

# 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

TS. Hồ Việt Tiến  
Đinh Thị Thu Hà  
Trường ĐH Kinh tế TP. HCM

**Tóm tắt:** Bài viết này phân tích hiệu quả của phát hành cổ phiếu bổ sung trong giai đoạn thị trường thuận lợi và không thuận lợi. Mẫu quan sát là 332 đợt phát hành bổ sung tại HOSE giai đoạn 2007-2010. Tại ngày giao dịch không hưởng quyền, suất sinh lợi (SSL) bất thường trung bình quan sát trong giai đoạn thị trường thuận lợi lớn hơn gấp 2 lần so với giai đoạn thị trường không thuận lợi. Ở giai đoạn thị trường không thuận lợi, các công ty niêm yết tỏ ra quan tâm đến phương pháp phát hành “miễn phí” hơn là phát hành quyền mua. Các nhà đầu tư (NĐT) có xu hướng kinh doanh ngắn hạn trước phát hành trong thời kỳ thuận lợi, mua vào từ khi công bố cho đến ngày -5 và bán ra vào các ngày -4 đến -2, trước khi quá muộn. Xu hướng kinh doanh ngắn hạn này áp dụng chủ yếu với phương pháp quyền mua. Xu hướng kinh doanh ngắn hạn không thể hiện rõ ràng vào những năm khó khăn. Rủi ro tăng lên khi thị trường không thuận lợi và ngược lại giảm xuống khi thị trường thuận lợi làm cho NĐT có thể đối mặt với khó khăn kép: giá giảm song hành với rủi ro tăng.

**Từ khóa:** Phát hành cổ phiếu bổ sung, lý thuyết thị trường hiệu quả, suất sinh lợi bất thường.

## Giới thiệu

Nghiên cứu sự kiện phát hành bổ sung (SEO) đã ít nhiều được đề cập trong những nghiên cứu gần đây tại Việt Nam. Trong những nghiên cứu trước đây, nhóm tác giả đã khảo sát ảnh hưởng của SEO đến giá cổ phiếu với từng năm riêng biệt, 2007 và 2010, qua đó nhóm tác giả nhận thấy rằng yếu tố thời điểm, bối cảnh thị trường có ảnh hưởng đáng kể đến biến động giá cổ phiếu khi phát hành bổ sung. Vì thế trong nghiên cứu này, nhóm tác giả giả định thị trường thuận lợi là những năm mà VN-Index có mức tăng trưởng dương (như năm 2007 và 2009 chẳng hạn) còn thời kỳ không thuận lợi là những năm SSL của VN-Index âm (ví dụ năm 2008 và 2010). Mẫu nghiên cứu là 332 đợt phát hành bổ sung của các công ty niêm yết trên thị trường Tp. Hồ

Chí Minh. Bài viết sẽ được kết cấu như sau: (i) Phương pháp nghiên cứu; (ii) Cơ sở dữ liệu và phạm vi khảo sát; (iii) Kết quả phân tích; (iv) Kết luận.

## Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng hai cách tiếp cận: phương pháp nghiên cứu sự kiện (event study) đã khá thông dụng trong nghiên cứu SEO và đo lường rủi ro bằng độ lệch chuẩn SSL.

Nghiên cứu sự kiện là khảo sát biến động giá tài sản do một biến cố nào đó. Cụ thể hơn, nghiên cứu sự kiện là nghiên cứu hành vi của giá cổ phiếu công ty xung quanh sự kiện của công ty.

Theo Campbell và các tác giả (1997), quy trình nghiên cứu sự kiện gồm 7 bước sau:

**Bước 1 là xác định sự kiện:** khoảng thời gian xảy ra sự kiện gọi là cửa sổ sự kiện (event window). Cửa sổ này thường là 1 ngày, tức ngày công bố, tuy nhiên nếu thông tin công bố vào thời điểm thị trường đóng cửa thì cửa sổ sự kiện sẽ kéo dài thêm 1 ngày thành 2 ngày.

**Bước 2 là lựa chọn công ty**

**Bước 3 là SSL bình thường và bất thường:** để đo lường SSL bất thường sẽ sử dụng mô hình SSL điều chỉnh theo thị trường với giả định rằng SSL kỳ vọng của cổ phiếu  $i$  vào ngày  $t$  sẽ tương đương với SSL của danh mục thị trường và được đo bằng chỉ số VN-Index. Do vậy SSL bất thường sẽ tính như sau:  $AR_{it}=R_{it}-R_{mt}$  (1)

Trong đó:  $AR_{it}$  là SSL bất thường cổ phiếu  $i$  thời gian  $t$  (adnormal return);  $R_{it}$  là SSL cổ phiếu  $i$  ngày  $t$ ;  $R_{mt}$  là SSL thị trường tại thời điểm  $t$ , đại diện bởi chỉ số benchmark của thị trường.

SSL bất thường trung bình AAR tại thời điểm  $t$  được tính bằng:

$$AAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (2)$$

Với  $N$  là số đợt phát hành bổ sung trong mẫu.

Xem ngày  $t = 0$  là ngày giao dịch không hưởng quyền (XR).

Giả thuyết thị trường hiệu quả được kiểm định như sau:

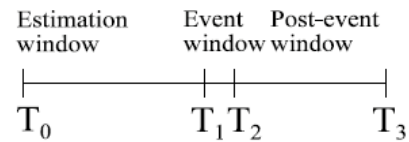
$$\begin{aligned} H_0: AAR_t &= 0 \\ H_1: AAR_t &\neq 0 \end{aligned}$$

Bằng cách cộng dồn SSL bất thường trung bình ta có SSL bất thường trung bình lũy kế trong kỳ:

$$CAR = \sum_{t=1}^T AAR_t \quad (3)$$

**Bước 4 là quy trình ước lượng**

Có thể hình dung nghiên cứu sự kiện theo dòng thời gian như sau:



Trong đó:  $T_0-T_1$  là cửa sổ ước lượng dùng để ước lượng thông số tham chiếu, ví dụ như SSL trung bình và độ lệch chuẩn tham chiếu trong trường hợp không có sự kiện, vì tham chiếu nên cửa sổ này để khá xa sự kiện;  $T_1-T_2$  là cửa sổ sự kiện, thời gian xảy ra sự kiện;  $T_2-T_3$  là cửa sổ sau sự kiện dùng để nghiên cứu ảnh hưởng của sự kiện. Cửa sổ này có thể gộp với giai đoạn cửa sổ sự kiện thành  $(T_1-T_3)$ .

Trong trường hợp Việt Nam do tần suất phát hành bổ sung khá cao, cửa sổ ước lượng được chọn từ ngày -65 đến -16 so với ngày XR, cửa sổ sự kiện và sau sự kiện gộp lại, tính từ ngày -15 đến ngày +14. Ngày XR là ngày thứ 0.

**Bước 5 là quy trình kiểm định:** giả định rằng cổ phiếu các công ty có tương quan với nhau, độ lệch chuẩn SSL giai đoạn ước lượng sẽ tính bằng:

$$S(AAR_0) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-65}^{-16} \left( \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} - AAR \right)^2}{50-1}} \quad (4)$$

Trong đó:

$$AAR = \frac{\sum_{i=1}^N \left( \frac{\sum_{t=-65}^{-16} AR_{it}}{50} \right)}{N} \quad (5)$$

thì kiểm định tham số sẽ là :

$$t = AAR_0 / S(AAR_0) \quad (6)$$

Đối với CAR, sẽ sử dụng công thức sau để kiểm định:

$$t = CAR_{(K,L)} / S(CAR_{(K,L)}) \quad (7)$$

Trong đó:

$$S(CAR_{(K,L)}) = \sqrt{T \text{var}(AAR_t)} \quad (8)$$

(K,L) là khung thời gian gộp SSL bất thường, biến động trong cửa sổ sự kiện 30 phiên, từ ngày -15 đến ngày +14.

$H_0$  sẽ bị bác bỏ nếu t đủ lớn (theo phân phối student).  $H_0$  bị bác bỏ có nghĩa là thị trường không hiệu quả khi phát hành bổ sung.

(Phần phương pháp nghiên cứu có sử dụng một số công thức từ Serra (2002)).

**Bước 6 là kết quả thực nghiệm**

**Bước 7 là giải thích kết quả và kết luận**

**Phương pháp đo lường rủi ro**

Khung thời gian để đo lường rủi ro của từng cổ phiếu giai đoạn trước và sau khi phát hành bổ sung gồm 50 phiên cho mỗi giai đoạn, nghĩa là gồm 2 khung thời gian là [-50;-1] và

để kiểm định sự khác biệt giữa rủi ro trước và sau ngày XR.

$$F = \frac{S_x^2}{S_y^2} \quad (9)$$

**Cơ sở dữ liệu**

Nghiên cứu này chỉ quan sát các công ty niêm yết tại thị trường Tp. Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2007-2010. Trong đó, năm 2007 và năm 2009 là hai năm đại diện cho giai đoạn phát triển thuận lợi của thị trường (165 đợt phát hành), năm 2008 và 2010 được nhìn nhận như giai đoạn không thuận lợi của thị trường (167 đợt phát hành). Các công ty phát hành được phân nhóm dựa trên ba tiêu chí: (i) Giá trị vốn hóa thị trường; (ii) Phương thức phát hành; (iii) Nhóm ngành. Giá trị vốn hóa thị trường dựa trên cách phân loại của Công ty MorningStar, theo đó các công ty lớn nhất chiếm 70% giá trị vốn hóa thị trường là vốn hóa lớn (big cap); các công ty chiếm 20% “thị phần” tiếp theo gọi là vốn hóa trung bình (middle cap); phần còn lại thuộc về vốn hóa nhỏ (small cap). Kết quả cụ thể trong Bảng 1.

**Bảng 1: Phát hành bổ sung giai đoạn 2007-2010**

Tiêu chí phân loại	2007	2008	2009	2010
<b>Phương pháp phát hành</b>				
Quyền hoặc quyền + cổ tức hoặc quyền + thưởng	65	17	15	44
Cổ tức bằng cổ phiếu hoặc cổ phiếu thưởng, hoặc cả hai	37	46	48	60
<b>Vốn hóa thị trường</b>				
Vốn hóa lớn	8	11	7	18
Vốn hóa trung bình	16	13	13	29
Vốn hóa nhỏ	78	39	43	57
<b>Nhóm ngành</b>				
Bất động sản và xây dựng	13	9	10	25
Công nghiệp nặng	53	31	29	41
Dịch vụ	30	21	21	27
Hoạt động tài chính	2	1	2	10
Nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy sản	4	1	1	1
<b>Tổng cộng theo năm</b>	<b>102</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>104</b>
<b>Tổng cộng 2007-2010:</b>	<b>332</b>			

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

[0;+49], với ngày 0 là ngày XR. Rủi ro được tính bằng độ lệch chuẩn SSL thực tế mỗi ngày. Sau đó, dùng kiểm định phân phối F

Thông thường, các nghiên cứu khác chọn ngày sự kiện là ngày công bố thông tin. Tuy nhiên trong nghiên cứu này, ngày sự kiện là

ngày giao dịch không hưởng quyền vì các lý do sau: (i) Việc phát hành cổ phiếu bổ sung đôi khi không được thực hiện như thông báo ban đầu của đại hội đồng cổ đông; (ii) Với khung thời gian của cửa sổ sự kiện lên đến 15 ngày trước ngày giao dịch không hưởng quyền đã bao gồm ngày công bố thông tin phát hành bổ sung ra công chúng (thường vào ngày -8 đến -12).

**Kết quả phân tích**

**SSL bất thường trung bình (Average Abnormal Return - AAR) và SSL bất thường trung bình tích lũy (Cumulative Abnormal Return - CAR)**

Bảng 2 cho thấy sự khác biệt của thời kỳ thuận lợi và không thuận lợi. Trong những năm thuận lợi, AAR tăng liên tục từ ngày công bố (từ ngày -15) đến ngày -5. Tổng mức tăng giá trong khoảng thời gian này lên đến 6,3%. Tính chất tăng liên tục này được kiểm

**Bảng 2: AAR trong điều kiện thị trường thuận lợi và không thuận lợi**

Ngày	Thời kỳ thị trường thuận lợi					Thời kỳ thị trường không thuận lợi				
	AAR	t (AAR)	CAR	AAR tăng/ AAR giảm	z (số lượng)	AAR	t (AAR)	CAR	AAR tăng/ AAR giảm	z (số lượng)
-15	0.006	2.653***	0.006	94/71	1.791	0.002	0.874	0.002	73/90	-1.332
-14	0.003	1.619	0.009	86/79	0.545	0.001	0.423	0.002	69/94	-1.958*
-13	0.002	0.600	0.010	83/82	0.078	-0.001	-0.451	0.001	72/91	-1.488
-12	0.005	2.474**	0.015	87/78	0.701	-0.003	-1.606	-0.001	67/97	-2.342**
-11	0.006	2.953***	0.022	98/67	2.413**	0.000	-0.219	-0.002	75/90	-1.168
-10	0.006	2.694***	0.027	91/74	1.323	0.002	1.178	0.000	81/85	-0.310
-9	0.008	4.002***	0.035	96/69	2.102**	0.003	1.841*	0.004	88/78	0.776
-8	0.007	3.300***	0.042	92/73	1.479	0.002	0.925	0.005	74/92	-1.397
-7	0.004	1.969*	0.046	88/77	0.856	0.002	1.335	0.008	87/79	0.621
-6	0.009	4.230***	0.055	96/69	2.102	0.002	0.892	0.009	70/96	-2.018**
-5	0.007	3.228***	0.063	94/71	1.791	0.002	1.178	0.011	80/86	-0.466
-4	-0.001	-0.665	0.062	82/83	-0.078	0.003	1.680*	0.014	80/86	-0.466
-3	-0.008	-3.749***	0.054	63/102	-3.036***	-0.002	-1.042	0.012	73/94	-1.625
-2	-0.005	-2.473**	0.049	64/101	-2.880***	-0.003	-1.685*	0.009	68/99	-2.399**
-1	0.000	0.024	0.049	77/88	-0.856	-0.001	-0.728	0.008	71/96	-1.935*
0	0.022	10.843***	0.071	123/42	6.306***	0.009	5.058***	0.017	95/72	1.779*
1	0.008	3.751***	0.079	97/68	2.258**	0.004	2.003**	0.020	88/79	0.696
2	0.002	0.763	0.081	87/78	0.701	0.001	0.545	0.021	78/89	-0.851
3	-0.002	-1.262	0.079	70/95	-1.946**	-0.002	-1.205	0.019	69/98	-2.244**
4	0.001	0.117	0.080	80/85	-0.389	-0.005	-2.655***	0.015	68/99	-2.398**
5	-0.002	-1.035	0.078	65/100	-2.725***	0.003	1.565	0.017	83/84	-0.077
6	-0.006	-2.796***	0.072	54/111	-4.437***	-0.002	-1.130	0.015	70/97	-2.089**
7	-0.002	-0.982	0.070	71/94	-1.791*	0.000	0.203	0.016	78/89	-0.851
8	0.004	1.613	0.074	86/79	0.545	0.001	0.595	0.017	79/88	-0.696
9	0.001	0.780	0.075	80/85	-0.389	-0.001	-0.554	0.016	72/95	-1.780*
10	-0.003	-1.285	0.072	68/97	-2.258**	0.000	-0.039	0.016	69/98	-2.244**
11	-0.002	-0.782	0.070	67/98	-2.413**	0.000	0.054	0.016	72/95	-1.780*
12	0.000	-0.066	0.070	74/91	-1.323	0.000	-0.163	0.016	79/88	-0.696
13	0.001	0.629	0.071	81/84	-0.234	-0.003	-1.619	0.013	75/92	-1.315
14	0.001	0.561	0.072	79/86	-0.545	0.000	0.157	0.013	74/93	-1.470

Ghi chú: Mức ý nghĩa \*\*\*=1%; \*\*=5% và \*=10%, Nguồn: Nhóm tác giả tính toán từ dữ liệu của HOSE và SSC

**Bảng 3: CAR trong điều kiện thị trường thuận lợi và không thuận lợi**

Khung thời gian	Thời kỳ thị trường thuận lợi		Thời kỳ thị trường không thuận lợi	
	CAR	t(test)	CAR	t(test)
[-12;-2]	0.039	5.666***	0.008	1.353
[-5;0]	0.016	3.106***	0.008	1.825*
[-2;+2]	0.027	5.803***	0.009	2.323**
[-1;+1]	0.030	8.371***	0.011	3.657***
[0;+1]	0.030	10.268***	0.012	4.993***
[0;+2]	0.032	8.9249***	0.013	4.391***
[0;+5]	0.028	5.588***	0.009	2.168**
[0;+8]	0.025	3.968***	0.009	1.659
[0;+11]	0.021	2.949***	0.008	1.282
[-15;-4]	0.062	8.627***	0.014	2.327**
[+3;+13]	-0.010	-1.445	-0.009	-1.492
[-3;-1]	-0.013	-3.562***	-0.006	-1.995*
[+3;+7]	-0.011	-2.370***	-0.006	-1.441

Ghi chú: Mức ý nghĩa \*\*\*=1%; \*\*=5%; và \*=10%  
 Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu của HOSE và SSC

định với mức ý nghĩa 1% và 5% (trừ ngày -14 và -13). Cùng khung thời gian đó, trong những năm khó khăn, giá chỉ tăng rõ rệt vào ngày -9 (kiểm định có nghĩa ở mức 10%).

Trước ngày phát hành 2-4 ngày là thời điểm quyết định bán, giá điều chỉnh mạnh mẽ. Trong những năm thuận lợi giá điều chỉnh mạnh hơn, giảm đến -1,4% trong 3 ngày này so với -0,6% vào những năm khó khăn. Tỷ lệ số lượng đợt tăng giá/số lượng đợt giảm giá cũng củng cố kết luận này. Nói khác đi, vào những năm thuận lợi, các NĐT tham gia tích cực hơn vào quá trình phát hành, kiếm lợi ngắn hạn (mua vào từ -15 đến -5 và bán ra vào những ngày -4 đến -2). Những năm khó khăn không thấy dấu hiệu này.

Vào ngày XR và ngày +1, giá tăng bất kể năm khó khăn hay thuận lợi. Chỉ có điều những năm thuận lợi giá tăng đến +3% chỉ trong 2 ngày, cao gấp hơn 2 lần khung thời gian tương tự trong những năm khó khăn, chỉ tăng +1,3%.

Sau phát hành, giá điều chỉnh giảm vào các ngày +3 và +4 đối với thời kỳ khó khăn,

trong khi chỉ giảm một cách rõ rệt trong những năm thuận lợi ngày +5 và +6. Nói khác đi tâm lý tích cực với phát hành trong những năm thuận lợi kéo dài hơn những năm khó khăn.

Bảng 3 mô tả CAR trong những khung khác nhau. Điểm khác biệt lớn nhất là với những năm thuận lợi, dường như CAR dương và có nghĩa với hầu hết các khung thời gian khác nhau, trừ các khung [-3; -1] và khung [+3;+7]. Ngược lại, năm khó khăn giá chỉ tăng trong những khung thời gian cho đến ngày +5 mà thôi. Dù thuận lợi hay khó khăn, giá điều chỉnh khá rõ vào các ngày [-3;-1] và [+3;+7] là các cửa sổ mà các nhà đầu cơ thoát khỏi thị trường.

### **Phân tích AAR theo phương pháp phát hành**

Bảng 4 phân nhóm AAR theo phương pháp phát hành. Vào những năm thuận lợi NĐT cố gắng mua bằng được cổ phiếu phát hành thưởng và trả cổ tức, vì thế giá tăng gần 7% trong suốt thời gian 11 ngày từ ngày công bố -15 đến ngày -5. Cố gắng mua cổ phiếu của

**Bảng 4: Phân loại AAR của các công ty theo phương pháp phát hành**

Ngày	Quyền mua		Thưởng (cổ tức)	
	Thuận lợi	Không thuận lợi	Thuận lợi	Không thuận lợi
-15	0.003	0.007***	0.007***	-0.001
-14	0.004*	0.003*	0.002	0.000
-13	0.004*	-0.004**	-0.001	0.001
-12	0.006***	-0.005***	0.005**	-0.001
-11	0.008***	-0.001	0.005**	0.000
-10	0.007***	-0.003	0.004*	0.005***
-9	0.010***	0.003*	0.006***	0.003*
-8	0.005**	0.003	0.008***	0.001
-7	0.002	-0.002	0.006***	0.005***
-6	0.003	0.000	0.015***	0.002
-5	0.003	0.001	0.011***	0.003
-4	0.001	0.000	-0.002	0.005**
-3	-0.010***	-0.006***	-0.006***	0.001
-2	-0.008***	-0.009***	-0.002	0.000
-1	0.001	-0.005***	-0.001	0.001
0	0.033***	0.014***	0.012***	0.006***
1	0.010***	0.008***	0.003	0.001
2	0.004*	0.008***	0.000	-0.003*
3	-0.003	-0.001	-0.001	-0.003
4	0.003	-0.004**	-0.002	-0.005***
5	0.000	0.005***	-0.004**	0.001
6	-0.005***	-0.002	-0.006***	-0.002
7	0.000	0.001	-0.003*	0.000
8	0.003	0.003	0.004**	0.000
9	0.002	-0.001	0.001	-0.001
10	-0.005**	0.000	-0.002	0.000
11	0.001	0.001	-0.004*	-0.001
12	0.003	0.001	-0.003	-0.001
13	0.003	-0.007***	0.000	0.000
14	0.003	-0.002	-0.001	0.001

Ghi chú: Mức ý nghĩa \*\*\*=1%; \*\*=5%; và \*=10%  
 Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu của HOSE và SSC

NĐT trong phương pháp phát hành quyền chỉ kéo dài trong tuần đầu sau công bố (+3,6% từ ngày -12 đến ngày -8).

Trong thời kỳ không thuận lợi, bằng phương pháp thưởng và cổ tức, các công ty phát hành chỉ mang lại 1,8% với khung thời gian từ -15 đến -5 (so với 7% ở trên). Thậm chí, tuần đầu sau công bố của phương pháp quyền mua còn mang lại SSL âm cho NĐT (-0.2% từ ngày -12 đến ngày -8).

Xu hướng kinh doanh ngắn hạn thời thuận lợi là khá rõ ràng với chu kỳ mua bán trước phát hành. NĐT cố gắng mua vào bằng được cổ phiếu để có quyền mua vào những ngày -12 đến -8, sau đó bán bằng được cổ phiếu để khỏi bị dính dáng đến thủ tục phát hành vào những ngày -3 cho đến -2 (-1,8%). Đối với phương pháp thưởng do không được chuyển nhượng quyền nên xu hướng kinh doanh ngắn hạn không rõ ràng. Trào lưu bán chỉ diễn ra sau phát

**Bảng 5: Phân loại CAR của các công ty theo phương pháp phát hành theo giai đoạn thuận lợi và không thuận lợi**

Window	Quyền mua		Thưởng (cổ tức)	
	Thuận lợi	Không thuận lợi	Thuận lợi	Không thuận lợi
[-15;-1]	0.039***	-0.017**	0.059***	0.022***
[-4;-2]	-0.017***	-0.014	-0.010***	0.005*
[0;+14]	0.051***	0.024	-0.006	-0.007

Ghi chú: Mức ý nghĩa \*\*\*=1%; \*\*=5%; và \*=10%

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu của HOSE và SSC

**Bảng 6: Rủi ro toàn thị trường**

Tiêu chí phân loại	Thuận lợi			Không thuận lợi		
	RR tăng	RR giảm	z value	RR tăng	RR giảm	z value
<b>Vốn hóa thị trường</b>						
Large cap	2	5	-1.134	16	6	2.132**
Middle cap	2	8	-1.897*	16	8	1.633
small cap	20	38	-2.364**	34	22	1.664*
<b>Phương pháp phát hành</b>						
Quyền mua	16	21	-0.822	25	12	2.137**
Thưởng	8	30	-3.569***	41	24	2.108**
<b>Ngành</b>						
Nhóm 1	2	8	-1.897*	12	7	1.147
Nhóm 2	9	26	-2.874***	30	14	2.412**
Nhóm 3	12	13	-0.200	18	13	0.898
Nhóm 4	1	1	0.000	4	2	0.817
Nhóm 5	0	3	-1.732*	2	0	1.414

Ghi chú: Mức ý nghĩa \*\*\*=1%; \*\*=5%; và \*=10%

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu của HOSE và SSC

hành thưởng những năm thuận lợi (-1,3% vào những ngày +5 đến +7), khi mọi thủ tục phát hành đã hoàn thành.

Riêng 2 tiêu chí phân loại còn lại là Vốn hóa thị trường và Nhóm ngành, không có sự khác biệt rõ rệt nào về AAR giữa những năm thuận lợi và những năm khó khăn.

### Rủi ro

Bảng 6 chỉ thể hiện các trường hợp rủi ro cổ phiếu tăng lên một cách đáng kể và giảm xuống một cách đáng kể. Một cách tổng quát, phát hành trong thời kỳ khó khăn, giá giảm kèm theo rủi ro tăng, ngược lại phát hành khi thuận lợi, giá tăng trong khi rủi ro giảm.

Thứ nhất, nhóm cổ phiếu có giá trị vốn hóa nhỏ là nhóm nhạy cảm với bối cảnh thị trường hơn so với 2 nhóm còn lại. Khi thị trường thuận lợi, phát hành làm cho rủi ro công ty nhỏ giảm đáng kể, trong khi đó, khi thị trường suy thoái, phát hành làm cho rủi ro các công ty nhỏ tăng đáng kể.

Thứ hai, rủi ro của phương pháp thưởng giảm đáng kể sau phát hành những năm thuận lợi. Rủi ro của các công ty đều tăng sau phát hành trong thời kỳ không thuận lợi bất kể phương pháp phát hành.

Các công ty công nghiệp nặng bị ảnh hưởng nặng nề từ bối cảnh thị trường: rủi ro giảm khi thị trường thuận lợi và tăng khi thị trường khó khăn

## Kết luận

Bối cảnh thị trường HOSE có ảnh hưởng đáng kể đến phát hành. Trong những năm thuận lợi, các NĐT thể hiện xu hướng kinh doanh ngắn hạn, “lướt sóng” khi phát hành nhất là với các công ty phát hành quyền mua. Họ mua vào khi vừa có thông tin phát hành làm cho giá tăng suốt tuần đầu sau khi công bố và bán ra vài ba ngày trước ngày XR làm cho giá giảm đáng kể 4-2 ngày trước ngày XR. NĐT cũng có xu hướng mua cổ phiếu phát hành thường thời thuận lợi và chỉ bán ra sau khi mọi việc đã hoàn tất, nghĩa là 6-7 ngày sau ngày XR.

Kết quả trên khá tương đồng với nghiên cứu thị trường Malaysia của Salamudin và các tác giả (1999), theo đó với khung thời gian [-60;+20] giá tăng đáng kể (+15%) khi phát hành vào những năm thuận lợi và giá giảm -0,5% (tuy chưa đến mức ý nghĩa) vào những năm khó khăn.

Tại HOSE, rủi ro cổ phiếu của các công ty phát hành giảm (sau phát hành so với trước phát hành) khi thị trường thuận lợi và tăng khi thị trường khó khăn. Nói khác đi, trong thời kỳ khó khăn, NĐT sẽ gặp khó khăn kép, tức “họa vô đơn chí” - giá giảm sau phát hành đồng thời rủi ro tăng lên sau phát hành<sup>■</sup>

---

## Tài liệu tham khảo

1. Campbell, J., Lo, A. and MacKinlay, A., C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, New Jersey, USA, 149-180.
2. Eckbo, B., E, Masulis, R., W. (1994). *Seasoned Equity Offerings: a Survey*. To appear in Jarrow, Maksimovic R.,V. and Ziemba, W.,T. (eds.), *Finance (North-Holland, Series of Handbooks in Operations Research and Management Science)*.
3. Fama, E. (1991). *Efficient Capital Market: II*. *Journal of Finance* 46. 1575-1617 .
4. Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. and Roll, R. (1969). *The Adjustment of Stock Prices to New Information*. *International Economic Review* 10, 1-21.
5. Hồ Viết Tiến và Đinh Thị Thu Hà (2012). *Nghiên cứu sự kiện phát hành cổ phiếu bổ sung trên thị trường Tp.HCM năm 2007 và 2010*, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 175, tháng 01/2012.
6. Masulis, Ronald W., Korwar and Ashok N. (1986). *Seasoned Equity Offerings: An Impirical Investigation*. *Journal of Financial Economics* 15, 91-118.
7. Salamudin, N., Ariff, M. and Nassir, A. Md. (1999). *Economic Influence on Rights Issue Announcement Behavior in Malaysia*. *Pacific-Basin Finance Journal* 7-1999, 405-427.
8. Serra, A., P. (2002). *Event Study Tests: a Brief Survey*. Working Paper da FEP, No. 117, May 2002. <http://www.fep.up.pt>.
9. Tien, H., V. and Ha, D., T., T. (2011). *A test of Semi-Strong Form Market Efficiency: Effects of Seasoned Equity Offering on Stock Prices in HOSE in 2010*. *Economic Development Review*, No. 206, 10/2011, 50-57 (bản tiếng Anh).
10. Tsangarakis, N., V. (1993). *Seasoned Equity Issues in the Greek Stock Market. Stock Price Reaction on the Ex-Rights Day: a Test of Semi-Strong Form Market Efficiency*, *Spoudai*, 43, 128-138.