

PHẢN ỨNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỚI THÔNG TIN THAY ĐỔI CỔ PHIẾU TRONG DANH MỤC QUỸ FTSE TRÊN THỊ THƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Võ Xuân Vinh*, Đặng Bửu Kiếm**

Ngày nhận: 01/4/2015

Ngày nhận bản sửa: 27/5/2015

Ngày duyệt đăng: 25/11/2015

Tóm tắt:

Nghiên cứu xem xét phản ứng của thị trường (giá và khối lượng giao dịch) với thông tin thay đổi cổ phiếu trong danh mục quỹ FTSE. Sử dụng dữ liệu thu thập trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh giai đoạn từ 2008 đến 2014 và phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả cho thấy tồn tại lợi nhuận bất thường dương (giá tăng) đi kèm sự gia tăng trong khối lượng với sự kiện thêm cổ phiếu vào FTSE (trước và sau thông báo); và tồn tại lợi nhuận bất thường âm đi kèm với sự sụt giảm trong khối lượng ở giai đoạn trước khi có thông báo đối với sự kiện loại cổ phiếu ra khỏi FTSE. Hơn nữa, lợi nhuận bất thường âm tiếp tục tồn tại và đi kèm với sự gia tăng tích cực trong khối lượng từ ngày ra thông báo đến ngày thực hiện hoán đổi. Sau ngày thực hiện có sự phục hồi giá (lợi nhuận bất thường dương) và khối lượng giao dịch vẫn duy trì ở mức cao. Kết quả nghiên cứu hỗ trợ cho giả thuyết thay thế không hoàn hảo (Imperfect substitute hypothesis – ISH).

Từ khóa: thay đổi cổ phiếu trong FTSE, thêm vào/loại ra trong FTSE, quỹ đầu tư nước ngoài.

Stock market reaction to the news of inclusion/exclusion of stocks in FTSE portfolio: Empirical investigation in the Vietnamese Stock Market

Abstract:

This paper investigates the stock market reaction to the announcement of stock change in the FTSE portfolio. Employing the trading data collected from the Ho Chi Minh City stock exchange for the period from 2008 to 2014 and using the event study method, the results indicate a positive abnormal return and increased trading volume before and after the announcement of stock inclusion and a negative abnormal return and increased trading volume before the announcement of stock exclusion. Moreover, abnormal return and increased volume continue to exist from the date of announcement to the change date. After the change date, the abnormal return and increased volume still exist. The results support the imperfect substitute hypothesis.

Keywords: FTSE; stock inclusion/exclusion; foreign fund.

1. Giới thiệu

Các quyết định đầu tư của các quỹ đầu tư lớn có tầm ảnh hưởng rất lớn đối với bất kỳ thị trường chứng khoán nào trên thế giới. Đặc biệt, đối với các thị trường chứng khoán có quy mô nhỏ như thị trường chứng khoán Việt Nam thì ảnh hưởng của việc mua bán cổ phiếu của các quỹ đầu tư lớn, đặc biệt là các quỹ đầu tư danh mục chỉ số như FTSE có vai trò tâm lý càng quan trọng hơn đối với thị trường. Các quỹ đầu tư nước ngoài thường được xem là có kinh nghiệm và kiến thức trên thị trường chứng khoán vượt trội ở các nước đang phát triển.

Hơn nữa, các quỹ đầu tư lớn thường được coi là có vị thế lớn hơn trong việc thu thập thông tin. Các thành phần tham gia thị trường khác như các nhà đầu tư cá nhân, các cổ đông tổ chức nhỏ thường quan sát và làm theo các quyết định đầu tư của các quỹ đầu tư lớn.

Trên thế giới, đã có nhiều nghiên cứu xem xét phản ứng của thị trường đối với việc công bố thông tin các cổ phiếu thêm vào hay loại ra khỏi danh mục cổ phiếu. Tuy nhiên, hiện chưa có nhiều nghiên cứu về chủ đề này ở Việt Nam. Bài báo này nghiên cứu phản ứng của thị trường khi quỹ FTSE công bố

thông tin thay đổi danh mục cổ phiếu. Cụ thể, bài báo này phân tích phản ứng của giá và khối lượng giao dịch của các cổ phiếu mà quỹ FTSE công bố thông tin thêm vào/loại ra khỏi danh mục cổ phiếu của quỹ đầu tư.

2. Cơ sở lý thuyết

Một số giả thuyết chính giải thích cho phản ứng thay đổi của giá và khối lượng giao dịch xung quanh thông tin thay đổi cổ phiếu (thêm vào/loại ra) của ETFs:

Giả thuyết thị trường hiệu quả (EMH) dạng vừa Fama (1970) cho rằng giá cổ phiếu phản ánh tất cả các thông tin công bố và ngầm giả định rằng các cổ phiếu có sự thay thế gần như hoàn hảo cho nhau, do đó một lượng cầu lớn cho một cổ phiếu sẽ rất co giãn và việc mua/bán một lượng lớn cổ phiếu sẽ không tác động lên giá cổ phiếu. Tuy nhiên, một số các kiểm định có kết quả không phù hợp với EMH khi thực hiện xem xét phản ứng giá cổ phiếu với sự kiện thay đổi thành phần trong chỉ số chứng khoán (Bechmann, 2004; Dhillon & Johnson, 1991; Harris & Gurel, 1986; Shleifer, 1986; Vespro, 2006).

Giả thuyết sự thay thế không hoàn hảo (Imperfect substitute hypothesis – ISH) cho rằng cổ phiếu không có sự thay thế hoàn hảo cho nhau, về dài hạn lượng cầu sẽ thấp hơn mức co giãn hoàn toàn. Nói cách khác, đường cầu sẽ dịch chuyển để loại bớt cầu và giá cổ phiếu ở mức giá cân bằng mới, tại mức giá này sẽ không có một kỳ vọng đảo chiều nào vì giá mới phản ánh sự phân bổ cân bằng mới của người sở hữu cổ phiếu (Bechmann, 2004; Hanaeda & Serita, 2003; Shleifer, 1986; Vespro, 2006).

Giả thuyết áp lực giá (price pressure hypothesis – PPH) giả định rằng giá cổ phiếu tăng lên trước ngày thực hiện hoán đổi (Change Date- CD) bởi một lượng cầu lớn của người quản lý quỹ và các đầu tư khác trên thị trường, sau đó giá cổ phiếu đảo chiều sau ngày thực hiện bởi giá đã bị đẩy vượt quá giá trị thực tại mức giá cân bằng. Vì vậy, sự thay đổi giá cổ phiếu chỉ mang tính chất tạm thời nên giá tăng (giảm) tạm thời với các mã cổ phiếu mới được thêm vào (loại ra). Khối lượng giao dịch cũng có những hiệu ứng tương tự như phản ứng của giá cổ phiếu. Giả thuyết này được hỗ trợ mạnh mẽ bởi các nghiên cứu (Azevedo và cộng sự, 2014; Biktimirov và cộng sự, 2004; Bildik & Gülay, 2008; Chen và cộng sự, 2004; Dhillon & Johnson, 1991; Harris & Gurel,

1986; Lynch & Mendenhall, 1997; Madhavan, 2003; Vespro, 2006; Woolridge & Ghosh, 1986; Yun & Kim, 2010).

Giả thuyết thông tin (information hypothesis – IH) cho rằng trong một thị trường hiệu quả giá cổ phiếu phản ánh ngay lập tức việc tăng (giảm) với thông tin tốt (xấu) được công bố và tác động của thông tin này là lâu dài. Do đó, giá cổ phiếu sẽ phản ứng một cách chính xác với thông tin thêm vào/loại ra khỏi danh mục và đạt được một mức cân bằng mới khi có thông tin công bố (Announcement Date – AD). Thêm vào đó, IH cho rằng tác động của thông tin lên khối lượng giao dịch chỉ là tạm thời. Lý thuyết IH được hỗ trợ bởi kết quả của các nghiên cứu (Denis và cộng sự, 2003; Jain, 1987; Liu, 2011).

Giả thuyết chi phí thông tin và thanh khoản (information cost and liquidity hypothesis – ICLH) khẳng định rằng việc thêm một cổ phiếu vào thành phần của chỉ số dẫn đến việc thăm dò của thị trường cao hơn, làm tăng tính hấp dẫn và thanh khoản của cổ phiếu và có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Lý thuyết này được hỗ trợ mạnh mẽ bởi (Beneish & Gardner, 1995; Gregoriou, 2011; Hegde & McDermott, 2003; Stoll, 1978).

Nghiên cứu thực nghiệm về phản ứng giá với thông tin thay đổi cổ phiếu trong danh mục chỉ số

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm hành vi giá cổ phiếu với những thay đổi cổ phiếu trong chỉ số chứng khoán. Shleifer (1986) và Harris & Gurel (1986) tiến hành trong khoảng thời gian tương tự nhau (1966-1983 và 1973-1983). Kết quả thực nghiệm cho thấy giá cổ phiếu phản ứng tích cực (tăng giá) với thông báo thêm cổ phiếu vào chỉ số S&P 500. Tuy nhiên, Shleifer (1986) ủng hộ ISH và Harris & Gurel (1986) ủng hộ PPH. Tương tự, cũng với chỉ số S&P 500 Lynch & Mendenhall (1997) xem xét trong giai đoạn 1990 – 1995, cho thấy tồn tại lợi nhuận bất thường dương xung quanh ngày thông báo (AD) và giá cổ phiếu đảo chiều một phần sau ngày thực hiện (CD), kết quả trên ủng hộ thêm cho PPH. Brealey (2000) nghiên cứu phản ứng giá với các lần loại cổ phiếu của FTSE, kết quả ủng hộ PPH. Elliott & Warr (2003) xem xét trên cả hai chỉ số NYSE và Nasdaq, kết quả cho thấy giá đảo chiều ngay lập tức sau CD với NYSE, đảo chiều một phần và tiếp tục đảo chiều những ngày sau đó với Nasdaq. Các nghiên cứu gần đây càng cung cấp thêm minh chứng cho PPH (Azevedo và cộng sự, 2014;

Elliott và cộng sự, 2006; Vespro, 2006; Yun & Kim, 2010).

Tuy nhiên, cũng có nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng nào về mối quan hệ giữa giá với thông tin thay đổi cổ phiếu trong chỉ số chứng khoán. Bechmann (2004) và Beneish & Whaley (1996) không tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giá và AD, mặc dầu vậy kết quả ủng hộ cho ISH và ICLH.

Nghiên cứu thực nghiệm về phản ứng khối lượng giao dịch với thông tin thay đổi cổ phiếu trong chỉ số

Một số các nghiên cứu cho thấy tính thanh khoản cổ phiếu có mối quan hệ với thông tin thay đổi cổ phiếu trong chỉ số. Lynch & Mendenhall (1997) nghiên cứu tính thanh khoản cổ phiếu với thông tin thay đổi cổ phiếu trong S&P 500, kết quả cho thấy tính thanh khoản cổ phiếu tăng trong AD và còn tăng 30% so với mức trung bình sau 60 ngày thông báo. Hegde & McDermott (2003) cũng tìm thấy tính thanh khoản cổ phiếu tăng và mức tăng được duy trì lâu dài. Gregoriou & Nguyen (2010) xem xét tính thanh khoản và cơ hội đầu tư, kết quả cho thấy thanh khoản giảm với cổ phiếu bị loại ra khỏi chỉ số thị trường. Gregoriou (2011) xem xét toàn diện tính thanh khoản với sự kiện tái điều chỉnh danh mục chỉ số thị trường, kết quả cho thấy tính thanh khoản tăng (giảm) tương ứng với cổ phiếu được thêm vào (loại ra).

Với kết quả ngược lại, Beneish & Whaley (1996) cho thấy không có mối liên hệ nào giữa tính thanh khoản của cổ phiếu và thông tin thay đổi cổ phiếu trong chỉ số DJIA.

Thị trường chứng khoán Việt Nam có quy mô nhỏ và chưa thật sự phát triển, việc mua bán cổ phiếu của các nhà đầu tư trong nước thường dựa trên những quan sát và hành vi giao dịch của các tổ chức quỹ. Hơn nữa, trước ngày công bố thông tin thêm vào/loại ra cổ phiếu của danh mục thì tồn tại nhiều các báo cáo phân tích tài chính của các công ty chứng khoán cũng như của các nhà phân tích tài chính trên các phương tiện truyền thông. Vì vậy, chúng tôi cho rằng việc công bố thông tin thêm vào/loại ra của các cổ phiếu trong quỹ FTSE có tác động đến giá và tính thanh khoản của cổ phiếu.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (event study) để xem xét phản ứng của giá và khối lượng giao dịch khi công bố thông tin hoán đổi danh mục (thêm vào/loại ra) quỹ FTSE. Khung thời gian sự kiện (event window) trong nghiên cứu này là 31 ngày [-15,15] (15 ngày trước thông báo và 15 ngày sau thông báo hoán đổi danh mục quỹ FTSE).

Đo lường và kiểm định phản ứng của giá

Phương pháp đo lường và kiểm định phản ứng của giá với thông báo thêm vào/loại ra của quỹ FTSE được thực hiện tương tự như các nghiên cứu trước (Azevedo và cộng sự, 2014; Vinh & Kiem, 2014).

Đo lường và kiểm định phản ứng của khối lượng giao dịch

Chúng tôi dùng phương pháp tương tự (Gupta & Misra, 1988; Harris & Gurel, 1986) để xem xét khối lượng giao dịch bất thường và việc kiểm định (t – test) tương tự như việc kiểm định lợi nhuận bất thường.

$$MV_i = \frac{1}{60} \sum_{t=AD-75}^{AD-16} \left(\frac{V_{it}}{V_{mt}} \right)$$

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

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

$$MAAV = \sum_{t1}^{t2} \frac{AAV}{s}$$

Trong đó, MV_i là chỉ số khối lượng giao dịch trung bình (cổ phiếu i chia cho thị trường) của 60 ngày giao dịch trước khung sự kiện AD; V_{it} và V_{mt} tương ứng là khối lượng giao dịch của cổ phiếu i và của chỉ số thị trường trong ngày t trong khung sự kiện; AAV_t là chỉ số khối lượng giao dịch trung bình của tất cả các công ty trong mẫu của các ngày trong khung sự kiện; N là số lượng các công ty trong mẫu. MAAV là chỉ số khối lượng giao dịch trung bình ngày trong khung thời gian $[t1, t2]$, s là độ dài thời gian (ngày) $[t1, t2]$.

Ngày sự kiện

Ngày sự kiện là ngày công bố thông tin của quỹ

FTSE trên trang web: www.ftse.com các cổ phiếu thêm vào và loại ra khỏi danh mục. Nếu thông tin được công bố trong giờ giao dịch thì ngày sự kiện là ngày công bố. Nếu thông tin được công bố sau giờ giao dịch thì ngày sự kiện là ngày giao dịch kế tiếp. Tổng số sự kiện trong mẫu là 79, bao gồm 42 sự kiện cổ phiếu bị loại ra và 37 sự kiện cổ phiếu được

thêm vào. Số công ty có cổ phiếu được thêm vào và loại ra là 53 công ty.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các nguồn khác nhau và đảm bảo độ tin cậy. Trước hết, chúng tôi thu thập dữ liệu sự kiện công bố thông tin của cổ phiếu được thêm vào/loại ra tại trang web của FTSE

Bảng 1: Phản ứng giá với thông tin thay đổi cổ phiếu trong danh mục quỹ FTSE

Date	t	Sự kiện thêm cổ phiếu vào danh mục (Inclusion)			Sự kiện loại cổ phiếu khỏi danh mục (Exclusion)		
		AAR	T Test	Sign Test	AAR	T Test	Sign Test
AD-15	-15	1,08%	2,80***	3,08***	-0,15%	-0,48	-0,59
AD-14	-14	0,69%	1,81*	1,11	-0,81%	-2,59***	-2,14***
AD-13	-13	0,22%	0,56	0,12	0,17%	0,56	0,65
AD-12	-12	-0,09%	-0,24	2,10**	-0,31%	-1,00	-0,28
AD-11	-11	1,27%	3,30***	0,78	-0,20%	-0,63	-0,59
AD-10	-10	0,11%	0,28	0,78	-0,34%	-1,09	-1,21
AD-9	-9	0,16%	0,43	0,45	-0,22%	-0,70	-0,90
AD-8	-8	1,03%	2,69***	1,11	-1,31%	-4,17***	-1,52
AD-7	-7	0,42%	1,10	-0,54	0,23%	0,72	0,96
AD-6	-6	0,64%	1,67*	1,11	0,61%	1,95*	1,89*
AD-5	-5	0,35%	0,92	2,10**	0,15%	0,47	2,82***
AD-4	-4	1,19%	3,09***	2,42**	-0,62%	-1,96**	-0,59
AD-3	-3	1,77%	4,62***	2,10**	-0,03%	-0,10	0,65
AD-2	-2	0,42%	1,09	-0,21	-0,38%	-1,21	-0,90
AD-1	-1	-0,46%	-1,19	1,77	-0,40%	-1,28	-1,52
AD	0	-0,37%	-0,97	-0,54	-0,07%	-0,22	-0,90
AD+1	1	-0,49%	-1,29	-3,17***	-0,25%	-0,80	0,03
AD+2	2	0,02%	0,04	-0,87	-0,02%	-0,08	1,58
AD+3	3	-1,10%	-2,88***	-1,53	-0,54%	-1,72*	-1,21
AD+4	4	0,06%	0,15	-0,54	-0,38%	-1,22	-0,90
AD+5	5	0,04%	0,11	-0,87	-0,74%	-2,35**	0,03
AD+6	6	0,79%	2,06**	0,12	-0,65%	-2,08**	0,03
AD+7	7	0,78%	2,04**	3,08***	-0,96%	-3,06***	-0,28
AD+8	8	0,68%	1,77*	0,45	0,55%	1,74*	1,27
CD	9	1,63%	4,25***	2,10**	-0,51%	-1,64	0,34
CD+1	10	-0,17%	-0,43	-1,20	2,56%	8,17***	4,68***
CD+2	11	-0,40%	-1,04	-0,21	0,60%	1,93*	1,58
CD+3	12	-0,03%	-0,07	0,12	0,47%	1,49	1,58
CD+4	13	0,23%	0,59	0,45	-0,11%	-0,35	-0,90
CD+5	14	0,11%	0,29	-0,21	0,67%	2,14**	2,51**
CD+6	15	0,60%	1,56	-0,21	-0,40%	-1,28	-0,59
t		CAAR	T Test	Sign Test	CAAR	T Test	Sign Test
AD-15 to AD -1		8,79%	3,12***	2,75***	-3,61%	-3,38***	-2,76***
AD to CD-1		0,39%	0,22	0,12	-3,07%	-1,72*	-1,83*
CD to CD+6		1,97%	1,16	0,78	3,28%	2,35**	2,20**
AD to CD+6		2,36%	1,09	1,44	0,21%	0,11	0,34
AD-15 to CD+6		11,16%	3,56***	3,41***	-3,40%	-1,69*	-0,90

Ghi chú: AD, CD tương ứng là ngày thông báo và ngày thực hiện hoán đổi (ngày thông báo là ngày 0, ngày thực hiện là ngày 9); AAR là lợi nhuận bất thường trung bình, CAAR là lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình. Nguồn tính toán của nhóm tác giả. *, **, *** tương ứng có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

<http://www.ftse.com> trong giai đoạn 2008 đến 2014. Sau đó, chúng tôi thu thập dữ liệu thị trường của các cổ phiếu được thêm vào/loại ra của các công ty tại trang web của Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh <http://www.hsx.vn>.

FTSE Vietnam Index ETF là quỹ đầu tư chỉ số đầu tiên tại Việt Nam được Deutsche Bank AG thành lập vào ngày 15/01/2008 với số vốn ban đầu là 5,1 triệu USD. FTSE Vietnam Index là chỉ số làm cơ sở tham chiếu cho quỹ ETF FTSE Vietnam UCITS do Deutsche Bank quản lý. Tính đến cuối tháng 11 năm 2014, tổng giá trị tài sản ròng (NAV) của FTSE Vietnam Index ETF khoảng 419 triệu USD, tổng mức vốn hóa thị trường khoảng 5,31 tỷ USD.

Tiêu chí thêm vào/loại ra cổ phiếu trong quỹ FTSE không phụ thuộc vào các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp mà dựa trên vốn hóa (quy mô), thanh khoản của cổ phiếu, tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng và room còn lại cho nhà đầu tư nước ngoài.

4. Kết quả và thảo luận kết quả

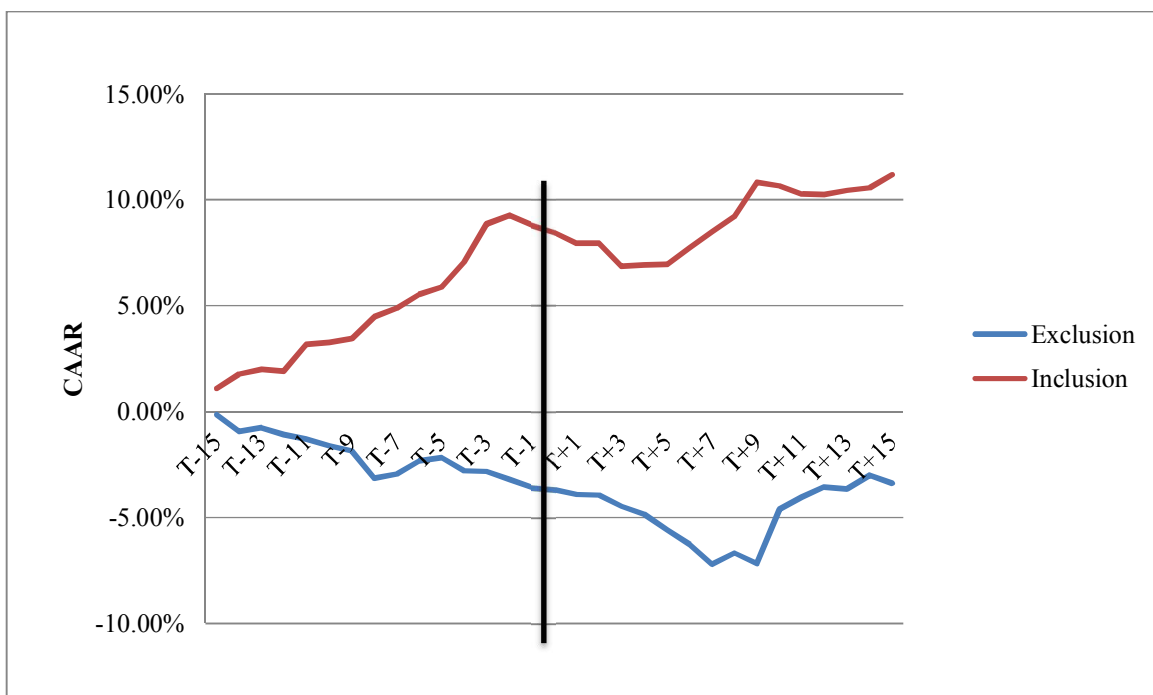
Lợi nhuận bất thường trung bình (AAR)

Ở cửa sổ trước thông báo AD [-15; -2], giá cổ phiếu đã phản ứng tích cực trước ngày thông báo thêm cổ phiếu vào danh mục FTSE. Lợi nhuận bất thường trung bình (AAR) hầu hết đều dương và có

ý nghĩa thống kê ở mức 1% tại một số ngày (AAR [-15]: 1,08%; AAR [-11]: 1,27%; AAR [-8]: 1,03%; AAR [-4]: 1,19%; AAR [-3]: 1,77%). Mặc dù tồn tại lợi nhuận bất thường nhưng các AAR không tăng theo một xu hướng (ngày sau cao hơn ngày trước) mà có ngày tăng cao hoặc thấp. Với kết quả này, chúng tôi cho rằng trước khi có thông báo chính thức của quỹ FTSE về việc thêm cổ phiếu vào danh mục thì các công ty chứng khoán đã dự đoán được cụ thể mã cổ phiếu được thêm vào dựa trên các tiêu chí thêm/loại cổ phiếu của FTSE và giá cổ phiếu (của các mã được dự kiến thêm vào) đã phản ứng với các thông tin dự báo đó. Các AAR vào ngày -4 và ngày -3 ở mức cao (AAR [-4]: 1,19% và AAR [-3]: 1,77%) và có hệ số T test lớn trước ngày công bố thông tin chính thức của FTSE (ngày công bố thông tin hoán đổi của FTSE là ngày 0 rơi vào thứ 6; ngày -4 và ngày -3 rơi vào ngày thứ 2 và thứ 3 trong tuần), cho thấy càng sát ngày thông báo chính thức của FTSE thì thị trường phản ứng tích cực hơn với các thông tin dự báo và vượt ra ngoài nội dung của nghiên cứu này, chúng tôi cho rằng hiệu ứng “ngày đầu tuần” cũng góp phần làm cho AAR lớn hơn.

Ở khung cửa sổ thông báo AD [-1; 1], các AAR âm xung quanh ngày AD (AAR [-1]: -0,46%; AAR [0]: -0,37%; AAR [1]: -0,49%) và không có ý nghĩa thống kê với kiểm định T test (chỉ có ý nghĩa 1% ở

Hình 1: Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình trong khung sự kiện



Sự kiện thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ FTSE. Kết quả kiểm định được trình bày ở Bảng 1, phần bên trái.

ngày 1 với kiểm định Sign test). Kết quả cho thấy giá cả cổ phiếu đã phản ánh đầy đủ nội dung thông tin hàm chứa trong những dự báo của các công ty chứng khoán vào những ngày trước khi có thông báo chính thức của FTSE. Ngoài ra, giá cổ phiếu phản ứng tiêu cực (đảo chiều) vào ngày công bố thông tin hoán đổi cổ phiếu của FTSE.

Sau thông báo, từ AD+2 đến CD-1 (hay tại ngày [8]), tồn tại lợi nhuận bất thường dương và có ý nghĩa ở những ngày trước khi quỹ FTSE thực hiện hoán đổi danh mục cổ phiếu (AAR [6]: 0,79% có ý nghĩa ở mức 5%; AAR [7]: 0,78% có ý nghĩa ở mức 5%; AAR [8]: 0,68% có ý nghĩa ở mức 10%). Kết quả cho thấy nhà đầu tư đã tạo ra một lượng cầu lớn (kết quả kiểm định ở bảng 2) và giá cổ phiếu có phản ứng tích cực (tăng) trước ngày thực hiện hoán đổi danh mục (CD).

Ngày thực hiện hoán đổi danh mục (CD) của FTSE, tồn tại lợi nhuận bất thường trong ngày thêm cổ phiếu vào FTSE (AAR [9]: 1,63%) và có ý nghĩa ở mức 1%. Cho thấy giá cả phản ánh tích cực (tăng) trong ngày cổ phiếu được thêm vào FTSE.

Sau ngày thực hiện hoán đổi giá cổ phiếu có hiện tượng đảo chiều, lợi nhuận bất thường âm ba ngày liên tiếp sau ngày thực hiện thêm cổ phiếu vào danh mục FTSE (AAR [10]: -0,17%; AAR [11]: -0,40%; AAR [12]: -0,03%) nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình (CAAR)

Kết quả nghiên cứu cho bằng chứng tồn tại lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình dương cho khung sự kiện nghiên cứu [AD-15; CD+6] (CAAR [AD-15; CD+6]: 11,16%) và có ý nghĩa ở mức 1% cho cả 2 phương pháp kiểm định T test và Sign test. Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình dương ở khung sự kiện nghiên cứu trên có được bởi những ngày trước AD và tại ngày CD, bằng chứng là CAAR [AD-15; AD-1]: 8,79%, có ý nghĩa ở mức 1% (cả 2 phương pháp kiểm định T test và Sign test) và CAAR [CD]: 1,63%, có ý nghĩa ở mức 1% với kiểm định T test và 5% với kiểm định Sign test.

Tóm lại, kết quả trên là bằng chứng thực nghiệm quan trọng hỗ trợ cho giả thuyết sự thay thế không hoàn hảo cho trường hợp thông báo thêm cổ phiếu vào danh mục FTSE trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Sự kiện loại cổ phiếu ra khỏi danh mục quỹ

FTSE. Kết quả kiểm định được trình bày ở Bảng 1, phần bên phải.

Lợi nhuận bất thường trung bình (AAR)

Ở cửa sổ trước thông báo AD [-15; -2], lợi nhuận bất thường trước ngày AD chủ yếu mang dấu âm. Tương tự như trường hợp thêm cổ phiếu vào danh mục FTSE, thông tin loại cổ phiếu ra khỏi danh mục FTSE được các công ty chứng khoán dự đoán và phát đi các thông báo trước. Vì vậy, giá cổ phiếu đã từ từ phản ánh các thông tin loại cổ phiếu ra khỏi danh mục FTSE và thị trường đã phản ứng tiêu cực với thông tin loại cổ phiếu ra khỏi FTSE (AAR [-14]: -0,81%, AAR [-8]: -1,31% và có ý nghĩa ở mức 1% với kiểm định T test). Hiệu ứng ngày đầu tuần của tuần AD cũng được thể hiện (AAR [-4]: -0,62%, có ý nghĩa 5% với kiểm định T test).

Ở khung cửa sổ thông báo AD [-1; 1], các AAR đều âm và không có ý nghĩa thống kê. Đặc biệt, với ngày AD thì AAR thấp hơn so với các ngày trước đó, càng cho thấy thông tin đã phản ứng trước đó.

Ở khung cửa sổ sau sự kiện AD[+2,+8], lợi nhuận bất thường tiếp tục âm và có ý nghĩa thống kê ở những ngày gần sát với ngày thực hiện hoán đổi CD. Cụ thể, AAR [5]: -0,74%, AAR[6]: -0,65% có ý nghĩa thống kê ở mức 5%; AAR [7]: -0,96% có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Tại ngày CD, lợi nhuận bất thường trung bình vẫn âm và không có ý nghĩa thống kê, cho thấy thị trường không phản ứng quá mức với ngày CD.

Ngay sau ngày CD, lợi nhuận bất thường trung bình dương (AAR[10]: 2,56% và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho cả 2 phương pháp T test và Sign test), cho thấy có sự đảo ngược giá cổ phiếu ngay sau ngày thực hiện loại cổ phiếu khỏi danh mục FTSE. Lợi nhuận bất thường trung bình dương còn được duy trì một số ngày sau đó.

Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR)

Tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy âm trong khung sự kiện nghiên cứu [AD-15; CD+6] (CAAR [AD-15; CD+6]: -3,40%) và có ý nghĩa ở mức 10% với kiểm định T test, kết quả này chủ yếu là do thị trường phản ứng tiêu cực trước và sau ngày thông báo loại cổ phiếu khỏi FTSE (CAAR [AD-15 to AD -1]: -3,61%, có ý nghĩa ở mức 1%; CAAR [AD to CD-1]: -3,07%, có ý nghĩa ở mức 10%). Sau ngày CD, tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình

Bảng 2: Phản ứng của khối lượng giao dịch với thông tin thay đổi cổ phiếu trong danh mục quỹ FTSE

Date	t	Thêm vào		Loại ra	
		AAV	T Test	AAV	T Test
AD-15	-15	0,6587	2,94***	-0,0118	-0,07
AD-14	-14	0,1267	0,57	0,0344	0,22
AD-13	-13	0,2221	0,99	0,0126	0,08
AD-12	-12	0,1645	0,73	-0,1369	-0,86
AD-11	-11	0,2595	1,16	-0,2248	-1,41
AD-10	-10	0,2188	0,98	-0,1518	-0,95
AD-9	-9	0,1484	0,66	-0,0131	-0,08
AD-8	-8	0,1509	0,67	-0,0744	-0,47
AD-7	-7	0,4306	1,92*	-0,1980	-1,25
AD-6	-6	0,6234	2,78***	0,2679	1,69*
AD-5	-5	0,2383	1,06	-0,1166	-0,73
AD-4	-4	0,1549	0,69	-0,0610	-0,38
AD-3	-3	0,2658	1,19	-0,1957	-1,23
AD-2	-2	0,4493	2,01**	-0,1136	-0,71
AD-1	-1	0,3106	1,39	0,0297	0,19
AD	0	0,3411	1,52	0,5397	3,40***
AD+1	1	0,0835	0,37	0,1241	0,78
AD+2	2	0,2031	0,91	0,6694	4,21***
AD+3	3	0,4666	2,08**	1,1160	7,02***
AD+4	4	0,3619	1,62	0,7645	4,81***
AD+5	5	0,3318	1,48	1,0794	6,79***
AD+6	6	0,4900	2,19**	1,2435	7,82***
AD+7	7	0,7832	3,50***	1,3739	8,64***
AD+8	8	1,2023	5,37***	2,5708	16,17***
CD	9	1,8501	8,26***	5,7320	36,06***
CD+1	10	0,7467	3,33***	2,2501	14,16***
CD+2	11	0,5346	2,39**	2,1677	13,64***
CD+3	12	0,2055	0,92	3,1533	19,84***
CD+4	13	0,4747	2,12**	2,4968	15,71***
CD+5	14	1,1081	4,95***	2,5617	16,12***
CD+6	15	0,2685	1,20	2,1422	13,48***
t		MAAV	T test	MAAV	T test
AD-15 to AD-1		0,29483	2,20**	-0,0635	-0,79
AD to CD-1		0,47372	2,35**	1,0535	4,29***
CD to CD+6		0,74119	3,06***	2,9291	4,12***
AD to CD+6		0,59074	2,81***	1,8741	4,60***
AD-15 to CD+6		0,15246	2,95***	0,3190	4,12***

Nguồn: tính toán của nhóm tác giả. *, **, *** tương ứng có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

tích lũy dương (CAAR [CD to CD+6]: 3,28%, có ý nghĩa thống kê ở mức 5%) cho thấy hiện tượng giá cổ phiếu đảo ngược nhưng không quay về trạng thái cân bằng trước đó.

Tóm lại, kết quả trên cũng ủng hộ cho giả thuyết

thay thế không hoàn hảo trường hợp thông báo thêm cổ phiếu vào danh mục FTSE trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Phản ứng của khối lượng giao dịch với thông tin thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ FTSE (Bảng 2,

phần bên trái)

Khối lượng giao dịch trung bình tăng trước ngày công bố thông tin thêm cổ phiếu vào FTSE. Các chỉ số khối lượng giao dịch bất thường trung bình dương và có ý nghĩa thống kê tại các ngày t-15; t-7; t-6; t-2 (AAV [-15]: 0,658 (khối lượng giao dịch trung bình tăng 65,8% so với khối lượng giao dịch trung bình của 60 ngày trước khung sự kiện), có ý nghĩa ở mức 1%; AAV [-7]: 0,43, có ý nghĩa ở mức 10%; AAV [-6]: 0,62 có ý nghĩa ở mức 1% và AAV [-2]: 0,45 có ý nghĩa ở mức 5%). Chỉ số khối lượng giao dịch bất thường trung bình ngày cho cả khung cửa sổ trước ngày AD có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (MAAV [AD-15 to AD -1]: 0,294).

Trong ngày thông báo thêm cổ phiếu vào danh mục FTSE, khối lượng giao dịch bất thường trung bình tăng nhưng kết quả kiểm định chỉ số khối lượng giao dịch bất thường trung bình không có ý nghĩa thống kê.

Sau ngày công bố thông tin khối lượng giao dịch tiếp tục tăng. Đặc biệt, tuần thứ 2 sau ngày AD, khối lượng giao dịch trung bình tăng cao hơn khi gần sát ngày CD và cao nhất trong ngày CD (AAV [6]: 0,49 có ý nghĩa ở mức 5%; AAV [7]: 0,78; AAV [8]: 1,20; AAV [9]: 1,85 đều có ý nghĩa ở mức 1%). Ngoài ra, MAAV [AD to CD-1]: 0,47 và có ý nghĩa ở mức 5%.

Sau ngày CD, khối lượng giao dịch trung bình giảm xuống nhưng vẫn lớn hơn khối lượng giao dịch trung bình của 60 ngày trước khung sự kiện nghiên cứu. Các AAV [+10,+15] hầu hết đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; MAAV [CD to CD+6]: 0,74 và MAAV [AD to CD+6]: 0,59 đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Tóm lại, với sự kiện thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ FTSE thị trường phản ứng thông qua khối lượng giao dịch tăng. Đặc biệt, khối lượng giao dịch tăng mạnh không phải vào ngày thông báo mà tăng mạnh vào những ngày xung quanh ngày thực hiện thêm cổ phiếu vào danh mục và tiếp tục được duy trì ở mức cao sau đó.

Phản ứng của khối lượng giao dịch với thông tin loại cổ phiếu ra khỏi danh mục quỹ FTSE. (Bảng 2, phần bên phải).

Khối lượng giao dịch trung bình trước ngày thông báo loại cổ phiếu ra khỏi FTSE hầu hết đều giảm nhưng kể từ ngày có thông báo chính thức của

FTSE khối lượng giao dịch trung bình phục hồi (AAV [0]: 0,5397 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%) và giữ ở mức cao sau đó so với mức khối lượng giao dịch trung bình của 60 ngày trước khung sự kiện nghiên cứu. Kết quả này cho thấy lượng cầu thị trường sụt giảm với các cổ phiếu được dự báo là bị loại khỏi FTSE trước ngày AD; khi có thông tin chính thức từ FTSE lượng cầu phục hồi, khối lượng giao dịch trung bình tăng mạnh dần và đạt đỉnh điểm vào ngày CD (AAV [9]: 5,73 có ý nghĩa ở mức 1%; MAAV [AD to CD-1]: 1,05 có ý nghĩa ở mức 1%), khối lượng giao dịch trung bình tuy giảm sau ngày CD nhưng vẫn được duy trì ở mức cao (các AAV [10, 15] đều dương và có ý nghĩa ở mức 1%; MAAV [CD to CD+6]: 2,93 và MAAV [AD to CD+6]: 1,87 đều có ý nghĩa ở mức 1%).

Tóm lại, với sự kiện loại cổ phiếu ra khỏi danh mục quỹ FTSE thị trường phản ứng thông qua khối lượng giao dịch trung bình giảm trước ngày thông báo, giao dịch tăng mạnh đạt đỉnh điểm vào ngày thực hiện và khối lượng giao dịch còn được duy trì ở mức cao sau ngày thực hiện.

5. Kết luận và hàm ý kinh tế

Bài báo này nghiên cứu phản ứng của thị trường thông qua giá cả và khối lượng giao dịch với những thay đổi cổ phiếu trong danh mục quỹ FTSE trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2014. Với sự kiện thêm cổ phiếu vào danh mục quỹ FTSE, thị trường phản ứng tích cực thông qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường dương (giá tăng) đi kèm với sự gia tăng trong khối lượng giao dịch bất thường, đặc biệt là giai đoạn trước khi có thông báo chính thức từ quỹ FTSE về việc thêm cổ phiếu vào danh mục. Đồng thời, giá và khối lượng giao dịch được duy trì ở một mức cân bằng mới về dài hạn. Với sự kiện loại cổ phiếu ra khỏi danh mục quỹ FTSE, tồn tại lợi nhuận bất thường âm đi kèm với sự sụt giảm trong khối lượng giao dịch ở giai đoạn trước khi có thông báo chính thức từ quỹ FTSE về việc loại cổ phiếu ra khỏi danh mục; giai đoạn từ ngày ra thông báo loại cổ phiếu cho đến ngày thực hiện của quỹ FTSE lợi nhuận bất thường âm tiếp tục tồn tại và đi kèm với sự gia tăng tích cực trong khối lượng giao dịch, sau ngày thực hiện, có sự phục hồi giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch vẫn duy trì ở mức cao. Kết quả nghiên cứu hỗ trợ cho giả thuyết thay thế không hoàn hảo.

Nghiên cứu có một số hàm ý cho các nhà đầu tư

như sau: Thứ nhất, việc thêm vào/loại ra cổ phiếu trong danh mục FTSE không dựa trên các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp nên nhà đầu tư chỉ nên tham khảo để đưa ra quyết định đầu tư hơn là việc mặc định cổ phiếu thêm vào FTSE là cổ phiếu tốt hoặc loại ra là cổ phiếu xấu. Thứ hai, từ kết quả thực

nhệm trên, nhà đầu tư có thể xem xét nắm giữ cổ phiếu được dự đoán là thêm vào FTSE trước khi có thông báo chính thức từ FTSE (các thông tin dự đoán được thực hiện bởi các công ty chứng khoán) và chỉ nên xem xét mua vào sau ngày FTSE thực hiện loại cổ phiếu ra khỏi danh mục. □

Tài liệu tham khảo

- 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.
- Bechmann, K.L. (2004), 'Price and Volume Effects Associated with Changes in the Danish Blue-Chip Index-The KFX Index', *Multinational Finance Journal*, 8(1-2), 3-35.
- Beneish, M.D. & Gardner, J.C. (1995), 'Information costs and liquidity effects from changes in the Dow Jones Industrial Average list', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(01), 135-157.
- Beneish, M.D. & Whaley, R.E. (1996), 'An anatomy of the "S&P Game": The effects of changing the rules', *The Journal of Finance*, 51(5), 1909-1930.
- Biktimirov, E.N., Cowan, A.R. & Jordan, B.D. (2004), 'Do demand curves for small stocks slope down?', *Journal of Financial Research*, 27(2), 161-178.
- 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.
- Brealey, R.A. (2000), 'Stock prices, stock indexes and index funds', *Bank of England Quarterly Bulletin*, 61-8.
- Chen, H., Noronha, G. & Singal, V. (2004), 'The price response to S&P 500 index additions and deletions: Evidence of asymmetry and a new explanation', *The Journal of Finance*, 59(4), 1901-1930.
- Denis, D.K., McConnell, J.J., Ovtchinnikov, A.V. & Yu, Y. (2003), 'S&P 500 index additions and earnings expectations', *The Journal of Finance*, 58(5), 1821-1840.
- Dhillon, U. & Johnson, H. (1991), 'Changes in the Standard and Poor's 500 List', *Journal of Business*, 75-85.
- Elliott, W.B., Ness, B.F.V., Walker, M.D. & Wan, R.S. (2006), 'What drives the S&P 500 inclusion effect? An analytical survey', *Financial Management*, 35(4), 31-48.
- Elliott, W.B. & Warr, R.S. (2003), 'Price pressure on the NYSE and Nasdaq: Evidence from S&P 500 index changes', *Financial Management*, 85-99.
- Gregoriou, A. (2011), 'The Liquidity Effects of Revisions to the CAC40 Stock Index', *Applied Financial Economics*, 21, 333-34.
- Gregoriou, A. & Nguyen, N.D. (2010), 'Stock liquidity and investment opportunities: New evidence from FTSE 100 index deletions', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 20(3), 267-274.
- Gupta, A. & Misra, L. (1988), 'Illegal insider trading: is it rampant before corporate takeovers?', *Financial Review*, 23(4), 453-463.
- Hanaeda, H. & Serita, T. (2003), 'Price and Volume Effects Associated with a Change in the Nikkei 225 Index List: new evidence from the big change on April 2000', *International Finance Review*, 4, 199-225.
- Harris, L. & Gurel, E. (1986), 'Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: New evidence for the existence of price pressures', *The Journal of Finance*, 41(4), 815-829.
- Hegde, S.P. & McDermott, J.B. (2003), 'The liquidity effects of revisions to the S&P 500 index: An empirical analysis', *Journal of Financial Markets*, 6(3), 413-459.
- Jain, P.C. (1987), 'The effect on stock price of inclusion in or exclusion from the S&P 500', *Financial Analysts Journal*, 58-65.

- Liu, S. (2011), 'The price effects of index additions: A new explanation', *Journal of Economics and Business*, 63(2), 152-165.
- Lynch, A.W. & Mendenhall, R.R. (1997), 'New Evidence on Stock Price Effects Associated with Charges in the S&P 500 Index', *Journal of Business*, 70, 351-383.
- Madhavan, A. (2003), 'The Russell reconstitution effect', *Financial Analysts Journal*, 51-64.
- Shleifer, A. (1986), 'Do demand curves for stocks slope down?', *The Journal of Finance*, 41(3), 579-590.
- Stoll, H.R. (1978), 'The pricing of security dealer services: An empirical study of NASDAQ stocks', *The Journal of Finance*, 33(4), 1153-1172.
- Vespro, C. (2006), 'Stock price and volume effects associated with compositional changes in European stock indices', *European Financial Management*, 12(1), 103-127.
- Vinh, V.X. & Kiem, D.B. (2014), 'Nghiên cứu lợi nhuận bất thường khi xuất hiện khối lượng giao dịch bất thường trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Phát triển Kinh tế*, 290, 21-41.
- Woolridge, J.R. & Ghosh, C. (1986), 'Institutional trading and security prices: the case of changes in the composition of the S&P 500 index', *Journal of Financial Research*, 9(1), 13-24.
- Yun, J. & Kim, T.S. (2010), 'The effect of changes in index constitution: Evidence from the Korean stock market', *International Review of Financial Analysis*, 19(4), 258-269.

Thông tin tác giả:

***Võ Xuân Vinh, Tiến sỹ**

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

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

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

- Địa chỉ Email: vinhvx@ueh.edu.vn

****Đặng Bửu Kiêm, Thạc sỹ**

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

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

- Một số tạp chí tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.*

- Địa chỉ Email: buukiemdang@yahoo.com