

# ẢNH HƯỞNG CỦA TIN TỨC HỦY NIÊM YẾT LÊN GIÁ CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

Cao Đình Kiên\*  
Nguyễn Thu Thủy\*\*  
Lương Hoàng Giang

## Tóm tắt

Hủy niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã trở thành một hiện tượng thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư và các cơ quan quản lý chức năng. Thông tin về hủy niêm yết tác động không nhỏ đến giá cổ phiếu cũng như tâm lý của các nhà đầu tư. Bài viết này tổng hợp tình hình hủy niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010-2014, đồng thời chỉ ra các tác động khác biệt của tin tức hủy niêm yết (trong các giai đoạn khác nhau) đến giá cổ phiếu của các trường hợp công ty hủy niêm yết bắt buộc và hủy niêm yết tự nguyện. Bài viết cũng đưa ra một số bằng chứng về tính hiệu quả thị trường còn yếu ở Việt Nam do thiếu sự minh bạch về thông tin.

**Từ khóa:** Tin tức hủy niêm yết, hủy niêm yết bắt buộc/tự nguyện, giá cổ phiếu, tính hiệu quả của thị trường.

Mã số: 169.200815. Ngày nhận bài: 20/08/2015. Ngày hoàn thành biên tập: 05/11/2015. Ngày duyệt đăng: 05/11/2015.

## Abstract

Delisting in Vietnam Securities Market has become a phenomenon attracting attention from investors and concerned authorities. The news of delisting has significant impact on stock prices and investor confidence. This paper provides an overview on the delisting situation in Vietnam Securities Market during 2010-2014, and analytically indentifies the differences in impact of delisting news (in different periods) on stock prices of firms that regulatorily delisted and those voluntarily delisted. The paper also documents evidence for the weak market efficiency in Vietnam due to shortage of information transparency.

**Key words:** Delisting news, regulatory delisting, voluntary delisting, stock prices, market efficiency.

Paper No. 169.200815. Date of receipt: 20/08/2015. Date of revision: 05/11/2015. Date of approval: 05/11/2015.

## 1. Đặt vấn đề

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm gần đây không còn thực sự sôi động như những năm đầu khi mới thành lập. Tuy vậy, thị trường này vẫn luôn nhận được sự quan tâm không nhỏ của mọi thành phần kinh tế, đặc biệt là những nhà đầu tư trực tiếp vào thị trường. Trong giai

đoạn gần 5 năm trở lại đây, những người quan tâm đến thị trường chứng khoán thế giới nói chung và thị trường chứng khoán Việt Nam nói riêng đều có thể thấy rằng vấn đề hủy niêm yết đang nhận được rất nhiều sự quan tâm. Hiện tượng hủy niêm yết bắt đầu xuất hiện ở sàn chứng khoán Việt Nam từ năm 2010 với 3 công ty thực

\* TS, Trường Đại học Ngoại thương; Email: caokien@ftu.edu.vn

\*\* PGS, TS, Trường Đại học Ngoại thương; Email: thuthuy0202@gmail.com

hiện hoạt động hủy niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Vào năm 2011, con số này là 7 công ty, trong đó có 3 công ty ở HNX và 4 công ty ở sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE). Hai năm tiếp theo, số lượng công ty rời sàn chứng khoán tiếp tục tăng. Cụ thể, trong năm 2012, có 11 công ty rời khỏi HNX, cùng với đó là 9 công ty rời khỏi HOSE. Trong năm 2013, số lượng công ty hủy niêm yết đạt con số kỷ lục: số công ty hủy niêm yết tại HNX là 30 và tại HOSE là 16. Tuy vậy, bước sang năm 2014, lần đầu tiên kể từ năm 2010, số lượng cổ phiếu bị hủy niêm yết đã biến động theo chiều giảm khi chỉ có 33 mã cổ phiếu bị hủy niêm yết.

Có hai loại hình hủy niêm yết chính, đó là hủy niêm yết bắt buộc và hủy niêm yết tự nguyện. Xét về mặt lý thuyết, việc hủy niêm yết cổ phiếu nào đó trên sàn giao dịch chứng khoán là điều tuân theo quy luật phát triển của thị trường. Có thể đưa ra nhận định như vậy là do sàn giao dịch là điểm gặp nhau giữa các nhà đầu tư và doanh nghiệp, do đó, tại đây luôn phải tồn tại những quy định hết sức chặt chẽ để đảm bảo tính minh bạch và lợi ích của các bên tham gia vào thị trường chứng khoán. Thị trường luôn phải có quy chế đảm bảo quyền lợi cho nhà đầu tư, vì thông thường nhà đầu tư luôn ở vị thế bất lợi so với doanh nghiệp. Nhà đầu tư chỉ có thể sử dụng các thông tin có được do doanh nghiệp cung cấp để đưa ra quyết định đầu tư của mình. Hay nói cách khác, với vai trò đảm bảo tính công bằng trên thị trường, sàn giao dịch có nhiệm vụ buộc các doanh nghiệp phải đưa ra các thông tin chính xác về thực trạng của doanh nghiệp mình. Như vậy, chính sách hủy niêm yết bắt buộc (khi

doanh nghiệp không còn thỏa mãn được các điều kiện để tồn tại trên sàn giao dịch) sẽ là một cách thức mà sàn giao dịch sử dụng để bảo vệ nhà đầu tư, đồng thời bảo vệ một cách gián tiếp danh tiếng của mình.

Tuy nhiên, việc một doanh nghiệp bị yêu cầu hủy niêm yết bắt buộc hay tự nguyện hủy niêm yết đều có những ảnh hưởng to lớn đến những nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phần tại các doanh nghiệp này. Ảnh hưởng này được phản ánh chủ yếu ở sự giảm sút tính thanh khoản và thay đổi giá trị của cổ phiếu. Khi một cổ phiếu đứng trước nguy cơ bị hủy niêm yết, cổ phiếu đó hoặc sẽ bị mua lại bởi chính doanh nghiệp hoặc sẽ mất đi tính thanh khoản. Chính điểm này sẽ trực tiếp ảnh hưởng lên giá của cổ phiếu. Mặt khác, mục đích chủ yếu của đa số các nhà đầu tư khi mua cổ phần tại các doanh nghiệp là lợi ích về mặt tài chính, mà lợi ích tài chính của các nhà đầu tư chủ yếu đến từ sự thay đổi giá cổ phiếu. Như vậy, ảnh hưởng của tin tức hủy niêm yết lên giá của cổ phiếu là một vấn đề đáng được quan tâm. Dưới góc độ của một nhà đầu tư, những phân tích đó sẽ được sử dụng để dự đoán ảnh hưởng của yêu cầu hủy niêm yết lên giá cổ phiếu. Dưới góc độ của doanh nghiệp, khi đưa ra các quyết định hủy niêm yết tự nguyện, doanh nghiệp cần những phân tích chuyên sâu để đánh giá những điểm được và mất khi quyết định hủy niêm yết trên thị trường.

## **2. Thực trạng hoạt động hủy niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam**

Hoạt động hủy niêm yết chính thức xuất hiện trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2010 với việc hủy niêm yết tự nguyện của các cổ phiếu HAI, CDC và

PAN. Việc ba mã cổ phiếu HAI (Công ty Cổ phần Nông dược HAI), CDC (Công ty cổ phần Chương Dương), và PAN (Công ty Cổ phần Xuyên Thái Bình) thực hiện hủy niêm yết trên HNX là nhằm mục đích chuyển sang giao dịch tại HOSE. Tuy nhiên, sang năm 2011, khi các điều luật bổ sung của Luật Chứng khoán chính thức có hiệu lực (từ ngày 1/7/2011) cùng với sự sụt giảm mạnh trên thị trường, thị trường chứng khoán Việt Nam đã chứng kiến “sự gia tăng mạnh mẽ” số lượng các công ty hủy niêm yết. Cụ thể trong năm này, số lượng công ty hủy niêm yết trên HNX vẫn là 3 nhưng đã xuất hiện những công ty đầu tiên tiến hành hủy niêm yết trên HOSE - 4 công ty hủy niêm yết với nhiều lý do khác nhau. Trong năm 2011, trên HNX đã xuất hiện trường hợp đầu tiên bị hủy niêm yết bắt buộc, đó là trường hợp của VTA (Công ty Cổ phần Vitaly). VTA đã đi vào lịch sử hoạt động hủy niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam khi trở thành mã cổ phiếu đầu tiên bị hủy niêm yết bắt buộc vào ngày 2/6/2011 sau 3 năm làm ăn thua lỗ.

Nhìn lại lịch sử thị trường chứng khoán Việt Nam, năm 2011 là năm chứng kiến sự sụt giảm lớn của thị trường, khi đó gần như tất cả các yếu tố đều chống lại thị trường và làm cho thị trường xác lập đáy. Điều tất yếu là năm 2012 sẽ phải gánh chịu các hệ quả từ năm 2011 mang lại, đó là số lượng cổ phiếu bị hủy niêm yết tăng đột biến, tăng 3 lần so với năm 2011 (20 cổ phiếu bị hủy niêm yết so với 7 của năm 2011) và quá nửa số cổ phiếu hủy niêm yết là bị hủy niêm yết bắt buộc. Các công ty bị hủy niêm yết bắt buộc đa phần là do hoạt động sản xuất kinh doanh bị thua lỗ, điều này có thể cho thấy được phần nào mức

độ khó khăn của nền kinh tế Việt Nam và ảnh hưởng của các khó khăn đó lên doanh nghiệp.

Năm 2013 là một năm bùng nổ của hoạt động hủy niêm yết với số lượng công ty thực hiện hủy niêm yết tự nguyện hoặc bị hủy niêm yết bắt buộc tăng đột biến. Số lượng cổ phiếu hủy niêm yết tăng lên gần 3 lần trên HNX (30 so với 11 của năm 2012) và gần 2 lần trên HOSE (16 so với 9 của năm 2012). Hoạt động hủy niêm yết diễn ra hết sức “sôi động” trên cả hai sàn chứng khoán và trải dài trong suốt cả năm 2013. Sự cân bằng về hình thức hủy niêm yết đã được xác lập trong năm 2013 trên HNX khi số lượng công ty quyết định chủ động hủy niêm yết cổ phiếu của mình ngang bằng với số lượng các công ty bị bắt buộc hủy niêm yết.

Trong số các công ty hủy niêm yết trong năm 2013 đã xuất hiện các trường hợp hủy niêm yết trong khi công ty vẫn có kết quả sản xuất kinh doanh tốt, nhiều công ty còn có lãi. Điển hình là trường hợp của CTV (Công ty Cổ phần Sản xuất và Thương mại Việt Nam), GFC (Công ty Thủy sản Gentraco), MIH (Công ty Xuất nhập khẩu Khoáng sản Việt Nam), và AGD (Công ty Cổ phần Gò Đàng). Các công ty này đã chủ động tiến hành hủy niêm yết trong điều kiện công ty vẫn đáp ứng đầy đủ và rất tốt các điều kiện niêm yết trên sàn. Hoạt động hủy niêm yết của các công ty này còn rất đáng lưu tâm khi ngay sau hoạt động hủy niêm yết, các công ty này cũng tiến hành các thủ tục cần thiết để rút tên công ty mình khỏi danh sách các công ty đại chúng, đồng nghĩa với đó là việc các công ty này sẽ trở về mô hình công ty trước khi niêm yết và quan trọng hơn là không có nghĩa vụ phải cung cấp các thông tin như yêu cầu của sàn giao dịch chứng

khoán. Sự xuất hiện của các trường hợp hủy niêm yết này cho thấy rằng việc bắt buộc công bố các thông tin liên quan đến nội bộ doanh nghiệp trong quá trình niêm yết đã ảnh hưởng không nhỏ đến hiệu quả sản xuất kinh doanh của một số công ty đại chúng, hoặc họ nhận thấy những bất lợi của việc công bố này lớn hơn lợi ích mà thị trường chứng khoán mang lại trong giai đoạn hiện tại, và kết quả tất yếu là các công ty trên đã chủ động hủy niêm yết, cùng với đó là hủy luôn danh nghĩa công ty đại chúng.

Sau một năm 2013 sôi động của hoạt động hủy niêm yết, có những biểu hiện tích cực cho thấy nền kinh tế đang phục hồi và đã ghi nhận sự tăng trưởng trở lại của thị trường chứng khoán từ đáy khủng hoảng. Cụ thể, trong năm 2014, số lượng các công ty hủy niêm yết đã giảm đáng kể. Có 25 cổ phiếu bị hủy niêm yết trên sàn HNX (giảm 5 cổ phiếu so với năm 2013) và 8 trên sàn HOSE (giảm một nửa so với năm 2013). Xét về nguyên nhân dẫn đến cổ phiếu bị hủy niêm yết, số lượng công ty tự nguyện hủy niêm yết trên cả 2 sàn đều giảm đáng kể. Trong tổng số 25 trường hợp hủy niêm yết trên HNX, chỉ có 6 trường hợp tự nguyện hủy niêm yết. Trên HOSE, có 4 công ty bị hủy niêm yết bắt buộc và chỉ có một trường hợp hủy niêm yết tự nguyện đó là ALP (Công ty Cổ phần Đầu tư Alphanam).

### **3. Ảnh hưởng của tin tức hủy niêm yết lên giá cổ phiếu tại Việt Nam**

Để đánh giá ảnh hưởng của tin tức hủy niêm yết lên giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng tôi thu thập số liệu về giá của các cổ phiếu xung quanh ngày đầu tiên xuất hiện thông tin hủy niêm yết và thời điểm chính thức công bố quyết định hủy niêm yết từ năm 2010 đến 2014 (kể từ khi xuất hiện

trường hợp đầu tiên của HAI vào năm 2010). Chỉ cổ phiếu của các công ty vẫn có giao dịch bình thường xung quanh thời điểm lần đầu xuất hiện thông tin hủy niêm yết hay thời điểm chính thức công bố quyết định cổ phiếu đó bị hủy niêm yết mới được đưa vào mẫu nghiên cứu của chúng tôi. Trong quá trình thu thập số liệu, các trường hợp hủy niêm yết tự nguyện để phục vụ quá trình chuyển sàn giao dịch sẽ không được xem xét vì khi chuyển sàn giao dịch, sự thay đổi lớn nhất là thay đổi về giới hạn giữa giá trần và giá sàn của cổ phiếu nên sự thay đổi này sẽ ít có ảnh hưởng lên giá trị cổ phiếu. Tương tự như vậy, các trái phiếu hay chứng chỉ quỹ hết hạn, đến hạn thanh toán cũng không được xem xét. Sau khi loại bỏ đi số liệu của các cổ phiếu không phù hợp, số lượng mẫu quan sát của chúng tôi là 56. Trong 56 mẫu quan sát lựa chọn được, số lượng cổ phiếu bị hủy niêm yết bắt buộc là 37, số còn lại là 19 cổ phiếu tự nguyện hủy niêm yết.

Nguyên nhân dẫn đến kết quả 37 cổ phiếu bị hủy niêm yết bắt buộc cũng rất đa dạng. Có những cổ phiếu bị hủy niêm yết do kinh doanh thua lỗ trong ba năm liên tiếp hoặc có kết quả kinh doanh thua lỗ vượt quá vốn thực góp. Cũng có cổ phiếu bị hủy niêm yết vì vi phạm các quy định về công bố thông tin hoặc có xuất hiện sai phạm trong các thông tin kiểm toán. Tương tự như vậy, lý do dẫn đến việc các công ty quyết định tự nguyện hủy niêm yết cổ phiếu của mình trên sàn giao dịch cũng hết sức đa dạng. Từ các trường hợp hủy niêm yết nhằm phục vụ quá trình sáp nhập hoặc giải thể, cũng có nguyên nhân là do sự thất vọng của các công ty khi không nhận được những quyền lợi mà họ kỳ vọng, có công ty lại đưa ra quyết định hủy niêm yết nhằm mục đích tái cơ cấu lại vốn và ngành nghề sản xuất kinh doanh của mình, v.v... Như vậy, tuy số lượng

mẫu quan sát chỉ là 56 trường hợp, nhưng mẫu nghiên cứu này đã phủ kín gần như toàn bộ các nguyên nhân chủ yếu gây ra hiện tượng hủy niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Biến động giá của các cổ phiếu hủy niêm yết sẽ được thu thập theo 2 giai đoạn, giai đoạn 10 ngày trước và sau thời điểm xuất hiện thông tin đầu tiên cho thấy cổ phiếu có thể bị hủy niêm yết (gọi tắt là giai đoạn 1) và giai đoạn thứ 2 là khoảng thời gian 10 ngày trước và sau khi sàn giao dịch chính thức ra quyết định hủy niêm yết cổ phiếu (gọi tắt là giai đoạn 2).

### **3.1. Nhận xét chung về biến động giá của các cổ phiếu hủy niêm yết**

Trong khoảng thời gian 10 ngày trước khi xuất hiện thông tin cổ phiếu có thể bị hủy niêm yết, giá cổ phiếu biến động khá đa dạng và không tuân theo bất kỳ một quy tắc nào, với biến động tăng giảm xem kẽ nhau và biên độ dao động giá khá rộng. Tuy vậy, vẫn xuất hiện những trường hợp giá cổ phiếu đi xuống nhiều phiên liên tiếp, mặc dù trước đó giá của những cổ phiếu này biến động tăng giảm theo từng phiên. Điều đó cho thấy có khả năng thông tin cổ phiếu bị hủy niêm yết đã xuất hiện dưới hiện tượng rò rỉ thông tin. Chính sự rò rỉ thông tin này đã giúp cho thông tin hủy niêm yết đến với một số nhà đầu tư trước khi thông tin đó được chính thức công bố ra thị trường. Hay nói cách khác, các thông tin rò rỉ đó đã góp phần làm cho giá giao dịch của cổ phiếu đó đi xuống nhiều phiên liên tiếp. Khi các công ty công bố thông tin hủy niêm yết, đa phần giá của các cổ phiếu đều biến động theo chiều giảm trong các phiên giao dịch kể từ sau thời điểm xuất hiện thông tin hủy niêm yết. Hơn thế nữa, rất nhiều cổ phiếu có biên độ giảm sàn nhiều phiên liên tiếp, nghĩa là sau khi xuất hiện thông tin hủy niêm yết thì các thông tin

này đã có tác động lớn đến giá cổ phiếu theo chiều hướng giảm.

Tuy vậy, vẫn có một số lượng không nhỏ các cổ phiếu có biến động giá phức tạp trong giai đoạn này. Không những thế, còn có những cổ phiếu lại biến động giá theo chiều hướng tăng. Lý giải cho các trường hợp này có thể đến từ chính thông tin hủy niêm yết. Trong một số trường hợp, thông tin hủy niêm yết sẽ đi kèm với các thông tin sáp nhập hoặc tái cơ cấu công ty và các thông tin này đôi khi lại là các thông tin tốt với nhà đầu tư.

Tiếp theo, chúng tôi xem xét giai đoạn 10 ngày sau sàn giao dịch chính thức đưa ra quyết định hủy niêm yết. Khoảng thời gian tính từ thời điểm quyết định hủy niêm yết được đưa ra đến thời điểm cổ phiếu chính thức bị hủy niêm yết đối với các cổ phiếu khác nhau là rất khác nhau. Có những trường hợp thời điểm chính thức hủy niêm yết diễn ra ngay sau khi có quyết định của sàn giao dịch chứng khoán, trong khoảng thời gian rất ngắn (nhỏ hơn 5 ngày). Nhưng cũng có trường hợp khoảng thời gian này lại rất dài (tính bằng đơn vị tháng). Mặc dù tồn tại sự khác nhau rất lớn như vậy, nhưng trong khoảng thời gian 10 ngày kể từ thời điểm chính thức công bố quyết định hủy niêm yết, biến động giảm vẫn là xu hướng chủ đạo của giá các cổ phiếu trong giai đoạn này. Cụ thể, xét trong tổng thể 10 phiên giao dịch sau khi công bố quyết định hủy niêm yết của 56 cổ phiếu tiến hành lấy mẫu thì chỉ có 81 trường hợp biến động tăng so với tổng số 387 trường hợp biến động giảm.

### **3.2. Biến động giá của các cổ phiếu bị yêu cầu hủy niêm yết bắt buộc**

#### **3.2.1. Trong giai đoạn 1**

Trong tổng số 37 cổ phiếu bị hủy niêm yết bắt buộc, chỉ có 25 cổ phiếu là có thể xác định

được thời điểm đầu tiên xuất hiện thông tin cổ phiếu đó bị hủy niêm yết<sup>1</sup>. Trong 10 phiên giao dịch của 25 quan sát này, xuất hiện 127 lần thay đổi giá trị cổ phiếu<sup>2</sup>. Trong đó, số lượng biến động tăng là 63 trường hợp so với 64 trường hợp biến động giảm. Số liệu trên có thể cho ta thấy, trước lần đầu xuất hiện thông tin cổ phiếu sẽ bị hủy niêm yết bắt buộc, biến động giá cổ phiếu thay đổi hết sức ngẫu nhiên, các trường hợp biến động giảm tương đương với số lượng biến động tăng. Trong giai đoạn này, biến động giá cổ phiếu phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố như thông tin đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty, các thay đổi trong bộ máy lãnh đạo, xu hướng giảm của các cổ phiếu xuất hiện do thị trường chứng khoán đi xuống, hoặc sự khó khăn của nền kinh tế quốc dân nói chung... Tuy vậy, khi xem xét các trường hợp bị hủy niêm yết bắt buộc, một điều hiển nhiên có thể thấy là các công ty trước khi bị hủy niêm yết bắt buộc đều có các dấu hiệu khá rõ ràng giúp cho các nhà đầu tư có thể nhận biết được khả năng cổ phiếu đó có thể bị hủy niêm yết bắt buộc. Ví dụ đối với trường hợp các công ty bị hủy niêm yết bắt buộc do kết quả sản xuất kinh doanh thua lỗ 3 năm liên tiếp, một tín hiệu mạnh mẽ nhất mà công ty đó gửi đến thị trường chính là kết quả sản xuất kinh doanh ở năm thứ 2. Khi một công ty đã có năm thứ 2 liên tiếp làm ăn thua lỗ, đồng thời bản thân công ty đó cũng không có bất kỳ một động thái nào tích cực cho thấy sẽ cải thiện được hiệu quả sản xuất

kinh doanh, đó chính là dấu hiệu cảnh báo đến toàn thị trường rằng cổ phiếu của công ty đó sắp bị hủy niêm yết.

Trong tổng số 24 quan sát<sup>3</sup>, có 10 trường hợp có biến động giá trung bình dương và 14 có biến động giá trung bình âm. Biến động giảm có biên độ rộng hơn so với các biến động tăng, với biến động giảm và tăng có biên độ lớn nhất lần lượt là 19,44% và 14,29%. Điều này cho thấy, mặc dù đang trong giai đoạn khó khăn và đang phải đối mặt với nguy cơ bị hủy niêm yết thì vẫn có thể xuất hiện các thông tin tích cực ảnh hưởng lên giá cổ phiếu và làm cho giá cổ phiếu trong giai đoạn này biến động theo chiều tăng với biên độ rất lớn. Ngoài ra, biến động giá trung bình của tất cả các cổ phiếu trong giai đoạn này là -0,4667%, hay nói các khác, xu hướng chủ đạo của biến động giá cổ phiếu trong giai đoạn này là xu hướng giảm. Nhưng trị số trung bình này khá gần 0 nên có thể khẳng định biến động giảm là chủ đạo nhưng không quá vượt trội so với biến động tăng.

Xét trong 11 phiên giao dịch còn lại của giai đoạn này<sup>4</sup>, số lần xuất hiện biến động giá cổ phiếu của 25 quan sát là 206, trong đó chỉ có 69 biến động dương so với 137 biến động âm. Dựa vào tỷ lệ giữa biến động dương và biến động âm có thể thấy thông tin hủy niêm yết đã có tác động đáng kể đến biến động giá của cổ phiếu. Nếu xét biến động trung bình, có 5 cổ phiếu có biến động trung bình dương so với 20 cổ phiếu có biến động trung bình âm.

<sup>1</sup> Các trường hợp còn lại có thể là do thời điểm xảy ra hủy niêm yết quá xa thời điểm hiện tại nên không thể tìm ngược lại thời điểm lần đầu xuất hiện thông tin cổ phiếu bị hủy niêm yết.

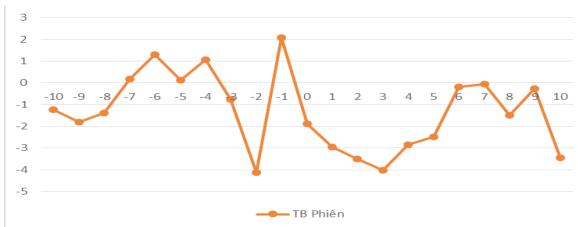
<sup>2</sup> Số lượng còn lại là trường hợp cổ phiếu không có giao dịch tại một số phiên hoặc có giao dịch nhưng không xuất hiện thay đổi về giá trị của cổ phiếu.

<sup>3</sup> Trừ trường hợp của CLP không xuất hiện biến động giá trong các phiên giao dịch tại thời điểm đang xét.

<sup>4</sup> Gồm phiên giao dịch tại thời điểm xuất hiện thông tin hủy niêm yết và 10 phiên giao dịch sau khi xuất hiện thông tin này.

Con số trung bình nêu trên lại một lần nữa cho thấy, mặc dù vẫn xuất hiện các phiên giao dịch với các biến động giá là dương nhưng các biến động âm vẫn là chủ đạo trong giai đoạn này (số lượng lớn hơn và biên độ giảm lớn hơn).

Trong khi biến động giá trung bình của từng cổ phiếu trong giai đoạn 1 thể hiện sự biến động tăng hoặc giảm của từng cổ phiếu riêng biệt trong giai đoạn đang xem xét thì biến động giá trung bình của các cổ phiếu trong từng phiên sẽ thể hiện rõ hơn xu hướng biến động giá của các cổ phiếu hủy niêm yết nói chung. Hình 1 thể hiện sự thay đổi của biến động giá trung bình các cổ phiếu trong từng phiên giao dịch xung quanh điểm xuất hiện thông tin cổ phiếu bị hủy niêm yết.



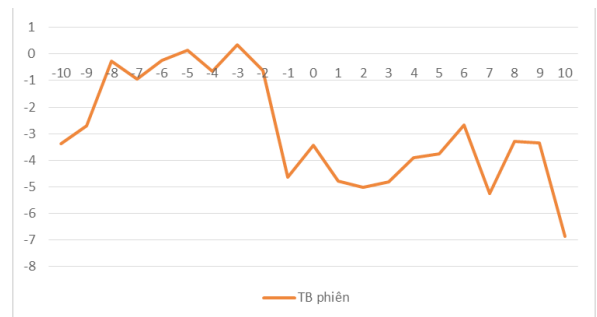
**Hình 1: Biến động giá trung bình của các cổ phiếu trong từng phiên trong giai đoạn 1**

### 3.2.2. Trong giai đoạn 2

Trong nửa đầu của giai đoạn 2, số lượng biến động tăng của 36 quan sát<sup>5</sup> là 98 so với 149 biến động giảm. Như vậy, xu hướng biến động giá chủ đạo trong nửa đầu của giai đoạn 2 là xu hướng giảm. Với việc nhà đầu tư nhận được một lượng lớn các thông điệp cho thấy khả năng cổ phiếu sẽ bị hủy niêm yết, thật dễ hiểu khi thấy sự vượt trội của các biến động giảm trong giai đoạn này. Xem xét giá trị trung bình các biến động của từng cổ phiếu

trong 10 phiên giao dịch đầu của giai đoạn 2, có 15 biến động trung bình mang dấu dương và 21 biến động trung bình mang dấu âm.

Trong 11 phiên giao dịch tại nửa sau của giai đoạn 2<sup>6</sup>, số lần xuất hiện biến động giá cổ phiếu của 36 quan sát là 284. Trong số đó, số biến động theo chiều tăng là 46, nhỏ hơn rất nhiều so với 248 biến động theo chiều giảm. Con số vượt trội của số biến động giảm đã cho thấy tâm lý bán tháo cổ phiếu của các nhà đầu tư ngay sau khi xuất hiện quyết định hủy niêm yết, làm cho giá cổ phiếu liên tục biến động theo chiều giảm. Tuy vậy, biến động theo chiều tăng lớn nhất lại có biên độ lớn hơn khá nhiều so với biên độ theo chiều giảm lớn nhất (xét về giá trị là 25% so với 16,67%). Điều này cho thấy ngay sau khi có quyết định hủy niêm yết cổ phiếu, một số công ty có thể đã đưa ra những chính sách đối phó đặc biệt mang lại lợi ích ngắn hạn cho một số nhà đầu tư. Chính những chính sách đó đã góp phần đẩy giá cổ phiếu biến động theo chiều tăng với biên độ rất lớn. Hình 2 cung cấp thêm thông tin về sự thay đổi của biến động giá trung bình của các cổ phiếu trong từng phiên giao dịch.



**Hình 2: Biến động giá trung bình của các cổ phiếu từng phiên trong giai đoạn 2**

<sup>5</sup> Một quan sát không có biến động giá trong giai đoạn đang xét.

<sup>6</sup> Phiên giao dịch tại thời điểm xuất hiện quyết định hủy niêm yết và các phiên giao dịch tiếp theo sau.

### 3.3. Biến động giá của các cổ phiếu hủy niêm yết tự nguyện

#### 3.3.1. Trong giai đoạn 1

Trong 19 cổ phiếu tự nguyện hủy bỏ niêm yết, chỉ có 15 quan sát có thể xác định được chính xác thời điểm xuất hiện lần đầu thông tin liên quan đến việc cổ phiếu đó sẽ tự nguyện hủy bỏ niêm yết. Trong 10 phiên giao dịch trước khi xuất hiện thông tin hủy bỏ niêm yết, có tổng số 79 biến động giá với số lượng biến động giá tăng và giảm lần lượt là 30 và 49. Đồng thời, biên động giảm lớn nhất và biên độ tăng lớn nhất là xấp xỉ nhau (7% và 6,9%). Ngoài ra, số lượng biến động giá trung bình dương (7 lần) là hoàn toàn tương đương với số lượng biến động giá trung bình âm (8 lần). Điều này dẫn đến biến động giá trung bình của tất cả các cổ phiếu trong 10 phiên giao dịch chỉ là -0,3768%, chứng tỏ biến động giảm chiếm lợi thế về số lượng nhưng không quá vượt trội so với các biến động tăng về giá trị.

Trong 11 phiên giao dịch còn lại của giai đoạn này, xuất hiện 97 trường hợp biến động giá của 15 cổ phiếu hủy niêm yết tự nguyện được lựa chọn trong mẫu nghiên cứu. Trong số 97 trường hợp biến động giá này, có 37 trường hợp biến động theo chiều tăng và 60 trường hợp biến động theo chiều giảm. Cũng giống như xu hướng tăng của các biến động giảm, số lượng các cổ phiếu có biến động trung bình âm trong 11 phiên giao dịch cũng tăng lên (từ 8 thành 9) đây số lượng cổ phiếu có biến động trung bình dương giảm xuống. Ngoài ra, trung bình của tất cả các biến động giá của 15 cổ phiếu trong 11 phiên giao dịch mang giá trị âm và nhỏ hơn khá nhiều (khoảng 2 lần) so với trung bình biến động giá của chính 15 cổ phiếu này trong 10 phiên giao dịch trước đó.

Trong khi biến động giá trung bình của

từng cổ phiếu trong giai đoạn 1 thể hiện sự biến động tăng hoặc giảm của từng cổ phiếu riêng biệt trong giai đoạn đang xem xét thì biến động giá trung bình của các cổ phiếu trong từng phiên sẽ thể hiện rõ hơn xu hướng biến động giá của các cổ phiếu hủy niêm yết nói chung. Hình 3 cho thấy sự thay đổi của biến động giá trung bình các cổ phiếu trong từng phiên giao dịch xung quanh điểm xuất hiện thông tin cổ phiếu bị hủy niêm yết.



**Hình 3: Biến động giá trung bình từng phiên của tất cả các cổ phiếu trong giai đoạn 1**

Một điểm có thể nhận thấy ở Hình 3 là biến động giá trung bình từng phiên của các cổ phiếu ngay sau thời điểm xuất hiện thông tin hủy niêm yết mang dấu dương. Hay nói cách khác, trong 4 phiên giao dịch ngay sau thời điểm xuất hiện thông tin hủy niêm yết, các cổ phiếu hủy niêm yết tự nguyện có xu hướng biến động giá theo chiều tăng. Điều này là hoàn toàn trái ngược với biến động giá theo xu hướng giảm (thậm chí là giảm sâu) của các cổ phiếu bị hủy niêm yết bắt buộc ngay sau lần đầu tiên xuất hiện thông tin hủy niêm yết.

Hơn thế nữa, chúng ta có thể thấy có sự tương đồng về biên độ biến động giá giữa hai nửa trong giai đoạn 1. Nguyên nhân có thể là do hiện tượng rò rỉ thông tin. Sở dĩ có thể nhận định như vậy là do vị thế chủ động của doanh nghiệp khi quyết định thực hiện hủy niêm yết tự nguyện. Bản thân quyết định hủy niêm yết tự nguyện có thể xuất hiện bên trong nội bộ



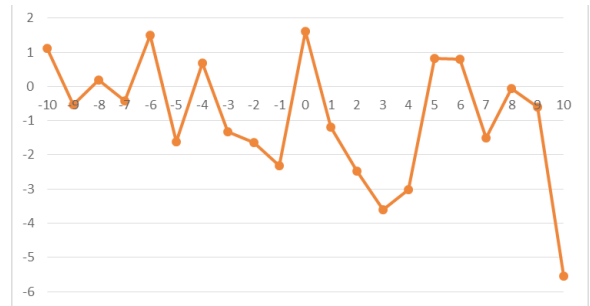
doanh nghiệp từ trước, thậm chí là trước rất lâu so với thời điểm thông tin đó được chính thức công bố ra ngoài thị trường. Chính lý do đó đã làm cho việc xuất hiện thông tin hủy niêm yết hầu như không có ảnh hưởng đến biên độ biến động giá cổ phiếu.

### 3.3.2. Trong giai đoạn 2

Trong 10 phiên giao dịch trước khi sàn giao dịch chứng khoán đưa ra quyết định hủy bỏ niêm yết của 18 cổ phiếu<sup>7</sup>, có 94 biến động giá với 51 biến động theo chiều giảm và 43 biến động theo chiều tăng. Số lượng biến động tăng và giảm chênh nhau không quá nhiều cho thấy tác động của các yếu tố khác nhau lên giá cổ phiếu khá cân bằng trong thời điểm trước khi xuất hiện quyết định hủy bỏ niêm yết. Khi xem xét đến trị số trung bình của các biến động giá của các cổ phiếu sau 10 phiên giao dịch trước khi đón nhận quyết định chính thức về việc hủy bỏ niêm yết, số lượng cổ phiếu có biến động giá trung bình tăng và giảm là bằng nhau. Điều đó cho thấy, với các cổ phiếu đứng trước thời điểm nhận quyết định hủy bỏ niêm yết tự nguyện của sàn giao dịch chứng khoán, biến động giá trong khoảng thời gian nêu trên là cân bằng<sup>8</sup>.

Trong 11 phiên giao dịch kể từ thời điểm cổ phiếu chính thức nhận quyết định chấp thuận hủy bỏ niêm yết tự nguyện, số lượng biến động giá của 19 cổ phiếu là 106, với 62 biến động giảm và 44 biến động tăng. Sự giãn rộng khoảng cách giữa số lượng biến động giảm so với biến động tăng cho thấy quyết định hủy niêm yết tự nguyện có tác động đến giá cổ phiếu và làm cho giá cổ phiếu biến động theo chiều giảm. Xét đến giá trị trung bình biến

động giá của 19 cổ phiếu trong 11 phiên giao dịch nêu trên, chỉ có 6 cổ phiếu có giá trị biến động trung bình mang dấu dương và 13 mang dấu âm. Xét đến biến động giá trung bình của tất cả các cổ phiếu trong từng phiên, Hình 4 thể hiện biến động đó trong 21 phiên giao dịch xung quanh thời điểm xuất hiện quyết định hủy niêm yết cổ phiếu.



**Hình 4: Biến động giá trung bình từng phiên của tất cả các cổ phiếu trong giai đoạn 2**

Có thể thấy trước thời điểm xuất hiện quyết định hủy niêm yết cổ phiếu, biến động trung bình theo chiều tăng và giảm theo từng phiên và không tuân theo một quy luật nào cả. Tuy vậy, sau khi quyết định hủy niêm yết được ban hành, biến động giá cổ phiếu ngay tức khắc biến động giảm với biên độ tăng dần.

## 4. Kết luận

Mặc dù kết quả của hoạt động hủy niêm yết đều là chấm dứt hoạt động niêm yết và giao dịch cổ phiếu trên sàn giao dịch, mỗi hình thức hủy niêm yết đều có những điểm đặc trưng riêng. Mức độ ảnh hưởng lên các đối tượng khác nhau của các hình thức hủy niêm yết khác nhau cũng khác nhau.

Cụ thể, sau khi xuất hiện các thông tin hủy niêm yết đầu tiên đã có sự tác động khác biệt

<sup>7</sup> Một cổ phiếu không có biến động giao dịch trong các phiên trước khi nhận được quyết định hủy bỏ niêm yết tự nguyện.

<sup>8</sup> Cân bằng ở đây được hiểu theo nghĩa các biến động tăng gần như tương đương với các biến động giảm.

giữa hai hình thức hủy bỏ niêm yết. Các cổ phiếu bị hủy niêm yết bắt buộc có số lượng biến động giảm tăng cao hơn hẳn. Trong khi đó, các cổ phiếu tự nguyện hủy bỏ niêm yết cũng có sự gia tăng của các biến động âm nhưng không nhiều. Hay nói cách khác, tác động của thông tin hủy niêm yết lên bất cứ hình thức hủy bỏ niêm yết nào cũng khiến giá cổ phiếu biến động theo chiều giảm, tuy nhiên, mức độ tác động của các thông tin này lên các cổ phiếu bị hủy niêm yết bắt buộc là cao và rõ ràng hơn so với các cổ phiếu tự nguyện hủy bỏ niêm yết.

Ngoài ra, chúng ta cũng thấy một số bằng chứng về sự rò rỉ thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong bối cảnh hiện tại, khi thị trường chứng khoán Việt Nam đang hoạt động chưa hoàn toàn minh bạch, lượng thông tin rò rỉ từ bên trong nội bộ các công ty niêm yết ra thị trường là tương đối lớn. Các thông tin rò rỉ đó sẽ làm cho thị trường thiếu tính minh bạch, biến động hết sức khó lường, và tạo điều kiện thuận lợi chỉ dành cho một số lượng nhỏ các nhà đầu tư trên thị trường. □



#### Tài liệu tham khảo

1. Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. 2014. *Quy chế Niêm yết chứng khoán tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội*.
2. Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. 2010. *Số liệu thống kê 2010*. HN.
3. Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. 2011. *Số liệu thống kê 2011*. HN.
4. Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. 2012. *Số liệu thống kê 2012*. HN.
5. Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. 2013. *Số liệu thống kê 2013*. HN.
6. Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. 2007. *Quy chế niêm yết chứng khoán tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*.
7. Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. 2011. *Báo cáo thường niên 2011*. TP.HCM.
8. Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. 2012. *Báo cáo thường niên 2012*. TP.HCM.
9. Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. 2013. *Báo cáo thường niên 2013*. TP.HCM.
10. Nghị định 58/2012/NĐ-CP ngày 20/07/2012 *Quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán*
11. Luật chứng khoán
12. Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của luật chứng khoán