

# PHẢN ỨNG CỦA THỊ TRƯỜNG ĐỐI VỚI THÔNG TIN THOẢI VỐN ĐẦU TƯ CỦA TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ KINH DOANH VỐN NHÀ NƯỚC

**Đinh Bảo Ngọc**

*Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng*

*Email: ngocdb@due.edu.vn*

**Nguyễn Chí Cường**

*Đại học A&M Tây Texas, Hoa Kỳ*

*Email: ccnguyen2@buffs.wtamu.edu*

Ngày nhận: 07/8/2018

Ngày nhận bản sửa: 15/10/2018

Ngày duyệt đăng: 05/01/2019

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu khảo sát phản ứng của thị trường đối với thông tin thoái vốn đầu tư của Tổng công ty Đầu tư kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) thông qua việc phân tích xu hướng biến động giá cổ phiếu của những doanh nghiệp mà SCIC đã thoái vốn đầu tư. Phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study Methodology) được sử dụng để ước tính tỷ suất lợi tức bất thường của cổ phiếu xoay quanh thời gian công bố thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC. Dữ liệu nghiên cứu bao gồm 43 sự kiện thoái vốn đầu tư của SCIC thực hiện trong giai đoạn 01/2012 - 06/2018 tại các doanh nghiệp ở Việt Nam mà cổ phiếu được giao dịch tại các sàn chứng khoán HNX, HOSE hoặc UPCOM. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường phản ứng tích cực khi nhận được thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra được tính chất tổ chức của thị trường cũng có ảnh hưởng đến phản ứng của thị trường đối với thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC.*

**Từ khóa:** SCIC, phản ứng của thị trường, thông tin thoái vốn đầu tư, tỷ suất lợi tức, nghiên cứu sự kiện.

**Mã JEL:** G14

## **Stock Market Reaction to Divestment Announcement of the State Capital Investment Corporation**

### *Abstract:*

*This study investigates the stock market reaction to divestment announcement of the State Capital Investment Corporation (SCIC) by examining the stock price movements of the firms in which they divest. In order to identify the effects of SCIC divestments, we use the event study methodology to estimate abnormal returns to the shares around the times that news of the divestment of SCIC becomes publicly available. The sample consists of 43 divestments cases by SCIC in Vietnam during the period 01/2012 to 06/2018. We find that the announcement effect of SCIC divestments in listed firms is positive and the stock market reaction to divestment announcement of SCIC depends on the structure of stock markets*

*Keywords:* State Capital Investment Corporation; stock market reaction; divestment announcement; return; event study.

**JEL code:** G14

## 1. Giới thiệu

Nhằm thúc đẩy việc tái cơ cấu, đổi mới và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp cũng như phát triển kinh tế đất nước, thời gian qua, Chính phủ đã ban hành và không ngừng hoàn thiện các cơ chế, chính sách liên quan đến việc thoái vốn nhà nước. Dưới sự chỉ đạo quyết liệt của Chính phủ và nỗ lực triển khai Đề án tái cơ cấu theo Quyết định 929/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, việc thoái vốn nhà nước đã được tích cực thực hiện, được tiến hành cả ở các doanh nghiệp đã cổ phần hóa cũng như tại các tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước đầu tư trong các ngành, lĩnh vực không thuộc ngành kinh doanh chính. Thủ tướng Chính phủ cũng đã ban hành Quyết định 58/2016/QĐ-TTg liên quan đến việc thực hiện sắp xếp doanh nghiệp giai đoạn 2016 - 2020, kèm theo danh sách và chủ trương, lộ trình thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp. Tổng công ty Đầu tư kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) đã góp phần quan trọng vào chiến lược thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp ở Việt Nam.

Tổng công ty Đầu tư kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) là Quỹ đầu tư quốc gia của Việt Nam. Đây là tổ chức kinh tế đặc biệt của Chính phủ được thành lập nhằm đáp ứng yêu cầu khách quan của quá trình tái cơ cấu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhà nước. Quỹ đầu tư quốc gia (Sovereign Wealth Fund - SWF) là những quỹ đầu tư thuộc quyền sở hữu và quản lý của nhà nước, đầu tư vào tài sản tài chính và chính sách đầu tư của SWF hướng đến những mục tiêu kinh tế vĩ mô. Hiện nay, vấn đề về SWF đang được rất nhiều quốc gia quan tâm, song những nghiên cứu về SWF ở Việt Nam cũng như trên thế giới hiện vẫn còn rất ít và mới mẻ. Vai trò của SWF đối với các doanh nghiệp (thông qua việc đầu tư và thoái vốn đầu tư) cũng đã được nghiên cứu ở một số quốc gia tuy nhiên những kết quả đạt được là không tương đồng.

Thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp ở Việt Nam cũng đang là vấn đề thu hút sự quan tâm của chính phủ cũng như của doanh nghiệp. Thoái vốn nhà nước được thực hiện thông qua SCIC (SWF Việt Nam) chiếm tỷ trọng khá cao trong tổng giá trị vốn nhà nước được thu về. Việc thoái vốn này có thể sẽ ảnh hưởng lớn đến thị trường chứng khoán cũng như

các doanh nghiệp có vốn đầu tư của SCIC. Do vậy, việc nghiên cứu tác động thực sự của việc thoái vốn của SCIC đến biến động giá cổ phiếu trong điều kiện thực tế tại Việt Nam là vấn đề cấp thiết. Cho đến nay, chưa có một nghiên cứu thực nghiệm nào liên quan đến vấn đề này được ghi nhận tại Việt Nam. Nghiên cứu này sẽ giúp cho Chính phủ, các doanh nghiệp Việt Nam cũng như nhà đầu tư nhận biết được tác động của thoái vốn đầu tư của SCIC đối với doanh nghiệp như thế nào, từ đó sẽ có chiến lược điều hành, quản trị và đầu tư thích hợp.

## 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Tổng công ty Đầu tư kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) là Quỹ đầu tư quốc gia (Sovereign Wealth Fund - SWF) của Việt Nam. Vai trò của SWF đối với các doanh nghiệp (thông qua việc đầu tư và thoái vốn đầu tư) cũng đã được một số nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm ghi nhận song kết quả không tương đồng.

Một số ý kiến cho rằng, đối với các doanh nghiệp nhận vốn đầu tư, SWF đóng vai trò rất quan trọng. Theo lý thuyết tín hiệu, việc công bố thông tin về các khoản đầu tư lớn sẽ ảnh hưởng đáng kể đến doanh nghiệp. Nghiên cứu của Shleifer & Vishny (1986) về mối quan hệ giữa quy mô của nhà đầu tư và quá trình điều hành doanh nghiệp cho rằng sự hiện diện của những cổ đông lớn như các quỹ đầu tư quốc gia làm tăng khả năng giám sát và đưa ra các giải pháp hữu hiệu cho hoạt động doanh nghiệp, từ đó giúp tăng lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp và như vậy giá cổ phiếu cũng sẽ gia tăng. Ngược lại, một số ý kiến khác lại cho rằng đầu tư của các SWF có thể mang đến những bất lợi cho doanh nghiệp. Lý thuyết chi phí đại diện của Jensen & Meckling (1976) cũng có thể được sử dụng để giải thích cho tác động tiêu cực của các SWF. Lý thuyết này dự đoán các cổ đông lớn có thể tạo ra các chi phí đại diện cho doanh nghiệp. Nghiên cứu của Barclay & Holderness (1989), Bergstrom & Rydqvist (1990) hay Zingales (1994) đều cung cấp những bằng chứng thực nghiệm liên quan đến vấn đề áp đặt chi phí đại diện của các cổ đông lớn lên doanh nghiệp. SWF là công cụ đầu tư của một chính phủ, trong khi mục tiêu của bất kỳ chính phủ nào cũng không chỉ

đơn thuần là lợi nhuận mà có thể còn ẩn chứa nhiều mục tiêu mang tính chiến lược khác. Do mục tiêu của SWF có thể không phải đơn thuần là tối đa hóa lợi nhuận, SWF có thể buộc các doanh nghiệp hoạt động theo mục tiêu riêng của mình, kết hợp với thực trạng về thiếu tính minh bạch trong thông tin công bố, SWF sẽ tạo ra chi phí đại diện lớn và từ đó gây giảm sút giá cổ phiếu của doanh nghiệp.

Như vậy, dựa trên cơ sở lý thuyết đã có nhiều quan điểm khác nhau về tác động từ việc đầu tư của SWF đến sự biến động giá cổ phiếu. Từ đó có thể suy ra tác động của việc thoái vốn đầu tư của SWF đến giá cổ phiếu cũng có nhiều ý kiến khác nhau.

Một số nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới cho thấy việc đầu tư của SWF vào các doanh nghiệp sẽ mang lại tác động tích cực lên giá trị của doanh nghiệp. Chhaochharia & Laeven (2008) tiến hành nghiên cứu hành vi đầu tư của các Quỹ đầu tư quốc gia (SWF) cũng như tác động của việc đầu tư đến các công ty nhận nguồn tài trợ. Kết quả cho thấy tác động của việc đầu tư từ SWF lên giá trị doanh nghiệp là tích cực; giá cổ phiếu phản ứng tích cực (tăng giá) sau khi những thông tin đầu tư của các quỹ đầu tư được công bố, đặc biệt là trong các tình huống doanh nghiệp đang đối mặt với khủng hoảng tài chính. Thông qua phân tích phản ứng của thị trường đối với các khoản góp vốn của SWF vào các doanh nghiệp, nghiên cứu của Fotak & Megginson (2008), Kotter & Lel (2008) và Dewenter & cộng sự (2009) đã trả lời được câu hỏi liên quan đến việc đầu tư của SWF có tạo ra tác động tích cực đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp hay không. Thông qua tỷ suất sinh lợi bất thường (abnormal returns), những kết quả nghiên cứu khẳng định thông tin đầu tư từ các Quỹ đầu tư quốc gia mang lại tác động tích cực đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp mục tiêu. Dường như thị trường chứng khoán rất mong chờ những sự kiện đầu tư của SWF, đặc biệt, khoản đầu tư càng lớn từ các Quỹ càng có mức độ công bố thông tin cao càng tạo ra nhiều tín hiệu tích cực từ thị trường đối với giá cổ phiếu.

Bên cạnh việc nghiên cứu những phản ứng của thị trường với các công bố về việc mua lại cổ phiếu, Dewenter & cộng sự (2009) cũng đã nghiên cứu những phản ứng của thị trường khi SWF rút vốn đầu

tư ra khỏi các doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường phản ứng tiêu cực trước thông tin thoái vốn đầu tư của SWF. Lý giải cho vấn đề này, họ cho rằng SWF sẽ giúp các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn và vì vậy khi SWF rút vốn đầu tư, người đầu tư cho rằng hiệu quả doanh nghiệp có thể sẽ giảm sút. Chính vì vậy việc thoái vốn đầu tư của SWF ra khỏi doanh nghiệp không những không thu hút các nhà đầu tư mua cổ phiếu mà còn dẫn đến tình trạng những người đang nắm giữ cổ phiếu lại có mong muốn bán đi cổ phiếu họ đang nắm giữ, kết quả là giá cổ phiếu sẽ sụt giảm.

Nghiên cứu của Sojli & Tham (2010) cũng đã tìm thấy phản ứng tích cực của thị trường đối với các khoản đầu tư của SWF trong ngắn hạn và sự gia tăng ổn định của chỉ số Tobin q của doanh nghiệp trong dài hạn. Kết quả cho thấy mục tiêu đầu tư ưu tiên của các SWF thường là những doanh nghiệp đang tăng trưởng và SWF thực hiện một danh mục đầu tư đa dạng. Điều này tạo cơ hội cho các doanh nghiệp được tiếp cận với những công nghệ và thị trường mới trên thế giới. Trong khi đó, In & cộng sự (2013) nghiên cứu mối liên hệ giữa các hành vi đầu tư của các SWF và tính ổn định của thị trường chứng khoán dựa trên việc phân tích tỷ suất lợi tức tích lũy bất thường, nghiên cứu cho thấy những sự kiện đầu tư đa quốc gia từ SWF làm bất ổn thị trường chứng khoán và làm giảm giá trị doanh nghiệp. Giải thích cho vấn đề này có thể xuất phát từ thực trạng bất cân xứng thông tin giữa những nhà đầu tư địa phương và quốc tế hoặc từ phản ứng của thị trường đối với các cam kết của SWF. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra, trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009, các khoản đầu tư này lại mang đến tác động ổn định thị trường tài chính. Như vậy, sự ổn định hay bất ổn định của thị trường chứng khoán tùy thuộc vào mục đích đầu tư mà SWF nhắm đến. Những khoản đầu tư của SWF vào thị trường tài chính quốc tế trong giai đoạn khủng hoảng nêu trên đã phần nào chứng minh nhận định này.

Nghiên cứu gần đây của Bortolotti & cộng sự (2015), Hua (2015) và Karolyi & Liao (2017) cũng đã sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để khảo sát tác động trong ngắn hạn của việc đầu tư từ SWF đến biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp nhận

**Bảng 1: Số lượng công ty trong mẫu nghiên cứu**

Sàn Giao Dịch	Số quan sát
HNX	16
HOSE	16
UPCOM	11

Nguồn: Dữ liệu mẫu nghiên cứu

vốn đầu tư. Kết quả của những nghiên cứu này cũng cho thấy rằng thị trường phản ứng tích cực với thông tin về sự kiện đầu tư cổ phiếu và thông thường tỷ suất sinh lời bất thường của cổ phiếu từ 1-3%.

Nhìn chung, các nghiên cứu về tác động của SWF thường liên quan đến việc đầu tư của SWF. Nghiên cứu thực nghiệm về thoái vốn đầu tư của SWF trên thế giới nói chung và thoái vốn đầu tư của SCIC tại Việt Nam nói riêng còn rất ít.

### 3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Mục tiêu của nghiên cứu là khảo sát phản ứng của thị trường đối với thông tin thoái vốn đầu tư của Quỹ đầu tư quốc gia SCIC. Cụ thể, nếu tác động từ việc thoái vốn đầu tư của SCIC đối với doanh nghiệp là hiệu quả, thu hút việc mua cổ phiếu của các nhà đầu tư, thị trường sẽ phản ứng một cách tích cực và ngược lại. Nghiên cứu đo lường phản ứng của thị trường thông qua xu hướng biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp xoay quanh ngày công bố thông tin thoái vốn. Phản ứng tích cực của thị trường đồng nghĩa với việc gia tăng giá cổ phiếu và ngược lại, phản ứng tiêu cực xảy ra khi giá cổ phiếu sụt giảm so với giá cổ phiếu trong điều kiện giả định không có sự kiện thoái vốn đầu tư của SCIC.

Để khảo sát sự biến động giá cổ phiếu của những doanh nghiệp mà SCIC đã thoái vốn đầu tư xoay quanh thời gian mà thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC được công bố, phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study Methodology) được sử dụng. Khoảng thời gian sự kiện  $[t - 20, t + 20]$  đã được xác định và các cửa sổ sự kiện  $[t - 10, t + 5]$ ,  $[t - 3, t + 3]$ ,  $[t - 1, t + 1]$ ,  $[t + 2, t + 10]$ ... trong suốt giai đoạn  $[t - 20, t + 20]$  (20 ngày trước và 20 ngày sau sự kiện) cũng đã được khảo sát ( $t = 0$  là thời điểm thông tin thoái vốn đầu tư được công bố). Nghiên cứu khảo sát nhiều cửa sổ sự kiện xoay quanh ngày công bố thông tin với các khoảng thời gian khác nhau nhằm xác định cụ thể mức độ tác động đến giá cổ phiếu theo ngày

của sự kiện thoái vốn đầu tư (một số nghiên cứu thực nghiệm về SWF trên thế giới cũng đã lựa chọn các cửa sổ sự kiện như vậy để khảo sát sự biến động giá cổ phiếu). Tương ứng với mỗi sự kiện, mô hình thị trường được tính toán dựa trên dữ liệu của giai đoạn - 400 ngày đến -50 ngày giao dịch trước thời điểm xảy ra sự kiện để tránh tác động có thể có của sự kiện. Nghiên cứu kiểm định tỷ suất lợi tức bất thường trung bình khác 0 có ý nghĩa thống kê hay không với các giả thuyết được kiểm định:

*Giả thuyết: Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình bằng 0.*

$$H_0: E(AAR_t) = 0$$

Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR): trung bình tỷ suất lợi tức bất thường của tất cả sự kiện nghiên cứu tại thời điểm  $t$ , được tính theo công thức:

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

Với  $N$  là số sự kiện trong mẫu nghiên cứu. Trong trường hợp nghiên cứu này,  $N = 43$ .

Dữ liệu của nghiên cứu bao gồm các công ty mà SCIC thoái vốn tại Việt Nam. Chúng tôi sử dụng cơ sở dữ liệu Stoxplus để thu thập thông tin về sự kiện thoái vốn đầu tư của SCIC và tính tỷ suất lợi tức của thị trường cũng như tỷ suất lợi tức của công ty trong mẫu nghiên cứu. Đầu tiên, dữ liệu thu thập bao gồm 170 sự kiện thoái vốn đầu tư của SCIC tại các công ty ở Việt Nam trong giai đoạn từ tháng 1/2012 đến tháng 6/2018. Từ bộ dữ liệu ban đầu, chúng tôi loại bỏ các quan sát thuộc các công ty mà cổ phiếu chưa được giao dịch tại các sàn chứng khoán ở Việt Nam (HNX, HOSE và UPCOM) và các quan sát có dữ liệu không đủ điều kiện để thực hiện các ước tính có liên quan theo yêu cầu của phương pháp nghiên cứu sự kiện. Cuối cùng dữ liệu nghiên cứu còn lại bao gồm 43 sự kiện thoái vốn đầu tư của SCIC thực hiện

**Bảng 2: Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR)**

Mẫu dữ liệu HNX, HOSE, UPCOM (1)			Mẫu dữ liệu HNX, HOSE (2)		Mẫu dữ liệu UPCOM (3)	
Ngày	AAR (%)	t-test -AAR	AAR (%)	t-test -AAR	AAR (%)	t-test -AAR
-5	0,35	0,65	<b>-0,12</b>	<b>-2,17**</b>	<b>1,45</b>	<b>1,81*</b>
-4	<b>-1,31</b>	<b>-1,97**</b>	-0,39	-0,68	<b>-2,75</b>	<b>-2,04**</b>
-3	-0,07	-0,12	<b>0,57</b>	<b>1,69*</b>	-1,20	-0,84
-2	-0,03	-1,38	0,46	0,80	<b>-0,80</b>	<b>-1,85*</b>
-1	0,39	0,97	0,06	0,11	1,01	1,32
<b>0</b>	<b>0,96</b>	<b>2,37**</b>	<b>1,01</b>	<b>2,36**</b>	0,80	0,66
1	-0,14	-1,07	-0,50	-0,89	0,57	0,34
2	0,49	1,68	<b>0,70</b>	<b>1,69*</b>	<b>0,27</b>	<b>1,71*</b>
3	-0,66	-1,38	<b>-0,33</b>	<b>-2,17**</b>	-1,24	-0,78
4	<b>1,03</b>	<b>1,82*</b>	-0,10	-1,01	<b>2,62</b>	<b>1,85*</b>
5	-0,29	-1,07	-0,41	-1,57	-0,0036	-0,28

Chú thích: \*\*, \*: tương ứng với các mức ý nghĩa 5% và 10%

trong giai đoạn 1/2012-6/2018 tại các công ty ở Việt Nam mà cổ phiếu được giao dịch tại các sàn chứng khoán HNX, HOSE hoặc UPCOM. Bảng 1 trình bày cụ thể mẫu nghiên cứu được sử dụng.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu được chia thành 3 trường hợp:

- Trường hợp 1: Mẫu bao gồm tất cả 43 doanh nghiệp mà SCIC thoái vốn đầu tư.
- Trường hợp 2: Mẫu bao gồm 32 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (HNX và HOSE) mà SCIC thoái vốn đầu tư.
- Trường hợp 3: Mẫu chỉ bao gồm 11 doanh nghiệp chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (giao dịch tại sàn UPCOM) mà SCIC thoái vốn đầu tư.

Phân tích kết quả trong các trường hợp như vậy bên cạnh đánh giá được phản ứng của thị trường khi SCIC thoái vốn đầu tư còn có thể tìm hiểu được vấn đề: liệu có sự khác biệt về tác động từ việc thoái vốn đầu tư của SCIC đến sự biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp giao dịch ở các thị trường khác nhau (niêm yết hoặc chưa được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam). Điều này cũng có nghĩa rằng nghiên cứu có thể tìm hiểu được ảnh hưởng của việc thoái vốn đầu tư đến phản ứng của thị trường trong các điều kiện tổ chức thị trường khác nhau.

Bảng 2 trình bày kết quả về tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR) của cổ phiếu doanh nghiệp mà SCIC thoái vốn xoay quanh ngày công bố thông tin (5 ngày trước và 5 ngày sau khi thông tin đầu tư được công bố).

Kết quả cho thấy, trong trường hợp 1 (bao gồm tất cả 43 doanh nghiệp giao dịch tại các sàn HNX, HOSE hoặc UPCOM mà SCIC thoái vốn đầu tư), vào thời điểm  $t = 0$  (ngày thông tin đầu tư được công bố), giá trị của tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR) của các doanh nghiệp đạt dương ( $AAR_{t=0} = 0.96\%$ ) và giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ với ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này có nghĩa rằng, đúng vào ngày công bố thông tin, đối với những doanh nghiệp mà SCIC thoái vốn đầu tư, tỷ suất lợi tức bất thường trung bình có giá trị dương khá cao. Kết quả này chỉ ra rằng giá cổ phiếu tăng đáng kể vào ngày thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC đối với các doanh nghiệp được công bố. Kết quả thực nghiệm cũng ghi nhận giá cổ phiếu cũng tăng cao bất thường vào bốn ngày sau khi thông tin thoái vốn được công bố ( $AAR_{t=4} = 1,03\%$  với ý nghĩa thống kê ở mức 5%). Tuy nhiên, kết quả cũng chỉ ra rằng giá cổ phiếu giảm vào bốn ngày trước khi thông tin thoái vốn được công bố ( $AAR_{t=-4} = -1,31\%$  với ý nghĩa thống kê ở mức 5%).

Kết quả của trường hợp 2 (bao gồm 32 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán HNX và HOSE) cho thấy vào thời điểm  $t = 0$  giá trị của

tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR) của các doanh nghiệp cũng đạt dương ( $AAR_{t=0} = 1.01\%$ ) và giả thuyết  $H_0$  cũng bị bác bỏ với ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả trong trường hợp này cũng tương đồng với kết quả của trường hợp 1: giá cổ phiếu tăng đáng kể vào ngày sự kiện thông tin thoái vốn đầu tư được công bố. Ngoài ra, tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR) của các doanh nghiệp cũng đạt dương vào ba ngày trước và hai ngày sau khi thông tin thoái vốn của SCIC được công bố ( $AAR_{t=-3} = 0,57$  và  $AAR_{t=2} = 0,70$  với ý nghĩa thống kê 10%). Tuy nhiên, ở trường hợp này, giá cổ phiếu cũng được ghi nhận giảm vào trước và sau ngày sự kiện ( $t = -5$  và  $t = 3$ ).

Đối với trường hợp 3 (chỉ bao gồm 11 doanh nghiệp giao dịch tại sàn UPCOM), vào ngày thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC được công bố,  $AAR_{t=0}$  nhận giá trị dương. Tuy nhiên, giá trị này không có ý nghĩa thống kê nên chưa ghi nhận được ngay sự tác động từ các sự kiện thoái đầu tư của SCIC lên giá cổ phiếu của doanh nghiệp ngay khi thông tin được công bố. Mặc dù kết quả cho thấy một số giá trị AAR trong trường hợp này cũng đạt dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% song giá trị này không cao,  $AAR_{t=2} = 0,27$ , hoặc ngày ghi nhận kết quả dương tương đối xa ngày công bố thông tin ( $t = -5$ ). Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy giá cổ phiếu giảm vào một số ngày trước khi thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC được công bố ( $t = -4, t = -2$ ).

Kết quả nghiên cứu từ 3 trường hợp trên cho thấy vài ngày trước ngày công bố thông tin thoái vốn của SCIC, giá cổ phiếu có thể giảm. Điều này có thể được giải thích là do vào thời điểm này chưa có thông tin rút vốn của SCIC nên giá cổ phiếu có thể

bị tác động từ những thông tin khác trên thị trường. Giá cổ phiếu bắt đầu tăng dần khi gần đến ngày sự kiện ( $t=0$ ) và đặc biệt vào đúng ngày thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC được công bố, giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tăng đáng kể. Như vậy, điều này cho thấy việc thoái vốn đầu tư của SCIC ra khỏi các doanh nghiệp đã tác động mạnh đến việc thu hút những người đầu tư trên thị trường mua cổ phiếu của các doanh nghiệp này. Điều này cũng chỉ ra rằng thông tin thoái vốn của SCIC được các nhà đầu tư quan tâm nhiều đối với các doanh nghiệp được niêm yết chính thức trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sau ngày công bố sự kiện, giá cổ phiếu của công ty niêm yết giảm dần mức tăng và có xu hướng giảm. Điều này cho thấy việc mua cổ phiếu của các công ty mà SCIC thoái vốn được diễn ra khá nhanh và ít có tình trạng mua đi bán lại cổ phiếu trên thị trường (tình trạng này có thể đẩy giá cổ phiếu tăng).

Nghiên cứu tiếp tục khảo sát tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy (CAAR) cho các cửa sổ sự kiện khác nhau trong giai đoạn trước 20 ngày và sau 20 ngày sự kiện ( $t-20, t+20$ ).

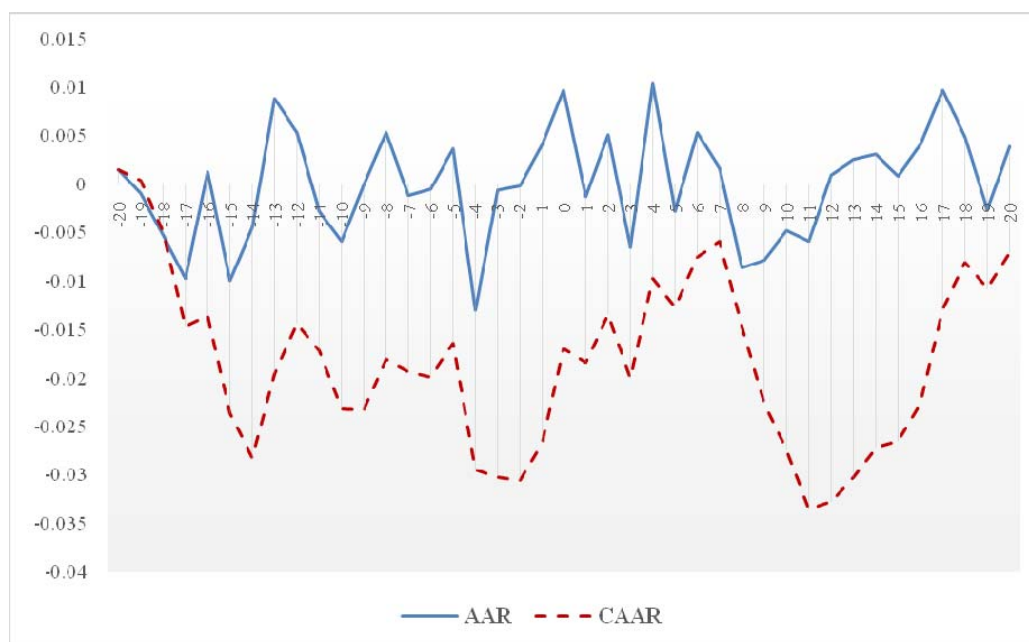
Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy (CAAR) đối với các cửa sổ sự kiện có độ dài khác nhau trong suốt giai đoạn  $(-20, +20)$  được trình bày ở bảng 3. Đối với các trường hợp 1 và 2, trong số các cửa sổ sự kiện được khảo sát, hai cửa sổ  $(-5,5)$  và  $(-2,2)$  đều có CAAR dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy trong cả hai trường hợp, sự thoái vốn đầu tư của SCIC tạo ra tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy của các doanh nghiệp dương đáng kể trong giai đoạn 5 ngày giao dịch trước và 5 ngày giao dịch sau khi sự kiện thoái vốn đầu tư của SCIC được công bố. Cụ thể, với trường hợp 1,

**Bảng 3: Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy (CAAR)**

Cửa sổ sự kiện	Mẫu dữ liệu HNX, HOSE & UPCOM (1)		Mẫu dữ liệu HNX & HOSE (2)		Mẫu dữ liệu UPCOM (3)	
	CAAR (%)	t-test - CAAR	CAAR	t-test - CAAR	CAAR (%)	t-test - CAAR
(-20,20)	-0,72	-0,20	-2,95	-0,81	2,6	0,1314
(-10,10)	-1,03	-0,40	<b>0,62</b>	<b>1,69*</b>	-3,14	-0,2643
<b>(-5,5)</b>	<b>0,72</b>	<b>1,67*</b>	<b>0,94</b>	<b>2,19**</b>	0,37	0,0463
(-5,-1)	-0,67	-0,45	0,58	0,73	-2,28	-0,5945
<b>(-3,3)</b>	0,94	1,48	<b>1,96</b>	<b>1,83*</b>	-0,59	-0,1156
<b>(-2,2)</b>	<b>1,67</b>	<b>1,87*</b>	<b>1,72</b>	<b>2,25**</b>	1,85	0,506
(-1,1)	1,21	1,03	0,56	0,98	2,37	0,8051
(1,5)	0,43	0,24	-0,64	-0,71	3,93	0,6942

Chú thích: \*\*, \*: tương ứng với các mức ý nghĩa 5% và 10%.

Hình 1: AAR và CAAR - Trường hợp 1



Nguồn: Kết quả từ mẫu nghiên cứu

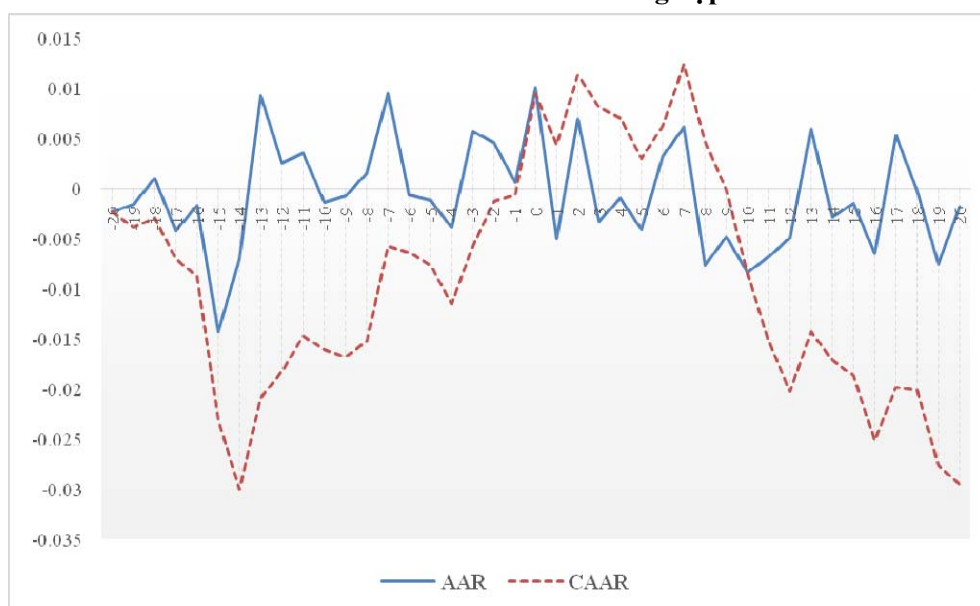
CAAR đạt mức 0,72% trong cửa sổ sự kiện (-5, +5) và đạt 1,67% trong cửa sổ sự kiện (-2, +2) với mức ý nghĩa thống kê 10%. Tương tự, trường hợp 2 có mức CAAR lần lượt là 0,94% và 1,72% (ý nghĩa thống kê 5%) đối với các cửa sổ sự kiện (-5, +5) và (-2, +2). Ngoài ra, riêng đối với trường hợp 2, (mẫu khảo sát chỉ bao gồm các doanh nghiệp niêm yết tại HNX hoặc HOSE, giá trị CAAR dương và có ý nghĩa thống kê được ghi nhận thêm ở các cửa sổ sự kiện (-10,10) và (-3,3). Tuy nhiên, đối với trường hợp 3 (chỉ xét riêng các doanh nghiệp chưa niêm yết và được giao dịch tại sàn UPCOM), mặc dù CAAR của một số cửa sổ có giá trị dương song không có ý nghĩa thống kê.

Những kết quả nghiên cứu như trên cho thấy có sự khác biệt về mức độ biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp giao dịch ở các sàn chứng khoán khác nhau (niêm yết hoặc chưa) khi thông tin thoái vốn của SCIC được công bố. Như vậy, mức độ phản ứng của thị trường tùy thuộc vào tính chất tổ chức của thị trường chứng khoán. Đối với các doanh nghiệp đã được niêm yết trên thị trường chứng khoán, tác động tích cực của việc thoái vốn đầu tư của SCIC lên giá cổ phiếu không chỉ vào ngày mà thông tin được công bố mà còn vào một số ngày trước và sau ngày thông báo. Điều này có nghĩa rằng xoay quanh

ngày thông tin được công bố ra thị trường, việc thoái vốn đầu tư của các SCIC ra khỏi các doanh nghiệp sẽ làm tăng giá cổ phiếu. Thị trường có phản ứng với thông tin sớm hơn so với ngày thông tin về sự kiện đầu tư của các SWF được chính thức công bố ra thị trường (tỷ suất lợi tức bất thường dương và có ý nghĩa thống kê vào trước ngày sự kiện). Hiện tượng này có thể được giải thích là do sự rò rỉ thông tin trước ngày sự kiện đầu tư được công bố.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu thực nghiệm tại các Sở giao dịch chứng khoán tại Việt Nam ủng hộ giả thuyết nghiên cứu: thị trường phản ứng tích cực với thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC tại thời điểm thông tin được công bố. Phản ứng này có thể được giải thích do tín hiệu được phát ra từ việc thoái vốn của SCIC - Quỹ đầu tư quốc gia của Việt Nam. Thật vậy, theo lý thuyết tín hiệu, những thông tin từ các nhà đầu tư lớn nếu được công bố sẽ ảnh hưởng đáng kể đến doanh nghiệp. Với chiến lược đầu tư dài hạn, các SWF thông thường nắm giữ các loại cổ phiếu của các doanh nghiệp đang có nhiều cơ hội phát triển hoặc có tính chiến lược trong nền kinh tế. Hơn nữa, các SWF thường nắm giữ cổ phần lớn trong các doanh nghiệp này và do đó khi SWF thoái vốn đầu tư sẽ mang lại cơ hội cho các nhà đầu tư mua cổ phiếu của các doanh nghiệp hiệu quả, nhiều

**Hình 2: AAR và CAAR - Trường hợp 2**



*Nguồn: Kết quả từ mẫu nghiên cứu*

triển vọng phát triển và có thể trở thành cổ đông lớn. Chính vì vậy, việc thoái vốn của SCIC sẽ là một tín hiệu đáng mừng cho các nhà đầu tư, từ đó sẽ thu hút các nhà đầu tư mua nhiều cổ phiếu của các doanh nghiệp mà SCIC thoái vốn nên làm cho giá cổ phiếu có xu hướng tăng khi thông tin thoái vốn được công bố. Tuy nhiên, một vài ngày trước (5 và 4 ngày) và sau (3 ngày) khi công bố thông tin thoái vốn của SCIC, giá cổ phiếu được ghi nhận giảm có thể là do sự tác động từ những nhân tố khác trên thị trường

Kết quả nghiên cứu của chúng tôi không đồng nhất với kết quả của Dewenter & cộng sự (2009) khi nhóm tác giả này ghi nhận những phản ứng tích cực của thị trường với các công bố về việc mua lại cổ phiếu của SWF và những phản ứng tiêu cực của thị trường đối với các sự kiện rút vốn từ SWF. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của chúng tôi lại ủng hộ nhận định của nhiều chuyên gia kinh tế tại Việt Nam. Thật vậy, các chuyên gia này cho rằng thoái vốn nhà nước thu hút sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài vì họ nhìn thấy đây là cơ hội đầu tư hấp dẫn (Báo mới, 2017; Báo Đầu tư, 2018). Đối với nhà đầu tư nước ngoài, giá cả cổ phiếu không phải là nhân tố quan trọng nhất ảnh hưởng đến quyết định mua. Điều họ mong muốn nhất là cổ đông nhà nước thoái vốn mạnh, thậm chí bán toàn bộ cổ phần càng tốt vì điều này sẽ cho họ

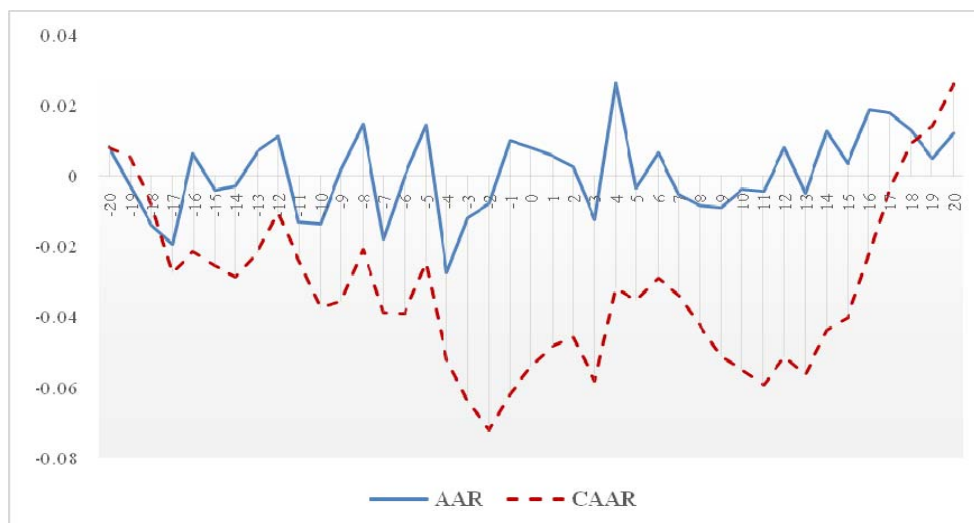
cơ hội được tham gia mua cổ phần ở mức chi phối tại các doanh nghiệp. Cơ hội mua cổ phần với khối lượng lớn sẽ giúp họ giữ quyền quản trị, điều hành tại doanh nghiệp (Báo Đầu tư chứng khoán, 2018).

Thực tế cho thấy việc thoái vốn của SCIC đã diễn ra tại nhiều công ty lớn gồm: Tổng công ty CP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam - Vinaconex (VCG), Công ty CP Nhựa Tiên Phong (NTP), Công ty CP Nhựa Bình Minh (BMP), Công ty CP Domesco (DMC) hay Tập đoàn FPT. Ngay khi thông tin thoái vốn được công bố, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này đã thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư và tăng mạnh trong các phiên giao dịch sau đó. Cụ thể, VCG từ giá 21.400 đồng tăng lên 24.800 đồng/CP, tương ứng mức tăng gần 16%; NTP từ giá 72.800 đồng tăng lên 79.000 đồng/CP, tương ứng tăng gần 9%; giá BMP đã tăng thêm 19%, từ giá 73.000 đồng/cổ phiếu (CP) lên mức 87.000 đồng/CP; DMC từ giá 104.000 đồng tăng lên 120.000 đồng/CP, tương ứng tăng gần 15,4% và FPT từ 50.400 đồng tăng lên 53.900 đồng/CP, tương ứng tăng gần 7% (Báo Thanh niên, 2018).

Nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư tham gia, SCIC đã chủ động đề xuất với Chính phủ, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các cơ quan có thẩm quyền một số cơ chế nhằm tạo thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư như: cơ chế miễn



**Hình 3: AAR và CAAR - Trường hợp 3**



*Nguồn: Kết quả từ mẫu nghiên cứu*

chào mua công khai, cho phép nộp mã số giao dịch muộn, cho phép đặt cọc bằng ngoại tệ, giao dịch ký quỹ có thể được thực hiện ở tất cả các ngân hàng được cấp thẩm quyền, cho phép thoái vốn bằng cách bán cổ phần cả lô đối với doanh nghiệp niêm yết... Nghiệp vụ bán vốn của SCIC ngày càng chuyên nghiệp hơn và việc thoái vốn của SCIC khỏi các doanh nghiệp thực sự đã tạo ra sự sôi động cho thị trường chứng khoán.

Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR) và tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy (CAAR) trong cả ba trường hợp được biểu diễn ở Hình 1, Hình 2, Hình 3.

Đồ thị tỷ suất lợi tức bất thường trung bình và tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy trong suốt giai đoạn (-20, +20) của các cổ phiếu cho thấy điểm khác biệt trong xu hướng biến động của AAR và CAAR trong 3 trường hợp. Đối với trường hợp thứ nhất (bao gồm tất cả các sự kiện), chúng ta dễ dàng nhận thấy AAR dương và tăng bất thường tại ngày sự kiện (thông tin thoái vốn của SCIC được công bố) và CAAR có xu hướng tăng xoay quanh thời gian thông tin thoái vốn được công bố (5 ngày trước và 5 ngày sau ngày sự kiện). Đối với trường hợp 2 (chỉ bao gồm các doanh nghiệp niêm yết), AAR không những dương, tăng bất thường tại ngày sự kiện mà CAAR còn có xu hướng tăng (14 ngày trước và 7 ngày sau ngày sự kiện) và đặc biệt đạt giá trị dương

xoay quanh thời gian thông tin thoái vốn được công bố. Đối với trường hợp 3 (doanh nghiệp giao dịch sàn UPCOM), mặc dù AAR đạt giá trị dương nhưng chưa được ghi nhận là tăng bất thường và CAAR mặc dù cũng có xu hướng tăng xoay quanh thời gian thông tin thoái vốn được công bố nhưng nhận giá trị âm khá lớn so với hai trường hợp trên.

Như vậy, chúng ta có thể thấy được rằng giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán (Sở giao dịch chứng khoán HNX và HOSE) có xu hướng tăng ngay khi thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC đối với các doanh nghiệp này được công bố. Điều này có nghĩa, kết quả nghiên cứu của chúng tôi, nhìn chung, ủng hộ quan điểm thoái vốn đầu tư của SCIC có tác động tích cực đến thị trường. Mức độ tác động có sự khác biệt giữa các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán (giao dịch tại sàn HNX và HOSE) và các doanh nghiệp chưa được niêm yết chính thức (giao dịch tại sàn UPCOM).

### **5. Kết luận**

Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường phản ứng tích cực đối với thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC - Quỹ đầu tư quốc gia của Việt Nam ngay tại thời điểm thông tin thoái vốn được công bố. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng phản ứng của thị trường đối với thông tin thoái vốn đầu tư của SCIC cũng có

sự khác nhau đối với các thị trường khác nhau (tùy thuộc vào tính chất tổ chức của thị trường chứng khoán).

Nghiên cứu thực nghiệm này góp phần giúp cho Chính phủ, các doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư nhận biết được vai trò và tác động của việc thoái vốn nhà nước, từ đó sẽ có những chủ trương, chiến lược thích hợp. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam đối với việc thoái vốn của SCIC cho thấy rằng chủ trương thoái vốn nhà nước của Chính phủ trong thời gian qua là hợp lý. Đối với các doanh nghiệp, khi nhận thấy được việc thoái vốn đầu tư của SCIC sẽ tác động tích cực đến giá cổ phiếu, doanh nghiệp có thể yên tâm trước các quyết định và chủ trương của nhà nước. Tuy nhiên, doanh nghiệp cũng cần lưu ý rằng việc tác động tích cực đến giá cổ phiếu chỉ mới xét đến trong ngắn hạn vì việc thoái vốn của nhà nước đồng nghĩa với việc sẽ mở ra cơ hội cho nhiều nhà đầu tư muốn nắm quyền kiểm soát

doanh nghiệp do đó sẽ thu hút các nhà đầu tư ngay khi thông tin thoái vốn được công bố.

Đối với các nhà đầu tư, nhận thức được tác động tích cực từ việc thoái vốn đầu tư của nhà nước đến giá cổ phiếu doanh nghiệp, các nhà đầu tư sẽ lựa chọn cho mình chiến lược đầu tư phù hợp trong ngắn hạn. Thật vậy, các nhà đầu tư có thể nghiên cứu lựa chọn cổ phiếu của những doanh nghiệp mà SCIC thoái vốn để đưa vào danh mục đầu tư và nhanh chóng xác định thời điểm đầu tư phù hợp. Ngoài ra, nhà đầu tư cần cân trọng đến vấn đề thông tin được công bố và quyết định lựa chọn sàn giao dịch nào để đầu tư ở thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc xác định chính xác ngày sự kiện thoái vốn đầu tư của SCIC được công bố sẽ giúp cho nhà đầu tư có thể dự đoán xu hướng biến động giá cổ phiếu ở các thời điểm khác nhau, từ đó có các quyết định đầu tư (mua vào hay bán ra) cổ phiếu phù hợp.

## Tài liệu tham khảo

- Báo Đầu tư* (2018), 'Bán vốn nhà nước: Cơ hội lớn cho nhà đầu tư', ngày 11 tháng 8 năm 2018.
- Báo Đầu tư chứng khoán* (2018), 'Thoái vốn đang tạo sức hút cao với nhà đầu tư ngoại', ngày 31 tháng 1 năm 2018.
- Báo mới* (2017), 'Thoái vốn tại Sabeco thu hút sự quan tâm của nhiều quỹ đầu tư ngoại', ngày 28 tháng 11 năm 2017.
- Báo Thanh niên* (2018), 'Công bố thoái vốn nhà nước, giá cổ phiếu gia tăng', ngày 14 tháng 11 năm 2017.
- Barclay, M.J. & Holderness, C.G. (1989), 'Private Benefits from Control of Public Corporations', *Journal of Financial Economics*, 25 (2), 371-395.
- Bergstrom, C. & Rydqvist, K. (1990), 'Owervership of Equity in Dual-class Firms', *Journal of Banking and Finance*, 14 (2-3), 255-269.
- Bortolotti, B., Fotak, V. & Megginson, W. L. (2015) 'The sovereign wealth fund discount: Evidence from public equity investments', *The Review of Financial Studies*, 28, 2993-3035.
- Chhaochharia, V. & Laeven, L. (2008), 'Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance', *Working paper, International Monetary Fund*, 48p.
- Dewenter, K. L., Han, X. & Malesta, P. H. (2009), 'Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments', *Working Paper, University of Washington*, 59p.
- Fotak, V., Bortolotti, B. & Megginson, W. (2008), 'The Financial Impact of Sovereign Wealth Funds Investments in Listed Companies', *Working Paper, University of Oklahoma*, 47p.
- Hua, J. K. C. (2015), 'Stock liquidity, intractable information and sovereign wealth fund investment', *Working paper, Monash University*.
- In, F., Park, R. & Lee, B., (2013), 'Do Sovereign Wealth Funds Stabilize Stock Markets?', *Working Paper, Monash University*, 47p.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership

Structure', *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Karolyi, A. & Liao, R. (2017) 'State capitalism's global reach: Evidence from foreign acquisitions by state-owned companies', *Journal of Corporate Finance*, 42(C), 367-391.

Kotter, J. & Lel, U. (2008), 'Friends or foes? The stock price impact of Sovereign Wealth Fund investments and the price of keeping secrets', *International Finance Discussion Papers, n° 940, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System*.

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1986), 'Large Shareholders and Corporate Control', *Journal of Political Economy*, 16 (1-3), 461-488.

Sojli, E. & Tham, W. W. (2010), 'The Impact of Foreign Government Investments on Corporate Performance: Evidence from the U.S', *Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI, Paris*.

Zingales, L. (1994), 'The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience', *The Review of Financial Studies*, 7 (1), 125-148.