NGHIÊN CỨU SỰ KIỆN PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU BỔ SUNG TRÊN THỊ TRƯỜNG TP. HỒ CHÍ MINH NĂM 2007 VÀ 2010

TS. Hồ Viết Tiến, Đinh Thị Thu Hà

Đại học Kinh tế Thành Phố Hồ Chí Minh

Bài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của phát hành bổ sung lên giá cổ phiếu niêm yết tại TP. Hồ Chí Minh. Mẫu khảo sát là 206 đợt phát hành bổ sung năm 2007 và 2010. Dữ liệu được lấy từ trang web chính thức của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Nghiên cứu sự kiện (event study) là phương pháp thực nghiệm chính trong bài, dựa trên giả thuyết thị trường hiệu quả, đã được phát triển từ những năm 1970. Kết quả cho thấy thị trường TP. Hồ Chí Minh là thị trường không hiệu quả bậc trung bình với bằng chứng là phát hành bổ sung làm cho giá tăng đáng kể vào ngày XR: trung bình 2,84%/ngày năm 2007 và 1,73%/ngày năm 2010. Giá cũng giảm đáng kể vào những ngày trước phát hành, nhất là ngày -2 và -3, và với phương pháp phân bổ quyền mua cổ phiếu. Vào thời kỳ thuận lợi như năm 2007, phương pháp phát hành quyền mua được ưa chuộng hơn, trong thời kỳ khó khăn như năm 2010, phương pháp phát hành thưởng và trả cổ tức được ưu tiên hơn.

Các từ khóa: lý thuyết thị trường hiệu quả, nghiên cứu sự kiện, phát hành cổ phiếu bổ sung.

Nghiên cứu sự kiện đã được phát triển từ 40 năm trước tại các nước phát triển. Phương pháp này áp dụng phổ biến trong nghiên cứu các sự kiện tài chính công ty, nhất là sự kiện phát hành bổ sung (SEO), phân bổ cổ tức bằng tiền mặt, những quyết định chiến lược ảnh hưởng đến nguồn vốn công ty... Ở Việt Nam, đã có một số nghiên cứu sử dụng phương pháp này. Bài này dự kiến áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để đánh giá ảnh hưởng của phát hành bổ sung lên giá cổ phiếu với mẫu là thị trường cổ phiếu TP. Hồ Chí Minh 2 năm, 2007 và 2010, tức 2 năm thuận lợi và không thuận lợi của thị trường. Bài viết sắp xếp như sau : 1) Tổng quan về nghiên cứu sự kiện, phương pháp nghiên cứu sự kiện nói chung và áp dụng vào thị trường Việt Nam; 2) Cơ sở dữ liệu; 3) Kết quả phân tích; 4) Kết luận.

1. Nghiên cứu sự kiện (event study)

1.1. Tổng quan về nghiên cứu sự kiện

Nghiên cứu sự kiện là khảo sát biến động giá tài sản do một biến cố (sự kiện) nào đó. Tài sản được quan sát gồm nhiều loại nhưng phổ biến nhất là cổ phiếu thường. Các sự kiện thường được quan sát nhất là phát hành cổ phiếu, thông báo lợi nhuận trong kỳ, thâu tóm và sáp nhập,... Số lượng nghiên cứu hàn lâm trong lĩnh vực này khá nhiều, trên 565 bài nghiên cứu chỉ tính từ năm 1974 đến 2000 trên 5 tạp chí hàng đầu về kinh doanh và tài chính (Khotari et al., 2006).

Theo Campbell, Lo và MacKinlay (1997), quy trình nghiên cứu sự kiện gồm 7 bước sau: 1) *Xác định sự kiện*: Việc đầu tiên là xác định cửa sổ sự kiện (event window) thường là ngày công bố. Tuy nhiên, cửa sổ sự kiện có thể mở rộng thành 2 ngày - ngày công bố và ngày sau đó, nếu công bố sau khi thị

trường đóng cửa. Thời gian trước cửa sổ sự kiện là cửa sổ ước lượng (estimation window), thường là 120 phiên giao dịch trước khi xảy ra sự kiện. Cửa sổ sau sự kiện (post-event window) có thể mở rộng ra, đôi khi lên đến 300 phiên giao dịch; 2) *Lựa chọn công ty*; 3) *Suất sinh lợi bình thường và bất thường*: Suất sinh lợi bất thường là chênh lệch giữa suất sinh lợi thực tế đã xảy ra (ex-post) của một cổ phiếu và suất sinh lợi bình thường của cổ phiếu đó. Có 2 lựa chọn suất sinh lợi bình thường: hoặc là *suất sinh lợi trung bình ổn định* của cổ phiếu (suất sinh lợi kỳ vọng) hoặc là *suất sinh lợi của thị trường;* 4) *Quy trình ước lượng*: Thông thường, cửa sổ sự kiện phải tách rời ra khỏi của sổ ước lượng để không ảnh hưởng đến tính chất bình thường, khách quan của các thông số cần ước lượng; 5) *Quy trình kiểm định*: Từ tiếp cận trên ta tính được suất sinh lợi bất thường và sau đó là quy trình kiểm định thống kê với giả thiết H_0: suất sinh lợi bất thường bằng 0 nếu thị trường hiệu quả; 6) *Kết quả thực nghiệm*: trình bày theo cách thức của kinh tế lượng; 7) Giải thích kết quả, vạch ra được cơ chế ảnh hưởng của sự kiện đến giá cổ phiếu.

Kể từ nghiên cứu đầu tiên về sự kiện chia nhỏ cổ phiếu của Fama, Fisher, Jensen và Roll (1969) phương pháp thống kê trong nghiên cứu sự kiện không thay đổi, vẫn là đo lường suất sinh lợi bất thường trung bình và suất sinh lợi bất thường tích lũy xung quanh sự kiện. Có 3 bước tiến trong nghiên cứu sự kiện: 1) áp dụng suất sinh lợi ngày và suất sinh lợi trong ngày (giờ, phút) thay cho suất sinh lợi tháng trước kia; 2) phương pháp kiểm định ngày càng phức tạp; 3) cửa sổ sau sự kiện được kéo dài ra thành nhiều tháng.

1.2. Phương pháp nghiên cứu sự kiện

1.2.1. Suất sinh lợi bất thường

Suất sinh lợi bất thường thực tế (ex-post) là chênh lệch giữa suất sinh lợi quan sát được của cổ phiếu công ty i tại sự kiện t và suất sinh lợi kỳ vọng:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \qquad (1)$$

Trong đó : AR_{it} là suất sinh lợi bất thường cổ phiếu công ty i tại sự kiện t; R_{it} là suất sinh lợi thực tế cổ phiếu công ty i tại t; $E(R_{it})$ là suất sinh lợi kỳ vọng của cổ phiếu công ty i tại t. Do có 3 cách ước lượng suất sinh lợi kỳ vọng nên có 3 cách để xác định suất sinh bất thường AR_{it} (hay ε_{it}):

1/ *Mô hình điều chỉnh bằng trung bình cố định*: suất sinh lợi kỳ vọng là suất sinh lợi trung bình của cổ phiếu trong quá khứ và suất sinh lợi trung bình này không thay đổi. Do vậy suất sinh lợi bất thường được xác định như sau:

$$\varepsilon_{it} = AR_{it} = r_{it} - E(r_{it}) = r_{it} - \mu_i \qquad (2)$$

2/ *Mô hình điều chỉnh thị trường*: suất sinh lợi kỳ vọng là suất sinh lợi của chỉ số thị trường tham chiếu benchmark, được coi là đại diện cho danh mục thị trường.

$$\varepsilon_{it} = AR_{it} = r_{it} - E(r_{it}) = r_{it} - r_m \qquad (3)$$

3/ *Mô hình thị trường*:

a/ sử dụng mô hình CAPM, trong đó suất sinh lợi thị trường được ước lượng từ chỉ số tham chiếu của thị trường (S&P 500 tại Hoa Kỳ, VN-Index tại Việt Nam chẳng hạn):

$$\varepsilon_{it} = AR_{,t} = r_{it} - \alpha_i - \beta_i r_{mt} \qquad (4)$$

b/ Mô hình đa nhân tố:

$$\varepsilon_{it} = AR_{it} = r_{it} - \alpha_i - \sum \beta_{ij} f_{jt} \qquad (5)$$

Mặc dù có sự khác biệt về cách tiếp cận nhưng ba phương pháp trên cho kết quả tương đồng. Korajczyk et al. (1990) đã tính toán hệ số tương quan giữa kết quả của các phương pháp và thấy rằng hệ số tương quan này nằm trong khoảng +0.85 và +0.99, nghĩa là khi tính toán chỉ cần dùng 1 trong 3 phương pháp. Trong trường hợp Việt Nam sau đây, suất sinh lợi kỳ vọng là suất sinh lợi của thị trường đại diện bởi VN-Index (công thức (3)).

Trung bình phần dư suất sinh lợi bị ảnh hưởng bởi sự kiện gọi là suất sinh lợi bất thường trung bình của N công ty:

$$AAR_0 = (1/N)\sum_{i=1}^{N} AR_{i0} \qquad (6)$$

Trong đó N là số công ty trong mẫu; 0 là thời điểm 0 (XR chẳng hạn) trong sự kiện.

Bằng cách cộng dồn suất sinh lợi bất thường trung bình ta có suất sinh lợi bất thường trung bình lũy kế trong kỳ:

$$CAR = \sum_{t=1}^{T} AAR_t \qquad (7)$$

1.2.2. Kiểm định tham số:

Giả định rằng suất sinh lợi bất thường phân phối chuẩn thì kiểm định tham số sẽ là :

$$t = AAR_0 / S(AAR_0) \quad (8)$$

Trong đó, $S(AAR_0)$ là ước lượng độ lệch chuẩn suất sinh lợi bất thường trung bình

1.2.2.1. Trong trường hợp các công ty thuộc các ngành độc lập với nhau, nghĩa là suất sinh lợi bất thường của các cổ phiếu không tương quan với nhau:

$$\sigma^2(AAR_0) = \sigma^2(\sum_{i-1}^{N} AR_{i0}/N) = (1/N^2)\sum_{i=1}^{N}\sigma^2(AR_{i0}) \quad (9)$$

Độ lệch chuẩn suất sinh lợi bất thường của từng chứng khoán, $\sigma(AR_{i0})$, có thể ước lượng trên cơ sở độ lệch chuẩn dãy suất sinh lợi bất thường của mỗi chứng khoán trong khoảng thời gian (T), như sau:

$$S(AR_i) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{T}\left(AR_{it} - \frac{\sum_{i=1}^{T} AR_{it}}{T}\right)^2}{T-d}} \qquad (10)$$

1.2.2.2. Trong trường hợp suất sinh lợi bất thường của các công ty có liên quan với nhau, trường hợp này thường xảy ra hơn, cách tính rủi ro như sau:

$$S(AAR_0) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{T}\left(\frac{\sum_{i=1}^{N} AR_{it}}{N} - AAR\right)^2}{T-d}} \qquad (11)$$

Trong đó:

$$AAR = \frac{\sum_{i=1}^{N}\left(\frac{\sum_{i=1}^{T} AR_{it}}{T}\right)}{N} \qquad (12)$$

Với giả thuyết H_0 là suất sinh lợi bất thường bằng không, công thức (8) tuân theo phân phối Student-*t* với *T-d* bậc tự do.

Áp dụng công thức trên vào thị trường Việt Nam, dưới đây sử dụng các công thức (11) và (12) với giả định rằng cổ phiếu các công ty có tương quan với nhau. Cụ thể ta có:

$$S(AAR_0) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-65}^{-16}\left(\frac{\sum_{i=1}^{N} AR_{it}}{N} - AAR\right)^2}{50-1}} \qquad (13)$$

Trong đó: $$AAR = \frac{\sum_{i=1}^{N}\left(\frac{\sum_{i=-65}^{-16} AR_{it}}{50}\right)}{N} \qquad (14)$$

Thông thường, người ta dùng dãy số suất sinh lợi trước khi công bố phát hành làm cửa sổ ước lượng để tính độ lệch chuẩn trong kiểm định. Tại các nước phát triển, cửa sổ ước lượng tính từ ngày -300 đến ngày -61 so với ngày công bố sự kiện (announcement) hoặc so với ngày giao dịch không hưởng quyền XR, được coi là ngày 0. Trong trường hợp Việt Nam do tần suất phát hành bổ sung khá cao, một số năm lên đến trung bình 1 lần/1 công ty/1năm, nếu sử dụng khung thời gian -300 đến -61 là cửa sổ ước lượng sẽ trùng với 1 đợt phát hành khác. Chúng tôi chọn cửa sổ ước lượng là -65 đến -16 so với ngày XR, cửa sổ sự kiện và sau sự kiện gộp lại, từ ngày -15 đến ngày +14. Ngày XR là ngày thứ 0. Điều đó là hợp lý vì việc công bố phát hành thường chỉ trước ngày giao dịch không hưởng quyền nhiều lắm là 3 tuần, tức 15 phiên giao dịch.

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

$$t = CAR_{(K,L)} / S(CAR_{(K,L)}) \qquad (15)$$

Trong đó:

$$S(CAR_{(K,L)}) = \sqrt{(T \operatorname{var}(AAR_t))} \qquad (16)$$

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

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

2. Cơ sở dữ liệu:

Nghiên cứu này chỉ quan sát các công ty niêm yết tại thị trường TP.HCM năm 2007 và 2010. Sở dĩ chọn 2 năm này là vì năm 2007 là năm bùng nổ và đạt đỉnh cao của thị trường (thời kỳ thuận lợi- favourable time), còn năm 2010 là năm suy thoái gần đây nhất (thời kỳ không thuận lợi- unfavourable time). Giá của các công ty được lấy từ trang web của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước SSC và kiểm tra chéo từ trang của Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh HOSE.

Suất sinh lợi được tính từ giá đóng cửa của các công ty và của thị trường. Tuy nhiên, riêng ngày XR sử dụng giá điều chỉnh. Khi phát hành thêm không thể không điều chỉnh giá. Ví dụ một công ty ABC, thưởng cổ phiếu tỷ lệ 2:1, giá trước phát hành (ngày -1) là 60, giá sau phát hành (ngày XR) là 42. Nếu không điều chỉnh, suất sinh lợi XR sẽ là (42-60)/60-1 = -30% (âm 30%). Giá trị âm này sẽ ảnh hưởng đến toàn bộ dãy số và làm lệch kết quả (suất sinh lợi, beta, sigma...). Cần điều chỉnh như sau: trước khi phát hành ai có 2 cổ phiếu sẽ có 3 cổ phiếu sau khi phát hành. Về mặt giá trị ai có 2 cổ phiếu trước khi phát hành sẽ có 60x2=120, sau phát hành người đó sẽ có 42x3=126, như thế thực tế là về giá trị tài sản của nhà đầu tư đã tăng chứ không giảm. Do vậy, suất sinh lợi phải là (42x3)/(60x2)-1 = +5% (dương 5%). Nói chung, việc điều chỉnh giá theo nguyên tắc là "vào ngày XR, suất sinh lợi được tính với giả

định nếu không phát hành thì giá xứng đáng là bao nhiêu". Trong trường hợp trên với giả định này, giá điều chỉnh, giá xứng đáng trong trường hợp không phát hành sẽ là 42x(3/2)=63, sau đó suất sinh lợi ngày XR sẽ là 63/60-1=+5%.

Năm 2007, có 102 đợt phát hành (như vậy N_{2007} = 102), tương đương với gần 84% công ty niêm yết phát hành bổ sung trong năm. Năm 2010 ghi nhận 104 đợt phát hành (như vậy N_{2010} = 104), tương đương với 44% số công ty phát hành trong năm. Năm 2007, các công ty niêm yết tích cực phát hành bổ sung hơn năm 2010. Trong nghiên cứu này bỏ qua các đợt phát hành khối lượng nhỏ dành cho cán bộ công nhân viên, phát hành riêng lẻ và phát hành phục vụ mục tiêu sáp nhập.

Bảng 1: Số lượng các đợt phát hành năm 2007 và 2010 theo các tiêu chí

	2007	2010
Phương pháp phát hành *(ký hiệu trong các công thức: N)*	**102**	**104**
Quyền hoặc quyền + cổ tức hoặc quyền + thưởng	65	44
Cổ tức hoặc/và thưởng	37	60
Vốn hóa thị trường		
Large cap	8	18
Middle cap	16	29
Small cap	78	57
Nhóm ngành		
Nhóm 1	13	25
Nhóm 2	53	41
Nhóm 3	30	27
Nhóm 4	2	10
Nhóm 5	4	1

Nguồn: data từ HOSE và từ SSC, tính toán của tác giả

Các đợt phát hành chia ra thành 2 nhóm: nhóm 1 gồm các đợt phát hành quyền mua, bao gồm cả những đợt phát hành quyền mua kết hợp với cổ tức bằng cổ phiếu hay kết hợp với cổ phiếu thưởng. Nhóm thứ 2 gồm các đợt phát hành mà cổ đông nhận cổ phiếu "miễn phí", bao gồm các đợt phát hành trả cổ tức, phát hành cổ phiếu thưởng hoặc cả hai. Xu hướng: năm 2007 đa số các đợt phát hành là phát hành quyền mua (64%). Năm 2010 đa số các đợt phát hành là phát hành thưởng hay trả cổ tức, số lượng các đợt phát hành quyền mua chỉ còn 42%.

Việt Nam có mùa phát hành là các tháng 4, 5, 6, 7 và 8. Lý do là hầu hết các công ty Việt Nam chọn năm tài chính là năm dương lịch và báo cáo tài chính đã kiểm toán phải được công bố 90 ngày sau khi hết năm tài chính, muộn nhất là 31/03. Do vậy, đại hội cổ đông sẽ họp tháng 4, 5 và quyết định phát hành bổ sung sẽ diễn ra sau đó.

Các công ty phát hành được phân nhóm dựa trên 3 tiêu chí: Giá trị vốn hóa thị trường; Phương thức phát hành và Ngành công nghiệp. Giá trị vốn hóa của công ty được phân chia thành 3 nhóm về vốn hóa thị trường, theo tiêu chuẩn phân loại của công ty MorningStar. Theo đó, những công ty có giá trị vốn hóa cao là những công ty lớn nhất mà cổ phiếu có tổng giá trị lên đến 70% giá trị vốn hóa của toàn thị trường; những công ty có giá trị vốn hóa trung bình là những công ty cổ phiếu có giá trị vốn hóa đại diện cho 20% giá trị tiếp theo của thị trường và còn lại là những cổ phiếu có giá trị vốn hóa nhỏ, chiếm 10% giá trị thị trường. Thời điểm phân loại công ty là phiên cuối năm trước năm tham chiếu, tức ngày 29/12/2006 và 31/12/2009.

Dựa trên tiêu chí và nguyên tắc phân ngành của HOSE, các công ty niêm yết được chia thành 12 nhóm ngành (xem http://www.hsx.org.vn), chúng tôi gom thành 5 nhóm chính như sau: 1) Bất động sản và Xây dựng, 2) Công nghiệp nặng; 3) Dịch vụ; 4) Tài chính - Ngân hàng; 5) Nông - lâm nghiệp, thủy sản.

3. Kết quả phân tích

Bảng 2 cho thấy, thứ nhất, ngày XR, tức ngày 0, giá cổ phiếu tăng đáng kể. Năm 2007 có 78/102 và năm 2010 có 69/104 trường hợp giá tăng trong ngày 0. Về mức tăng giá, trung bình năm 2007 giá tăng 2,84%, năm 2010 trung bình giá tăng 1,73% vào ngày 0. Kiểm định thống kê cho thấy kết luận tăng giá này có nghĩa tại 1%. Giá còn tiếp tục tăng ngày tiếp theo, ngày +1 (ý nghĩa ở mức 1%). Ba ngày phát hành (0,+1 và +2) năm 2007, trung bình giá tăng tổng cộng 4,28%.

Trước khi phát hành, giá giảm đáng kể vào các ngày -4, -3 và -2. Lý do của việc giảm giá này một phần từ cơ chế và quy định của thị trường: sau XR 2 ngày sẽ là ngày đăng ký cuối cùng (+2), trong khi đó thị trường áp dụng T+3. Điều đó có nghĩa nhà đầu tư nào muốn hưởng quyền phải mua muộn nhất vào ngày -1, nhà đầu tư nào muốn không tham gia vào đợt phát hành phải bán muộn nhất là ngày -1. Vì thế, các ngày -4 đến -2 có một trào lưu bán nhất định. Kiểm định mức giảm giá có nghĩa ở mức 1% vào ngày -3 năm 2007 và ý nghĩa 5% vào ngày -2, -3 năm 2010.

Sau phát hành có một số phiên điều chỉnh. Rõ nhất là ngày +6 của năm 2007 và ngày +3 năm 2010.

Bảng 2: AAR và CAR từ giai đoạn trước 15 ngày và sau 15 kể từ ngày XR

Ngày	Thời kỳ thị trường thuận lợi (2007)					Thời kỳ thị trường không thuận lợi (2010)				
	AAR	t(AAR)	CAR	AAR tăng/AAR giảm	Z (Số lượng)	AAR	t(AAR)	CAR	AAR tăng/AAR giảm	Z (Số lượng)
-15	0.0067	2.53**	0.0067	61/40	2.0896**	0.0007	0.35	0.0007	47/56	-0.8868
-14	0.0025	0.96	0.0092	53/48	0.4975	0.0008	0.42	0.0015	49/54	-0.4927
-13	0.0027	1.01	0.0119	52/50	0.1980	0.0016	0.85	0.0031	54/49	0.4927
-12	0.0085	3.20***	0.0203	60/42	1.7823*	-0.0018	-0.92	0.0013	46/57	-1.0839
-11	0.0060	2.27**	0.0263	56/46	0.9901	-0.0013	-0.69	0.0000	48/55	-0.6897
-10	0.0038	1.45	0.0302	54/48	0.5941	0.0029	1.49	0.0029	55/48	0.6897
-9	0.0062	2.34**	0.0364	56/46	0.9901	0.0014	0.71	0.0042	49/54	-0.4927
-8	0.0049	1.86*	0.0413	55/47	0.7921	0.0010	0.53	0.0052	46/57	-1.0839
-7	0.0028	1.06	0.0441	55/47	0.7921	0.0003	0.15	0.0055	53/50	0.2956
-6	0.0049	1.84*	0.0489	52/50	0.1980	0.0016	0.84	0.0071	45/58	-1.2809
-5	0.0052	1.97*	0.0541	58/44	1.3862	0.0014	0.72	0.0085	50/53	-0.2956
-4	-0.0024	-0.92	0.0517	48/54	-0.5941	-0.0015	-0.80	0.0070	45/58	-1.2809
-3	-0.0079	-2.98***	0.0438	40/62	-2.1783**	-0.0047	-2.43**	0.0023	42/62	-1.9612**
-2	-0.0027	-1.03	0.0411	40/62	-2.1783**	-0.0038	-1.99**	-0.0015	40/64	-2.3534**
-1	0.0033	1.24	0.0444	53/49	0.3961	0.0004	0.21	-0.0011	46/58	-1.1767
0	0.0284	10.75***	0.0728	78/24	5.3468***	0.0173	9.05***	0.0163	69/35	3.3340***
1	0.0096	3.63***	0.0824	61/41	1.9803**	0.0061	3.21***	0.0224	58/46	1.1767
2	0.0048	1.83*	0.0872	61/41	1.9803**	-0.0024	-1.23	0.0201	45/59	-1.3728
3	-0.0014	-0.54	0.0858	43/59	-1.5842	-0.0056	-2.92***	0.0145	36/68	-3.138***
4	0.0019	0.72	0.0877	49/53	-0.3961	-0.0026	-1.38	0.0118	47/57	-0.9806
5	0.0001	0.04	0.0878	46/56	-0.9901	0.0043	2.26**	0.0162	53/51	0.1961
6	-0.0063	-2.39**	0.0815	32/70	-3.763***	-0.0012	-0.65	0.0149	47/57	-0.9806
7	0.0000	-0.01	0.0814	45/57	-1.1882	-0.0003	-0.17	0.0146	48/56	-0.7845
8	0.0040	1.51	0.0854	54/48	0.5941	0.0019	0.99	0.0165	53/51	0.1961
9	0.0023	0.87	0.0877	51/51	0.0000	-0.0009	-0.48	0.0156	42/62	-1.9612**
10	-0.0038	-1.46	0.0839	39/63	-2.3764**	-0.0009	-0.48	0.0147	40/64	-2.3534**
11	-0.0008	-0.29	0.0831	43/59	-1.5842	0.0014	0.72	0.0160	48/56	-0.7845
12	0.0025	0.96	0.0856	52/50	).1980	-0.0010	-0.54	0.0150	49/55	-0.5883
13	0.0059	2.25**	0.0916	56/46	0.9901	-0.0033	-1.72*	0.0117	45/59	-1.3728
14	0.0046	1.75*	0.0962	51/51	(.0000	-0.0041	-2.11**	0.0076	41/63	-2.1573**

Nguồn: data từ HOSE và từ SSC, tính toán của tác giả

Chú thích: Mức ý nghĩa ***=1%; **=5%; và *=10%

Bảng 3 phân chia theo tiêu chí phương pháp phát hành củng cố thêm nhận định rút ra từ bảng 2. Đối với *phương pháp phát hành trả cổ tức hoặc thưởng*, nếu nhà đầu tư đã lưu ký cổ phiếu, họ không cần đăng ký và cũng không cần huy động vốn đóng tiền mua cổ phiếu, nói chung là không làm gì. Một thời gian sau, cổ phiếu tự động về tài khoản. Do vậy, không phát sinh nhu cầu bán trước ngày XR, xu hướng giảm giá trước phát hành sẽ không rõ ràng. Với *phương pháp phân bổ quyền mua*, nhà đầu tư bắt buộc phải đưa ra một quyết định: mua hay không mua cổ phiếu mới. Một bộ phận nhà đầu tư không muốn tham gia đợt phát hành, hoặc họ không thể huy động được vốn cần thiết để theo đuổi. Do vậy, họ phải bán cổ phiếu cũ trước khi quá muộn. Vì thế, giá giảm một cách rõ rệt vào những ngày -4, -3 và -2. Khác biệt thứ 2 liên quan đến mức tăng giá ngày XR. Hai ngày đầu sau phát hành (0 và +1) giá tăng với phương pháp quyền mua lần lượt là 4,8 % và 3,2% cho 2 năm, 2007 và 2010, trong khi chỉ tăng 1,8% và 1,5% với phương pháp thưởng hoặc trả cổ tức bằng cổ phiếu trong thời gian tương ứng. Sự khác biệt này xuất phát từ mục tiêu phát hành: phát hành quyền kèm theo nhu cầu vốn cho dự án đầu tư hay dự án phát triển kinh doanh. Do vậy, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận là khả quan, kéo theo tăng giá cổ phiếu. Trong khi đó, phát hành thưởng và trả cổ tức chỉ có ý nghĩa chia nhỏ cổ phiếu, không có dự án nên giá trị cổ phiếu không có lý do để được đánh giá tốt hơn so với trước phát hành.

Bảng 3: Suất sinh lợi bất thường phân loại theo phương pháp phát hành

Ngày	Phương pháp phát hành			
	Quyền mua		Thưởng(cổ tức)	
	2007	2010	2007	2010
-15	0.005*	0.0055***	0.009***	-0.0029
-14	0.0040	0.0017	-0.0003	0.0001
-13	0.005**	-0.0026	-0.0020	0.00467**
-12	0.008***	-0.0055***	0.009***	0.0010
-11	0.007**	-0.0007	0.0044	-0.0017
-10	0.006**	-0.0016	-0.0006	0.0060***
-9	0.007***	0.0024	0.0039	0.0006
-8	0.0036	0.0039**	0.007***	-0.0011
-7	0.0020	-0.0011	0.0041	0.0012
-6	0.0016	-0.0009	0.011***	0.0034*
-5	0.0021	0.0025	0.011***	0.0006
-4	-0.0017	-0.0057***	-0.0037	0.0015
-3	-0.009***	-0.0075***	-0.005*	-0.0026
-2	-0.006**	-0.0082***	0.0025	-0.0006
-1	0.0025	-0.0013	0.005*	0.0017
0	0.034***	0.0203***	0.018***	0.0152***
1	0.014***	0.01189***	0.0011	0.0019
2	0.006**	0.0031	0.0020	-0.0064***
3	-0.0009	-0.0047**	-0.0024	-0.0063***
4	0.006**	-0.0023	-0.005*	-0.0029
5	0.0003	0.0043**	-0.0003	0.0044**
6	-0.008***	-0.0019	-0.0037	-0.0007
7	0.0013	-0.0008	-0.0024	0.0001
8	0.0030	0.0029	0.006**	0.0012
9	0.0017	0.0000	0.0034	-0.0016
10	-0.005*	-0.0017	-0.0021	-0.0004
11	0.0013	0.0010	-0.0044	0.0017
12	0.0023	0.0007	0.0030	-0.0023
13	0.006**	-0.0081***	0.006**	0.0002
14	0.0041	-0.0072***	0.006**	-0.0018

Nguồn: data từ HOSE và từ SSC, tính toán của tác giả

Chú thích: Mức ý nghĩa ***=1%; **=5%; và *=10%

Bảng 4 phân chia các đợt phát hành theo giá trị vốn hóa thị trường. Điểm khác biệt đáng kể nhất chỉ là ở chỗ những biến động tăng giá và giảm giá sau ngày XR của công ty nhỏ không rõ ràng bằng các công ty lớn và có vẻ như các công ty nhỏ điều chỉnh nhiều hơn sau phát hành. Sau ngày XR, các công ty lớn có 10 ngày giá tăng ở mức đáng kể (mức ý nghĩa từ 1%-10%), con số này với các công ty nhỏ chỉ là 6 ngày.

Bảng 4: Suất sinh lợi bất thường phân loại theo vốn hóa thị trường

	Vốn hóa thị trường					
	Large cap		Middle cap		Small cap	
Ngày	2007	2010	2007	2010	2007	2010
-15	0.012***	0.0027	0.0012	-0.0024	0.007***	0.0016
-14	0.0013	-0.0007	-0.0035	0.0010	0.0039	0.0012
-13	0.008**	0.0044**	0.0020	0.0033	0.0023	-0.0001
-12	0.0039	0.0016	0.010***	0.0007	0.009***	-0.0041**
-11	0.006**	-0.0014	0.005*	-0.0023	0.006**	-0.0007
-10	-0.0027	0.0009	0.009***	0.0049**	0.0035	0.0024
-9	0.008**	0.0001	-0.0045	0.0034*	0.008***	0.0007
-8	0.0026	0.0046**	0.010***	-0.0039*	0.0041	0.0024
-7	0.0024	0.0000	0.0030	-0.0027	0.0028	0.0019
-6	-0.0018	-0.0017	0.010***	0.0041**	0.005*	0.0014
-5	0.0037	0.0016	0.008**	-0.0067***	0.005*	0.0055***
-4	-0.015***	-0.0006	-0.0026	-0.0016	-0.0011	-0.0018
-3	-0.012***	-0.006***	0.0008	-0.0055***	-0.009***	-0.0038*
-2	0.0007	-0.0042**	0.0015	-0.0066***	-0.0039	-0.0023
-1	-0.007**	-0.0017	0.0040	0.0051**	0.0041	-0.0013
0	0.023***	0.0244***	0.029***	0.0174***	0.029***	0.0151***
1	0.0017	0.0011	0.015***	0.0117***	0.009***	0.0049**
2	-0.011***	0.0031	0.012***	0.0030	0.005*	-0.0068***
3	-0.013***	-0.0024	0.0029	-0.0013	-0.0011	-0.0080***
4	0.012***	-0.0025	-0.008***	-0.0040*	0.0029	-0.0014
5	0.015***	0.0119***	-0.0039	-0.0038*	-0.0006	0.0062***
6	-0.006*	-0.006***	-0.011***	-0.006***	-0.005**	0.0021
7	0.009***	0.0063***	0.0042	0.0022	-0.0019	-0.0029
8	-0.0011	-0.0040*	0.008***	0.0019	0.0037	0.0037*
9	0.012***	-0.0013	-0.0043	-0.0037*	0.0027	0.0002
10	-0.013***	0.0030	-0.0011	-0.0008	-0.0034	-0.0020
11	-0.008**	0.0031	0.0009	0.0008	-0.0003	0.0022
12	0.012***	0.0058***	0.008***	-0.0002	0.0005	-0.0034*
13	0.016***	-0.0024	0.008***	-0.0019	0.004*	-0.0043**
14	0.005*	0.0009	0.0032	-0.0044**	0.005*	-0.0050**

Nguồn: data từ HOSE và từ SSC, tính toán của tác giả

Chú thích: Mức ý nghĩa ***=1%; **=5%; và *=10%

Bảng 5: Suất sinh lợi bất thường tích lũy theo các khung thời gian khác nhau CAR

Khung thời gian	Thời kỳ thị trường thuận lợi (2007)		Thời kỳ thị trường không thuận lợi (2010)	
	CAR	t test	CAR	t test
[-12;-2]	0.075	8.597***	-0.005	-0.721
[-5;0]	0.024	3.685***	0.009	1.943*
[-2;+2]	0.043	7.339***	0.018	4.137***
[-1;+1]	0.041	9.017***	0.024	7.198***
[0;+1]	0.038	10.167***	0.023	8.666***
[0;+2]	0.043	9.355***	0.021	6.366***
[0;+5]	0.043	6.707***	0.017	3.669***
[0;+8]	0.041	5.178***	0.018	3.056***
[0;+11]	0.0387	4.231***	0.017	2.578**
[-15;0]	0.0728	6.888***	0.0163	2.121**
[-15;1]	0.0824	7.564***	0.022	2.836***
[-15;2]	0.0872	7.781***	0.020	2.466**
[-15;3]	0.0858	7.449***	0.014	1.731*
[-15;4]	0.0877	7.422***	0.012	1.379
[-15;5]	0.0878	7.252***	0.016	1.838*
[-15;6]	0.0815	6.577***	0.015	1.659
[-15;7]	0.0814	6.429***	0.015	1.587
[-15;8]	0.0854	6.602***	0.016	1.756*
[-15;9]	0.0877	6.642***	0.016	1.625
[-15;10]]	0.0839	6.227***	0.015	1.499
[-15;11]	0.0831	6.055***	0.016	1.610
[-15;12]	0.0856	6.128***	0.015	1.479
[-15;13]	0.0916	6.439***	0.012	1.133
[-15;14]	0.0962	6.651***	0.008	0.728

Nguồn: data từ HOSE và từ SSC, tính toán của tác giả

Chú thích: Mức ý nghĩa ***=1%; **=5%; và *=10%

Bảng 5 mô tả suất sinh lợi bất thường tích lũy (cộng dồn) theo các khung thời gian khác nhau. Có thể khẳng định năm 2007, giá tăng trong suốt cửa sổ sự kiện và sau sự kiện, từ -15 đến ngày +14. Khung thời gian dài nhất, 30 ngày có CAR rất lớn, lên đến 9,62% năm 2007 (so với 0,76% cùng khung thời gian năm 2010). Kiểm định CAR tất cả các khung thời gian của năm 2007 đều cho mức ý nghĩa 1%. CAR của năm 2010 chỉ lớn với khung thời gian nhỏ, gần với ngày XR và không vượt quá 3%. Điều đó cho thấy sự khác biệt của 2 năm: năm 2007, thị trường đánh giá tích cực các đợt phát hành, giá tăng trong và sau phát hành trong một thời gian dài, suốt 30 phiên. Năm 2010, hiệu quả tích cực của phát hành chỉ trong thời gian rất ngắn, sau đó giá điều chỉnh làm cho CAR dài hạn nhỏ dần. Tình hình vĩ mô năm 2007 thuận lợi hơn năm 2010. Tình hình thị trường cổ phiếu năm 2007 (tăng 23,3%) thuận lợi hơn năm 2010 (giảm 2%). Đó là bối cảnh làm cho lãnh đạo tất cả các công ty niêm yết năm 2007 nghĩ rằng cứ phát hành là có lời. Thậm chí nhiều công ty phát hành thu tiền đi mua cổ phiếu của công ty khác, tạo ra "lợi nhuận từ hoạt động tài chính". Lợi nhuận tài chính của các công ty niêm yết năm 2007 đã tăng bất thường. Nhưng đây cũng là tiềm ẩn rủi ro tài chính những năm sau, khi mà không dự phòng tài chính nào bù đắp được lỗ từ kinh doanh cổ phiếu.

4. Kết luận:

Phát hành bổ sung làm cho giá tăng đáng kể vào ngày XR *2,84%/ngày năm 2007 và 1.73%/ngày năm 2010*. Giá sẽ tiếp tục tăng vào ngày +1, ngay sau ngày XR. Giá giảm vào những ngày trước khi phát

hành, nhất là ngày -2 và -3, nhất là với công ty phát hành bằng phương pháp phân bổ quyền mua cổ phiếu. So với năm 2010, năm 2007 là năm có nhiều thuận lợi cả về phương diện vĩ mô lẫn thị trường cổ phiếu. Phát hành năm 2007 làm cho cổ phiếu tăng giá một cách đáng kể và kéo dài trong suốt cửa sổ sự kiện và sau sự kiện (30 ngày), trong khi tác động tích cực của phát hành năm 2010 chỉ trong thời gian ngắn hơn nhiều. Vào thời kỳ thuận lợi như năm 2007, phương pháp phát hành quyền mua được ưa chuộng hơn, hiệu quả hơn vì áp lực cầu chứng khoán trên thị trường. Trong thời kỳ không thuận lợi như năm 2010, phương pháp phát hành quyền mua trở nên không có hiệu quả, thậm chí không khả thi, vì ít nhà đầu tư sẵn sàng mua, các công ty niêm yết phải tái định hướng đến các nguồn tài trợ khác hơn là tài trợ bằng phát hành cổ phiếu. Phát hành trong thời kỳ không thuận lợi sẽ có xu hướng là thưởng cổ phiếu hay trả cổ tức bằng cổ phiếu.□

Tài liệu tham khảo:

1. Campbell, J., Lo, A. and MacKinlay, A. C. (1997), 'The Econometrics of Financial Markets', *Princeton University Press*, tr. 149-180.
2. Eckbo, B.E., Masulis, R.W. (1994), 'Seasoned Equity Offerings: a Survey', to appear in Jarrow, R., Maksimovic, V., Ziemba, W.T. (eds.), *Finance* (North-Holland, Series of Handbooks in Operations Research and Management Science).
3. Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., Roll, R. (1969), 'The Adjustment of Stock Prices to New Information', *International Economic Review*, số 10, tr. 1-21.
4. Fama, E. (1991), ' Efficient Capital Market: II', *Journal of Finance*, số 46, tr. 1575-1617.
5. Khotari, S.P., Warner, J.B. (2006), 'Econometrics of Event Studies, in Forthcoming in B.E. Eckbo (ed.)', *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Volume A, Handbook in Finance Series, Elsevier/ North Holland, Chapter 1.
6. Korajczyk, R.A., Lucas, D., McDonald, R.L. (1990), 'Understand Stock Price Behavior around the Time of Equity Issues', In: Hubbard, R.G. (Ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. University of Chicago Press.
7. Masulis, Ronald W., Korwar, Ashok N. (1986), 'Seasoned Equity Offerings: An Impirical Investigation', *Journal of Financial Economics*, số 15, tr. 91-118.
8. Salamudin, N., Ariff, M., Nassir, A. Md. (1999), 'Economic Influence on Rights Issue Announcement Behavior in Malaysia', *Pacific-Basin Finance Journal*, số 7-1999, tr. 405–427.
9. Serra, A. P. (2002), *Event Study Tests: a Brief Survey*, Working Paper da FEP, số 117, truy cập ngày 1 tháng 11 năm 2011, <http://www.fep.up.pt>.
10. Tiến, H.V., Hà, Đ. 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*, số 206, tr. 50-57 (bản tiếng Anh).
11. 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*, số 43, tr. 128-138.