Cổ phiếu mới niêm yết
Cơ hội để đầu tư?

TS. QUÁCH MẠNH HÀO

Trái với mong đợi của nhiều người, thời gian qua các cổ phiếu mới niêm yết thường lại là cơ hội tuyệt vời để các nhà đầu tư "chạy trốn". Có thể vì những nguyên nhân khác nhau, mức giá IPO và giá chào sàn thường được xác định khá cao, do đó khi biết được điều này nhà đầu tư thường tìm cách bán cổ phần của họ ngay khi chào sàn. Bài viết dưới đây đưa ra một vài gợi ý cho các nhà đầu tư trước những đợt niêm yết mới trong năm 2009.

...Nhìn thấy là "yêu"?

Đối với nhiều người, "cái lần đầu tiên" cổ phiếu được đưa ra giao dịch thường được coi là một dấu mốc quan trọng. Song, tựa như người ta thường nói về chất lượng của "những chiếc xe hơi cũ" trong câu chuyện của Akerlof (1970): "ta không biết nếu ta không trải qua". Thật vậy, trong điều kiện hệ thống thông tin không cân xứng, rủi ro là ở chỗ những hấp dẫn nhất thời dựa trên sự thiếu hụt về thông tin đã đẩy mọi người nhảy vào cuộc chơi tìm kiếm lợi nhuận. Thực tế gần đây đã cho thấy, ngày đầu tiên cổ phiếu được giao dịch là thời điểm thu hút sự quan tâm của số đông công chúng, nhà đầu tư cũng như giới phân tích. Liệu đó có phải là cơ hội?

Mua cổ phiếu trong những ngày giao dịch đầu tiên không phải là một quyết định khôn ngoan nếu so với các cơ hội thị trường khác hiện nay. Theo thống kê của Công ty Chứng khoán Thăng Long, thời gian gần đây, nhà đầu tư thường có xu hướng bán ra rất nhiều trong vòng 25 ngày giao dịch đầu tiên.

Để tìm câu trả lời cho câu hỏi trên đưa chúng ta đến với một lĩnh vực nghiên cứu thú vị trong lĩnh vực tài chính: nghiên cứu các sự kiện cụ thể diễn ra có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của một doanh nghiệp.

Do có khả năng làm phát sinh những nhân tố gây ngạc nhiên đối với công chúng nên những sự kiện như trả cổ tức, công bố lợi nhuận, chia tách cổ phiếu... đã thu hút sự quan tâm của giới học thuật cũng như giới phân tích. Những quy định pháp lý mới như Luật Thuế thu nhập cá nhân đánh vào thu nhập từ hoạt động đầu tư chứng khoán được áp dụng tại Việt Nam từ 1/1/2009 có thể coi là một sự kiện thú vị để nghiên cứu bởi chúng sẽ giúp kiểm nghiệm đồng thời các lý thuyết về thị trường hiệu quả cũng như các mô hình định giá. Mặc dù mục đích chính của bài viết không phải là đi sâu vào giải thích các giả thuyết và mô hình, nhưng chúng tôi vẫn sử dụng chúng trong bài phân tích này.

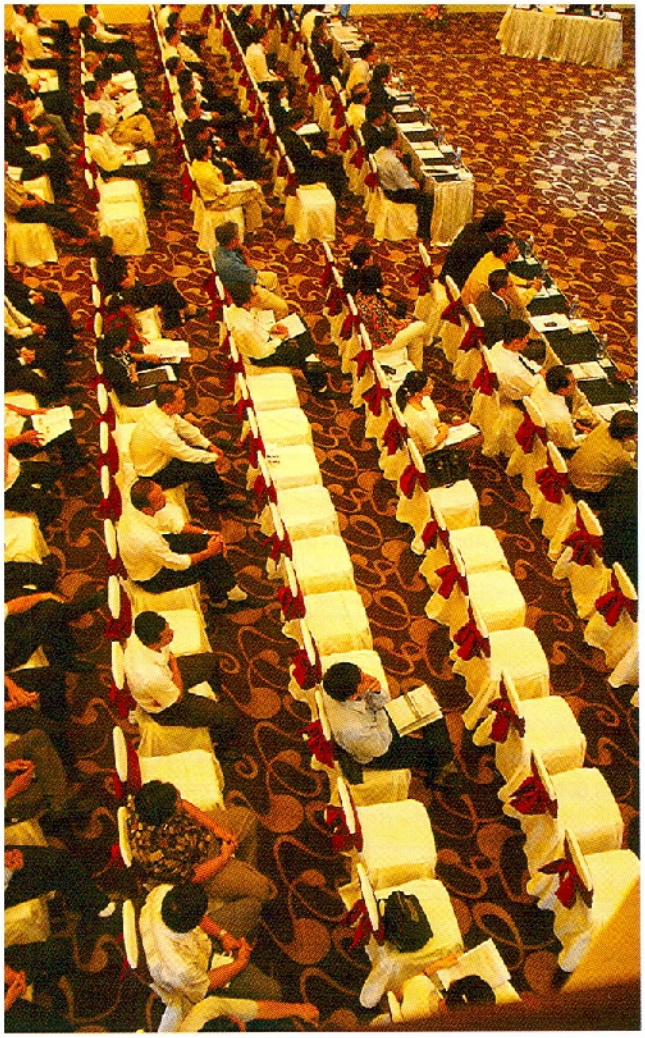
Công chúng Việt Nam đang đón đợi khoảng 50 công ty niêm yết mới trên thị trường chứng khoán trong năm 2009. Những cổ phiếu mới niêm yết thực sự là cơ hội mới cho các nhà đầu tư. Tuy nhiên, trái với những gì công chúng thường mong đợi, thực tế trong thời gian qua cho thấy, việc chào sàn lại có thể là một cơ hội tuyệt vời để các nhà đầu tư "chạy trốn". Có thể do việc định giá IPO và giá chào sàn thường là cao nên khi biết được điều này, các nhà đầu tư thường tìm cách bán cổ phần của họ ngay khi chào sàn. Những phát hiện này mang lại một vài gợi ý cho các nhà đầu tư thứ cấp trước những đợt niêm yết mới trong năm 2009:

Mục tiêu và phương pháp nghiên cứu

Liệu có tồn tại cơ hội thực sự liên quan đến những cổ phiếu mới niêm yết? Những cổ phiếu mới niêm yết nên được tiếp cận với chiến lược mua hay bán, và chiến lược này kéo dài trong bao lâu? Để tìm ra câu trả lời, bài viết sẽ phân tích phản ứng của nhà đầu tư đối với những cổ phiếu niêm yết mới và mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường với cổ phiếu mới niêm yết.

Phương pháp phổ biến trong nghiên cứu các sự kiện có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp là so sánh biến động về giá của cổ phiếu trước và sau khi sự kiện đó được công bố. Giả định rằng, sự kiện đó diễn ra vào ngày 0, người nghiên cứu sẽ dùng một khoảng thời gian n ngày trước và sau ngày 0 để tiến hành phân tích và đưa ra kết luận. M ngày trước ngày 0 sẽ được dùng để ước lượng những biến động thông thường. Tuy nhiên, đối với niêm yết lần đầu, thông tin về biến động giá của cổ phiếu trước khi niêm yết thường khó kiếm do không sẵn thông tin hoặc thông tin không rõ ràng.

Do vậy, bài viết dùng một phương pháp khác thông qua việc dùng n ngày sau ngày cổ phiếu được lần đầu niêm yết và so sánh với biến động về giá trong thời gian m



ngày sau đó. Bằng cách này, giả định rằng những ảnh hưởng (nếu có) của các sự kiện sẽ diễn ra trong khoảng thời gian n ngày kể từ khi sự kiện diễn ra, và rằng khoảng thời gian m ngày sau n ngày là đủ để dự đoán biến động thông thường của giá cổ phiếu. Rủi ro của việc dự đoán này là khoảng thời gian m ngày sau sự kiện mà bài viết sử dụng có thể chưa đủ phù hợp để đại diện cho mẫu ước lượng, nếu so với khoảng thời gian M ngày mà các nghiên cứu khác thường sử dụng.

Câu hỏi chính trong các nghiên cứu sự kiện là liệu có phải chính các sự kiện này tạo ra lợi nhuận bất thường hay không. Khoản lợi nhuận bất thường được định nghĩa là phần chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận thông thường. Do vậy, tính lợi nhuận thông thường là một bước rất quan trọng trong quá trình nghiên cứu. Sau đây là một số cách tính lợi nhuận cổ phiếu:

- Lợi nhuận thu được trên cổ phiếu và chỉ số thị trường được tính theo công thức đơn giản sau: $Rt = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$ (Trong đó: R là lợi nhuận; P là giá cổ phiếu).

Một trong những thách thức là tính lợi nhuận trong trường hợp chia tách cổ phiếu và chi trả cổ tức. Xét ở khía cạnh kỹ thuật, công việc này hoàn toàn đơn giản. Tuy nhiên, do không thu thập được đủ thông tin, nên lợi nhuận ngày của cổ phiếu chia tách/trả cổ tức phải tính bằng cách lấy giá trị lợi nhuận trung bình của 5 ngày trước và sau

M ngày	n ngày	Ngày 0	n ngày	m ngày
Giai đoạn ước lượng chuẩn	Giai đoạn quan sát			Giai đoạn sử dụng

ngày cổ phiếu chia tách/ngày trả cổ tức. Điều này cho thấy rằng, việc tính toán có thể gây ảnh hưởng tới kết quả phân tích chung nhưng hầu hết ngày cổ phiếu chia tách/ngày trả cổ tức thường cách xa ngày cổ phiếu được niêm yết lần đầu, do vậy những ảnh hưởng (nếu có) cũng tác động không nhiều đến việc đánh giá tổng thể về ảnh hưởng của lần niêm yết đầu.

- Lợi nhuận bất thường sẽ được tính như sau: $AR_{it} = R_{it} - NR_{it}$ (Trong đó: AR là lợi nhuận bất thường; R là lợi nhuận thực tế; NR là lợi nhuận thông thường của cổ phiếu i tại thời điểm t).

Có 3 cách để tính lợi nhuận thông thường:

Cấp độ 1: Lợi nhuận bất thường – Lợi nhuận thị trường (Coi lợi nhuận thị trường vào ngày giao dịch tương ứng là lợi nhuận thông thường). Công thức tính: $AR_t = R_t - R_{mt}$

Trong đó: R_{mt} là lợi nhuận thị trường tại ngày giao dịch t. Có thể nói rằng, cách tính này là hữu hiệu nhất trong việc hiểu phản ứng của thị trường đối với các niêm yết mới bởi nó đưa ra cho chúng ta kết luận về việc các cổ phiếu mới niêm yết hoạt động thế nào so với thị trường nói chung.

Cấp độ 2: Lợi nhuận bất thường – Lợi nhuận dựa trên mô hình thị trường: Cách tiếp cận chuẩn để tính lợi nhuận thông thường cho một cổ phiếu cụ thể là sử dụng mô hình thị trường như sau: $R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_t$

Hàm hồi quy OLS được sử dụng để tính các hệ số tương quan và dựa vào đó tính được lợi nhuận bất thường sử dụng phương trình sau: $AR_{it} = R_{it} - \alpha - \beta R_{mt}$

Cấp độ 3: Lợi nhuận bất thường – Lợi nhuận trung bình không đổi (Coi giá trị trung bình của lợi nhuận cổ phiếu là lợi nhuận thông thường). Giá trị trung bình này được tính dựa trên khoảng m ngày giao dịch sau ngày niêm yết đầu tiên. Lợi nhuận bất thường sẽ được tính theo phương trình: $AR_t = R_t - E(R_{it})$

Để kiểm tra mức độ tin cậy của lợi nhuận bất thường, có 2 phương pháp sau: Đầu tiên, dùng t-test để so sánh giá trị trung bình của ARs trong thời gian n ngày với giá trị trung bình của ARs trong khoảng thời gian ước lượng là m ngày; Sau đó, tính giá trị lợi nhuận bất thường lũy kế (CARs) cho khoảng thời gian n ngày và thử so sánh với CARs trong khoảng thời gian ước lượng m ngày. CAR của từng cổ phiếu tại thời điểm t được tính theo công thức:

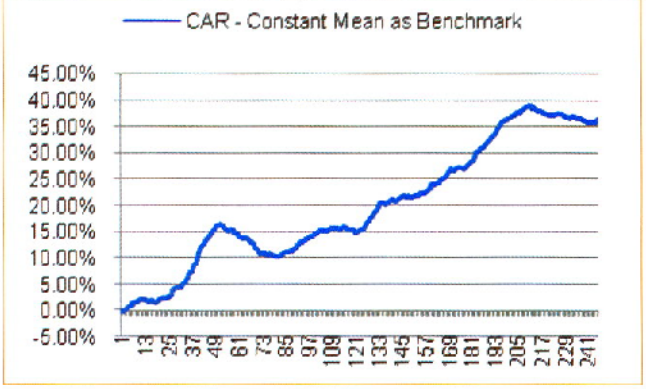
$$CAR_t = \sum_{j=0}^{t} AR_{jt}$$

Kết quả nghiên cứu

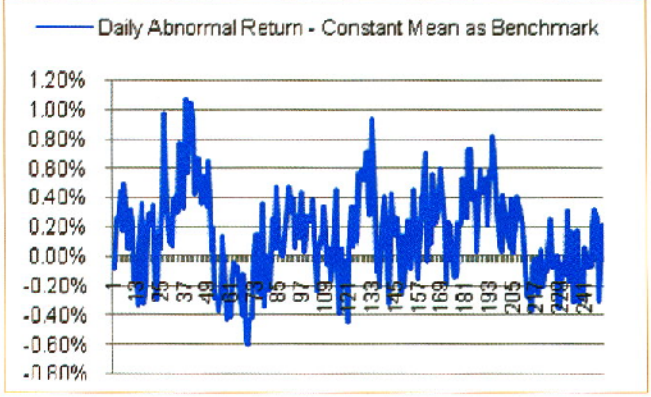
Nghiên cứu này đã sử dụng mẫu số liệu bao gồm 162 công ty niêm yết tại Sàn giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE). Do số liệu sử dụng bao gồm các mã chứng khoán kể từ khi HOSE được thành lập cho đến thời điểm giữa tháng 11/2008, nên kết quả nghiên cứu này kỳ vọng sẽ đưa ra một bức tranh chân thực về những tác động của cổ phiếu mới niêm yết, bất kể điều kiện thị trường như thế nào. Trong đó, một số mã chứng khoán mới được niêm yết trên HOSE trên thực tế đã được niêm yết trước đó tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (HASTC), vì vậy tốt hơn cả, nghiên cứu nên được hiểu như là nghiên cứu kiểm nghiệm tác động của những cổ phiếu niêm yết lần đầu trên HOSE đối với lợi nhuận bất thường.

Kết quả nghiên cứu tại bảng 1A và 1B thể hiện số liệu

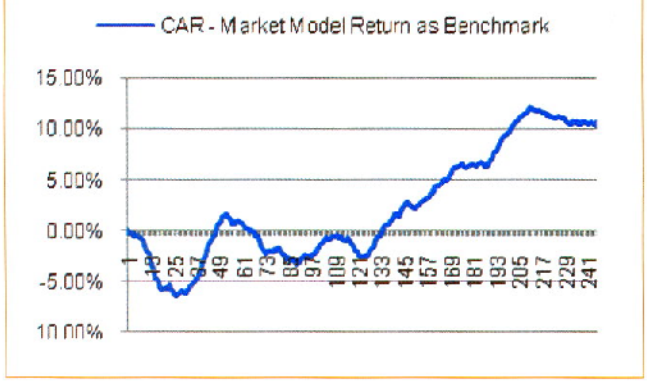
BẢNG 1A – CAR-CONSTANT MEAN



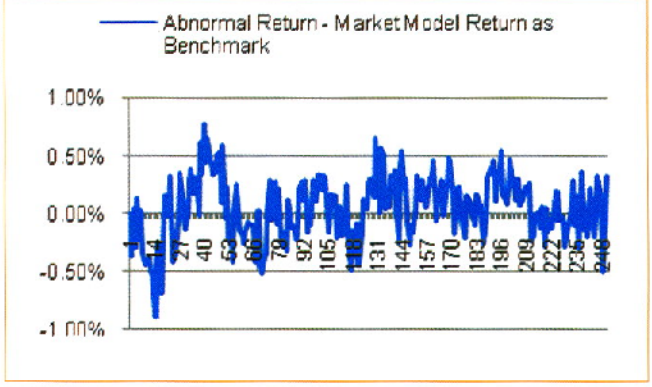
BẢNG 1B – AR- CONSTANT MEAN



BẢNG 2A – CAR – MARKET MODEL



BẢNG 2B – MARKET MODEL



thống kê đối với lợi nhuận bất thường lũy kế (CAR) và lợi nhuận bất thường (AR) trong khoảng thời gian 250 ngày sau khi niêm yết lần đầu tiên, trong đó lợi nhuận bất thường được tính toán bằng cách lấy trung bình không đổi làm cơ sở (Cấp độ 3). Cách tiếp cận này xác định được thời điểm thích hợp để mua vào một mã cổ phiếu/ danh mục đầu tư nhất định sau khi được giới thiệu trên sàn. Theo quan sát chung, CAR tăng trong vòng 250 ngày đầu, đặc biệt là trong vòng 45 ngày đầu tiên. Như vậy nếu bạn thực sự muốn mua một cổ phiếu, bạn có thể mua ngay từ những ngày đầu. Nhưng cũng cần lưu ý rằng có một số biến động diễn ra cho đến sau ngày thứ 127 khi CAR tăng một cách đều đặn. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu này muốn nhấn mạnh rằng, do thực hiện so sánh diễn biến cổ phiếu sau niêm yết với diễn biến của chính nó sau này nên những kết luận trên không hoàn toàn có nghĩa là mua những cổ phiếu niêm yết mới giúp bạn có lựa chọn tốt hơn khi tham gia thị trường.

Các bảng 2A và 2B thể hiện số liệu thống kê trong trường hợp lấy lợi nhuận dựa trên mô hình thị trường làm cơ sở (Cấp độ 2) để tính toán lợi nhuận bất thường. Kết quả thu được chỉ ra rằng, CAR giảm trong 25 ngày đầu tiên, sau đó dao động và chỉ bắt đầu tăng lên sau ngày thứ 127. Điều này hàm ý: nếu sử dụng thu nhập thị trường làm cơ sở, những người thực sự muốn mua một cổ phiếu mới niêm yết không nên mua vào trong vòng 25 ngày đầu tiên, mà nên chờ cho đến 127 ngày, sau khi cổ phiếu đó được niêm yết lần đầu.

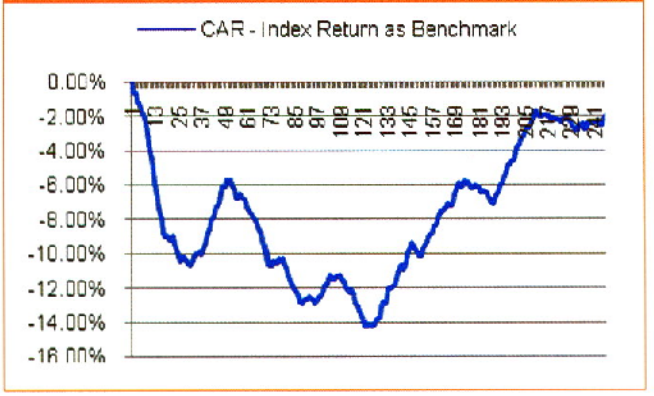
Cả hai kết quả kiểm nghiệm trên, cách tiếp cận lợi nhuận trung bình không đổi và lợi nhuận mô hình thị trường đều đưa ra đáp án cho một câu hỏi: nếu ta nhắm đến một số cổ phiếu nhất định (giả dụ vì mục đích đầu tư lâu dài), thì có nên mua cổ phiếu đó ngay khi nó bắt đầu được niêm yết trên sàn không? Câu trả lời có lẽ là chờ đợi sau khoảng 127 ngày trước khi thực hiện đầu tư sẽ là lựa chọn tốt hơn.

Một câu hỏi khác, và có lẽ là quan trọng nhất trong phân tích này: liệu những cổ phiếu niêm yết lần đầu có tạo ra lợi nhuận bất thường cho các nhà đầu tư trong những ngày giao dịch đầu tiên hay không? Các bảng 3A và 3B thể hiện số liệu thống kê trong trường hợp thu thập chỉ số thị trường được dùng làm cơ sở (Cấp độ 3). Kết quả cho thấy, CAR giảm rất mạnh trong 25 ngày đầu tiên, sau đó quay đầu dao động và cuối cùng tăng lên khá đều đặn kể từ ngày thứ 127, nhưng vẫn giữ ở mức dưới 0 trong vòng 250 ngày đầu. Nghiên cứu này chỉ ra rằng, bạn không thể đánh gục thị trường bằng chiến lược mua vào những cổ phiếu mới được niêm yết lần đầu, ít nhất là trong vòng 250 ngày hoặc 1 năm. Nói cách khác, bởi vì chúng ta kỳ vọng CAR sẽ luôn gần với điểm 0 tại mọi thời điểm, thông thường phải mất khoảng 1 năm để một cổ phiếu mới niêm yết trở nên có hiệu quả hơn xét theo khía cạnh đầy đủ thông tin.

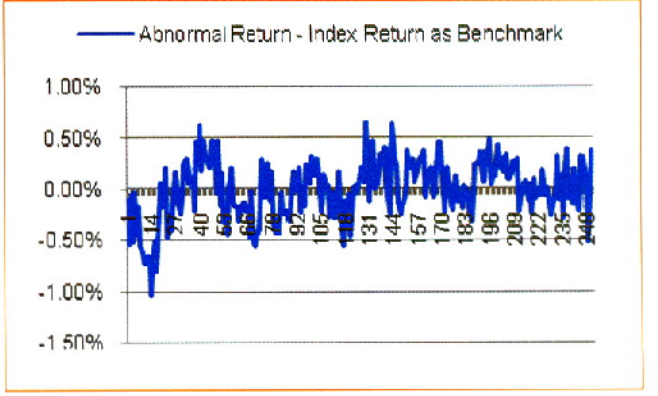
Như vậy, mặc dù những phát hiện trong nghiên cứu trên khá đơn giản nhưng chúng chỉ ra một số chiến lược giao dịch quan trọng: (i) Ngay cả khi cân nhắc đầu tư dài hạn thì cũng không thật tối ưu về mặt tài chính nếu mua trong vòng 6 tháng kể từ ngày niêm yết, trừ khi bạn thực sự rất muốn đưa cổ phiếu đó vào danh mục; (ii) Mua cổ phiếu trong những ngày giao dịch đầu tiên không phải là một quyết định tốt nếu so với các cơ hội thị trường khác. Theo quan sát, nhà đầu tư thường có xu hướng bán rất nhiều trong vòng 25 ngày giao dịch đầu tiên của cổ phiếu.

Để kiểm tra những phát hiện này có ý nghĩa về mặt thống kê hay không, chúng ta chỉ cần đưa ra kiểm nghiệm đơn giản: so sánh CAR và AR của 25 ngày đầu với 225 ngày tiếp theo như đã trình bày chi tiết ở phần phương

BẢNG 3A – CAR - INDEX RETURN



BẢNG 3B – AR – INDEX RETURN



pháp. Mục đích của kiểm nghiệm này là để xem có sự khác biệt lớn nào giữa 2 mẫu hay không.

Ngoại trừ thử nghiệm đối với lợi nhuận bất thường bình quân trong trường hợp sử dụng trung bình không đổi làm cơ sở, các kết quả thử nghiệm khác đều khẳng định rằng AR và CAR trong 25 ngày đầu tiên thấp hơn so với 225 ngày tiếp theo. Điều này cho thấy rằng, cổ phiếu mới niêm yết thường đem đến cho nhà đầu tư lợi nhuận thấp hơn so với thị trường chung trong 25 ngày đầu, và trong khoảng thời gian này, bán ra cổ phiếu là sách lược hợp lý đối với nhà đầu tư. Một nhận định khác không kém phần quan trọng là AR trong những ngày đầu dao động mạnh hơn những ngày sau, điều này chứng minh sự hạn chế thông tin về những cổ phiếu mới niêm yết.

Những thử nghiệm tiếp theo

Để hiểu thêm về những kết luận nêu trên, chúng ta xem xét những biến đổi giữa các ngành nghề và quy mô vốn hóa khác nhau. Muốn vậy, ta chia 162 cổ phiếu thành 5 nhóm theo mức vốn hóa thị trường của các cổ phiếu đó và 13 ngành nghề khác nhau. Từ đó, thực hiện kiểm nghiệm cho những nhóm chia nhỏ đó theo phương pháp sử dụng lợi nhuận chỉ số thị trường (Cấp độ 1) làm cơ sở để tính toán lợi nhuận bất thường.

Kết quả cho thấy, những mã cổ phiếu lớn là những công ty thể hiện tốt nhất về lợi nhuận, trong khi những cổ phiếu vừa và nhỏ thì thể hiện tốt nhất sau 50 ngày đầu. Nếu như bạn thật sự phải mua một cổ phiếu lớn cho danh mục đầu tư của mình trong những ngày giao dịch đầu tiên thì điều đó sẽ làm bạn ít phân vân hơn là nếu bạn phải mua các cổ phiếu quy mô vốn khác. Trong số các ngành, thì các công ty kinh doanh trong lĩnh vực bất động sản có xu hướng diễn biến tốt trong vài ngày giao dịch đầu tiên, sau đó đi vào thế ổn định nhưng luôn tốt hơn các mã cổ phiếu khác trên thị trường. Những ngành thể hiện tốt nhất tiếp theo sau thuộc về tài nguyên thiên nhiên và năng lượng, theo nghĩa những cổ phiếu này có khả năng bật lên nhanh hơn từ mức giá thấp. Những cổ phiếu thể hiện kém nhất thuộc ngành dệt may và may mặc.

Ý nghĩa và kết luận

Qua những phát hiện của bài viết, có thể đưa ra một vài nhận xét sau:

Thứ nhất, có cơ sở để tin rằng các nhà đầu tư tìm cách "chạy trốn" khi một cổ phiếu mới được niêm yết. Có thể nêu ra hai khả năng về người bán: (i) Nhà đầu tư lớn ban đầu bán ra, còn người mua là những nhà đầu tư nhỏ lẻ. Nếu trường hợp này xảy ra thì công ty có thể phải đối mặt với vấn đề quản trị dài hạn. Còn nếu các thành viên hội đồng quản trị bán cổ phiếu ra trong các ngày giao dịch đầu tiên, điều này có nghĩa rằng hội đồng quản trị không nhìn thấy nhiều tiềm năng trước mắt của công ty; (ii) Một số nhà môi giới chứng khoán đã tiến hành một vài thao tác tác động tới giá của cổ phiếu trên thị trường OTC nhằm kiếm lợi nhuận bất thường trước khi cổ phiếu đó được niêm yết. Tuy nhiên, vì giá cổ phiếu OTC không tồn tại một cách chính thức nên khó để đưa ra các kết luận chi tiết hơn.

Thứ hai, liên quan đến xác định giá trị doanh nghiệp. Ở đây có vấn đề từ việc xác định giá niêm yết ban đầu. Các doanh nghiệp dường như được định giá quá cao ở thời điểm niêm yết, và thị trường lại phải nhận trách nhiệm chẳng mấy vui vẻ là thực hiện sự điều chỉnh mạnh. Mức giá cao này chỉ mang lại lợi ích cho một số người (những người nỗ lực tạo dựng sự quan tâm đặc biệt của công chúng đối với giá trị công ty nhằm kiếm lợi nhuận nhanh), trong khi đó những rủi ro lại do công chúng gánh chịu.

Đối với những nhà đầu tư ở thị trường thứ cấp, mua một cổ phiếu trong những ngày đầu niêm yết là không sáng suốt. Những cổ phiếu mới niêm yết thể hiện tốt hơn chính nó trong những ngày đầu niêm yết so với những ngày sau nhưng lại thường thể hiện tồi hơn so với thị trường, điều này cho thấy những niêm yết mới thực sự thu hút được công chúng thể hiện qua khối lượng giao dịch cao, nhưng cũng thường phải nếm trải sức ép bán ra rất lớn. Vì vậy, nếu thực sự quan tâm đến những cổ phiếu tốt nhất thì các nhà đầu tư nên chờ đợi ít nhất là 25 ngày trước khi xem xét mua một mã chứng khoán mới niêm yết và khoảng 6 tháng trước khi thực sự đưa ra quyết định mua. Tuy nhiên, nếu bạn bắt buộc phải mua một mã chứng khoán cho danh mục đầu tư của mình, nên xem xét mua IPO (cổ phiếu mới niêm yết) nếu như doanh nghiệp niêm yết là một doanh nghiệp có mức vốn hóa thị trường lớn, hoặc doanh nghiệp đó hoạt động trong ngành bất động sản, tài nguyên thiên nhiên hay năng lượng. Phân tích khả năng kiếm lợi bằng cách mua chứng khoán trong ngày niêm yết đầu tiên và bán ra sau đó 4 ngày (cách tiếp cận truyền thống của các nhà đầu tư lẻ) cho thấy, chiến lược này hầu như luôn cho kết quả thua lỗ. Một chiến lược ngược lại, bán ra trong vài ngày đầu và mua lại sau đó, là hợp lí hơn.

Tài liệu tham khảo:

1970. "The Market for 'Lemons'": Quality Uncertainty and the Market Mechanism." Quarterly Journal of Economics 84: 353–374.