10	1.49
-6	0.32%	4.13***	-2.09**	0.17	2.63***
-5	0.42%	5.45***	-2.98***	0.22	3.43***
-4	0.44%	5.68***	-2.8***	0.22	3.4***
-3	0.57%	7.36***	-4.88***	0.26	4.16***
-2	0.56%	7.31***	-2.39**	0.33	5.24***
-1	0.38%	4.9***	-3.46***	0.31	4.91***
0	-0.04%	-0.57	0.58	0.25	4***
1	-0.15%	-2**	1.71*	0.26	4.05***
2	-0.08%	-1.07	2**	0.25	3.89***
3	-0.12%	-1.54	1.35	0.32	4.97***

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
4	-0.07%	-0.84	2.24**	0.30	4.74***
5	-0.07%	-0.96	2.6***	0.30	4.72***
6	0.03%	0.38	1.00	0.23	3.6***
7	-0.08%	-1.02	1.35	0.20	3.13***
8	-0.08%	-1.01	1.53	0.18	2.88***
9	-0.09%	-1.22	1.00	0.17	2.61***
10	-0.02%	-0.27	-0.25	0.20	3.15***
11	-0.06%	-0.74	2.06**	0.16	2.47**
12	-0.07%	-0.93	1.47	0.18	2.89***
13	-0.09%	-1.18	0.64	0.13	1.97**
14	-0.16%	-2.02**	0.88	0.12	1.92*
15	-0.01%	-0.13	1.47	0.17	2.59***
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	4.47%	11.16***	7.29***	0.16	5.90***
[0;15]	-1.10%	-3.41***	-4.82***	0.21	6.73***
[0;30]	-1.73%	-3.88***	-4.94***	0.15	4.92***
[-15;15]	3.37%	6.52***	4.5***	0.19	6.85***

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Tiếp theo việc phân tích phản ứng của NĐT thông qua giá, bảng 4.4 phần bên phải trình bày các kết quả phản ứng của NĐT biểu hiện qua khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ. Cụ thể, trước ngày thông báo, kết quả cho thấy khối lượng giao dịch tăng liên tục trước ngày thông báo bán CP, thể hiện qua việc tồn tại của khối lượng giao dịch bất thường dương với mức ý nghĩa thống kê 1% ở các ngày từ ngày [-6] đến ngày [-1]. Tại ngày thông báo, khối lượng giao dịch tăng mạnh thể hiện ở việc tồn tại khối lượng giao dịch bất thường dương (AAV [0] : 0.25), với mức ý nghĩa là 1%. Khối lượng giao dịch ngay sau ngày thông báo (AAV [1] : 0.26; AAV [2] : 0.25) có giảm nhưng lại tăng mạnh vào những ngày sau đó, đặc biệt tại các ngày [3],[4] và ngày [5] có khối lượng giao dịch bất thường lớn (AAV [3] : 0.32; AAV [4] : 0.30 và AAV [5] : 0.30 đều với mức ý nghĩa là 1%). Ngoài ra, kết quả ở bảng 4.4 còn cho thấy khối lượng giao dịch bất

thường trung bình từng ngày của giai đoạn sau thông báo lớn hơn giai đoạn trước thông báo ($MAAV [0;15] : 0.16 > MAAV [-15;-1] : 0.21$). Các kết quả cho thấy rằng một lượng lớn CP được giao dịch ở trước, trong và sau khi thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ được công bố.

Kết hợp phản ứng của giá và khối lượng giao dịch như đã phân tích trên có thể thấy rằng trước khi người nội bộ đăng ký bán CP, giá CP có xu hướng tăng cao đi kèm theo là khối lượng giao dịch cũng tăng bất thường. Tại ngày người nội bộ đăng ký bán và những ngày sau đó, đà tăng giá của CP chấm dứt và bắt đầu đảo ngược xu hướng, tuy nhiên khối lượng giao dịch vẫn duy trì ở mức rất cao. Từ đó, các kết luận rút ra, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán của người nội bộ là xấu. Đồng thời, có hiện tượng NĐT trên thị trường thực hiện các giao dịch theo người nội bộ. Do thông tin bất cân xứng, hành vi đăng ký bán của người nội bộ tạo tín hiệu cho các NĐT còn lại trên thị trường cho rằng giá CP đã cao hơn giá trị thật hoặc có thể doanh nghiệp đang có những thông tin không tốt nào đó về triển vọng của công ty.

4.4. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ với các tỷ lệ bán khác nhau

Tương tự như sự kiện thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ, mẫu dữ liệu cũng được phân loại theo quy mô ít/nhiều dựa trên tiêu chí là tỷ lệ khối lượng đăng ký bán lớn hoặc nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu. Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký bán CP với tỷ lệ khác nhau (bán ít; bán nhiều) của người nội bộ được trình bày tương ứng ở bảng 4.5 và bảng 4.6.

Kết quả bảng 4.5 và bảng 4.6 cho thấy phản ứng của NĐT trước thông báo đăng ký bán ít, bán nhiều của người nội bộ có sự tương đồng với nhau. Giá CP tăng và đều tồn tại LNBT dương trước ngày công bố thông tin; giá CP sụt giảm ngay ngày công bố thông tin.

Bảng 4.5 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng giao dịch bất thường với sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ trường hợp tỷ lệ bán ít.

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.19%	1.86*	0.92	0.17	3.03***
-14	0.08%	0.82	0.33	0.06	1.06
-13	0.09%	0.91	0.33	0.05	0.92
-12	0.34%	3.33***	1.68*	0.05	0.93
-11	0.11%	1.02	-0.85	-0.03	-0.62
-10	0.28%	2.74***	0.84	0.07	1.24
-9	0.34%	3.32***	2.6***	0.06	1.04
-8	0.29%	2.81***	1.09	0.07	1.23
-7	0.39%	3.79***	2.01**	0.03	0.52
-6	0.45%	4.35***	2.94***	0.02	0.35
-5	0.44%	4.26***	1.76*	0.14	2.54**
-4	0.51%	4.97***	2.1**	0.19	3.4***
-3	0.64%	6.22***	4.29***	0.18	3.23***
-2	0.71%	6.84***	2.77***	0.27	4.74***
-1	0.47%	4.59***	3.62***	0.24	4.24***
0	0.06%	0.58	0.16	0.14	2.55**
1	-0.02%	-0.20	-0.60	0.19	3.35***
2	0.00%	0.03	-0.43	0.20	3.48***
3	0.05%	0.48	0.25	0.18	3.24***
4	-0.04%	-0.39	-1.02	0.24	4.34***
5	-0.02%	-0.19	-1.10	0.20	3.58***
6	0.06%	0.56	-0.43	0.16	2.92***
7	-0.10%	-0.96	-1.44	0.11	1.88*
8	-0.24%	-2.29**	-2.2**	0.12	2.15**
9	-0.02%	-0.15	-0.93	0.06	1.03
10	0.01%	0.05	-0.68	0.16	2.81***
11	-0.08%	-0.79	-0.85	0.07	1.28
12	-0.07%	-0.65	-1.44	0.14	2.47**
13	-0.01%	-0.08	0.08	0.05	0.89
14	0.05%	0.45	0.58	0.10	1.86*
15	0.01%	0.10	-0.93	0.14	2.41**
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	5.35%	10.41***	7.66***	0.10	2.69***

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
[0;15]	-0.29%	-0.68	-0.77	0.14	3.14***
[0;30]	-1.03%	-1.64	-1.02	0.08	1.83*
[-15;15]	5.06%	7.55***	5.89***	0.12	3.17***

***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Bảng 4.5 thể hiện kết quả phản ứng của NĐT thể hiện qua giá và khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ cho trường hợp đăng ký tỷ lệ bán ít. Trước ngày công bố thông tin, giá CP có xu hướng tăng liên tục, biểu hiện qua sự tồn tại của LNBT dương tăng với mức ý nghĩa là 1%. (AAR [-5] : 0.44%, AAR [-4] : 0.51%, AAR [-3] : 0.64%, AAR [-2] : 0.71%, AAR [-1] : 0.47%) và LNBT tích lũy ở khung trước ngày công bố thông tin đạt rất cao (CAAR [-15;-1]= 5.35% với ý nghĩa thống kê ở mức 1%). Tại ngày công bố thông tin giá CP không có sự thay đổi bất thường nào và thậm chí giá CP giảm sau ngày công bố thông tin (AAR [1] : -0.02%). Thêm vào đó, tồn tại khối lượng giao dịch bất thường xung quanh sự kiện. Khối lượng giao dịch bắt đầu tồn tại các giao dịch lớn từ trước khi sự kiện thông báo 5 ngày và kéo dài sau sự kiện đến 15 ngày. Như vậy, phản ứng của giá và khối lượng giao dịch cho trường hợp mẫu là tỷ lệ đăng ký bán ít có kết quả thống nhất như trường hợp toàn bộ mẫu.

Bảng 4.6 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng giao dịch bất thường với sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ với tỷ lệ bán nhiều.

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.19%	1.52	-1.13	0.03	0.40
-14	0.08%	0.64	-1.05	0.02	0.28
-13	0.20%	1.60	0.04	0.13	1.68*
-12	0.23%	1.83*	-1.30	0.14	1.81*
-11	0.17%	1.40	-0.12	0.12	1.47
-10	0.08%	0.66	0.55	0.14	1.72*

-9	0.05%	0.40	0.30	0.15	1.95*
-8	0.24%	1.98**	-0.46	0.20	2.52**
-7	0.18%	1.50	-0.71	0.15	1.86*
-6	0.17%	1.41	0.21	0.27	3.46***
-5	0.39%	3.16***	-2.48**	0.25	3.18***
-4	0.36%	2.97***	-2.06**	0.27	3.38***
-3	0.49%	3.99***	-2.73***	0.27	3.42***
-2	0.41%	3.3***	-0.54	0.32	4.08***
-1	0.26%	2.15**	-1.13	0.35	4.44***
0	-0.07%	-0.58	0.80	0.38	4.81***
1	-0.28%	-2.29**	1.98**	0.27	3.42***
2	-0.18%	-1.45	2.4**	0.24	3.02***
3	-0.29%	-2.38**	2.31**	0.41	5.17***
4	-0.11%	-0.86	2.06**	0.39	4.91***
5	-0.14%	-1.12	2.56**	0.32	4.02***
6	0.01%	0.08	0.80	0.27	3.45***
7	-0.05%	-0.37	0.38	0.27	3.44***
8	0.08%	0.63	-0.12	0.23	2.84***
9	-0.17%	-1.42	0.46	0.26	3.25***
10	-0.06%	-0.50	-0.80	0.27	3.35***
11	-0.04%	-0.34	1.98**	0.24	2.97***
12	-0.09%	-0.73	0.80	0.22	2.75***
13	-0.16%	-1.29	0.88	0.19	2.37**
14	-0.38%	-3.05***	2.06**	0.15	1.89*
15	-0.04%	-0.34	1.05	0.15	1.88*
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	3.51%	5.69***	3.66***	0.19	4.12***
[0;15]	-1.97%	-4.11***	-4.91***	0.27	5.03***
[0;30]	-2.50%	-3.95***	-4.83***	0.20	3.96***
[-15;15]	1.54%	1.96**	1.47	0.23	4.90***

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Đối với thông báo đăng ký bán nhiều thị trường phản ứng tương tự như bán ít và thống nhất với kết quả xem xét cho toàn bộ mẫu, nhưng phản ứng của giá và khối lượng giao dịch mạnh hơn kể từ ngày công bố thông tin (bảng 4.6), giá CP

giảm nhiều hơn thể hiện qua lợi nhuận bất thường trung bình âm lớn hơn so với trường hợp đăng ký bán ít của người nội bộ (AAR [1] : -0.28%, AAR [2] : -0.18%, AAR [3] : -0.29%). LNBT trung bình tích lũy ở khung sự kiện sau ngày công bố thông tin là âm (CAAR [0;15] – 1.97% có mức ý nghĩa là 1%). Đồng thời, khối lượng giao dịch bất thường đã bắt đầu xuất hiện trước khi sự kiện là 13 ngày và kéo dài đến sau 15 ngày kể từ ngày sự kiện được công bố. Các giá trị của KLBT đều lớn hơn so với trường hợp của đăng ký bán ít, MAAV [-15;-1] : 0.19 và MAAV [0; 15] : 0.27 đều có mức ý nghĩa là 1%.

Tóm lại, thông qua việc phân tích chi tiết tác động của thông tin đăng ký giao dịch bán CP của người nội bộ. Kết quả cho thấy thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ được xem là thông tin xấu đối với thị trường. Giá CP sụt giảm và hình thành xu hướng giảm giá tại ngày thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ, khối lượng giao dịch tăng đột biến vào các ngày xung quanh ngày sự kiện. Các kết quả này cho phép nghiên cứu chấp nhận giả thuyết 1b: Giá CP giảm với sự kiện đăng ký giao dịch bán của người nội bộ và chấp nhận giả thuyết 2b: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch bán CP của người nội bộ.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Chương này đã xem xét một số nội dung như: Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký mua và bán CP của người nội bộ. Các kết quả cho thấy thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ được xem là thông tin tốt đối với thị trường và người nội bộ có thể thực hiện hành vi mua vào CP như là một chiến lược quan trọng để góp phần ngăn chặn đà giảm giá của CP trên thị trường. Giá CP đảo chiều tăng ngay khi thông tin đăng ký mua CP của người nội bộ công bố và kèm theo đó là khối lượng giao dịch tăng đột biến ở xung quanh ngày sự kiện. Ngược lại, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ được xem là thông tin xấu đối với thị trường. Giá CP sụt giảm và hình thành xu hướng giảm giá tại ngày thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ, khối lượng giao dịch tăng đột biến vào

các ngày trước và sau ngày sự kiện. Ngoài ra, các kết quả của nghiên cứu cho thấy có hiện tượng NĐT bên ngoài thực hiện các giao dịch theo giao dịch của người nội bộ. Kết quả ủng hộ cho việc tồn tại thông tin bất cân xứng và lý thuyết tín hiệu. Các kết quả nghiên cứu của Chương 4 dẫn đến chấp nhận các giả thuyết nghiên cứu sau: Giả thuyết 1a: Giá CP tăng với sự kiện đăng ký giao dịch mua của người nội bộ. Giả thuyết 1b: Giá CP giảm với sự kiện đăng ký giao dịch bán của người nội bộ. Giả thuyết 2a: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch mua CP của người nội bộ. Giả thuyết 2b: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch bán CP của người nội bộ.

CHƯƠNG 5

PHẢN ỨNG CỦA NĐT KHI THÔNG BÁO ĐĂNG KÝ GIAO DỊCH CP CỦA NGƯỜI LIÊN QUAN

Giới thiệu chương

Người liên quan thường được xem là những người có được nhiều thông tin hơn các cổ đông khác. Trong chương này, luận án xem xét nhà đầu tư phản ứng như thế nào biểu hiện qua biến động giá chứng khoán và khối lượng giao dịch với thông báo giao dịch CP của người liên quan. Các sự kiện nghiên cứu và trình bày trong chương này bao gồm: Thông tin đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân; Thông tin đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân; Thông tin đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức và thông tin đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức.

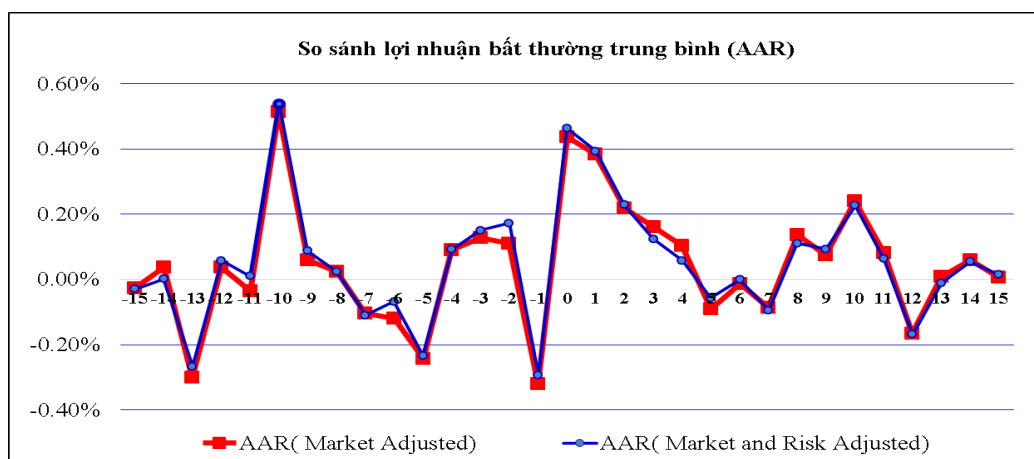
5.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký giao dịch CP của người liên quan là cá nhân.

5.1.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân.

Tương tự như các phần trước, hai phương pháp ước lượng LNBT được sử dụng để tính toán LNBT. Hình 5.1 biểu hiện sự tương đồng giữa hai phương pháp tính lợi nhuận bất thường là phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường và phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo rủi ro và thị trường. Do vậy, trong các phân tích tiếp theo, luận án chỉ sử dụng kết quả của một phương pháp đó là phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường để phân tích và thảo luận.

Bảng 5.1 thể hiện kết quả kiểm định về phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng mua bán bằng việc nghiên cứu LNBT và khối lượng giao dịch bất thường trong khung sự kiện công bố đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân. Bảng 5.1 cho thấy trước khi thông tin đăng ký mua CP của cá nhân có liên quan được công bố giá CP trên thị trường giảm và có xu hướng giảm những không rõ ràng biểu hiện qua việc LNBT âm tại ngày [-1] (AAR [-1] :0,44% với mức ý nghĩa 5%) và LNBT tích lũy âm cho khoảng thời gian trước ngày công bố thông tin

CAAR: [-15;-1] : -0.14% (tuy nhiên lại kiểm định không có ý nghĩa thống kê). Tuy nhiên, tại ngày sự kiện, giá CP tăng được minh chứng qua việc tồn tại LNBT dương ngay ngày công bố thông tin (AAR [0] : 0,44% và với mức ý nghĩa là 5%). Thêm vào đó, sau ngày sự kiện LNBT dương tiếp tục tồn tại ngày [1] (AAR [1] : 0.38% với mức ý nghĩa là 5%) và được duy trì vào những ngày sau đó đến ngày thứ tư (mặc dù không có ý nghĩa thống kê). Ngoài ra, về tổng thể, kể từ thời điểm thông báo, giá CP điều chỉnh thành mức giá mới thể hiện qua việc LNBT trung bình tích lũy dương CAAR [0;15] : 1.56% và CAAR [0;30] : 2.45% với mức ý nghĩa đều là 5%.



Nguồn: Phụ lục 3

Hình 5.1 LNBT trung bình của khung sự kiện khi thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân.

Thông tin đăng ký mua CP của cá nhân liên quan cũng tác động đến hành vi giao dịch CP trên thị trường. Cụ thể, tồn tại khối lượng giao dịch bất thường dương kể từ ngày thông tin được thông báo và tiếp tục duy trì thêm mấy ngày sau đó. Kết quả thể hiện trên bảng 5.1 (phần bên phải) cho thấy khối lượng giao dịch tăng ngay ngày thông báo đăng ký mua CP (bằng chứng là tồn tại khối lượng giao dịch bất thường dương với AAV [0] : 0.24; với mức ý nghĩa thống kê là 5%). Khối lượng giao dịch bất thường tiếp tục tồn tại và hầu hết có ý nghĩa thống kê cho đến hết ngày giao dịch thứ 13; ngoài ra khối lượng giao dịch trung bình ngày của giai đoạn sau thông báo lớn hơn trước thông báo (MAAV [0;15] : 0.22 > MAAV [-15;-1] : 0,06). Đây là một minh chứng thực nghiệm cho thấy khối lượng mua bán CP đã

được cải thiện đáng kể từ ngày thông tin công bố. Nói cách khác, sự kiện đăng ký mua CP của cá nhân liên quan gây sự chú ý cho các NĐT trên thị trường.

Từ các kết quả trên, có thể thấy rằng thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân được thị trường xem như là tín hiệu tốt. Có hiện tượng các NĐT khác thực hiện các giao dịch hoặc gia tăng các giao dịch theo giao dịch của người liên quan. Kết quả cũng là bằng chứng ủng hộ lý thuyết tín hiệu thông tin và lý thuyết về bất cân xứng thông tin.

Bảng 5.1 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	-0.03%	-0.15	-0.50	-0.01	-0.06
-14	0.04%	0.21	-0.50	0.01	0.08
-13	-0.30%	-1.75*	-0.50	-0.04	-0.39
-12	0.04%	0.22	-0.36	-0.04	-0.39
-11	-0.04%	-0.21	0.30	0.06	0.57
-10	0.51%	3,00***	2.16**	0.07	0.66
-9	0.06%	0.35	-0.10	0.02	0.16
-8	0.02%	0.14	-0.10	0.05	0.53
-7	-0.10%	-0.61	-0.76	0.03	0.25
-6	-0.12%	-0.69	-1.43	0.26	2.56**
-5	-0.24%	-1.41	-1.69*	0.02	0.18
-4	0.09%	0.53	1.9*	0.04	0.41
-3	0.13%	0.75	-0.23	0.16	1.54
-2	0.11%	0.64	-0.63	0.15	1.49
-1	-0.32%	-1.87*	-0.23	0.13	1.26
0	0.44%	2.55**	2.56**	0.24	2.38**
1	0.38%	2.24**	2.29**	0.32	3.11***
2	0.22%	1.28	1.10	0.21	2.1**
3	0.16%	0.94	0.70	0.23	2.29**
4	0.10%	0.61	1.36	0.27	2.64***
5	-0.09%	-0.52	-0.50	0.25	2.46**
6	-0.01%	-0.08	0.43	0.30	2.94***
7	-0.09%	-0.50	-1.03	0.19	1.88*
8	0.14%	0.79	1.23	-0.03	-0.27

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
9	0.08%	0.44	0.43	0.22	2.19**
10	0.24%	1.40	0.70	0.20	1.92*
11	0.08%	0.47	1.10	0.29	2.84***
12	-0.17%	-0.97	0.04	0.24	2.41**
13	0.01%	0.05	0.70	0.31	3.07***
14	0.06%	0.35	-0.36	0.09	0.90
15	0.01%	0.05	-0.10	0.20	1.97**
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	-0.14%	-0.20	-1.03	0.06	0.94
[0;15]	1.56%	1.97**	1.76*	0.22	3.14***
[0;30]	2.45%	2.31**	1.36	0.14	2.03**
[-15;15]	1.42%	1.28	1.76*	0.14	2.35**

***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

5.1.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ mua khác nhau

Để xem một cách chi tiết hơn về phản ứng của NĐT đối với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân, đề tài xem xét thêm khía cạnh thông báo đăng ký mua CP của người liên quan với tỷ lệ đăng ký mua ít và mua nhiều. Bảng 5.2 và bảng 5.3 lần lượt thể hiện kết quả kiểm định việc tồn tại LNBT với thông báo đăng ký mua CP với tỷ lệ đăng ký mua ít và mua nhiều của người liên quan là cá nhân.

Với thông báo đăng ký mua ít, kết quả bảng 5.2 chưa có bằng chứng thống kê minh chứng cho việc phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP khi thông tin mua CP được công bố, điều này được thể hiện qua việc kiểm định sự tồn tại LNBT tại ngày công bố thông không có ý nghĩa thống kê (bảng 5.2) khi kiểm định. Trước ngày thông tin được công bố giá CP giảm biểu hiện qua việc tồn tại LNBT âm (AAR [-1] : - 0.75% với mức ý nghĩa 1%) và LNBT tích lũy âm ở khung trước sự kiện [-15;-1]. Khi thông báo đăng ký mua ít được công bố giá CP mặc dù tăng nhưng không rõ ràng (tồn tại của LNBT dương nhưng không có ý nghĩa thống kê).

Xét khung thời gian trước và sau sự kiện, LNBT tích lũy đều không tồn tại (Kiểm định không có ý nghĩa thống kê), điều này cũng cố thêm minh chứng cho việc thị trường không phản ứng với thông tin mua ít CP của người liên quan là cá nhân được công bố. Bên cạnh đó, khối lượng giao dịch chỉ cho thấy có sự gia tăng bất thường trong ngày thông báo còn lại những ngày trước và sau sự kiện đều không cho thấy sự đột biến về giao dịch. Với sự kiện thông báo đăng ký mua CP của cá nhân liên quan với tỷ lệ mua ít không có tác động rõ ràng đến giá và khối lượng giao dịch của CP.

Bảng 5.2 Kết quả kiểm định LNBT và khối lượng giao dịch bất thường với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ mua ít

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	-0.04%	-0.20	0.67	0.09	0.57
-14	-0.45%	-2.11**	1.79*	-0.04	-0.25
-13	-0.37%	-1.74*	0.30	-0.07	-0.44
-12	0.20%	0.92	-0.63	-0.12	-0.81
-11	-0.18%	-0.86	-0.26	0.05	0.33
-10	0.47%	2.19**	-1.20	0.01	0.09
-9	-0.04%	-0.19	0.67	0.01	0.08
-8	0.04%	0.17	0.11	0.14	0.90
-7	-0.02%	-0.08	1.05	0.06	0.36
-6	0.20%	0.95	-0.26	0.15	1.00
-5	-0.22%	-1.05	1.05	0.10	0.68
-4	0.11%	0.52	-1.94*	0.08	0.52
-3	0.01%	0.03	-0.07	0.17	1.09
-2	0.28%	1.32	-0.82	0.24	1.58
-1	-0.75%	-3.52***	1.98**	0.06	0.39
0	0.23%	1.08	-1.57	0.27	1.77*
1	0.32%	1.48	-1.94*	0.21	1.35
2	0.25%	1.15	-1.20	0.18	1.15
3	0.31%	1.46	-0.45	0.12	0.77
4	-0.08%	-0.37	0.11	0.30	1.94*
5	-0.25%	-1.16	0.30	0.24	1.56

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
6	-0.17%	-0.81	0.49	0.23	1.51
7	0.00%	0.02	0.49	0.17	1.10
8	0.01%	0.06	-0.63	0.03	0.19
9	0.19%	0.88	-0.26	0.26	1.69*
10	0.13%	0.60	-0.26	0.30	1.93*
11	0.05%	0.22	-0.45	0.25	1.65*
12	0.07%	0.32	-1.01	0.17	1.08
13	0.05%	0.24	-0.63	0.32	2.1**
14	-0.18%	-0.86	1.23	0.08	0.51
15	-0.04%	-0.20	1.23	0.18	1.15
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	-0.78%	-0.92	-2.32**	0.06	0.62
[0;15]	0.88%	0.89	-0.26	0.21	1.92*
[0;30]	1.78%	1.31	-0.45	0.09	0.83
[-15;15]	0.10%	0.07	-0.07	0.14	1.42

*, **, *** với mức ý nghĩa lần lượt là 10%; 5%; 1%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán

Với thông báo đăng ký mua nhiều, bảng 5.3 biểu hiện rằng thị trường có những phản ứng rõ ràng biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch với sự thông tin đăng ký mua CP với tỷ lệ mua nhiều của cá nhân liên quan. Cụ thể, tồn tại khối lượng giao dịch bất thường tại ngày [0] và ngày [1] (AAR [0] : 0.65% có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%, AAR [1] : 0.5% có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%). LNBT trung bình tích lũy ở khoảng thời gian sau sự kiện có giá trị dương, cho thấy giá CP có chiều hướng tăng kể từ sau sự kiện, bằng chứng là CAAR [0;15] : 2.35% có ý nghĩa thống kê ở mức 10% và CAAR [0;30] : 3.44% với mức ý nghĩa là 5%. Bên cạnh đó, thanh khoản CP được cải thiện kể từ khi sự kiện công bố, thể hiện qua sự tồn tại khối lượng giao dịch bất thường dương từ ngày [0] cho đến ngày [15] hầu hết có ý nghĩa thống kê khi kiểm định, khối lượng giao dịch bất thường trung bình của giai đoạn sau sự kiện cũng dương và kết quả kiểm định đều có ý nghĩa,

MAAV [0;15] :0.25 với mức ý nghĩa thống kê là 1% và MAAV [0;30] : 0.24 với mức ý nghĩa thống kê là 5%.

Qua các kết quả trên cho thấy với tỷ lệ đăng ký mua càng nhiều của cá nhân có liên quan thì thị trường có những phản ứng với thông tin càng rõ nét hơn và thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua là thông tin tốt. Khi đó, có sự xuất hiện việc các NĐT trên thị trường giao dịch theo các cá nhân liên quan xuất phát từ bất cân xứng thông tin và các tín hiệu truyền tải qua hành vi đăng ký giao dịch mua của cá nhân liên quan. Ngoài ra, sau khi so sánh, đã tìm thấy phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký giao dịch mua nhiều của cá nhân liên quan có kết quả tương tự với trường hợp phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký mua nhiều của người nội bộ. Nói cách khác, tính chất hàm chứa trong thông tin đăng ký giao dịch mua của người nội bộ và cổ đông cá nhân có liên quan là giống nhau.

Bảng 5.3 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ mua nhiều

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.03%	0.12	0.09	-0.16	-1.52
-14	0.47%	1.88*	-0.10	-0.06	-0.57
-13	-0.24%	-0.99	-0.28	0.04	0.35
-12	-0.14%	-0.56	1.39	0.06	0.54
-11	0.17%	0.67	-0.84	0.10	0.90
-10	0.61%	2.45**	-1.77*	0.11	1.03
-9	0.17%	0.67	-0.28	-0.04	-0.36
-8	0.02%	0.09	0.65	-0.03	-0.31
-7	-0.20%	-0.80	-0.47	-0.10	-0.94
-6	-0.43%	-1.76*	1.58	0.27	2.57**
-5	-0.27%	-1.08	1.39	0.02	0.20
-4	0.08%	0.30	-0.28	-0.04	-0.35
-3	0.19%	0.77	0.65	0.11	0.98
-2	-0.07%	-0.28	1.02	0.02	0.19
-1	0.07%	0.30	-1.21	0.15	1.39
0	0.65%	2.63***	-2.14**	0.21	1.97**

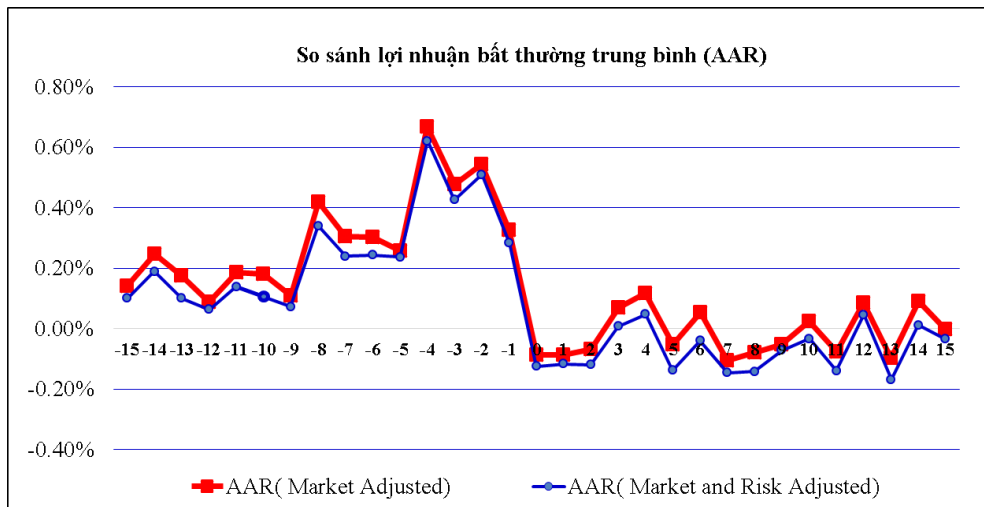
T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
1	0.50%	2.03**	-1.77*	0.46	4.27***
2	0.18%	0.73	-0.28	0.24	2.25**
3	0.04%	0.14	-0.84	0.40	3.7***
4	0.36%	1.46	-0.65	0.27	2.53**
5	0.06%	0.24	0.83	0.23	2.11**
6	0.19%	0.75	-0.84	0.35	3.28***
7	-0.17%	-0.68	0.46	0.15	1.44
8	0.25%	1.02	-1.02	-0.04	-0.34
9	0.00%	-0.01	-0.84	0.23	2.16**
10	0.34%	1.36	-0.10	0.16	1.45
11	0.06%	0.23	-1.40	0.31	2.92***
12	-0.40%	-1.60	0.83	0.39	3.68***
13	-0.09%	-0.36	-0.65	0.32	2.98***
14	0.29%	1.18	0.46	0.12	1.16
15	0.09%	0.35	-0.84	0.24	2.28**
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	0.45%	0.40	-0.65	0.03	0.39
[0;15]	2.35%	1.94*	0.09	0.25	2.71***
[0;30]	3.44%	2.15**	0.09	0.24	2.44**
[-15;15]	2.80%	1.61	0.09	0.14	1.92*

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

5.1.3. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân.

Hình 5.2 cho thấy kết quả có sự tương đồng giữa hai phương pháp tính lợi nhuận bất thường là phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường (market adjusted) và phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo rủi ro và thị trường (market and risk adjusted).



Nguồn: phụ lục 4

Hình 5.2 LNBT trung bình xung quanh ngày thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân.

Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân được thể hiện ở kết quả Bảng 5.4. Kết quả trái ngược với kết quả của sự kiện đăng ký mua của cá nhân liên quan, Bảng 5.4 cho thấy trước khi thông tin đăng ký bán CP của cá nhân có liên quan được công bố giá CP trên thị trường tăng mạnh và có xu hướng tăng liên tục thể hiện qua việc tồn tại LNBT dương từ ngày [-14] đến ngày [-1] và hầu hết với mức ý nghĩa cao, đặc biệt là những ngày gần sát với ngày sự kiện. Thêm vào đó, LNBT trung bình tích lũy cho giai đoạn trước sự kiện có giá trị dương CAAR:[-15;-1] 4.43% và với mức ý nghĩa là 1%. Tại thời điểm công bố thông tin đăng ký bán của cá nhân liên quan, giá CP lập tức sụt giảm biểu hiện qua việc tồn tại LNBT âm tại ngày thông báo (AAR [0] :-0,09% với mức ý nghĩa là 5% với kiểm định phi tham số). Việc giảm giá CP không dừng lại ở ngày công bố thông tin mà còn tiếp diễn ở những ngày sau đó biểu hiện qua việc tồn tại LNBT âm ở các ngày sau ngày công bố thông tin. Mặc khác, LNBT tích lũy ở khung thời gian sau ngày công bố thông tin đều âm (CAAR [0;30] : -0.96% và với mức ý nghĩa thống kê là 5%).

Xem xét ở góc độ giao dịch, thanh khoản CP được cải thiện đáng kể, khối lượng giao dịch đã có những thay đổi lớn ở trước, trong và sau ngày sự kiện. Trước ngày công bố thông tin khối lượng giao dịch có xu hướng tăng, biểu hiện qua khối lượng giao dịch bất thường có xu hướng tăng liên tục (AVV [-10] : 0.12; AVV [-9] : 0.15; AVV [-8] : 0.16; AVV [-7] : 0.17; AVV [-1] : 0.27; AVV [0] : 0.33). Tại ngày công bố thông tin, khối lượng giao dịch ở mức rất cao và cao hơn so với các ngày xung quanh sự kiện. Sau ngày công bố thông tin thanh khoản vẫn ở mức cao, tồn tại KLBT dương nhưng có xu hướng giảm với mức ý nghĩa thống kê cao là 1% từ ngày [1] đến ngày [13] (AVV [1] : 0.28; AVV [2] : 0.16; AVV [3] : 0.26; AVV [4] : 0.22; AVV [12] : 0.18; AVV [13] : 0.14).

Dựa trên sự biến động của giá CP và khối lượng giao dịch CP xung quanh ngày sự kiện đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân có thể thấy rằng, phản ứng của NĐT là tương tự với trường hợp của sự kiện đăng ký bán của người nội bộ. Cá nhân liên quan đã lựa chọn thời điểm giá CP trên thị trường tăng cao để đăng ký bán ra. Tương tự, lý do giải thích là giá thị trường CP đã vượt mức kỳ vọng và cá nhân liên quan thực hiện đăng ký bán một phần hoặc toàn bộ số lượng CP đang sở hữu như là một cách thức tìm kiếm lợi nhuận tối ưu hoặc kinh doanh chênh lệch giá bằng cách mua lại CP sau đó. Như vậy, thị trường xem thông tin đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân là một tín hiệu xấu. Có hiện tượng các NĐT khác thực hiện các giao dịch hoặc gia tăng các giao dịch theo giao dịch của người liên quan. Kết quả cũng là bằng chứng ủng hộ lý thuyết tín hiệu thông tin và lý thuyết về bất cân xứng thông tin.

Bảng 5.4 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.14%	1.45	-1.06	0.07	1.44
-14	0.25%	2.55**	-2.14**	0.06	1.22
-13	0.18%	1.81*	-0.55	0.06	1.22
-12	0.09%	0.92	0.10	0.09	1.72*
-11	0.19%	1.93*	-1.92*	0.08	1.52
-10	0.18%	1.86*	-0.48	0.12	2.33**
-9	0.11%	1.14	-0.62	0.15	2.91***
-8	0.42%	4.34***	-3***	0.16	3.15***
-7	0.31%	3.16***	-2.79***	0.17	3.41***
-6	0.30%	3.13***	-2.43**	0.17	3.28***
-5	0.26%	2.66***	-0.69	0.24	4.75***
-4	0.67%	6.91***	-4.3***	0.27	5.23***
-3	0.48%	4.94***	-1.99**	0.23	4.44***
-2	0.54%	5.63***	-3.65***	0.28	5.46***
-1	0.33%	3.37***	-2.64***	0.27	5.27***
0	-0.09%	-0.90	1.99**	0.33	6.56***
1	-0.09%	-0.88	1.83*	0.28	5.53***
2	-0.07%	-0.70	0.60	0.16	3.13***
3	0.07%	0.73	-1.13	0.26	5.14***
4	0.12%	1.21	-0.84	0.22	4.4***
5	-0.05%	-0.54	-0.05	0.15	2.89***
6	0.05%	0.56	-0.91	0.25	4.81***
7	-0.11%	-1.09	0.89	0.14	2.71***
8	-0.08%	-0.80	1.54	0.13	2.59***
9	-0.05%	-0.55	-0.62	0.18	3.59***
10	0.03%	0.26	0.03	0.15	2.9***
11	-0.08%	-0.78	-0.12	0.13	2.62***
12	0.09%	0.88	-0.91	0.18	3.51***
13	-0.10%	-0.99	1.61	0.14	2.65***
14	0.09%	0.94	0.10	0.07	1.45
15	0.00%	-0.02	-0.62	0.13	2.51**

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	4.43%	10.08***	7.39***	0.16	5.25***
[0;15]	-0.26%	-0.67	-3.72***	0.18	4.79***
[0;30]	-0.96%	-1.8*	-4.45***	0.12	3.34***
[-15;15]	4.17%	7.07***	4.57***	0.17	5.44***

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

5.1.4. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ bán khác nhau

Trong phần này, luận án xem xét Phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân thông qua việc phân loại mẫu dựa trên tiêu chí là tỷ lệ khối lượng đăng ký lớn hoặc nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu (bán ít, bán nhiều). Bảng 5.5 và bảng 5.6 lần lượt trình bày kết quả kiểm định việc tồn tại LNBT với thông báo đăng ký bán CP với tỷ lệ đăng ký bán ít và bán nhiều của người liên quan là cá nhân. LNBT trung bình được tính toán theo hai phương pháp bao gồm LNBT trung bình tính lũy dựa trên lợi nhuận kỳ vọng điều chỉnh theo thị trường (AAR1) và lợi nhuận kỳ vọng điều chỉnh theo thị trường và rủi ro (AAR2). Tuy nhiên, kết quả tính toán của cả hai phương pháp này tương tự nhau. Do vậy chỉ trình bày các kiểm định tương ứng với phương pháp tính LNBT trung bình tính dựa trên lợi nhuận kỳ vọng điều chỉnh theo thị trường (AAR1). Các kết quả cho thấy phản ứng của NĐT trước thông báo đăng ký bán ít, bán nhiều của người liên quan là cá nhân có sự tương đồng với nhau. Giá CP tăng và đều tồn tại LNBT dương trước ngày công bố thông tin, giá CP sụt giảm ngay ngày công bố thông tin. Điều này cũng được minh chứng qua việc tồn tại của LNBT trung bình tích lũy dương ở khung sự kiện trước ngày công bố thông tin với mức ý nghĩa cao (CAAR [-5,-1] là 5.17% đối với thông tin bán ít, CAAR [-15,-1] là 3.79% đối với thông tin bán nhiều cả hai đều có mức ý nghĩa là lần lượt là 1%). Các kết luận rút ra tương tự như

trường hợp tổng quát của toàn bộ mẫu sự kiện đăng ký bán của cá nhân liên quan. Nói cách khác, thị trường xem thông tin đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân là một tín hiệu xấu. Có hiện tượng các NĐT khác thực hiện các giao dịch hoặc gia tăng các giao dịch theo giao dịch của người liên quan. Kết quả cũng là bằng chứng ủng hộ lý thuyết tín hiệu thông tin và lý thuyết về bất cân xứng thông tin.

Bảng 5.5 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ bán ít.

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.28%	2.23**	-0.85	0.05	0.88
-14	0.31%	2.5**	-2.17**	0.05	0.86
-13	0.40%	3.22***	-1.15	0.10	1.78*
-12	0.17%	1.33	0.07	0.08	1.40
-11	0.13%	1.03	-1.26	0.08	1.42
-10	0.28%	2.23**	-0.95	0.05	0.95
-9	0.25%	2.05**	-1.46	0.11	1.96**
-8	0.40%	3.19***	-2.27**	0.16	3.01***
-7	0.31%	2.53**	-1.97**	0.14	2.66***
-6	0.34%	2.7***	-1.66*	0.11	2.08**
-5	0.28%	2.28**	-0.95	0.15	2.81***
-4	0.51%	4.12***	-1.36	0.22	4.02***
-3	0.43%	3.47***	-0.95	0.22	3.99***
-2	0.71%	5.69***	-3.39***	0.27	4.9***
-1	0.38%	3.04***	-1.56	0.25	4.64***
0	0.00%	0.01	0.48	0.30	5.46***
1	-0.23%	-1.84*	2.41**	0.30	5.57***
2	0.08%	0.67	-0.13	0.21	3.83***
3	0.21%	1.69*	-1.66*	0.27	5***
4	0.01%	0.06	0.27	0.15	2.75***
5	-0.12%	-0.94	1.60	0.11	2.07**
6	0.13%	1.04	-0.44	0.16	2.98***
7	-0.22%	-1.78*	2**	0.14	2.65***

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
8	-0.15%	-1.17	1.9*	0.11	2.05**
9	-0.11%	-0.89	-0.85	0.12	2.16**
10	-0.03%	-0.27	0.48	0.14	2.54**
11	0.13%	1.05	-1.26	0.16	2.88***
12	-0.03%	-0.22	0.17	0.13	2.46**
13	0.06%	0.50	0.37	0.11	2**
14	0.00%	0.04	0.48	0.03	0.58
15	-0.01%	-0.06	-0.44	0.07	1.27
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	5.17%	9.11***	6.28***	0.13	3.40***
[0;15]	-0.26%	-0.53	-3.9***	0.16	3.43***
[0;30]	-1.27%	-1.82*	-4.21***	0.10	2.19**
[-15;15]	4.91%	6.42***	3.84***	0.15	3.70***

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Bảng 5.6 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân với tỷ lệ bán nhiều.

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.01%	0.07	0.35	0.10	1.44
-14	0.19%	1.35	0.66	0.02	0.26
-13	-0.03%	-0.21	-0.17	0.07	1.03
-12	0.03%	0.22	0.24	0.12	1.62
-11	0.22%	1.56	1.27	0.06	0.80
-10	0.12%	0.84	-0.06	0.17	2.38**
-9	-0.03%	-0.25	-0.78	0.17	2.35**
-8	0.44%	3.16***	1.89*	0.18	2.54**
-7	0.32%	2.25**	2.2**	0.17	2.39**
-6	0.29%	2.05**	1.89*	0.22	3.06***

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-5	0.24%	1.69*	0.35	0.33	4.56***
-4	0.81%	5.77***	4.66***	0.32	4.5***
-3	0.51%	3.64***	1.99**	0.23	3.24***
-2	0.37%	2.65***	1.79*	0.29	4.11***
-1	0.31%	2.23**	2.5**	0.30	4.14***
0	-0.16%	-1.13	-1.91*	0.37	5.14***
1	0.06%	0.46	-0.17	0.26	3.65***
2	-0.26%	-1.85*	-1.09	0.11	1.57
3	-0.06%	-0.42	0.04	0.27	3.74***
4	0.24%	1.69*	1.68*	0.30	4.2***
5	0.03%	0.23	1.79*	0.17	2.35**
6	0.02%	0.11	1.17	0.34	4.79***
7	0.04%	0.25	0.86	0.11	1.58
8	0.01%	0.07	-0.27	0.20	2.74***
9	-0.01%	-0.08	0.04	0.25	3.53***
10	0.12%	0.83	0.66	0.16	2.29**
11	-0.25%	-1.75*	-1.09	0.07	0.96
12	0.20%	1.42	1.58	0.20	2.76***
13	-0.29%	-2.05**	-2.02**	0.21	2.86***
14	0.19%	1.35	0.55	0.13	1.79*
15	0.02%	0.16	0.66	0.18	2.45**
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	3.79%	5.62***	4.97***	0.18	3.88***
[0;15]	-0.10%	-0.17	-0.37	0.21	3.39***
[0;30]	-0.37%	-0.47	-1.09	0.15	2.49**
[-15;15]	3.69%	4.09***	3.53***	0.20	3.95***

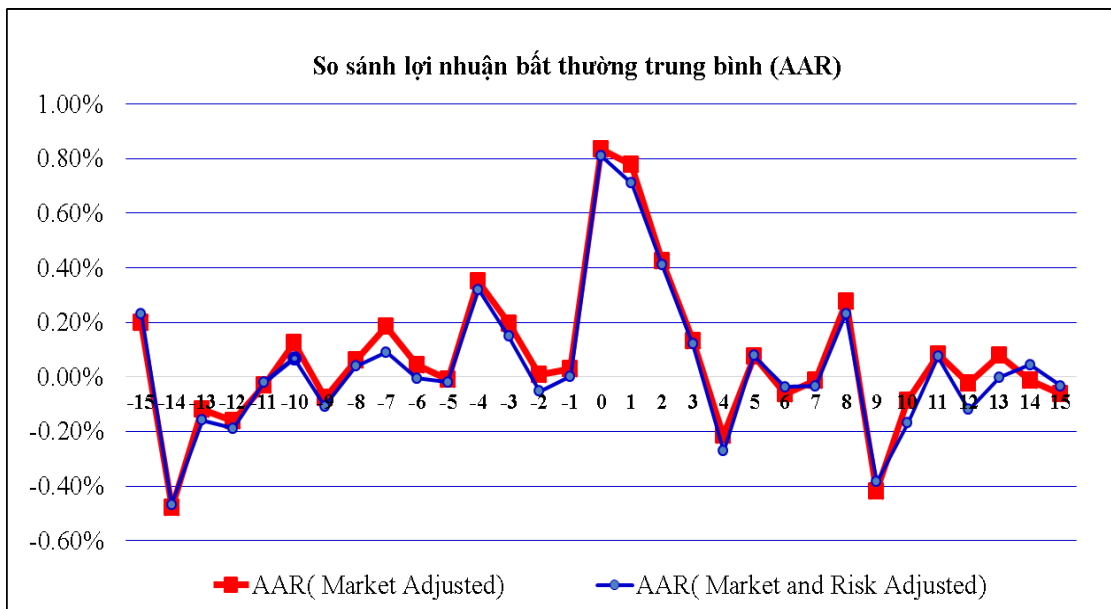
***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

5.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký giao dịch CP của người liên quan là tổ chức

5.2.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức

Hình 5.3 cho thấy kết quả có sự tương đồng giữa hai phương pháp tính lợi nhuận bất thường theo phương pháp điều chỉnh theo thị trường (market adjusted) và phương pháp điều chỉnh theo rủi ro và thị trường (market and risk adjusted). Do vậy chỉ sử dụng kết quả của việc kiểm định lợi nhuận bất thường theo phương pháp điều chỉnh theo thị trường để phân tích và đánh giá các tác động của sự kiện lên giá CP.



Nguồn: phụ lục 5

Hình 5.3 LNBT trung bình xung quanh ngày thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức.

Bảng 5.7 thể hiện kết quả kiểm định LNBT và khối lượng giao dịch bất thường trong khung sự kiện với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức. Kết quả cho thấy trước khi thông tin đăng ký mua CP của tổ chức có liên quan, giá CP không có phản ứng rõ ràng với thông tin được công bố. Việc này được minh chứng qua việc lợi nhuận bất thường các ngày trước ngày sự kiện (ngoại

trừ ngày [-4]) là không tồn tại và LNBT tích lũy ở khung thời gian trước thông báo không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, tại ngày thông báo, giá có phản ứng với thông tin, cụ thể là tồn tại LNBT trung bình dương tại ngày công bố thông tin AAR [0] : 0.84% với mức ý nghĩa là 1%. Sau ngày sự kiện, giá CP tiếp tục tăng thể hiện qua sự tồn tại LNBT dương ở ngày [1] và ngày [2]; đồng thời, LNBT trung bình tích lũy cũng có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở khung thời gian sau ngày sự kiện (CAAR [0; 15] : 1.79% với mức ý nghĩa thống kê là 1%). Như vậy, thị trường phản ứng tích cực (giá CP tăng) với thông báo đăng ký mua CP của tổ chức có liên quan. Hơn nữa, thông tin này còn giúp giá CP giữ được mức giá mới cao hơn ít nhất là 15 ngày ở khung thời gian sau ngày sự kiện.

Khối lượng giao dịch có những thay đổi không rõ ràng với thông tin đăng ký mua CP của tổ chức có liên quan. Cụ thể, khối lượng giao dịch không có sự thay đổi lớn đáng chú ý ở trước trong và sau ngày sự kiện (trừ ngày [2]). Tuy nhiên, các giá trị của AAV đều dương (nhưng không tồn tại mức ý nghĩa nào, trừ ngày [2]) kể từ ngày sự kiện và sau đó 8 ngày, kết quả này phần nào cho thấy thanh khoản CP được cải thiện khi sự kiện công bố (thanh khoản có cải thiện nhưng không rõ ràng).

Dựa trên kết quả phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của tổ chức có liên quan là thông tin tốt, giá CP tăng và thanh khoản CP được cải thiện nhưng không rõ ràng. Thêm vào đó, các kết quả cũng chỉ ra rằng không tồn tại thị trường hiệu quả dạng vừa tại các ngày sau sự kiện do LNBT còn được tồn tại sau sự kiện. Kết quả nghiên cứu tiếp tục ủng hộ cho việc tồn tại vấn đề bất cân xứng thông tin và lý thuyết tín hiệu thông tin.

Bảng 5.7 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.20%	1.32	-1.04	-0.12	-1.49
-14	-0.48%	-3.19***	2.26**	-0.33	-3.94***
-13	-0.12%	-0.79	1.24	-0.09	-1.05
-12	-0.16%	-1.06	1.62	-0.12	-1.42
-11	-0.03%	-0.19	0.86	-0.33	-3.92***
-10	0.12%	0.82	0.10	-0.20	-2.44**
-9	-0.07%	-0.50	0.35	-0.22	-2.64***
-8	0.06%	0.40	-0.28	-0.13	-1.57
-7	0.18%	1.23	-0.79	-0.17	-2.1**
-6	0.04%	0.28	0.86	-0.03	-0.34
-5	-0.01%	-0.06	0.35	-0.04	-0.47
-4	0.35%	2.34**	-0.53	-0.04	-0.53
-3	0.20%	1.31	-0.41	-0.10	-1.24
-2	0.01%	0.06	1.11	-0.12	-1.43
-1	0.03%	0.19	0.73	-0.03	-0.35
0	0.84%	5.56***	-2.94***	0.13	1.53
1	0.78%	5.18***	-3.83***	0.13	1.56
2	0.42%	2.83***	-2.06**	0.25	2.98***
3	0.13%	0.88	-1.04	0.14	1.63
4	-0.22%	-1.43	0.86	0.03	0.33
5	0.07%	0.50	0.48	0.02	0.29
6	-0.06%	-0.42	0.99	0.01	0.07
7	-0.01%	-0.08	0.35	0.05	0.59
8	0.28%	1.84*	-1.29	0.02	0.24
9	-0.42%	-2.79***	2.38**	-0.06	-0.73
10	-0.09%	-0.59	0.35	0.00	0.01
11	0.08%	0.55	0.35	-0.05	-0.56
12	-0.02%	-0.16	-0.03	-0.10	-1.14
13	0.08%	0.53	0.10	0.12	1.50
14	-0.01%	-0.09	-0.15	-0.07	-0.83
15	-0.06%	-0.42	0.86	-0.13	-1.53
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	0.33%	0.54	-1.67*	-0.14	-2.45**
[0;15]	1.79%	2.85***	2**	0.03	0.45
[0;30]	1.36%	1.65*	1.50	-0.02	-0.35
[-15;15]	2.11%	2.5**	1.37	-0.05	-0.90

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

5.2.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ mua khác nhau

Tương tự như các phần trước, mẫu dữ liệu cũng thực hiện chia theo quy mô ít/nhiều để xem xét rõ hơn về phản ứng của NĐT với thông báo đăng ký mua CP của tổ chức liên quan. Cụ thể, mẫu dữ liệu được chia nhỏ dựa trên tiêu chí là tỷ lệ khối lượng đăng ký mua lớn (mua nhiều) hoặc nhỏ hơn (mua ít) giá trị trung vị của mẫu. Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký mua CP với tỷ lệ mua ít và mua nhiều của tổ chức có liên quan được trình bày tương ứng ở bảng 5.8 và bảng 5.9.

Với thông báo đăng ký mua ít của tổ chức liên quan, giá CP có phản ứng với thông tin công bố bằng chứng là tồn tại LNBT có giá trị dương với mức ý nghĩa là 5% tại ngày sự kiện. Ngoài ra, LNBT dương tồn tại đến ngày thứ [3] sau ngày công bố thông tin tuy nhiên chỉ có ý nghĩa thống kê ở ngày thứ [2]. Mặt khác LNBT tích lũy dương ở khung thời gian sau ngày công bố thông tin với mức ý nghĩa là 1% đối với kiểm định phi tham số. Khối lượng giao dịch không có sự thay đổi lớn và rõ ràng nhưng nhìn chung thanh khoản CP cũng được cải thiện (AAV từ ngày [0] đến ngày [4] đều có giá trị dương nhưng không có ý nghĩa thống kê). Như vậy, sự kiện thông báo đăng ký mua ít của tổ chức liên quan có tác động tích cực trong ngắn hạn đến giá CP và không có tác động rõ ràng đến khối lượng giao dịch.

Bảng 5.8 Kết quả kiểm định LNBT và KLBV với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ mua ít

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.17%	0.77	0.52	0.11	1.04
-14	-0.31%	-1.45	-1.45	-0.21	-2**
-13	-0.65%	-3.02***	-3.96***	0.09	0.84
-12	-0.31%	-1.41	-1.99**	-0.09	-0.87
-11	-0.17%	-0.81	-1.63	-0.33	-3.16***

-10	0.15%	0.69	-0.20	-0.26	-2.47**
-9	-0.13%	-0.59	-0.38	-0.23	-2.19**
-8	-0.01%	-0.04	0.34	-0.13	-1.27
-7	0.15%	0.72	0.34	-0.06	-0.56
-6	0.29%	1.34	0.70	-0.02	-0.17
-5	0.20%	0.91	0.34	0.08	0.75
-4	0.30%	1.41	0.70	-0.02	-0.18
-3	0.01%	0.07	-0.20	-0.01	-0.09
-2	0.00%	0.02	-0.92	-0.12	-1.12
-1	0.28%	1.30	0.52	-0.11	-1.06
0	0.52%	2.41**	1.41	0.08	0.75
1	0.33%	1.54	1.59	0.06	0.55
2	0.54%	2.5**	2.49**	0.14	1.37
3	0.10%	0.45	-0.02	0.09	0.86
4	-0.56%	-2.58***	-1.63	0.02	0.20
5	0.19%	0.90	0.16	-0.04	-0.39
6	-0.09%	-0.41	-1.27	-0.21	-1.97**
7	0.27%	1.23	0.34	-0.11	-1.04
8	0.12%	0.54	0.52	-0.08	-0.73
9	-0.51%	-2.38**	-2.35**	-0.18	-1.68*
10	-0.04%	-0.20	0.34	-0.15	-1.38
11	0.03%	0.16	0.52	-0.10	-0.99
12	-0.15%	-0.70	-0.92	-0.22	-2.09**
13	0.15%	0.68	-0.20	0.04	0.41
14	0.16%	0.72	1.05	-0.09	-0.82
15	0.01%	0.04	0.52	-0.21	-1.96*
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	-0.02%	-0.03	-0.74	-0.09	-1.29
[0;15]	1.06%	1.27	2.84***	-0.06	-0.74
[0;30]	0.93%	0.86	1.77*	-0.06	-0.86
[-15;15]	1.04%	0.90	0.87	-0.07	-1.10

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Với thông báo đăng ký mua nhiều của tổ chức liên quan, giá CP có phản ứng mạnh mẽ với thông tin này, biểu hiện qua sự tồn tại LNBT trung bình dương tại ngày thông tin được công bố (AAR [0] : 1.15% với mức ý nghĩa 1%). LNBT tiếp tục duy trì đến ngày thứ [4] (đặc biệt tại ngày [1] có AAR [1] : 1.23% với mức ý nghĩa 1%). Thêm vào đó, LNBT trung bình tích lũy ở khung thời gian sau ngày công bố thông tin có giá trị dương cũng rất cao (CAR [0:15] : 2.52% với mức ý nghĩa 1%). Khối lượng CP cũng có những thay đổi tích cực (thanh khoản tăng) nhưng không đáng kể. Tương tự như trường hợp đăng ký mua ít, sự kiện thông báo đăng ký mua nhiều của tổ chức liên quan có tác động tích cực trong ngắn hạn đến giá CP và không có tác động rõ ràng đến khối lượng giao dịch. Nói cách khác, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP với tỷ lệ đăng ký lớn của người liên quan là một tin tốt.

Bảng 5.9 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ mua nhiều

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.23%	1.10	-0.86	-0.33	-2.18**
-14	-0.65%	-3.07***	1.66*	-0.45	-2.98***
-13	0.42%	1.98**	-1.94*	-0.30	-1.98**
-12	-0.01%	-0.05	0.40	-0.18	-1.22
-11	0.12%	0.55	-0.32	-0.28	-1.9*
-10	0.10%	0.46	-0.14	-0.24	-1.59
-9	-0.02%	-0.10	0.04	-0.16	-1.10
-8	0.13%	0.61	-0.14	-0.16	-1.07
-7	0.21%	1.01	-0.86	-0.31	-2.09**
-6	-0.21%	-0.97	1.84*	-0.09	-0.62
-5	-0.22%	-1.02	0.76	-0.21	-1.43
-4	0.40%	1.89*	-0.14	-0.09	-0.60
-3	0.38%	1.81*	-0.68	-0.17	-1.11
-2	0.01%	0.06	0.58	-0.11	-0.70
-1	-0.23%	-1.07	1.66*	0.05	0.31
0	1.15%	5.45***	-2.83***	0.17	1.12
1	1.23%	5.8***	-3.55***	0.17	1.13
2	0.31%	1.46	-0.32	0.34	2.28**

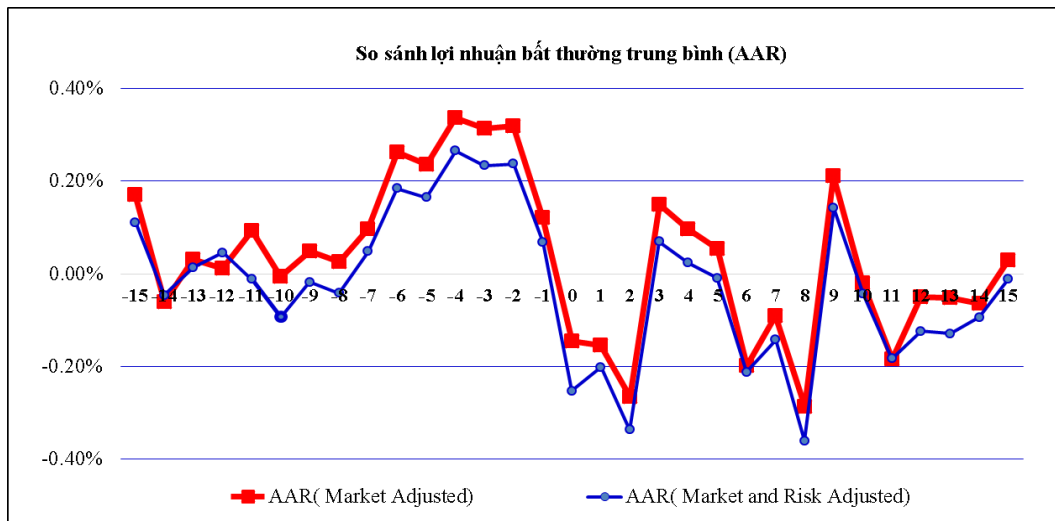
3	0.17%	0.79	-1.40	0.19	1.29
4	0.13%	0.62	-0.32	0.08	0.53
5	-0.04%	-0.21	0.76	0.06	0.37
6	-0.04%	-0.18	0.22	0.22	1.49
7	-0.29%	-1.38	0.94	0.15	0.98
8	0.44%	2.07**	-1.40	0.11	0.72
9	-0.32%	-1.54	0.94	-0.05	-0.31
10	-0.13%	-0.63	0.94	0.07	0.48
11	0.13%	0.62	0.94	0.06	0.39
12	0.10%	0.49	-1.04	-0.12	-0.78
13	0.01%	0.06	0.04	0.22	1.50
14	-0.18%	-0.87	0.76	-0.07	-0.48
15	-0.13%	-0.64	1.66*	-0.14	-0.95
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	0.68%	0.77	-0.86	-0.20	-2.23**
[0;15]	2.52%	2.68***	0.76	0.09	0.81
[0;30]	1.80%	1.43	1.12	-0.02	-0.20
[-15;15]	3.19%	2.57**	1.84*	-0.05	-0.54

***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

5.2.3. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức

Tương tự các phần trước, LNBT được tính dựa trên hai phương pháp. Hình 5.4 cho thấy kết quả có sự tương đồng giữa hai phương pháp tính lợi nhuận bất thường theo phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo thị trường (market adjusted) và phương pháp lợi nhuận được điều chỉnh theo rủi ro và thị trường (market and risk adjusted).



Nguồn: phụ lục 6

Hình 5.4 LNBT trung bình xung quanh ngày thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức

Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức được thể hiện ở kết quả Bảng 5.10. Kết quả minh chứng rằng thị trường có phản ứng khá rõ ràng với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức. Cụ thể, trước thời điểm sự kiện giá CP tăng liên tục thể hiện qua việc tồn tại LNBT dương các ngày từ ngày [-6] đến ngày [-2] và có ý nghĩa thống kê, LNBT dương tiếp tục tồn tại ngay trước ngày thông báo (mặc dù chưa có ý nghĩa thống kê). LNBT tích lũy ở khung thời gian trước thông báo cũng có giá trị dương CAAR [-15;-1] : 2,01% với mức ý nghĩa thống kê là 1%, cho thấy rằng giá CP trước thời điểm thông báo tăng và hình thành mức giá mới cao hơn. Tuy nhiên, tại ngày thông báo, giá CP giảm, thể hiện qua việc tồn tại LNBT trung bình giá trị âm (AAR [0] : -0.15% với mức ý nghĩa thống kê là 5% đối với kiểm định phi tham số), việc giá CP giảm kéo dài đến ngày thứ hai sau ngày công bố thông tin và nhiều ngày sau đó như ngày [6], [7], [8], [10], [11], [12], [13], [14]. Mặc khác, LNBT trung bình tích lũy sau ngày sự kiện cũng có giá trị âm CAAR [0; 15] : -1.03% với mức ý nghĩa thống kê là 10%.

Phản ứng của NĐT xem xét ở góc độ khối lượng, có thể thấy rằng thanh khoản CP được cải thiện đáng kể ở trước trong và sau sự kiện. Cụ thể, tồn tại khối

lượng giao dịch bất thường có giá trị dương từ ngày [-5] đến ngày [15]. Thêm vào đó, chỉ số khối lượng giao dịch bất thường trung bình ngày cho giai đoạn trước và sau sự kiện, MAAV [-15;-1] : 0.10 với mức ý nghĩa thống kê là 5%; MAAV [0;15] : 0.22 với mức ý nghĩa thống kê là 1% và MAAV [0;30] : 0.17 với mức ý nghĩa thống kê là 1%.

Dựa vào phản ứng của thị trường biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức có thể thấy rằng, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của tổ chức liên quan là thông tin xấu. Giá CP lập tức giảm và hình thành xu hướng giảm giá CP kể từ ngày thông báo. Thêm vào đó, sự gia tăng của khối lượng giao dịch ở xung quanh ngày sự kiện và thậm chí kéo dài sau 15 ngày kèm theo việc giảm giá CP là minh chứng cho thấy có hiện tượng giao dịch CP theo thông tin đăng ký bán của tổ chức liên quan. Các kết quả ủng hộ lý thuyết bất cân xứng thông tin và lý thuyết về tín hiệu thông tin.

Bảng 5.10 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.17%	1.44	-1.56	0.07	1.19
-14	-0.06%	-0.51	0.45	0.02	0.35
-13	0.03%	0.26	0.55	0.16	2.71***
-12	0.01%	0.10	0.76	0.08	1.28
-11	0.09%	0.79	1.40	0.04	0.66
-10	-0.01%	-0.05	-0.61	0.08	1.30
-9	0.05%	0.42	0.98	0.01	0.15
-8	0.03%	0.22	1.19	0.06	0.92
-7	0.10%	0.82	-0.19	0.07	1.12
-6	0.26%	2.22**	0.45	0.09	1.48
-5	0.24%	1.99**	-0.61	0.18	2.93***
-4	0.34%	2.83***	-0.92	0.17	2.77***
-3	0.31%	2.64***	-1.56	0.20	3.29***

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-2	0.32%	2.69***	-2.19**	0.19	3.07***
-1	0.12%	1.02	-0.61	0.15	2.55**
0	-0.15%	-1.22	2.45**	0.35	5.81***
1	-0.15%	-1.30	0.98	0.23	3.79***
2	-0.26%	-2.23**	3.19***	0.21	3.46***
3	0.15%	1.26	0.24	0.21	3.44***
4	0.10%	0.81	0.03	0.24	4***
5	0.05%	0.45	0.66	0.19	3.11***
6	-0.20%	-1.66*	2.24**	0.14	2.25**
7	-0.09%	-0.76	1.50	0.29	4.85***
8	-0.29%	-2.41**	3.4***	0.20	3.35***
9	0.21%	1.78*	-0.61	0.24	3.9***
10	-0.02%	-0.17	0.55	0.19	3.1***
11	-0.18%	-1.55	2.24**	0.20	3.25***
12	-0.05%	-0.41	1.71*	0.14	2.35**
13	-0.05%	-0.44	0.98	0.24	3.88***
14	-0.06%	-0.54	-0.08	0.16	2.7***
15	0.03%	0.25	0.76	0.25	4.17***
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	2.01%	3.61***	1.50	0.10	2.33**
[0;15]	-1.03%	-1.73*	-2.93***	0.22	3.91***
[0;30]	-1.42%	-1.91*	-3.67***	0.17	3.23***
[-15;15]	0.97%	1.21	0.34	0.16	3.49***

***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

5.2.4. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ mua khác nhau

Tương tự như các phần trước luận án phân tích phản ứng của NĐT với sự kiện đăng ký bán thì giá CP giảm nhưng thanh khoản vẫn ở mức cao, khối lượng

giao dịch vẫn tăng, nhưng tăng ít hơn so với khung thời gian trước ngày công bố thông tin, kết quả kiểm định được trình bày trên bảng 5.11 và bảng 5.12.

Đối với thông báo đăng ký bán ít của người liên quan là tổ chức, phản ứng của giá CP là không rõ ràng. Hầu hết các ngày trong khung sự kiện chưa có minh chứng cho thấy sự thay đổi bất thường trong giá CP, bằng chứng thống kê cho thấy không tồn tại LNBT. Mặt khác LNBT tích lũy ở khung thời gian sau ngày công bố thông tin cũng không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, kết quả kiểm định khối lượng giao dịch cho thấy tồn tại khối lượng giao dịch bất thường tại ngày sự kiện AAV [0] : 0.23 với mức ý nghĩa thống kê là 1%; đồng thời, thanh khoản CP cũng được cải thiện sau ngày sự kiện, minh chứng là tồn tại khối lượng giao dịch bất thường dương tại một số ngày sau ngày sự kiện như [2], [4], [5], [7], [8], [9], [10] và [11]. Thêm vào đó, khối lượng giao dịch bất thường trung bình ngày tính cho giai đoạn sau sự kiện dương, MAAV [0; 15] : 0.11 và với mức ý nghĩa thống kê là 10%. Với các kết quả trên, thị trường không có phản ứng qua giá CP nhưng thông tin đăng ký bán ít của tổ chức liên quan giúp cải thiện tính thanh khoản CP. Nói cách khác, có hiện tượng NĐT trên thị trường giao dịch theo thông tin của tổ chức liên quan.

Bảng 5.11 Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ bán ít

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-15	0.37%	2.4**	0.83	0.09	1.39
-14	-0.17%	-1.14	-0.81	0.08	1.20
-13	0.10%	0.65	-0.51	0.12	1.81*
-12	0.06%	0.38	-0.51	-0.01	-0.18
-11	0.03%	0.21	-0.96	0.07	1.11
-10	0.03%	0.17	0.39	0.10	1.52
-9	0.01%	0.09	-0.51	0.06	0.92
-8	0.15%	1.01	-0.66	0.01	0.20
-7	0.07%	0.46	0.24	0.14	2.12**
-6	0.20%	1.33	0.09	0.06	0.86

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T stat	Z-value	AAV	T stat
-5	0.19%	1.27	0.39	0.22	3.4***
-4	0.24%	1.59	-0.66	0.12	1.84*
-3	0.28%	1.86*	0.53	0.10	1.51
-2	0.13%	0.84	0.98	0.04	0.58
-1	-0.15%	-0.99	-0.96	0.06	0.98
0	-0.06%	-0.36	-1.11	0.23	3.56***
1	0.07%	0.45	0.09	0.04	0.58
2	-0.24%	-1.58	-2.45**	0.12	1.88*
3	0.09%	0.59	-1.11	0.09	1.32
4	0.14%	0.95	1.28	0.17	2.66***
5	0.10%	0.68	-0.36	0.17	2.55**
6	-0.22%	-1.42	-1.55	0.03	0.53
7	0.00%	0.01	-1.26	0.14	2.22**
8	-0.29%	-1.92*	-3.49***	0.15	2.37**
9	0.15%	1.01	-0.36	0.18	2.8***
10	0.05%	0.36	0.68	0.13	1.94*
11	-0.18%	-1.17	-1.7*	0.17	2.55**
12	0.09%	0.61	0.24	0.06	0.98
13	-0.05%	-0.33	-1.40	0.08	1.22
14	0.02%	0.11	0.24	-0.04	-0.63
15	0.08%	0.51	0.09	0.11	1.67*
Khung	CAAR	T stat	Z-value	MAAV	T stat
[-15;-1]	1.55%	2.31**	1.73*	0.08	1.49
[0;15]	-0.25%	-0.33	-0.51	0.11	1.78*
[0;30]	-0.90%	-0.93	-1.26	0.05	0.71
[-15;15]	1.30%	1.21	1.58	0.10	1.80*

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Đối với thông báo đăng ký bán bán nhiều của tổ chức liên quan, kết quả kiểm định thể hiện ở bảng 5.12. Khác với trường hợp đăng ký bán ít, thị trường

phản ứng mạnh mẽ với thông báo đăng ký bán CP với tỷ lệ đăng ký nhiều. Cụ thể, tồn tại LNBT dương ở một số ngày trước khi sự kiện công bố, AAR [-4] : 0.43% với mức ý nghĩa thống kê là 5%; AAR [-3] : 0.34% với mức ý nghĩa thống kê là 10%; AAR [-2] : 0.51% với mức ý nghĩa 1%; AAR [-1] : 0.40% với mức ý nghĩa thống kê là 5%, cùng với việc tồn LNBT tích lũy tồn tại giá trị dương tỷ lệ khá cao CAAR [-15;-1] : 2,46% với mức ý nghĩa thống kê là 1%. Tuy nhiên, tại ngày sự kiện, giá CP lập tức đảo chiều và sụt giảm, biểu hiện qua việc LNBT trung bình tại ngày sự kiện mang giá trị âm AAR [0] : -0.24% với mức ý nghĩa thống kê là 5%. Việc giảm giá còn duy trì sang các ngày tiếp theo sau ngày công bố thông tin, cụ thể AAR [1] : -0.24% với mức ý nghĩa thống kê là 5% ở kiểm định phi tham số; AAR [2] : -0.51% với mức ý nghĩa 5% và tồn tại LNBT trung bình tích lũy âm cho khung thời gian sau ngày sự kiện, CAAR [0;15] : -1,82% với mức ý nghĩa thống kê là 5%.

Phản ứng của NĐT xem xét ở góc độ khối lượng, kết quả ở bảng 5.12 cho thấy thanh khoản CP được cải thiện đáng kể ở trước trong và sau sự kiện. Cụ thể, tồn tại khối lượng giao dịch bất thường có giá trị dương trong khoảng thời gian từ [-5] đến [15]. Thêm vào đó, chỉ số khối lượng giao dịch bất thường trung bình ngày cho giai đoạn trước và sau sự kiện, MAAV [-15;-1] : 0.13 có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; MAAV [0;15] : 0.29 với mức ý nghĩa là 1% và MAAV [0;30] : 0.25 với mức ý nghĩa là 5%.

Các kết quả phản ứng của giá và khối lượng giao dịch với thông báo đăng ký bán nhiều của tổ chức liên quan hoàn toàn tương tự với kết quả xem xét cho toàn bộ mẫu (sự kiện thông báo đăng ký bán của tổ chức liên quan). Nói cách khác, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của tổ chức liên quan là thông tin xấu. Giá CP lập tức giảm và hình thành xu hướng giảm giá CP kể từ ngày thông báo. Đồng thời, có hiện tượng giao dịch CP theo thông tin đăng ký bán của tổ chức liên quan. Các kết quả ủng hộ lý thuyết bất cân xứng thông tin và lý thuyết về tín hiệu thông tin.

Bảng 5.12 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức với tỷ lệ bán nhiều

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T Test	Sign Test	AAV	T Test
-15	-0.03%	-0.14	-1.33	0.10	0.97
-14	0.05%	0.29	-0.14	-0.02	-0.20
-13	-0.04%	-0.21	0.16	0.22	2.16**
-12	-0.03%	-0.18	0.61	0.20	2.01**
-11	0.16%	0.84	0.91	0.01	0.14
-10	-0.04%	-0.21	-0.58	0.04	0.42
-9	0.09%	0.47	0.76	-0.05	-0.50
-8	-0.10%	-0.56	0.91	0.07	0.71
-7	0.12%	0.67	-0.14	-0.00	-0.04
-6	0.32%	1.74*	0.76	0.10	1.03
-5	0.28%	1.51	-0.58	0.17	1.72*
-4	0.43%	2.32**	-2.08**	0.25	2.47**
-3	0.34%	1.85*	-1.78*	0.33	3.24***
-2	0.51%	2.76***	-2.23**	0.32	3.16***
-1	0.40%	2.13**	-1.48	0.24	2.36**
0	-0.24%	2.26**	-1.29	0.49	4.86***
1	-0.38%	-2.04**	1.51	0.42	4.12***
2	-0.29%	-1.55	2.11**	0.31	3.06***
3	0.21%	1.13	-0.88	0.35	3.41***
4	0.05%	0.26	1.21	0.30	2.99***
5	0.00%	0.02	0.46	0.19	1.91*
6	-0.18%	-0.96	1.51	0.20	1.93*
7	-0.18%	-0.99	0.76	0.39	3.84***
8	-0.28%	-1.50	1.36	0.23	2.27**
9	0.27%	1.45	-1.18	0.24	2.34**
10	-0.10%	-0.52	1.51	0.24	2.37**
11	-0.19%	-1.02	1.51	0.19	1.84*
12	-0.19%	-1.04	2.56**	0.15	1.50

13	-0.05%	-0.29	0.16	0.26	2.53**
14	-0.15%	-0.79	0.01	0.33	3.29***
15	-0.02%	-0.10	1.06	0.30	2.97***
Khung	CAAR	T test	Sign Test	MAAV	T test
[-15;-1]	2.46%	2.77***	1.06	0.13	1.93*
[0;15]	-1.82%	-2**	-2.98***	0.29	3.01***
[0;30]	-1.94%	-1.7*	-3.28***	0.25	2.65**
[-15;15]	0.65%	0.54	-0.43	0.21	2.78**

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Tóm lại, phản ứng của giá và khối lượng giao dịch với thông tin đăng ký giao dịch mua và bán của người liên quan bao gồm cá nhân và tổ chức, các kết quả cho thấy thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân được là tín hiệu tốt. Giá CP tăng và hình thành mức giá mới. Khối lượng mua bán tăng đột biến kể từ ngày thông tin được thông báo và tiếp tục duy trì vào những ngày sau đó. Có hiện tượng các NĐT khác thực hiện các giao dịch hoặc gia tăng các giao dịch theo giao dịch của người liên quan. Kết quả cũng là bằng chứng ủng hộ lý thuyết tín hiệu thông tin và lý thuyết về bất cân xứng thông tin. Thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của tổ chức có liên quan là thông tin tốt, giá CP tăng kể từ sự kiện công bố và hình thành mức giá mới sau sự kiện. Khối lượng giao dịch tăng nhưng không rõ ràng. Với sự kiện đăng ký giao dịch bán CP của người liên quan là cá nhân. Phản ứng của NĐT là tương tự với trường hợp của sự kiện đăng ký bán của người nội bộ, thị trường xem thông tin đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân là một tín hiệu xấu. Giá CP sụt giảm và hình thành mức giá mới thấp hơn kể từ sau sự kiện. Khối lượng giao dịch đã có những thay đổi lớn ở trước, trong và sau ngày sự kiện. Thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của tổ chức liên quan là thông tin xấu. Giá CP lập tức giảm và hình thành xu hướng giảm giá CP kể từ ngày thông báo. Khối lượng giao dịch tăng đột biến ở trước, trong và sau sự kiện. Do vậy, các kết quả này cho phép tác giả chấp nhận giả thuyết 3a: Giá CP tăng với sự kiện đăng ký giao dịch mua của người có

liên quan. Chấp nhận giả thuyết 3b: Giá CP giảm với sự kiện đăng ký giao dịch mua của người có liên quan. Chấp nhận giả thuyết 4a: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch CP của người có liên quan. Chấp nhận giả thuyết 4b: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch CP của người có liên quan.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 5

Chương này thảo luận phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông báo đăng ký mua và bán CP của của người liên quan là cá nhân và tổ chức. Một số kết quả chính của chương này: Thứ nhất, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân là thông tin tốt và ngược lại, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân là thông tin xấu; thứ hai, thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của tổ chức có liên quan là không tốt và thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của tổ chức liên quan là thông tin xấu. Giá và khối lượng giao dịch cơ bản có những thay đổi bất thường với các thông tin giao dịch của người liên quan là cá nhân và tổ chức. Tuy nhiên, với những thông báo đăng ký giao dịch của người liên quan có tỷ lệ đăng ký giao dịch ít có tác động đến sự thay đổi của giá và khối lượng không rõ ràng. Chẳng hạn như sự kiện: Thông báo đăng ký mua CP của cá nhân liên quan với tỷ lệ mua ít; sự kiện thông báo đăng ký mua ít của tổ chức liên quan; sự kiện thông báo đăng ký bán ít của tổ chức liên quan. Ngược lại, với tỷ lệ đăng ký giao dịch mua bán nhiều của người liên quan là cá nhân và tổ chức thì có những tác động rất rõ ràng đến sự thay đổi của giá và khối lượng giao dịch. Nghiên cứu cũng tìm thấy có hiện tượng các NĐT khác thực hiện các giao dịch hoặc gia tăng các giao dịch theo giao dịch của người liên quan. Kết quả cũng là bằng chứng ủng hộ lý thuyết tín hiệu thông tin và lý thuyết về bất cân xứng thông tin. Các kết quả nghiên cứu chấp nhận giả thuyết 3a: Giá CP tăng với sự kiện đăng ký giao dịch mua của người có liên quan. Chấp nhận giả thuyết 3b: Giá CP giảm với sự kiện đăng ký giao dịch bán của người có liên quan.

Chấp nhận giả thuyết 4a: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch mua CP của người có liên quan. Chấp nhận giả thuyết 4b: Khối lượng giao dịch tăng với sự kiện công bố thông tin đăng ký giao dịch bán CP của người có liên quan.

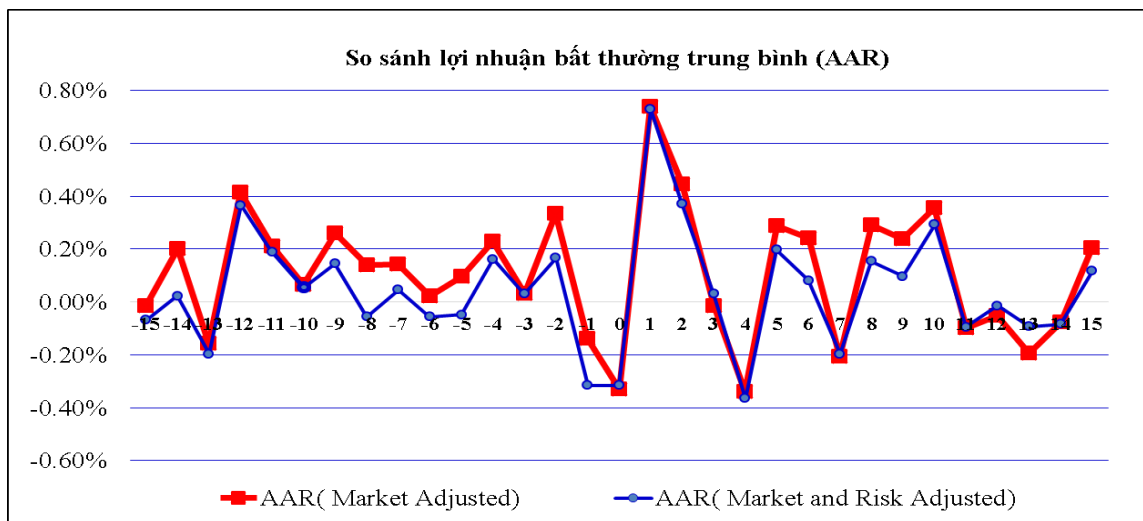
CHƯƠNG 6

PHẢN ỨNG CỦA NĐT VỚI THÔNG TIN

NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI TRỞ THÀNH CỔ ĐÔNG LỚN VÀ KHÔNG CÒN LÀ CỔ ĐÔNG LỚN

Chương này luận án sẽ trình bày kết quả xem xét phản ứng của thị trường biểu hiện qua biến động giá CP và khối lượng giao dịch với thông tin NĐT nước ngoài trở thành CDL và không còn là CDL của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Các sự kiện được xem xét trong chương này bao gồm: (i) ngày công bố thông tin NĐT nước ngoài trở thành CDL; (ii) ngày công bố thông tin NĐT nước ngoài không còn là CDL.

6.1. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với thông tin NĐT nước ngoài trở thành CDL



Nguồn: phụ lục 8

Hình 6.1 LNBT trung bình xung quanh ngày thực hiện giao dịch của NĐT nước ngoài để trở thành CDL

Hình 6.1 minh họa kết quả tính toán LNBT trung bình theo hai phương thức là LNBT trung bình tính dựa trên lợi nhuận kỳ vọng điều chỉnh theo thị trường

(AAR1) và lợi nhuận kỳ vọng điều chỉnh theo thị trường và rủi ro (AAR2) cho thấy kết quả có sự tương đồng giữa hai phương pháp. Do vậy chỉ trình bày kết quả nghiên cứu dựa trên việc tính toán của AAR1 để phân tích và thảo luận.

Bảng 6.1 ghi nhận kết quả tính toán LNBT, KLBT và kết quả kiểm định xung quanh ngày công bố thông tin NĐT nước ngoài trở thành CĐL. Kết quả ở bảng 6.2 chỉ ra rằng chưa có minh chứng về phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch trước và ngay ngày công bố thông tin NĐT nước ngoài là CĐL của công ty. Kết quả này cho ta thấy, tại ngày công bố sự kiện, NĐT trên thị trường đặc biệt là các NĐT theo thông tin chưa thật sự quan tâm lắm đến thông tin tổ chức nước ngoài trở thành CĐL của một công ty.

Mặc dù thị trường không phản ứng trước và ngay ngày công bố thông tin. Nhưng ngay sau ngày công bố sự kiện, giá CP tăng minh chứng có sự phản ứng tích cực của thị trường với thông tin được công bố, nhưng khối lượng giao dịch không tăng. Điều này cho thấy các NĐT trên thị trường đã đánh giá tích cực với thông tin này và có sự quan tâm nhiều hơn mã CP có thông tin NĐT nước ngoài trở thành CĐL. Chính sự quan tâm của NĐT vào công ty có NĐT nước ngoài là CĐL dẫn đến CP tăng tại ngày [1] qua minh chứng là tồn tại LNBT dương tại ngày [1] (AAR [1] : 0,74% với mức ý nghĩa là 5%). Tuy nhiên, giá CP không tiếp tục tăng vào những ngày sau đó biểu hiện qua không tồn tại LNBT kể cả LNBT tích lũy ở khung thời gian sau ngày công bố thông tin [0;15]. Kết quả kiểm định LNBT tích lũy ở các khung thời gian sau ngày công bố cũng chưa cho thấy việc tồn tại LNBT tích lũy sau ngày công bố thông tin. Nói cách khác, thông tin đã phản ánh hết vào giá CP tại ngày [1]. Ngoài ra, khối lượng giao dịch cũng không cho thấy sự thay đổi lớn nào xung quanh sự kiện.

Tóm lại, thông tin NĐT nước ngoài là CĐL của công ty không có tác động rõ ràng nào đến giá và khối lượng giao dịch CP. Mặc dù, có thể NĐT khác trên thị trường đã quan tâm hơn đến CP của công ty có NĐT nước ngoài trở là CĐL nhưng không có hiện tượng giao dịch theo sự kiện này. Do vậy, sự kiện thông báo NĐT nước ngoài trở thành CĐL không hàm chứa hoặc truyền tải tín hiệu đến thị trường.

Bảng 6.1 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT khi thông báo NĐT nước ngoài trở thành CDL

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T Test	Sign Test	AAV	T Test
-15	- 0.02%	-0.05	0.43	-0.13	-1.29
-14	0.20%	0.62	0.43	0.08	0.77
-13	- 0.16%	-0.49	-0.26	0.13	1.33
-12	0.41%	1.27	1.46	0.10	0.99
-11	0.21%	0.64	0.43	-0.03	-0.31
-10	0.07%	0.20	-0.26	-0.04	-0.41
-9	0.26%	0.80	0.77	0.28	2.86***
-8	0.14%	0.42	0.94	0.21	2.15**
-7	0.14%	0.43	1.8*	0.20	1.99**
-6	0.02%	0.06	0.26	0.33	3.28***
-5	0.10%	0.29	1.12	0.15	1.47
-4	0.23%	0.71	-0.08	0.03	0.27
-3	0.03%	0.10	0.26	-0.05	-0.52
-2	0.33%	1.02	1.8*	-0.11	-1.13
-1	- 0.14%	-0.43	-1.8*	-0.32	-3.18***
0	- 0.33%	-1.01	-1.46	0.00	0.05
1	0.74%	2.26**	3.52***	-0.07	-0.66
2	0.45%	1.36	1.63	-0.01	-0.06
3	-0.01%	-0.04	0.94	-0.11	-1.07
4	-0.34%	-1.03	-0.08	0.02	0.17
5	0.29%	0.88	0.94	-0.07	-0.69
6	0.24%	0.74	-0.60	-0.17	-1.72*
7	-0.21%	-0.63	-1.29	-0.08	-0.76
8	0.29%	0.89	0.77	-0.14	-1.40
9	0.24%	0.73	0.43	-0.22	-2.25**
10	0.35%	1.09	1.29	-0.03	-0.32
11	-0.10%	-0.30	-1.8*	-0.12	-1.21
12	-0.05%	-0.16	-0.77	-0.06	-0.58
13	-0.20%	-0.60	-0.77	-0.20	-1.99**
14	-0.08%	-0.23	-0.43	-0.10	-1.00

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T Test	Sign Test	AAV	T Test
15	0.20%	0.62	0.77	-0.20	-2.03**
Khung	CAAR	T test	Sign Test	MAAV	T stat
[-15;-1]	1.83%	1.94*	2.15**	0.05	0.79
[0;15]	1.49%	1.50	0.77	-0.10	-0.99
[0;30]	1.28%	1.11	0.09	-0.16	-1.64
[-15;15]	3.32%	2.21**	2.15**	-0.02	-0.31

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Nhằm củng cố thêm minh chứng cho kết luận là sự kiện NĐT nước ngoài trở thành CĐL của công ty không hàm chứa hoặc truyền tải tín hiệu đến thị trường. Luận án đi xem xét thêm phản ứng của NĐT tại ngày giao dịch để trở thành CĐL.

Bảng 6.2 Kết quả kiểm định LNBT và KLBT xung quanh ngày thực hiện giao dịch của NĐT nước ngoài để trở thành CĐL.

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T Test	Sign Test	AAV	T Test
-15	0.08%	0.38	-0.76	-0.09	-0.91
-14	-0.06%	-0.31	-0.25	0.10	1.02
-13	0.46%	2.34**	2.16**	0.14	1.37
-12	-0.08%	-0.38	-0.59	0.04	0.39
-11	0.21%	1.04	0.61	0.18	1.8*
-10	0.22%	1.11	0.95	0.08	0.78
-9	0.05%	0.23	0.61	0.06	0.56
-8	-0.11%	-0.57	-0.59	0.03	0.25
-7	0.36%	1.84*	1.64	0.19	1.89*
-6	-0.02%	-0.10	0.10	0.27	2.65***
-5	0.39%	1.99**	2.16**	0.29	2.81***
-4	0.55%	2.76***	1.47	0.22	2.11**
-3	0.14%	0.72	1.30	0.15	1.49

t	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T Test	Sign Test	AAV	T Test
-2	0.07%	0.37	0.61	0.16	0.63
-1	0.29%	1.45	1.13	0.12	1.17
0	0.39%	1.98**	1.30	0.21	2.02**
1	-0.15%	-0.77	-1.45	-0.03	-0.25
2	0.02%	0.11	-0.59	-0.02	-0.21
3	0.00%	0.02	0.27	0.00	-0.04
4	0.24%	1.23	1.30	-0.15	-1.48
5	-0.23%	-1.14	0.44	-0.29	-2.8***
6	0.07%	0.38	1.81*	-0.03	-0.25
7	0.29%	1.46	-0.25	-0.12	-1.17
8	-0.02%	-0.11	-0.59	-0.03	-0.28
9	-0.13%	-0.68	-0.42	-0.07	-0.64
10	0.51%	2.57**	1.98**	-0.12	-1.19
11	0.00%	0.00	0.27	-0.05	-0.48
12	0.35%	1.79*	0.61	-0.23	-2.2**
13	-0.20%	-1.00	-1.28	-0.05	-0.44
14	-0.45%	-2.29**	-1.96**	-0.28	-2.73***
15	-0.04%	-0.19	-0.25	-0.04	-0.35
Khung	CAAR	T test	Sign Test	MAAV	T stat
[-15;-1]	2.55%	2.77***	2.16**	0.12	2.09**
[0;15]	0.66%	0.64	0.27	-0.08	-0.86
[0;30]	0.73%	0.59	0.78	-0.14	-1.45
[-15;15]	3.21%	2.11**	2.67***	0.02	0.27

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

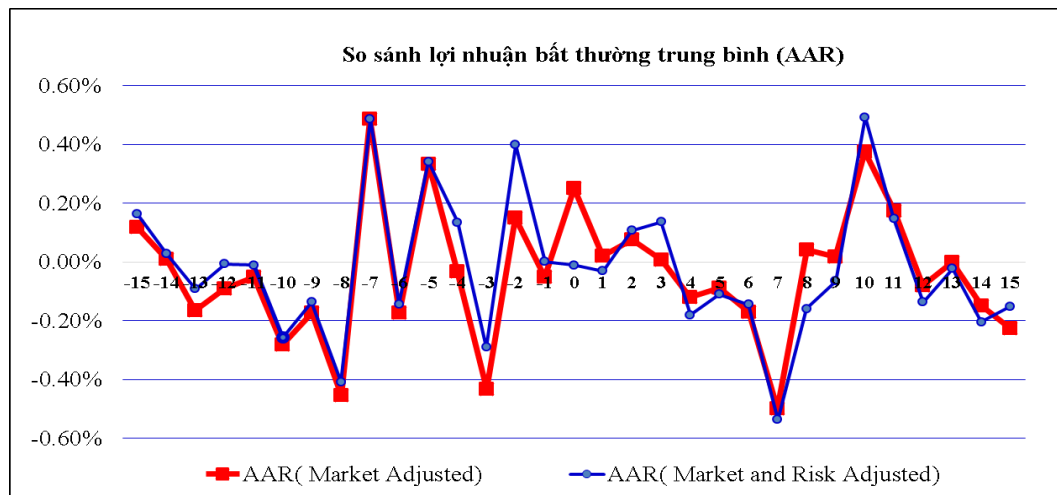
Kết quả bảng 6.2 minh chứng cho sự tồn tại LNBT ở giai đoạn trước và ngay ngày thực hiện giao dịch. LNBT dương tại ngày [-5], [-4] và [0], tương ứng với AAR [-5] : 0,39% với mức ý nghĩa là 5%, AAR [-4] : 0,55% với mức ý nghĩa là 1%, AAR [0] : 0,39% với mức ý nghĩa là 5%. Bên cạnh đó, LNBT tích lũy cũng

ương cho khoảng thời gian trước ngày sự kiện, CAAR [-15;-1] : 2,55% mức ý nghĩa 1%. Kết quả trên bảng 6.2 phần bên phải cho thấy sự tồn tại của KLBT dương có ý nghĩa thống kê cũng tại các ngày [-5], [-4] và [0] tương ứng với các ngày có sự biến động tăng giá CP. Thêm vào đó, khối lượng giao dịch bất thường trung bình ngày cho khoảng thời gian trước sự kiện cũng dương, MAAV [-15-1] : 0,12 mức ý nghĩa 5%. Từ các kết quả trên cho ta thấy rằng tại các ngày trước ngày sự kiện NĐT nước ngoài đã có kế hoạch trở thành CDL và có khả năng đã mua vào CP để tích lũy dần khiến lượng cầu CP cũng tăng và chính vì vậy có khả năng tác động đến thị trường làm gia tăng giá CP. Đặc biệt tại ngày sự kiện, việc mua vào lượng lớn CP của NĐT nước ngoài để trở thành CDL sở hữu trên 5% (ngày sự kiện) làm lượng cầu CP tại ngày [0] tăng cao làm cho giá CP tăng tại ngày sự kiện, bằng chứng là tồn tại khối lượng giao dịch bất thường dương tại ngày giao dịch để trở thành CDL với AAV [0] : 0,21 có mức ý nghĩa thống kê là 5% và tồn tại LNBT dương tại ngày [0], AAR [0] : 0,39% có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Sau ngày sự kiện, có thể thấy rằng NĐT nước ngoài đã không tích cực mua vào thêm và do vậy khối lượng giao dịch và giá CP không còn biến động bất thường. Tuy vậy, dấu của các AAV cũng cho thấy thanh khoản CP có sự sụt giảm sau ngày sự kiện.

Tóm lại, các kết quả trên cho thấy việc mua vào CP để trở thành CDL của NĐT nước ngoài có tác động đến giá CP, lực mua càng lớn với khối lượng cao càng làm tăng giá CP. Sự gia tăng của giá đơn thuần là do quy luật cung cầu tạo nên. Ngoài ra, không có bằng chứng cho thấy các NĐT khác trên thị trường thực hiện các giao dịch theo NĐT nước ngoài vì sau ngày sự kiện không tồn tại KLBT cũng như LNBT. Do vậy, nghiên cứu bác bỏ Giả thuyết 5a: Giá CP tăng xung quanh ngày sự kiện thông tin NĐT nước ngoài trở thành cổ đông lớn được công bố và bác bỏ Giả thuyết 6a: Khối lượng giao dịch CP tăng xung quanh ngày sự kiện thông tin NĐT nước ngoài trở thành cổ đông lớn.

6.2. Phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL.

Tương tự các phần trước, Hình 6.3 minh họa kết quả tính toán LNBT trung bình theo hai phương thức là LNBT trung bình tính dựa trên lợi nhuận kỳ vọng điều chỉnh theo thị trường (AAR1) và lợi nhuận kỳ vọng điều chỉnh theo thị trường và rủi ro (AAR2) đối với sự kiện thông báo đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL. Giá trị của các LNBT trung bình theo hai cách tính toán không có sự khác biệt lớn. Do vậy chỉ trình bày kết quả nghiên cứu dựa trên việc tính toán của AAR1 để phân tích và thảo luận.



Nguồn: phụ lục 9.

Hình 6.2 LNBT trung bình xung quanh ngày công bố thông tin đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL

Bảng 6.3 thể hiện LNBT trung bình (AAR), LNBT trung bình tích lũy (CAAR) và kết quả kiểm định LNBT tại ngày thông báo thông tin đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL (tỷ lệ sở hữu CP <5%)³. Kết quả bảng

³. Theo thông tư số 09/2010/TT-BTC ngày 15 tháng 01 năm 2010 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán (nay được thay thế bởi thông tư số 155/2015/TT-

6.3 nghiên cứu sinh chưa tìm thấy minh chứng thấy phản ứng của NĐT, điều này được thể hiện qua việc không tồn tại LNBT cũng như khối lượng giao dịch bất thường có ý nghĩa thống kê tại ngày công bố thông tin. Sau ngày công bố thông tin giá CP giảm và khối lượng giao dịch cũng giảm (LNBT và KLBT âm, tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê).

Tóm lại, sự kiện thông báo đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL không có tác động rõ ràng đến giá và khối lượng giao dịch CP trên thị trường. Do đó, sự kiện thông báo đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL không hàm chứa hoặc truyền tải thông tin ra thị trường.

Tương tự như nội dung NĐT nước ngoài trở thành CĐL, để củng cố thêm minh chứng cho kết luận NĐT nước ngoài bán CP để không còn là CĐL không hàm chứa hoặc truyền tải thông tin ra thị trường. Luận án xem xét thêm phản ứng của NĐT tại ngày giao dịch thành công của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL.

Bảng 6.3 Kết quả kiểm định LNBT tại ngày công bố thông tin đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T Test	Sign Test	AAV	T Test
-15	0.12%	0.48	1.15	0.06	0.37
-14	0.01%	0.05	-0.40	-0.35	-2.04**
-13	-0.15%	-0.61	0.71	-0.04	-0.23
-12	-0.10%	-0.41	1.15	-0.08	-0.47
-11	-0.05%	-0.21	-0.84	-0.07	-0.40
-10	-0.28%	-1.13	-0.40	-0.18	-1.07
-9	-0.17%	-0.70	-0.40	-0.02	-0.13
-8	-0.45%	-1.82*	-1.06	-0.03	-0.20

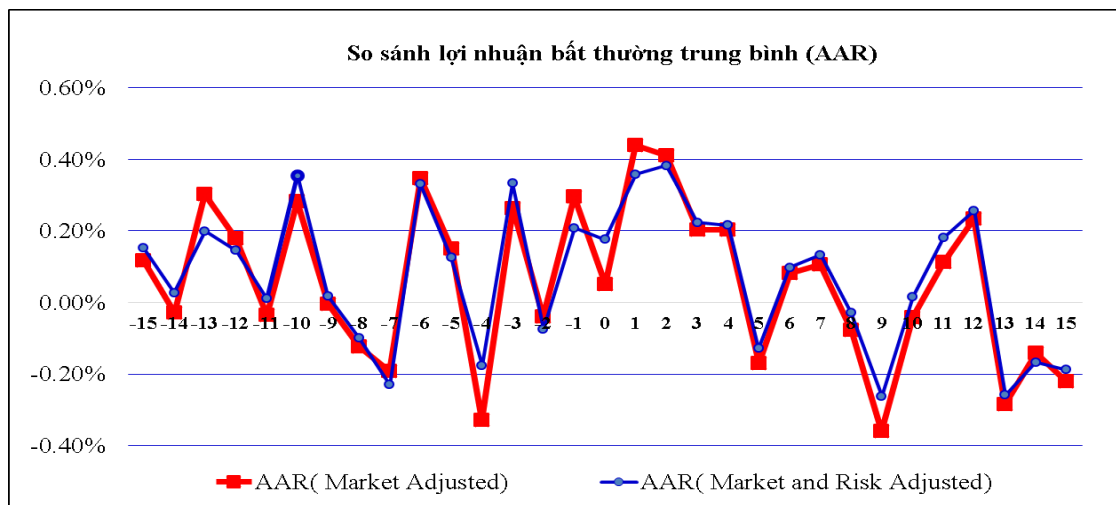
BTC ban hành ngày 06 tháng 10 năm 2015 hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán).

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T Test	Sign Test	AAV	T Test
-7	0.49%	1.95*	2.03**	-0.08	-0.48
-6	-0.17%	-0.69	-0.84	-0.14	-0.83
-5	0.33%	1.33	0.49	-0.01	-0.07
-4	-0.03%	-0.13	-0.40	-0.17	-1.01
-3	-0.43%	-1.73*	-1.06	-0.08	-0.45
-2	0.15%	0.60	0.27	-0.08	-0.46
-1	-0.05%	-0.20	-0.40	-0.06	-0.34
0	0.25%	1.01	1.37	0.07	0.44
1	-0.15%	-0.61	-1.50	-0.15	0.91
2	0.25%	1.00	0.93	-0.02	-0.11
3	0.01%	0.03	0.27	-0.10	-0.61
4	-0.12%	-0.48	0.04	-0.28	-1.66*
5	-0.09%	-0.36	-0.40	-0.27	-1.60
6	-0.17%	-0.68	0.04	-0.08	-0.45
7	-0.50%	-2**	-1.73*	-0.04	-0.23
8	0.04%	0.16	1.59	-0.12	-0.70
9	0.02%	0.07	1.15	0.34	1.99**
10	0.38%	1.51	2.7***	-0.16	-0.96
11	0.17%	0.70	2.03**	-0.05	-0.29
12	-0.08%	-0.32	-0.18	0.08	0.50
13	0.00%	-0.01	-0.40	0.12	0.73
14	-0.15%	-0.60	-0.62	-0.04	-0.25
15	-0.22%	-0.90	-1.28	0.29	1.69*
Khung	CAAR	T test	Sign Test	MAAV	T stat
[-15;-1]	-0.80%	-0.75	-1.73*	-0.09	-1.00
[0;15]	-0.36%	-0.33	0.27	-0.01	-0.05
[0;30]	-1.36%	-1.01	-0.62	-0.04	-0.34
[-15;15]	-1.17%	-0.75	-0.18	-0.05	-0.51

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Hình 6.3 minh họa kết quả tính toán LNBT trung bình theo hai phương thức là LNBT trung bình tính dựa trên lợi nhuận kỳ vọng điều chỉnh theo thị trường (AAR1) và lợi nhuận kỳ vọng điều chỉnh theo thị trường và rủi ro (AAR2) đối với sự kiện bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CDL. Giá trị của các LNBT trung bình theo hai cách tính toán không có sự khác biệt lớn. Do vậy chỉ trình bày kết quả nghiên cứu dựa trên việc tính toán của AAR1 để phân tích và thảo luận.



Nguồn: Phụ lục 10.

Hình 6.3 LNBT trung bình xung quanh ngày thực hiện bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CDL

Bảng 6.4 thể hiện kết quả kiểm định LNBT và KLBT của CP xung quanh thông tin giao dịch bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CDL. Kết quả ở bảng 6.4 cho thấy giá CP không có thay đổi bất thường ở trước và trong ngày sự kiện, bằng chứng là kết quả kiểm định AAR đều không có ý nghĩa thống kê trong giai đoạn này. Ngoài ra cũng không có bằng chứng về việc tồn tại LNTB tích lũy (CAAR) giai đoạn trước sự kiện. Sau ngày sự kiện, có bằng chứng cho thấy giá CP sụt giảm tại các ngày [1] và [2], AAR [1] : -0.34% và AAR [2] : -0.21% đều có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Tuy nhiên, giá CP không hình thành mức cân bằng mới, vì không tồn tại LNBT trung bình tích lũy giai đoạn sau sự kiện, CAAR [0;15] : 0.55% không có ý nghĩa thống kê. Ngược lại, thanh khoản CP cải thiện đáng kể ở khoảng thời gian xung quanh sự kiện, tồn tại LNBT dương từ ngày [-6] đến ngày

[12]. Kết quả này cho thấy NĐT nước ngoài có thể đã thực hiện bán dần CP trước khi không còn đủ điều kiện là CĐL. Đặc biệt, tại ngày sự kiện lượng cung lớn của NĐT nước ngoài chính là lý do dẫn đến việc tồn tại khối lượng thường lớn, tuy nhiên điều này cũng không làm giá CP sụt giảm. Sau ngày sự kiện, có thể NĐT nước ngoài tiếp tục bán ra các CP còn lại và hành vi bán liên tục của khối ngoại có thể thu hút các NĐT khác bán theo. Một trong hai hoặc cùng lúc hai lý do này cùng tác động làm tăng lượng cung dẫn đến giảm giá CP trên thị trường (tại ngày [1] và [2]). Lượng CP lớn sau đó cũng được giao dịch tuy nhiên không có tác động đến giá CP.

Bảng 6.4 Kết quả kiểm định LNBT tại ngày giao dịch của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T Test	Sign Test	AAV	T Test
-15	0.12%	0.52	- 0.38	0.02	0.24
-14	- 0.03%	- 0.12	0.26	- 0.11	-1.10
-13	0.30%	1.33	- 1.24	- 0.18	-1.87*
-12	0.18%	0.78	- 0.38	0.03	0.27
-11	- 0.04%	- 0.16	0.26	0.11	1.09
-10	0.28%	1.24	- 0.59	0.10	1.04
-9	0.00%	- 0.02	0.69	0.08	0.86
-8	- 0.12%	- 0.54	0.05	0.04	0.45
-7	- 0.19%	- 0.84	0.48	0.21	2.16**
-6	0.35%	1.53	- 0.81	0.25	2.5**
-5	0.15%	0.66	-1.02	0.19	1.94*
-4	- 0.33%	- 1.44	0.26	0.19	1.97**
-3	0.26%	1.15	-0.81	0.42	4.29***
-2	- 0.04%	- 0.17	-0.59	0.20	2.02**
-1	0.30%	1.30	-0.16	0.17	1.74*
0	0.05%	0.22	-0.59	0.66	6.66***
1	- 0.34%	1.93*	-1.67*	0.26	2.64***
2	- 0.21%	1.8*	-1.24	0.42	4.32***
3	-0.20%	0.89	-1.02	0.40	4.11***

T	Lợi nhuận bất thường			Khối lượng bất thường	
	AAR1	T Test	Sign Test	AAV	T Test
4	-0.20%	0.89	-1.02	0.48	4.87***
5	-0.17%	-0.75	0.05	0.22	2.26**
6	0.08%	0.36	-1.02	0.28	2.85***
7	0.11%	0.46	-0.16	0.28	2.81***
8	-0.08%	-0.34	-0.38	0.23	2.37**
9	-0.36%	-1.57	1.98**	0.36	3.7***
10	-0.04%	-0.18	-0.59	0.27	2.73***
11	0.11%	0.49	0.48	0.28	2.88***
12	0.23%	1.03	-1.02	0.29	2.96***
13	-0.28%	-1.25	1.98**	0.14	1.40
14	-0.14%	-0.62	1.34	0.12	1.22
15	-0.22%	-0.96	-0.16	0.15	1.49
Khung	CAAR	T test	Sign Test		
[-15;-1]	1.19%	1.25	0.05	0.12	1.62
[0;15]	0.55%	0.55	-1.02	0.30	3.02
[0;30]	-0.10%	-0.08	-1.02	0.17	1.98
[-15;15]	1.74%	1.22	-0.81	0.21	2.80

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Tóm lại, thông báo đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CDL không có tác động rõ ràng đến giá và khối lượng giao dịch CP trên thị trường. Thêm vào đó, đối với ngày bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CDL, chưa đủ bằng chứng thống kê cho thấy thông tin được truyền tải trong việc bán của CP của NĐT nước ngoài là thông tin xấu. Giá CP không có thay đổi bất thường ở trước và trong ngày sự kiện. Tuy nhiên, khối lượng giao dịch là lớn bất thường xung quanh ngày sự kiện. Các kết quả này nghiên cứu bác bỏ Giả thuyết 5b: Giá CP giảm với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài không còn là cổ đông lớn được công bố. Đồng thời, chấp nhận Giả thuyết 6b: Khối lượng giao dịch CP tăng với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài không còn là CDL.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 6

Trong Chương này, tác giả đã trình bày phản ứng của NĐT biểu hiện qua biến động giá và khối lượng giao dịch chứng khoán với sự tác động của thông tin nhà tư nước ngoài trở thành CDL và không còn là CDL. Các kết quả nghiên cứu cho thấy: Thứ nhất, việc mua vào và bán ra CP để trở thành CDL và không còn là CDL của NĐT nước ngoài có tác động đến giá và khối lượng giao dịch CP. Sự thay đổi trong giá và khối lượng trong hai sự kiện này chủ yếu là do hành vi giao dịch của NĐT nước ngoài; Thứ hai, đối với sự kiện thông báo NĐT nước ngoài trở thành và không còn là CDL đều không có tác động rõ ràng đến giá và khối lượng giao dịch CP, các sự kiện này không hàm chứa thông tin; Thứ ba, kết quả nghiên cứu không có bằng chứng NĐT khác trên thị trường thực hiện các giao dịch bán theo NĐT nước ngoài nhưng có bằng chứng các NĐT khác theo hành vi giao dịch bán của NĐT nước ngoài. Các kết quả nghiên cứu dẫn đến bác bỏ các giả thuyết 5a: Giá CP tăng với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài trở thành cổ đông lớn được công bố; bác bỏ Giả thuyết 6a: Khối lượng giao dịch CP tăng với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài trở thành cổ đông lớn; bác bỏ Giả thuyết 5b: Giá CP giảm với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài không còn là cổ đông lớn được công bố. Đồng thời, nghiên cứu chấp nhận Giả thuyết 6b: Khối lượng giao dịch CP tăng với sự kiện thông tin NĐT nước ngoài không còn là CDL.

CHƯƠNG 7

KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

7.1. Kết luận

Luận án nghiên cứu phản ứng của NĐT biểu hiện qua biến động giá chứng khoán và khối lượng giao dịch với các sự kiện bao gồm: i) Thông tin giao dịch CP của người nội bộ, ii) Thông tin giao dịch CP của người liên quan, iii) Thông tin giao dịch của NĐT nước ngoài trở thành CĐL và không còn là CĐL được công bố. Luận án chọn mẫu từ các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ 2008 đến 2015. Nghiên cứu ứng dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện trong kinh tế. Kết quả nghiên cứu đã làm rõ được các mục tiêu đề ra như sau:

Thứ nhất, phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký giao dịch CP của người nội bộ

- Đăng ký giao dịch mua CP của người nội bộ. Thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ được xem là thông tin tốt đối với thị trường và người nội bộ có thể thực hiện hành vi mua vào CP như là một chiến lược quan trọng để góp phần ngăn chặn đà giảm giá của CP trên thị trường. Giá CP đảo chiều tăng ngay khi thông tin đăng ký mua CP của người nội bộ công bố và kèm theo đó là khối lượng giao dịch tăng đột biến ở xung quanh ngày sự kiện.
- Đăng ký giao dịch bán CP của người nội bộ. Thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ được xem là thông tin xấu đối với thị trường. Giá CP sụt giảm và hình thành xu hướng giảm giá tại ngày thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ, khối lượng giao dịch tăng đột biến vào các ngày xung quanh ngày sự kiện.

Thứ hai, phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP khi thông báo đăng ký giao dịch CP người có liên quan

- (i) *Người liên quan là cá nhân*

- Đăng ký giao dịch mua CP của người liên quan là cá nhân. Thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân được là tín hiệu tốt. Giá CP tăng và hình thành mức giá mới. Khối lượng giao dịch tăng đột biến kể từ ngày thông tin được thông báo và tiếp tục duy trì vào những ngày sau đó. Có hiện tượng các NĐT khác thực hiện các giao dịch hoặc gia tăng các giao dịch theo giao dịch của người liên quan. Kết quả cũng là bằng chứng ủng hộ lý thuyết tín hiệu thông tin và lý thuyết về bất cân xứng thông tin.
- Đăng ký giao dịch bán CP của người liên quan là cá nhân. Phản ứng của NĐT là tương tự với trường hợp của sự kiện đăng ký bán của người nội bộ, thị trường xem thông tin đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân là một tín hiệu xấu. Giá CP sụt giảm và hình thành mức giá mới thấp hơn kể từ sau sự kiện. Khối lượng giao dịch đã có những thay đổi lớn ở trước, trong và sau ngày sự kiện.

(ii) *Người liên quan là tổ chức*

- Đăng ký giao dịch mua CP của người liên quan là tổ chức. Thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của tổ chức có liên quan là thông tin tốt, giá CP tăng kể từ sự kiện công bố và hình thành mức giá mới sau sự kiện. Khối lượng giao dịch tăng nhưng không rõ ràng.
- Đăng ký giao dịch bán CP của người liên quan là tổ chức. Thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của tổ chức liên quan là thông tin xấu. Giá CP lập tức giảm và hình thành xu hướng giảm giá CP kể từ ngày thông báo. Khối lượng giao dịch tăng đột biến ở trước, trong và sau sự kiện.

Thứ ba, phản ứng của NĐT biểu hiện qua giá CP và khối lượng giao dịch CP với tác động của thông tin NĐT nước ngoài trở thành CDL và không còn là CDL

(i) *Sự kiện NĐT nước ngoài trở thành CDL*

- Ngày thực hiện giao dịch của NĐT nước ngoài để trở thành CĐL. Ngày mua vào CP để trở thành CĐL của NĐT nước ngoài có tác động đến giá CP, lực mua càng lớn với khối lượng cao càng làm tăng giá CP. Sự gia tăng của giá đơn thuần là do quy luật cung cầu tạo nên.
- Ngày công bố của NĐT nước ngoài để trở thành CĐL. Chưa có bằng chứng thống kê về phản ứng của thị trường biểu hiện qua giá và khối lượng giao dịch trước và trong ngày công bố sự kiện tổ chức nước ngoài trở thành CĐL của công ty. Sự kiện không hàm chứa hoặc truyền tải tín hiệu đến thị trường

(ii) Sự kiện NĐT nước ngoài không còn là CĐL

- Ngày thông báo đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL. Không có tác động rõ ràng đến giá và khối lượng giao dịch CP trên thị trường. Sự kiện cũng không hàm chứa thông tin.
- Ngày bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL. Chưa đủ bằng chứng cho thấy thông tin được truyền tải trong việc bán của CP của NĐT nước ngoài là thông tin xấu. Giá CP không có thay đổi bất thường ở trước và trong ngày sự kiện. Khối lượng giao dịch lớn bất thường xung quanh ngày sự kiện.

7.2. Hàm ý chính sách

Dựa trên các kết quả nghiên cứu của luận án, từ đó có một số hàm ý chính sách cho các NĐT, nhà quản lý như sau:

Đối với NĐT

Các NĐT trên thị trường, mỗi NĐT đều nên có một chiến lược đầu tư riêng phù hợp với năng lực tài chính, kinh nghiệm, khẩu vị rủi ro và phong cách đầu tư của từng NĐT. Để đi đến một quyết định đầu tư các NĐT thường dựa vào rất nhiều các thông tin như: Thông tin về kinh tế vĩ mô, thông tin ngành, thông tin doanh nghiệp,... và thời điểm thị trường. Với kết quả của nghiên cứu này chỉ cung cấp thông tin mang tính chất tham khảo cho các NĐT trong việc lựa chọn CP và thời

điểm đầu tư. Các chiến lược đầu tư được gợi ý từ kết quả của luận án phù hợp hơn cho NĐT ngắn hạn và đầu tư dựa vào thông tin. Ngoài ra, các NĐT dài hạn hoặc các NĐT khác có thể tham khảo nhằm cải thiện hiệu quả đầu tư của mình. Một số hàm ý cho NĐT bao gồm:

Thứ nhất, NĐT có thể thực hiện mua vào CP hoặc tiếp tục nắm giữ CP theo giao dịch đăng ký mua của người nội bộ và người có liên quan. Các kết quả nghiên cứu trên cho thấy rằng thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ, người liên quan (cá nhân và tổ chức) được xem là thông tin tốt. Khi thông tin đăng ký được công bố, giá CP tăng và hình thành mức giá mới cao hơn kèm theo là thanh khoản CP được cải thiện. Do vậy, NĐT có thể xem xét thực hiện giao dịch mua vào CP theo thông báo giao dịch đăng ký mua của người nội bộ, người liên quan (cá nhân, tổ chức). Đặc biệt, NĐT cần chú ý đến những thông báo có tỷ lệ đăng ký mua lớn của người nội bộ, người liên quan (cá nhân, tổ chức) vì ngay sau đó giá CP và thanh khoản đều tăng mạnh. Như đã phân tích trước đó, việc mua vào CP của người nội bộ và cổ đông liên quan cho thấy họ đánh giá giá CP đang giao dịch trên thị trường thấp hơn so với giá trị nội tại của công ty. Nếu tỷ lệ đăng ký mua vào càng lớn, càng cho thấy sự quyết tâm cũng như nhận định của họ về giá trị CP càng rõ ràng hơn. Thêm vào đó, hành vi đăng ký giao dịch mua có thể truyền tải tín hiệu công ty sẽ có triển vọng tốt đẹp về tăng trưởng trong tương lai của công ty. Do vậy, việc giao dịch mua CP theo thông tin đăng ký mua vào của người nội bộ và người liên quan có thể giúp NĐT tìm kiếm được lợi nhuận.

Thứ hai, NĐT ngắn hạn nên xem xét bán CP hoặc giảm tỷ trọng nắm giữ những CP có thông tin liên quan đến thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ và người có liên quan (cá nhân, tổ chức). Các kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng thông tin được truyền tải trong thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ, người liên quan (cá nhân và tổ chức) là thông tin xấu. Giá CP lập tức giảm và hình thành xu hướng giảm giá CP kể từ ngày thông báo. Đồng thời, khối lượng giao dịch cũng biến động tăng mạnh xung quanh ngày sự kiện thông báo. Do vậy, NĐT có thể thực hiện bán

CP theo thông tin đăng ký bán của người nội bộ và người có liên quan (cá nhân, tổ chức) và thực hiện mua lại CP sau khi giá CP đã kết thúc đà giảm.

Thứ ba, NĐT không nên dựa vào thông tin giao dịch mua bán CP của NĐT nước ngoài để trở thành CĐL hoặc không còn là CĐL để kinh doanh. Các kết quả nghiên cứu cho thấy, sự kiện trở thành CĐL hoặc không còn là CĐL của NĐT nước ngoài có những tác động không rõ ràng đến giá và khối lượng giao dịch. Trường hợp, nếu có tác động thì chỉ là do yếu tố cung cầu của NĐT nước ngoài làm thay đổi giá CP. Do vậy, các NĐT trên thị trường chỉ nên xem thông tin giao dịch của NĐT nước ngoài như là thông tin tham khảo và không nên thực hiện theo giao dịch của NĐT nước ngoài. Thêm vào đó, việc mua bán CP của NĐT nước ngoài không hàm chứa bất kỳ thông tin tốt hoặc xấu nào về công ty. Vì vậy NĐT không nên dựa vào các giao dịch của NĐT nước ngoài (thành CĐL và không còn là CĐL) để đưa ra việc nhận định thông tin không chính xác.

Đối với nhà quản lý

Thứ nhất, nhà quản lý cần kiểm soát tốt và có chế tài xử lý thích đáng các vi phạm trong việc công bố thông tin giao dịch của người nội bộ và người liên quan. Các kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng việc giao dịch CP của người nội bộ và người liên quan có tác động đến thị trường và tác động đến hành vi giao dịch CP của các NĐT. Do vậy, để tạo sân chơi công bằng, minh bạch cho tất cả các NĐT, nhà quản lý cần kiểm soát tốt việc công bố thông tin về giao dịch CP của các người nội bộ và người liên quan. Thời gian qua, một số trường hợp trên thị trường cho thấy người nội bộ đã giao dịch một lượng lớn CP nhưng không công bố thông tin⁴ và họ chỉ

⁴ Một số trường hợp được nêu cụ thể như báo chí phản ánh:

<http://nhipcadautu.vn/thuong-truong/co-phieu-ban-chui-phat-lay-le-3321243/>

<http://cafef.vn/hang-loat-co-dong-noi-bo-khong-cong-bo-thong-tin-khi-mua-co-phieu-ldg-hap-cdo-20161214101547959.chn>

<http://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/co-dong-noi-bo-giao-dich-co-phieu-chui-can-xu-nang-130460.html>

<http://bnews.vn/stb-co-dong-noi-bo-giao-dich-nhung-khong-cong-bo-thong-tin/10680.html>

chịu phạt với số tiền không là bao so với thu nhập có được từ vi phạm công bố thông tin. Do vậy, song song với việc kiểm soát, nhà quản lý cần có các biện pháp chế tài, xử phạt nghiêm khắc các trường hợp vi phạm để đảm bảo sự minh bạch và công bằng cho các NĐT trên thị trường. Từ đó tạo tiền đề phát triển thị trường chứng khoán.

Thứ hai, mặc dù nghiên cứu chưa có các bằng chứng liên quan đến việc rò rỉ thông tin đăng ký giao dịch của người nội bộ và người liên quan. Tuy nhiên, việc này cũng không phải là chưa từng xảy ra⁵. Do vậy, nhà quản lý cần có chính sách quản lý, kiểm soát và xử phạt nghiêm minh đối với hành vi cố tình làm rò rỉ thông tin và hành vi cấu kết giữa người nội bộ công ty với tổ chức tài chính khác để làm giá CP. Chẳng hạn, một ví dụ là người nội bộ có thể cấu kết với bộ phận tự doanh của công ty chứng khoán để đẩy giá CP lên cao trước khi người nội bộ thực hiện việc bán CP và ngược lại.

Thứ ba, quản lý, kiểm soát việc doanh nghiệp công bố thông tin đúng liên quan đến việc biến động của CĐL, trong đó bao gồm NĐT nước ngoài. Mặc dù các giao dịch để trở thành CĐL và không còn là CĐL không có tác động rõ ràng đến giá và khối lượng giao dịch nhưng thói quen kinh doanh dựa vào các giao dịch của NĐT nước ngoài vẫn còn phổ biến đối với NĐT nội. Do vậy, để hạn chế các thiệt hại không đáng có và đảm bảo tính chuyên nghiệp, minh bạch trên thị trường đòi hỏi các công ty, CĐL liên quan (bao gồm NĐT nước ngoài) phải công bố đầy đủ tất cả các thông tin giao dịch theo quy định. Thêm vào đó, nhà quản lý cần ban hành các biện pháp xử lý nghiêm minh các vi phạm.

⁵ Một ví dụ tại thị trường Trung Quốc: <https://baomoi.com/lanh-dao-cong-ty-chung-khoan-lon-nhat-trung-quoc-bi-dieu-tra/c/17523453.epi>
Và ở Việt Nam: <http://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/thi-truong-meo-mo-vi-ro-ri-thong-tin-55047.html>

7.3. Đóng góp về khoa học và thực tiễn

7.3.1. Đóng góp về khoa học

Ứng dụng phương pháp sự kiện trong kinh tế mặc dù đã được nhiều tác giả nghiên cứu với nhiều sự kiện khác nhau, nhưng các nghiên cứu được thực hiện trên mẫu các thị trường nước ngoài, hơn nữa nghiên cứu tác động của thông tin đăng ký giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và thông tin NĐT nước ngoài trở thành CĐL và không còn là CĐL đến thị trường thì chưa nhà khoa học nào nghiên cứu. Chính vì thế, đây là một nghiên cứu mới đóng góp vào kho tàng học thuật.

7.3.2. Đóng góp về thực tiễn

Kết quả nghiên cứu của luận án tạo thêm một bằng chứng thực nghiệm về: i) tác động của thông tin đăng ký giao dịch CP của người nội bộ; ii) ảnh hưởng của thông tin đăng ký giao dịch CP của người liên quan đến thị trường chứng khoán và iii) tác động của thông tin NĐT nước ngoài trở thành CĐL và không còn là CĐL đến thị trường chứng khoán từ đó giúp NĐT đưa ra quyết định phù hợp. Nhà đầu tư nên ứng xử như thế nào đối với thông tin đăng ký giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và CĐL là NĐT nước ngoài từ đó đưa ra quyết định đầu tư mang lại hiệu quả cao nhất.

Đối với các nhà quản lý thị trường, đề tài nghiên cứu việc có hay không hiện tượng rò rỉ thông tin trước ngày thông tin đăng ký giao dịch CP của người nội bộ, người liên quan và CĐL là NĐT nước ngoài được công bố. Việc này giúp các nhà quản lý và giám sát thị trường đưa ra các quy định khắt khe và xử phạt cứng rắn đối với việc vi phạm bảo mật thông tin, giao dịch nội gián. Đặc biệt, riêng đối với các giao dịch có liên quan đến người nội bộ và người liên quan vì tính chất bất cân xứng thông tin, các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán cũng cần kiểm tra và giám sát chặt chẽ việc giao dịch CP của các cổ đông này nhằm để bảo vệ các cổ đông khác tạo ra sự công bằng và minh bạch cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

7.4. Hạn chế

Mặc dù đã nỗ lực cố gắng để hoàn thành luận án, nhưng luận án vẫn còn tồn tại một số hạn chế sau:

Thứ nhất, bên cạnh sự kiện xem xét có thể tồn tại cùng lúc nhiều sự kiện khác cùng tác động đến giá và khối lượng giao dịch CP. Tuy nhiên, nghiên cứu chưa có phương pháp để khắc phục. Đây cũng được xem là một hạn chế nổi bật đặc thù của phương pháp nghiên cứu sự kiện;

Thứ hai, nghiên cứu chưa đề cập đến các yếu tố đặc điểm của công ty có ảnh hưởng như thế nào để sự thay đổi của giá và khối lượng giao dịch tương ứng với từng sự kiện nghiên cứu.

Thứ ba, điểm mới của luận án cũng là một hạn chế, chủ đề mà luận án nghiên cứu chưa có nhiều nghiên cứu trước. Mặc dù đã cố gắng lược khảo các công trình đăng trên các bài báo trong và ngoài nước, các luận án tương tự ở trên thế giới. Tuy nhiên, vẫn chưa tìm thấy nghiên cứu trước nào có cùng chủ đề. Do vậy, kết quả nghiên cứu thiếu đi việc so sánh, đối chiếu với các công trình nghiên cứu trước;

Thứ tư, chưa có phần mềm hỗ trợ nên luận án phải thực hiện xử lý dữ liệu bằng Excel từng khâu một, tốn rất nhiều thời gian và công sức. Hiện nay, có phần mềm hỗ trợ cho việc ứng dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện là Event Study Metrics. Tuy nhiên phần mềm này được thiết kế để xử lý các thông tin thu thập từ trang <https://finance.yahoo.com/>. Do vậy, áp dụng cho trường hợp tại Việt Nam là chưa thực hiện được. Ngoài ra, một số phần mềm cũng hỗ trợ như Stata, nhưng các công đoạn xử lý trước khi đưa vào Stata cũng rất phức tạp, được xử lý cũng bằng thủ công hoàn toàn và Stata chỉ giúp được việc chạy kiểm định. Do đó, đến thời điểm thực hiện luận án, việc xử lý số liệu vẫn xử lý hoàn toàn bằng Excel.

7.5. Nghiên cứu tiếp theo

Dựa trên các hạn chế của luận án, từ đó đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo như sau:

Thứ nhất, bên cạnh xem xét việc tác động của thông tin, sự kiện đến giá và khối lượng giao dịch thì cần xem xét đến các yếu tố về đặc điểm công ty: vốn hóa thị trường, khả năng sinh lời (ROE, ROA), đòn cân nợ hoặc cấu trúc quản trị của công ty,... có ảnh hưởng như thế nào đến giá và khối lượng giao dịch.

Thứ hai, xem xét tác động riêng rẽ theo đặc thù của từng đối tượng sự kiện. Chẳng hạn, các nghiên cứu tiếp theo phân tích tác động của thông tin giao dịch CP của từng trường hợp cụ thể bao gồm: giao dịch CP của thành viên Hội đồng quản trị; Ban kiểm soát; Tổng Giám đốc hoặc Giám đốc; Phó Tổng giám đốc hoặc Phó Giám đốc; Giám đốc Tài chính; Kế toán trưởng đến giá và khối lượng giao dịch CP. Tương tự cho trường hợp của cổ đông liên quan. Ví dụ: cổ đông liên quan là cá nhân có quan hệ với: HĐQT, Tổng giám đốc, Ban kiểm soát, kế toán trưởng,...

Thứ ba, bên cạnh việc áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, nghiên cứu tiếp theo sẽ kết hợp hoặc sử dụng một phương pháp nghiên cứu khác phân tích.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

TIẾNG VIỆT

- Hồ Viết Tiến & Đinh Thị Thu Hà, (2012). So sánh hiệu quả của phát hành cổ phiếu bổ sung trong giai đoạn thị trường thuận lợi và không thuận lợi: Trường hợp HOSE 2007-2010. *Công nghệ ngân hàng*, 76(1), 3-10.
- Hồ Viết Tiến & Đinh Thị Thu Hà, (2014). Phát hành cổ phiếu bổ sung - Nghiên cứu tại thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí phát triển kinh tế* 290, 21(1), 21-41.
- Nguyễn Thị Minh Huệ, (2015). Tác động của thông báo cổ tức lên giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí phát triển kinh tế* 26(5)(1), 44-59.
- Trần Thị Giang Tân & Lâm Vũ Phi, (2017a). Phản ứng của thị trường trước báo cáo kiểm toán có điều chỉnh: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 28(6), 84-108.
- Võ Xuân Vinh, (2014). Sở hữu nước ngoài, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp- Nghiên cứu các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 96(1), 43.
- Võ Xuân Vinh, (2016). Foreign ownership and stock market liquidity-evidence from Vietnam. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 6(1), 1-11.
- Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm, (2014). Nghiên cứu lợi nhuận bất thường khi xuất hiện khối lượng giao dịch bất thường trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí phát triển kinh tế* 290, 21(1), 21-41.
- Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm, (2016a). Thông tin hàm chứa trong giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển* 225(1), 46-55.
- Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm, (2016b). Tác động của thông báo điều chỉnh lợi nhuận sau kiểm toán đến giá cổ phiếu. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển* 230(1), 54-61.

- Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm, (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. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển* 223(1), 41-50.
- Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm, (2016d). Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài với thông báo chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 121(1), 11-17.
- Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Minh Thái, (2015). Phản ứng của thị trường khi công bố thông tin chi trả cổ tức bằng tiền mặt- Nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 219(1), 55-65.
- Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu, (2016b). Biến động giá chứng khoán khi công bố thông tin cổ đông cá nhân và tổ chức có liên quan đăng ký giao dịch cổ phiếu. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 225(II)(1), 16-26.
- Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu, (2016c). Phản ứng của thị trường với thông báo đăng ký giao dịch cổ phiếu các nhà quản lý. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 27(1), 44-62.
- Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu, (2017a). Tác động của thông tin nhà đầu tư nước ngoài trở thành cổ đông lớn đối với giá cổ phiếu – nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, 133(1), 51-59.
- Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu, (2017b). Tác động của thông tin nhà đầu tư nước ngoài không còn là cổ đông lớn đối với giá cổ phiếu – nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 246(1), 39-48.
- Võ Xuân Vinh & Lê Thị Kim Phượng, (2014). Biến động thu nhập bất thường, tính thanh khoản và tỷ suất sinh lời cổ phiếu khi công bố báo cáo tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 199, 31-39.
- Võ Xuân Vinh & Phan Thị Anh Thư, (2014). Lợi nhuận bất thường và tính thanh khoản của cổ phiếu đối với thông báo chia tách cổ phiếu: Nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 42-47.

- Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực, (2015b). Phản ứng của thị trường khi doanh nghiệp công bố thông tin mua lại cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tap chí Công nghệ Ngân hàng*, 117(1), 35-44.
- Võ Xuân Vinh & La Ngọc Giàu, (2016a). Phản ứng của thị trường với thông báo giao dịch cổ phiếu của nhà quản lí. *Tap chí Phát triển Kinh tế*, 27(4)(1), 44-62.
- Võ Xuân Vinh & Trịnh Tấn Lực, (2015a). Phản ứng của thị trường khi doanh nghiệp công bố thông tin mua lại cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tap chí Công nghệ Ngân hàng*, 117(1), 35-44.

TIẾNG ANH

- Aharony, J. & Swary, I., (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 35(1), 1-12.
- Akerlof, G.A., (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*, 488-500.
- Asquith, P. & Mullins Jr, D.W., (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of business*, 77-96.
- Azevedo, A., Karim, M., Gregoriou, A. & Rhodes, M., (2014). Stock price and volume effects associated with changes in the composition of the FTSE Bursa Malaysian KLCI. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 28, 20-35.
- Bajaj, M. & Vijn, A.M., (1995). Trading behavior and the unbiasedness of the market reaction to dividend announcements. *The Journal of Finance*, 50(1), 255-279.
- Bajo, E., (2010). The information content of abnormal trading volume. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), 950-978.
- Ball, R. & Brown, P., (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.
- Baskin, E.F., (1972). The communicative effectiveness of consistency exceptions. *The Accounting Review*, 47(1), 38-51.

- Bernheim, B.D. & Wantz, A. 1992, *A tax-based test of the dividend signaling hypothesis*, National Bureau of Economic Research.
- Bildik, R. & Gülay, G., (2008). The effects of changes in index composition on stock prices and volume: Evidence from the Istanbul stock exchange. *International Review of Financial Analysis*, 17(1), 178-197.
- Brown, S.J. & Warner, J.B., (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.
- Brown, S.J. & Warner, J.B., (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of financial economics*, 14(1), 3-31.
- Charest, G., (1978). Dividend information, stock returns and market efficiency-II. *Journal of Financial Economics*, 6(2), 297-330.
- Chen, H., Nguyen, H.H. & Singal, V., (2011). The information content of stock splits. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2454-2467.
- Chen, Z., Lin, W.T., Ma, C. & Tsai, S.-C., (2014). Liquidity provisions by individual investor trading prior to dividend announcements: Evidence from Taiwan. *The North American Journal of Economics and Finance*, 28, 358-374.
- Chou, R.K., Lee, W.-C. & Chen, S.-S., (2005). The market reaction around ex-dates of stock splits before and after decimalization. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(02), 201-216.
- Chua, J.M., (2010a). Corporate governance and earnings management before share repurchase announcements in Singapore.
- Chua, J.M. 2010b, 'Corporate governance and earnings management before share repurchase announcements in Singapore', Singapore Management University, Singapore.
- Copeland, T.E., (1979). Liquidity changes following stock splits. *The Journal of Finance*, 34(1), 115-141.
- Damodaran, A. & Liu, C.H., (1993). Insider trading as a signal of private information. *Review of Financial Studies*, 6(1), 79-119.

- 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.
- Desai, H. & Jain, P.C., (1997). Long-Run Common Stock Returns following Stock Splits and Reverse Splits*. *the Journal of Business*, 70(3), 409-433.
- Dodd, P., Dopuch, N., Holthausen, R. & Leftwich, R., (1984). Qualified audit opinions and stock prices: Information content, announcement dates, and concurrent disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 6(1), 3-38.
- Dolley, J.C., (1933). Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, 11(3), 316-326.
- Dopuch, N., Holthausen, R.W. & Leftwich, R.W., (1986). Abnormal stock returns associated with media disclosures of 'subject to'qualified audit opinions. *Journal of Accounting and Economics*, 8(2), 93-117.
- Doran, D.T., (1994). Stock splits: tests of the earnings signaling and attention directing hypotheses using analyst forecasts and revisions. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 9(3), 411-422.
- Dyckman, T., Philbrick, D. & Stephan, J., (1984). A comparison of event study methodologies using daily stock returns: A simulation approach. *Journal of Accounting Research*, 1-30.
- Dyl, E.A. & Weigand, R.A., (1998). The information content of dividend initiations: Additional evidence. *Financial Management*, 27-35.
- 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., Fisher, L., Jensen, M.C. & Roll, R., (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), 1-21.
- Firth, M., (1978). Qualified audit reports: their impact on investment decisions. *Accounting Review*, 642-650.

- Fuller, K.P., (2003). The impact of informed trading on dividend signaling: a theoretical and empirical examination. *Journal of Corporate Finance*, 9(4), 385-407.
- George, T.J., Kaul, G. & Nimalendran, M., (1991). Estimation of the bid–ask spread and its components: A new approach. *Review of Financial Studies*, 4(4), 623-656.
- Glosten, L.R. & Harris, L.E., (1988). Estimating the components of the bid/ask spread. *Journal of financial Economics*, 21(1), 123-142.
- Glosten, L.R. & Milgrom, P.R., (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of financial economics*, 14(1), 71-100.
- Grinblatt, M.S., Masulis, R.W. & Titman, S., (1984). The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of financial economics*, 13(4), 461-490.
- 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.
- Han, K.C., (1995). The effects of reverse splits on the liquidity of the stock. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(01), 159-169.
- Herbohn, K., Rangunathan, V. & Garsden, R., (2007). The horse has bolted: revisiting the market reaction to going concern modifications of audit reports. *Accounting & Finance*, 47(3), 473-493.
- Hew, D., Skerratt, L., Strong, N. & Walker, M., (1996). Post-earnings-announcement drift: some preliminary evidence for the UK. *Accounting and Business Research*, 26(4), 283-293.
- Hillert, A., Maug, E. & Obernberger, S., (2016). Stock repurchases and liquidity. *Journal of financial economics*, 119(1), 186-209.
- Homan, A.C., (2006). The impact of 9/11 on financial risk, volatility and returns of marine firms. *Maritime Economics & Logistics*, 8(4), 387-401.

- Hsu, J., Young, W. & Chu, C.H., (2011). Price behavior of qualified companies around the audit report and report announcement days: The case of Taiwan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(2), 114-130.
- Huang, R.D. & Stoll, H.R., (1997). The components of the bid-ask spread: A general approach. *Review of Financial Studies*, 10(4), 995-1034.
- Ianniello, G. & Galloppo, G., (2015). Stock market reaction to auditor opinions—Italian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(6/7), 610-632.
- Karpoff, J.M., (1986). A theory of trading volume. *The Journal of Finance*, 41(5), 1069-1087.
- Ke, B., Huddart, S. & Petroni, K., (2003). What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades. *Journal of Accounting and Economics*, 35(3), 315-346.
- Kothari, S. & Warner, J.B., (2005). Econometrics of Event Studies, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland), B. Espen Eckbo (ed.).
- Kunz, R.M. & Rosa-Majhensek, S., (2008). Stock splits in Switzerland: to signal or not to signal? *Financial Management*, 37(2), 193-226.
- Lamoureux, C.G. & Poon, P., (1987). The market reaction to stock splits. *The journal of finance*, 42(5), 1347-1370.
- Lee, B.S. & Yan, N.A., (2003). The Market's Differential Reactions to Forward-Looking and Backward-Looking Dividend Changes. *Journal of Financial Research*, 26(4), 449-468.
- Leland, H.E., (1979). Quacks, lemons, and licensing: A theory of minimum quality standards. *The journal of political economy*, 1328-1346.
- Lerskullawat, P. 2011, 'Seasoned equity offerings in an emerging market: evidence from Thailand', University of Birmingham.
- Lie, E., (2005). Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 411-436.

- Liu, W., Strong, N. & Xu, X., (2003). Post-earnings-announcement Drift in the UK. *European Financial Management*, 9(1), 89-116.
- Lummer, S.L. & McConnell, J.J., (1989). Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 99-122.
- MacKinlay, A.C., (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Marisetty, V.B., Marsden, A. & Veeraraghavan, M., (2008). Price reaction to rights issues in the Indian capital market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), 316-340.
- McCluskey, T., Burton, B., Power, D. & Sinclair, C., (2006). Evidence on the Irish stock market's reaction to dividend announcements. *Applied Financial Economics*, 16(8), 617-628.
- McWilliams, A. & Siegel, D., (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of management journal*, 40(3), 626-657.
- Mitchell, M.L. & Netter, J.M., (1994). The role of financial economics in securities fraud cases: Applications at the Securities and Exchange Commission. *The Business Lawyer*, 545-590.
- Pettit, R.R., (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *Journal of Finance*, 993-1007.
- Pindyck, R.S. & Rubinfeld, D.L. 2009, *Mikroökonomie*, Pearson Deutschland GmbH.
- Puri, T.N. & Philippatos, G.C., (2008). Asymmetric Volume-Return Relation and Concentrated Trading in LIFFE Futures. *European Financial Management*, 14(3), 528-563.
- Reddy, K.S., Nangia, V.K. & Agrawal, R., (2013). Share repurchases, signalling effect and implications for corporate governance: Evidence from India. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 9(1), 107-124.

- Ritter, J.R., (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The journal of finance*, 46(1), 3-27.
- Salamudin, N., Ariff, M. & Nassir, A.M., (1999). Economic influence on rights issue announcement behavior in Malaysia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), 405-427.
- Schadewitz, H.J., Kanto, A.J., Kahra, H.A. & Blevins, D.R., (2005). Post-announcement drift in an emerging market. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 2(1-2), 168-185.
- Seyhun, H.N. & Bradley, M., (1997). Corporate Bankruptcy and Insider Trading*. *The Journal of Business*, 70(2), 189-216.
- Small, K., Ionici, O. & Zhu, H., (2007). Size does matter: An examination of the economic impact of sarbanes-oxley. *Review of Business*, 27(3), 47.
- Tan, R.S., Chng, P.L. & Tong, Y., (2002). Private placements and rights issues in Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(1), 29-54.
- Van Ness, B.F., Van Ness, R.A. & Warr, R.S., (2001). How well do adverse selection components measure adverse selection? *Financial Management*, 77-98.
- Batten, J.A. & Vo, X.V., (2015). Foreign ownership in emerging stock markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 32, 15-24.
- Bonnier, K.-A. & Bruner, R.F., (1989). An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms. *Journal of Accounting and Economics*, 11(1), 95-106.
- Bruner, R.F., (1999). An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 125-166.
- Elfakhani, S. & Lung, T., (2003). The effect of split announcements on Canadian stocks. *Global Finance Journal*, 14(2), 197-216.

- Pei, D. & Hamill, P.A., (2013). Do modified audit opinions for Shanghai listed firms convey heterogeneous information? *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 22(1), 1-11.
- Schipper, K. & Thompson, R., (1983). The impact of merger-related regulations on the shareholders of acquiring firms. *Journal of Accounting research*, 184-221.
- Wansley, J.W., Sirmans, C., Shilling, J.D. & Lee, Y.j., (1991). Dividend change announcement effects and earnings volatility and timing. *Journal of Financial Research*, 14(1), 33-49.
- Weber, J., Willenborg, M. & Zhang, J., (2008). Does auditor reputation matter? The case of KPMG Germany and ComROAD AG. *Journal of Accounting Research*, 46(4), 941-972.
- Woolridge, J.R., (1982). The information content of dividend changes. *Journal of Financial Research*, 5(3), 237-247.
- Wu, R.-S., (2012). Agency theory and open-market share repurchases: Evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(sup2), 6-23.
- Xia, X., Mahmood, F. & Usman, M., (2010). Announcement effects of seasoned equity offerings in China. *International Journal of Economics and Finance*, 2(3), 163.
- Yook, K.C., (2010). Long-run stock performance following stock repurchases. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(3), 323-331.

HỆ THỐNG PHỤ LỤC

Phụ lục 1 Kết quả kiểm định LNBT với sự kiện thông báo đăng ký mua CP của người nội bộ

T	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	-0.01%	-0.07	-0.15	0.03%	0.35	0.68
-14	-0.10%	-1.05	-0.84	-0.09%	-1.00	-0.69
-13	-0.06%	-0.63	-0.77	-0.03%	-0.36	-0.07
-12	-0.14%	-1.54	-0.91	-0.14%	-1.48	-1.65*
-11	-0.06%	-0.60	-2.21**	-0.06%	-0.60	-2.07**
-10	-0.03%	-0.34	-0.50	0.02%	0.24	0.82
-9	0.03%	0.37	-0.08	0.05%	0.54	0.06
-8	-0.04%	-0.43	-0.50	-0.06%	-0.70	0.06
-7	-0.20%	-2.12**	-1.8*	-0.18%	-1.92*	-2.34**
-6	-0.12%	-1.29	-1.11	-0.13%	-1.46	-2.07**
-5	-0.20%	-2.12**	-1.25	-0.18%	-1.9*	-0.97
-4	-0.22%	-2.41**	-2.35**	-0.21%	-2.26**	-3.03***
-3	0.01%	0.06	0.40	0.00%	0.02	-0.07
-2	-0.17%	-1.86*	-0.91	-0.15%	-1.64	-1.31
-1	-0.08%	-0.89	0.40	-0.05%	-0.51	0.27
0	0.61%	6.53***	5.41***	0.61%	6.62***	5.7***
1	0.38%	4.12***	3.97***	0.39%	4.21***	5.22***
2	0.19%	2.08**	2.25**	0.23%	2.5**	1.78*
3	0.07%	0.79	1.63	0.05%	0.53	1.23
4	-0.01%	-0.11	-0.15	0.05%	0.50	0.48
5	0.16%	1.69*	1.43	0.17%	1.81*	1.99**
6	0.13%	1.43	2.32**	0.11%	1.24	0.68
7	-0.05%	-0.56	1.57	-0.02%	-0.20	1.71*
8	0.02%	0.19	-0.15	0.01%	0.10	0.00
9	-0.05%	-0.57	-1.53	-0.02%	-0.25	-1.58
10	0.10%	1.03	1.98**	0.10%	1.05	1.85*
11	0.03%	0.28	-0.15	0.04%	0.46	0.68
12	-0.04%	-0.40	-0.36	-0.03%	-0.32	0.27

T	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
13	-0.05%	-0.48	-1.73*	-0.01%	-0.10	-1.17
14	0.00%	-0.03	-0.56	0.04%	0.47	-0.76
15	0.08%	0.81	1.57	0.11%	1.18	1.58
Khung	CAAR	T stat	Z-value	CAAR	T stat	Z-value
[-15;-1]	-1.39%	-3.57***	-2.97***	-1.17%	-2.99***	-2.55**
[0;15]	1.57%	4.51***	3.63***	1.83%	5***	5.49***
[0;30]	1.61%	3.5***	2.73***	1.83%	3.57***	3.71***
[-15;15]	0.17%	0.33	0.81	0.66%	1.15	3.57***

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Phụ lục 2 Kết quả kiểm định LNBT với sự kiện thông báo đăng ký bán CP của người nội bộ

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	0.19%	2.46**	-1.32	0.13%	1.7*	-1.24
-14	0.08%	1.09	-0.90	0.02%	0.32	-0.46
-13	0.15%	1.89*	-0.13	0.08%	1.01	0.13
-12	0.29%	3.74***	-2.09**	0.24%	3.1***	-2.07**
-11	0.14%	1.85*	0.34	0.07%	0.84	0.49
-10	0.18%	2.39**	-0.19	0.14%	1.79*	-0.88
-9	0.20%	2.55**	-1.62	0.14%	1.79*	-1.18
-8	0.26%	3.43***	-1.08	0.20%	2.6***	-0.94
-7	0.29%	3.72***	-1.85*	0.22%	2.75***	-2.31**
-6	0.32%	4.13***	-2.09**	0.24%	3.11***	-0.94
-5	0.42%	5.45***	-2.98***	0.39%	4.94***	-2.96***
-4	0.44%	5.68***	-2.8***	0.37%	4.71***	-2.48**
-3	0.57%	7.36***	-4.88***	0.50%	6.37***	-4.44***
-2	0.56%	7.31***	-2.39**	0.49%	6.21***	-2.66***
-1	0.38%	4.9***	-3.46***	0.32%	4.04***	-2.48**
0	-0.04%	-0.57	0.58	-0.04%	-0.46	1.32
1	-0.15%	-2**	1.71*	-0.27%	-3.45***	2.92***

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
2	-0.08%	-1.07	2**	-0.17%	-2.12**	2.15**
3	-0.12%	-1.54	1.35	-0.15%	-1.93*	0.96
4	-0.07%	-0.84	2.24**	-0.11%	-1.44	1.79*
5	-0.07%	-0.96	2.6***	-0.11%	-1.43	1.85*
6	0.03%	0.38	1.00	-0.03%	-0.36	0.54
7	-0.08%	-1.02	1.35	-0.10%	-1.31	0.96
8	-0.08%	-1.01	1.53	-0.14%	-1.75*	1.85*
9	-0.09%	-1.22	1.00	-0.14%	-1.82*	1.32
10	-0.02%	-0.27	-0.25	-0.07%	-0.91	0.07
11	-0.06%	-0.74	2.06**	-0.16%	-2.07**	2.74***
12	-0.07%	-0.93	1.47	-0.15%	-1.88*	1.44
13	-0.09%	-1.18	0.64	-0.18%	-2.32**	1.38
14	-0.16%	-2.02**	0.88	-0.22%	-2.82***	1.79*
15	-0.01%	-0.13	1.47	-0.10%	-1.25	1.79*
Khung	CAAR	T stat	Z-value	CAAR	T stat	Z-value
[-15;-1]	4.47%	11.16***	7.29***	3.54%	8.64***	4.23***
[0;15]	-1.10%	-3.41***	-4.82***	-2.14%	-6.45***	-9.26***
[0;30]	-1.73%	-3.88***	-4.94***	-3.80%	-7.74***	-9.37***
[-15;15]	3.37%	6.52***	4.5***	1.40%	2.55**	-1.00

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Phụ lục 3 Kết quả kiểm định lợi nhuận và bất thường với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là cá nhân

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	-0.03%	-0.15	-0.50	-0.03%	-0.18	-1.31
-14	0.04%	0.21	-0.50	0.00%	0.01	0.42
-13	-0.30%	-1.75*	-0.50	-0.27%	-1.63	-0.38
-12	0.04%	0.22	-0.36	0.06%	0.36	0.02
-11	-0.04%	-0.21	0.30	0.01%	0.07	-0.11
-10	0.51%	3***	2.16**	0.54%	3.3***	2.54**

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-9	0.06%	0.35	-0.10	0.09%	0.54	-0.38
-8	0.02%	0.14	-0.10	0.02%	0.15	-1.04
-7	-0.10%	-0.61	-0.76	-0.11%	-0.67	-0.78
-6	-0.12%	-0.69	-1.43	-0.07%	-0.42	-0.51
-5	-0.24%	-1.41	-1.69*	-0.23%	-1.43	-1.97**
-4	0.09%	0.53	1.9*	0.09%	0.56	0.42
-3	0.13%	0.75	-0.23	0.15%	0.93	-0.25
-2	0.11%	0.64	-0.63	0.17%	1.06	-0.51
-1	-0.32%	-1.87*	-0.23	-0.29%	-1.8*	-0.25
0	0.44%	2.55**	2.56**	0.46%	2.84***	2.94***
1	0.38%	2.24**	2.29**	0.39%	2.41**	1.61
2	0.22%	1.28	1.10	0.23%	1.41	1.08
3	0.16%	0.94	0.70	0.12%	0.76	0.02
4	0.10%	0.61	1.36	0.06%	0.36	-0.38
5	-0.09%	-0.52	-0.50	-0.06%	-0.35	-0.65
6	-0.01%	-0.08	0.43	0.00%	0.00	-0.38
7	-0.09%	-0.50	-1.03	-0.09%	-0.58	-0.78
8	0.14%	0.79	1.23	0.11%	0.68	0.55
9	0.08%	0.44	0.43	0.09%	0.57	0.02
10	0.24%	1.40	0.70	0.23%	1.39	1.61
11	0.08%	0.47	1.10	0.06%	0.40	0.82
12	-0.17%	-0.97	0.04	-0.17%	-1.03	-0.51
13	0.01%	0.05	0.70	-0.01%	-0.07	0.28
14	0.06%	0.35	-0.36	0.05%	0.33	-0.25
15	0.01%	0.05	-0.10	0.01%	0.09	0.28
Khung	CAAR	T stat	Z-value	CAAR	T stat	Z-value
[-15;-1]	-0.14%	-0.20	-1.03	0.14%	0.19	0.02
[0;15]	1.56%	1.97**	1.76*	1.50%	1.8*	0.68
[0;30]	2.45%	2.31**	1.36	2.35%	2.02**	1.35
[-15;15]	1.42%	1.28	1.76*	1.64%	1.35	0.95

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Phụ lục 4 Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là cá nhân

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	0.14%	1.45	-1.06	0.10%	1.10	-0.90
-14	0.25%	2.55**	-2.14**	0.19%	2.07**	-2.71***
-13	0.18%	1.81*	-0.55	0.10%	1.10	-1.27
-12	0.09%	0.92	0.10	0.06%	0.69	-0.47
-11	0.19%	1.93*	-1.92*	0.14%	1.52	-1.7*
-10	0.18%	1.86*	-0.48	0.11%	1.16	-0.69
-9	0.11%	1.14	-0.62	0.07%	0.79	-1.12
-8	0.42%	4.34***	-3***	0.34%	3.72***	-3.14***
-7	0.31%	3.16***	-2.79***	0.24%	2.62***	-2.49**
-6	0.30%	3.13***	-2.43**	0.24%	2.66***	-1.99**
-5	0.26%	2.66***	-0.69	0.24%	2.59***	-2.06**
-4	0.67%	6.91***	-4.3***	0.62%	6.78***	-3.65***
-3	0.48%	4.94***	-1.99**	0.43%	4.65***	-1.63
-2	0.54%	5.63***	-3.65***	0.51%	5.57***	-3.79***
-1	0.33%	3.37***	-2.64***	0.28%	3.1***	-2.78***
0	-0.09%	-0.90	1.99**	-0.12%	-1.36	0.83
1	-0.09%	-0.88	1.83*	-0.12%	-1.27	0.61
2	-0.07%	-0.70	0.60	-0.12%	-1.30	0.76
3	0.07%	0.73	-1.13	0.01%	0.09	-1.12
4	0.12%	1.21	-0.84	0.05%	0.53	-0.47
5	-0.05%	-0.54	-0.05	-0.14%	-1.50	0.54
6	0.05%	0.56	-0.91	-0.04%	-0.43	0.47
7	-0.11%	-1.09	0.89	-0.15%	-1.58	0.40
8	-0.08%	-0.80	1.54	-0.14%	-1.55	1.05
9	-0.05%	-0.55	-0.62	-0.07%	-0.78	-0.83
10	0.03%	0.26	0.03	-0.03%	-0.36	0.40
11	-0.08%	-0.78	-0.12	-0.14%	-1.52	0.83
12	0.09%	0.88	-0.91	0.05%	0.52	-1.84*
13	-0.10%	-0.99	1.61	-0.17%	-1.84*	1.05
14	0.09%	0.94	0.10	0.01%	0.14	0.32

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
15	0.00%	-0.02	-0.62	-0.03%	-0.37	-0.33
Khung	CAAR	T stat	Z-value	CAAR	T stat	Z-value
[-15;-1]	4.43%	10.08***	7.39***	3.67%	8.25***	4.3***
[0;15]	-0.26%	-0.67	-3.72***	-1.15%	-2.97***	-5.6***
[0;30]	-0.96%	-1.8*	-4.45***	-2.74%	-4.65***	-6.46***
[-15;15]	4.17%	7.07***	4.57***	2.52%	3.97***	0.68

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Phụ lục 5 Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký mua CP của người liên quan là tổ chức

T	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	0.20%	1.32	-1.04	0.23%	1.59	-1.25
-14	-0.48%	-3.19***	2.26**	-0.47%	-3.21***	1.8*
-13	-0.12%	-0.79	1.24	-0.16%	-1.09	0.78
-12	-0.16%	-1.06	1.62	-0.19%	-1.29	1.03
-11	-0.03%	-0.19	0.86	-0.02%	-0.14	0.91
-10	0.12%	0.82	0.10	0.07%	0.47	-0.36
-9	-0.07%	-0.50	0.35	-0.11%	-0.74	0.02
-8	0.06%	0.40	-0.28	0.04%	0.28	-1.00
-7	0.18%	1.23	-0.79	0.09%	0.62	0.27
-6	0.04%	0.28	0.86	0.00%	-0.03	0.91
-5	-0.01%	-0.06	0.35	-0.02%	-0.13	0.65
-4	0.35%	2.34**	-0.53	0.32%	2.2**	-0.49
-3	0.20%	1.31	-0.41	0.15%	1.02	-0.36
-2	0.01%	0.06	1.11	-0.05%	-0.35	0.53
-1	0.03%	0.19	0.73	0.00%	0.01	1.54
0	0.84%	5.56***	-2.94***	0.81%	5.57***	-3.15***
1	0.78%	5.18***	-3.83***	0.71%	4.88***	-2.52**
2	0.42%	2.83***	-2.06**	0.41%	2.83***	-2.01**
3	0.13%	0.88	-1.04	0.12%	0.83	-1.50

T	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
4	-0.22%	-1.43	0.86	-0.27%	-1.86*	0.91
5	0.07%	0.50	0.48	0.08%	0.54	0.53
6	-0.06%	-0.42	0.99	-0.04%	-0.25	0.53
7	-0.01%	-0.08	0.35	-0.03%	-0.23	0.40
8	0.28%	1.84*	-1.29	0.23%	1.59	-0.62
9	-0.42%	-2.79***	2.38**	-0.38%	-2.64***	1.42
10	-0.09%	-0.59	0.35	-0.17%	-1.15	0.15
11	0.08%	0.55	0.35	0.07%	0.51	0.15
12	-0.02%	-0.16	-0.03	-0.12%	-0.82	-0.11
13	0.08%	0.53	0.10	0.00%	-0.01	-0.36
14	-0.01%	-0.09	-0.15	0.04%	0.31	-0.36
15	-0.06%	-0.42	0.86	-0.03%	-0.23	0.65
Khung	CAAR	T stat	Z-value	CAAR	T stat	Z-value
[-15;-1]	0.33%	0.54	-1.67*	-0.11%	-0.19	-2.27**
[0;15]	1.79%	2.85***	2**	1.44%	2.12**	0.40
[0;30]	1.36%	1.65*	1.50	0.77%	0.83	-0.36
[-15;15]	2.11%	2.5**	1.37	1.32%	1.38	-0.62

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Phụ lục 6 Kết quả kiểm định LNBT với thông báo đăng ký bán CP của người liên quan là tổ chức

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	0.17%	1.44	-1.56	0.11%	0.93	-0.99
-14	-0.06%	-0.51	0.45	-0.05%	-0.38	-0.57
-13	0.03%	0.26	0.55	0.01%	0.12	0.06
-12	0.01%	0.10	0.76	0.05%	0.38	-0.89
-11	0.09%	0.79	1.40	-0.01%	-0.09	1.86*
-10	-0.01%	-0.05	-0.61	-0.09%	-0.77	-0.04
-9	0.05%	0.42	0.98	-0.02%	-0.14	1.23

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-8	0.03%	0.22	1.19	-0.04%	-0.35	0.38
-7	0.10%	0.82	-0.19	0.05%	0.41	0.17
-6	0.26%	2.22**	0.45	0.18%	1.54	-0.04
-5	0.24%	1.99**	-0.61	0.16%	1.37	0.59
-4	0.34%	2.83***	-0.92	0.27%	2.22**	-0.68
-3	0.31%	2.64***	-1.56	0.23%	1.95*	-0.78
-2	0.32%	2.69***	-2.19**	0.24%	1.98**	-1.63
-1	0.12%	1.02	-0.61	0.07%	0.57	0.80
0	-0.15%	-1.22	2.45**	-0.25%	-2.1**	2.07**
1	-0.15%	-1.30	0.98	-0.20%	-1.68*	1.86*
2	-0.26%	-2.23**	3.19***	-0.34%	-2.8***	2.5**
3	0.15%	1.26	0.24	0.07%	0.59	-0.46
4	0.10%	0.81	0.03	0.02%	0.20	-0.57
5	0.05%	0.45	0.66	-0.01%	-0.08	0.17
6	-0.20%	-1.66*	2.24**	-0.21%	-1.77*	1.54
7	-0.09%	-0.76	1.50	-0.14%	-1.19	1.02
8	-0.29%	-2.41**	3.4***	-0.36%	-3***	3.13***
9	0.21%	1.78*	-0.61	0.14%	1.18	-0.89
10	-0.02%	-0.17	0.55	-0.04%	-0.36	-0.15
11	-0.18%	-1.55	2.24**	-0.18%	-1.52	2.39**
12	-0.05%	-0.41	1.71*	-0.12%	-1.03	1.76*
13	-0.05%	-0.44	0.98	-0.13%	-1.07	0.91
14	-0.06%	-0.54	-0.08	-0.09%	-0.78	-0.15
15	0.03%	0.25	0.76	-0.01%	-0.09	0.59
Khung	CAAR	T stat	Z-value	CAAR	T stat	Z-value
[-15;-1]	2.01%	3.61***	1.50	1.17%	2.04**	0.38
[0;15]	-1.03%	-1.73*	-2.93***	-1.86%	-2.99***	-4.38***
[0;30]	-1.42%	-1.91*	-3.67***	-3.14%	-3.81***	-4.9***
[-15;15]	0.97%	1.21	0.34	-0.69%	-0.78	-1.10

***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Phụ lục 7 Kết quả kiểm định LNBT xung quanh ngày thực hiện giao dịch của NĐT nước ngoài để trở thành CDL.

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	0.08%	0.38	-0.76	0.02%	0.10	-0.44
-14	-0.06%	-0.31	-0.25	-0.12%	-0.61	-0.26
-13	0.46%	2.34**	2.16**	0.40%	2.05**	2.83***
-12	-0.08%	-0.38	-0.59	-0.11%	-0.59	-0.95
-11	0.21%	1.04	0.61	0.09%	0.48	1.11
-10	0.22%	1.11	0.95	0.15%	0.76	0.42
-9	0.05%	0.23	0.61	0.03%	0.14	0.77
-8	-0.11%	-0.57	-0.59	-0.15%	-0.78	-0.26
-7	0.36%	1.84*	1.64	0.26%	1.36	2.14**
-6	-0.02%	-0.10	0.10	-0.17%	-0.87	-0.95
-5	0.39%	1.99**	2.16**	0.31%	1.60	1.63
-4	0.55%	2.76***	1.47	0.60%	3.12***	1.28
-3	0.14%	0.72	1.30	0.10%	0.52	0.60
-2	0.07%	0.37	0.61	0.03%	0.13	0.60
-1	0.29%	1.45	1.13	0.22%	1.12	1.11
0	0.39%	1.98**	1.30	0.41%	2.1**	1.8*
1	-0.15%	-0.77	-1.45	-0.28%	-1.47	-1.64
2	0.02%	0.11	-0.59	-0.03%	-0.16	0.25
3	0.00%	0.02	0.27	0.07%	0.36	1.45
4	0.24%	1.23	1.30	0.13%	0.68	0.77
5	-0.23%	-1.14	0.44	-0.25%	-1.31	-0.26
6	0.07%	0.38	1.81*	0.15%	0.77	0.77
7	0.29%	1.46	-0.25	0.19%	0.98	0.08
8	-0.02%	-0.11	-0.59	-0.02%	-0.11	-0.78
9	-0.13%	-0.68	-0.42	-0.26%	-1.36	-0.78
10	0.51%	2.57**	1.98**	0.48%	2.5**	1.97**
11	0.00%	0.00	0.27	-0.16%	-0.83	0.60
12	0.35%	1.79*	0.61	0.28%	1.43	0.77

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
13	-0.20%	-1.00	-1.28	-0.24%	-1.26	-1.81*
14	-0.45%	-2.29**	-1.96**	-0.43%	-2.23**	-1.98**
15	-0.04%	-0.19	-0.25	-0.02%	-0.13	-0.09
Khung	CAAR	T test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-15;-1]	2.55%	2.77***	2.16**	1.65%	1.7*	2.31**
[0;15]	0.66%	0.64	0.27	-0.01%	-0.01	-0.61
[0;30]	0.73%	0.59	0.78	-1.27%	-0.94	0.42
[-15;15]	3.21%	2.11**	2.67***	1.64%	1.00	1.8*

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Phụ lục 8 Kết quả kiểm định LNBT xung quanh ngày công bố thông tin NĐT nước ngoài trở thành CĐL

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	-0.02 %	-0.05	0.43	-0.07 %	- 0.22	0.75
-14	0.20 %	0.62	0.43	0.02 %	0.07	0.41
-13	-0.16 %	-0.49	-0.26	-0.20 %	- 0.62	-0.79
-12	0.41 %	1.27	1.46	0.37 %	1.16	1.44
-11	0.21 %	0.64	0.43	0.19 %	0.60	0.58
-10	0.07 %	0.20	-0.26	0.06 %	0.18	-0.28
-9	0.26 %	0.80	0.77	0.14 %	0.46	0.07
-8	0.14 %	0.42	0.94	-0.06 %	- 0.18	0.75
-7	0.14 %	0.43	1.8*	0.05 %	0.15	0.93
-6	0.02 %	0.06	0.26	-0.06 %	- 0.18	0.58
-5	0.10 %	0.29	1.12	-0.05 %	- 0.16	0.58
-4	0.23 %	0.71	-0.08	0.16 %	0.51	0.24
-3	0.03 %	0.10	0.26	0.03 %	0.10	1.10

t	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-2	0.33 %	1.02	1.8*	0.17 %	0.53	1.10
-1	-0.14 %	- 0.43	-1.8*	-0.31 %	- 1.00	-1.31
0	-0.33 %	- 1.01	-1.46	-0.32 %	- 1.00	-0.28
1	0.74 %	2.26**	3.52***	0.73 %	2.31**	3.5***
2	0.45 %	1.36	1.63	0.37 %	1.18	0.58
3	-0.01 %	- 0.04	0.94	0.03 %	0.10	0.58
4	-0.34 %	- 1.03	-0.08	-0.36 %	- 1.16	-0.45
5	0.29 %	0.88	0.94	0.20 %	0.63	0.41
6	0.24 %	0.74	-0.60	0.08 %	0.26	-0.62
7	-0.21 %	- 0.63	-1.29	-0.20 %	- 0.62	-1.13
8	0.29 %	0.89	0.77	0.15 %	0.49	0.58
9	0.24 %	0.73	0.43	0.10 %	0.31	0.93
10	0.35 %	1.09	1.29	0.29 %	0.93	0.93
11	-0.10 %	- 0.30	-1.8*	-0.09 %	- 0.30	-1.31
12	-0.05 %	- 0.16	-0.77	-0.01 %	- 0.04	-0.28
13	-0.20 %	- 0.60	-0.77	-0.09 %	- 0.30	-0.79
14	-0.08 %	- 0.23	-0.43	-0.08 %	- 0.27	-1.31
15	0.20 %	0.62	0.77	0.12 %	0.37	0.93
Khung	CAAR	T est	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-15;-1]	1.83 %	1.94*	2.15**	0.44 %	0.40	0.41
[0;15]	1.49 %	1.50	0.77	0.91 %	0.85	-0.10
[0;30]	1.28 %	1.11	0.09	-0.95 %	- 0.71	0.24
[-15;15]	3.32 %	2.21**	2.15**	1.35 %	0.82	0.75

***; **, * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Phụ lục 9 Kết quả kiểm định LNBT tại ngày công bố thông tin đăng ký bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CDL

T	LNBT được điều chỉnh theo thị trường	LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro
---	--------------------------------------	--

	AAR₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	0.12%	0.48	1.15	0.16%	0.70	0.40
-14	0.01%	0.05	-0.40	0.03%	0.12	-0.26
-13	-0.15%	-0.61	0.71	-0.08%	-0.33	-0.04
-12	-0.10%	-0.41	1.15	-0.02%	-0.10	1.29
-11	-0.05%	-0.21	-0.84	-0.01%	-0.05	-0.92
-10	-0.28%	-1.13	-0.40	-0.26%	-1.12	-1.14
-9	-0.17%	-0.70	-0.40	-0.14%	-0.60	-0.48
-8	-0.45%	-1.82*	-1.06	-0.41%	-1.78*	-1.58
-7	0.49%	1.95*	2.03**	0.49%	2.12**	1.07
-6	-0.17%	-0.69	-0.84	-0.14%	-0.63	-0.70
-5	0.33%	1.33	0.49	0.34%	1.48	0.18
-4	-0.03%	-0.13	-0.40	0.13%	0.58	-0.92
-3	-0.43%	-1.73*	-1.06	-0.29%	-1.26	-0.26
-2	0.15%	0.60	0.27	0.40%	1.73*	0.18
-1	-0.05%	-0.20	-0.40	0.00%	0.01	-1.36
0	0.25%	1.01	1.37	-0.01%	-0.05	0.40
1	-0.15%	-0.61	-1.50	-0.21%	-0.90	0.18
2	0.25%	1.00	0.93	0.28%	1.23	1.29
3	0.01%	0.03	0.27	0.14%	0.59	0.63
4	-0.12%	-0.48	0.04	-0.18%	-0.78	0.18
5	-0.09%	-0.36	-0.40	-0.11%	-0.48	0.63
6	-0.17%	-0.68	0.04	-0.15%	-0.63	0.85
7	-0.50%	-2**	-1.73*	-0.54%	-2.33**	-2.25**
8	0.04%	0.16	1.59	-0.16%	-0.69	0.40
9	0.02%	0.07	1.15	-0.07%	-0.28	0.18
10	0.38%	1.51	2.7***	0.49%	2.14**	2.17**
11	0.17%	0.70	2.03**	0.15%	0.64	1.95*
12	-0.08%	-0.32	-0.18	-0.14%	-0.59	-0.04
13	0.00%	-0.01	-0.40	-0.02%	-0.09	-0.70
14	-0.15%	-0.60	-0.62	-0.20%	-0.89	-1.36
15	-0.22%	-0.90	-1.28	-0.15%	-0.66	-0.48
Khung	CAAR	T test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-15;-1]	-0.80%	-0.75	-1.73*	0.20%	0.19	-0.70
[0;15]	-0.36%	-0.33	0.27	-0.87%	-0.81	-0.26
[0;30]	-1.36%	-1.01	-0.62	-1.88%	-1.30	-1.36

T	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
[-15;15]	-1.17%	-0.75	-0.18	-0.66%	-0.41	-0.48

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.

Phụ lục 10 Kết quả kiểm định LNBT tại ngày bán CP của NĐT nước ngoài để không còn là CĐL

T	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
-15	0.12%	0.52	-0.38	0.15%	0.69	-1.56
-14	-0.03%	-0.12	0.26	0.03%	0.12	0.16
-13	0.30%	1.33	-1.24	0.20%	0.90	-0.49
-12	0.18%	0.78	-0.38	0.15%	0.66	-0.06
-11	-0.04%	-0.16	0.26	0.01%	0.06	0.37
-10	0.28%	1.24	-0.59	0.35%	1.60	-0.92
-9	0.00%	-0.02	0.69	0.02%	0.09	0.16
-8	-0.12%	-0.54	0.05	-0.10%	-0.45	-0.49
-7	-0.19%	-0.84	0.48	-0.23%	-1.04	1.23
-6	0.35%	1.53	-0.81	0.33%	1.50	-1.13
-5	0.15%	0.66	-1.02	0.13%	0.57	-0.70
-4	-0.33%	-1.44	0.26	-0.18%	-0.80	-0.49
-3	0.26%	1.15	-0.81	0.33%	1.51	-0.92
-2	-0.04%	-0.17	-0.59	-0.07%	-0.34	-0.06
-1	0.30%	1.30	-0.16	0.21%	0.94	-0.49
0	0.05%	0.22	-0.59	0.18%	0.80	-1.56
1	-0.34%	1.93*	-1.67*	-0.36%	1.62	-1.56
2	-0.21%	1.8*	-1.24	-0.38%	1.74*	-0.92
3	-0.20%	0.89	-1.02	-0.22%	1.02	-0.70
4	-0.20%	0.89	-1.02	-0.22%	0.98	-1.13
5	-0.17%	-0.75	0.05	-0.13%	-0.58	0.37

T	LNBT được điều chỉnh theo thị trường			LNBT được điều chỉnh theo thị trường và rủi ro		
	AAR ₍₁₎	T Test	Sign Test	AAR ₍₂₎	T Test	Sign Test
6	0.08%	0.36	-1.02	0.10%	0.44	-0.92
7	0.11%	0.46	-0.16	0.13%	0.60	-0.92
8	-0.08%	-0.34	-0.38	-0.03%	-0.13	0.37
9	-0.36%	-1.57	1.98**	-0.26%	-1.19	1.66*
10	-0.04%	-0.18	-0.59	0.02%	0.07	-0.06
11	0.11%	0.49	0.48	0.18%	0.82	-0.27
12	0.23%	1.03	-1.02	0.26%	1.16	-0.27
13	-0.28%	-1.25	1.98**	-0.26%	-1.17	1.45
14	-0.14%	-0.62	1.34	-0.17%	-0.76	1.02
15	-0.22%	-0.96	-0.16	-0.19%	-0.85	-0.49
Khung	CAAR	T test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
[-15;-1]	1.19%	1.25	0.05	1.33%	1.40	-0.06
[0;15]	0.55%	0.55	-1.02	1.01%	1.07	-0.92
[0;30]	-0.10%	-0.08	-1.02	0.49%	0.47	-1.56
[-15;15]	1.74%	1.22	-0.81	2.34%	1.60	0.37

***; **; * tương ứng với mức ý nghĩa lần lượt là 1%; 5%; 10%.

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp trên kết quả tính toán.