



Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế

Trang chủ của tạp chí: <http://tapchi.ftu.edu.vn>

Đánh giá chất lượng và xếp hạng báo cáo khuyến nghị của các công ty chứng khoán

Evaluating and ranking investment reports by securities companies

Phan Trần Trung Dũng¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Thị Ngân Hà

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 20/02/2020; **Ngày hoàn thành biên tập:** 22/04/2020; **Ngày duyệt đăng:** 24/04/2020

Tóm tắt

Báo cáo khuyến nghị là nguồn tham khảo dễ tiếp cận và được nhiều nhà đầu tư cá nhân sử dụng. Tuy nhiên, hiện nay vẫn chưa có một khuôn khổ pháp lý hoàn thiện kiểm soát chất lượng của các báo cáo này, đặc biệt là các báo cáo khuyến nghị miễn phí định kỳ. Bài viết này kiểm định các báo cáo miễn phí được phát hành trong năm 2018 về 10 mã cổ phiếu được quan tâm và giao dịch nhiều nhất trên hai sàn Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), nhằm đánh giá khả năng xảy ra hiện tượng thao túng giá thông qua kênh này trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đồng thời, nghiên cứu cũng xếp hạng mức độ tin tưởng đối với các công ty chứng khoán phát hành của các báo cáo trên, với tiêu chí xếp hạng là độ chính xác của giá mục tiêu được đề xuất trong báo cáo.

Từ khóa: Báo cáo khuyến nghị, Công ty chứng khoán, Đánh giá, Xếp hạng

Abstract

Investment reports are accessible sources and used by many individual investors. However, there is currently no complete legal framework to control the quality of these reports, especially for free periodic investment reports. Therefore, recommendations that are published publicly and widely by may in fact have the potential to cause information interference and price manipulation by issuers. This article examines the free reports issued in 2018 on the 10 stocks that are most interested and traded on the HOSE and HNX, to illustrate the possibility of price manipulation using this channel on Vietnam's stock market. At the same time, the study also ranks the level of trust in securities companies that are approved these reports, with the ranking criterion being the accuracy of the target price proposed in the report.

Keywords: Investment reports, Securities companies, Evaluation, Ranking

¹ Tác giả liên hệ: fandung@ftu.edu.vn

1. Giới thiệu

Đối với thị trường chứng khoán nói chung, yếu tố thông tin là then chốt và luôn có ảnh hưởng sâu sắc đối với mỗi quyết định của các nhà đầu tư, dù thông tin đó là tin tức xác thực hay tin đồn thiếu căn cứ. Mặc dù phần lớn Báo cáo khuyến nghị (BCKN) đều dựa trên các báo cáo tài chính chính thức, phương pháp xử lý thông tin của các BCKN lại không được công khai, do vậy nằm ngoài sự kiểm soát của các bộ phận giám sát quản lý thị trường. Đây là điểm yếu mà các đơn vị phát hành có thể tận dụng cho các mục đích của mình, biến báo cáo khuyến nghị thành một công cụ để gây nhiễu thông tin, tạo ấn tượng giả về một số cổ phiếu nhất định và hơn nữa là thao túng giá cổ phiếu trên thị trường.

Trong điều kiện thị trường chứng khoán Việt Nam đang phát triển mạnh mẽ và thu hút nhiều các nhà đầu tư cá nhân trong và ngoài nước, thì tạo môi trường kinh doanh thuận lợi, trong đó tính minh bạch của thị trường ngày càng trở nên quan trọng. Những yếu tố gây nhiễu thông tin thị trường làm giảm tính minh bạch, làm suy giảm niềm tin của nhà đầu tư, làm suy yếu thị trường, vì vậy cần được kiểm soát chặt chẽ.

Từ đó, bài viết này tập trung đánh giá chất lượng BCKN và dựa trên đó để xếp hạng các công ty chứng khoán với mong muốn giúp các nhà đầu tư tìm được nguồn thông tin tham khảo đáng tin cậy, cũng như góp phần bảo vệ tính minh bạch của thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu

BCKN trong nghiên cứu này được hiểu là những nhận định của các chuyên gia về cổ phiếu và thị trường trong tương lai (thường là 3 tháng, 6 tháng hoặc 1 năm) và phần lớn được phát hành dưới tên của các công ty chứng khoán. Theo nghiên cứu của Barber & cộng sự (2001) và Siemens (2012), ngày càng có nhiều chuyên gia thực hiện phân tích và nhận định thị trường. Tuy không thể tạo ra sự thay đổi mang tính ảnh hưởng đối với toàn thị trường, nhưng các chuyên gia vẫn có thể tạo ra những tác động nhất định, từ đó tạo ra những phản ứng của thị trường đối với những cổ phiếu họ khuyến nghị. Nghiên cứu của Loh & Stulz (2010) đã chứng minh được rằng có đến 12 khuyến nghị từ các chuyên gia có ảnh hưởng đến diễn biến giá của chứng khoán. Nghiên cứu của Womack (1996) và của Green (2006) cho thấy các tín hiệu về thị trường từ những bản BCKN là căn cứ để các nhà đầu tư đưa ra quyết định. Hơn nữa, Siemens (2012) cũng cho rằng sự thiếu kinh nghiệm và kiến thức là lý do các nhà đầu tư cần tham khảo BCKN.

Giá mục tiêu là một phần thường thấy trong các BCKN và phản ánh ngắn gọn quan điểm của chuyên gia về giá trị của cổ phiếu đó trong tương lai. Barber & cộng sự (2001); Da & Schaumburg (2011) cho rằng giá trị tham khảo của giá mục tiêu là độc lập với những khuyến nghị thông thường. Nói cách khác, giá mục tiêu có thể bao hàm đủ thông tin để các nhà đầu tư tự xây dựng chiến thuật mua và bán cho phù hợp và không chỉ dựa vào khuyến nghị mua/bán được kết luận trong BCKN. Kết quả nghiên cứu của Huang & cộng sự (2009) cũng cho thấy rằng đầu tư theo những BCKN bao gồm 02 yếu tố khuyến nghị mua/bán và giá mục tiêu sẽ mang về lợi nhuận tốt hơn những BCKN chỉ có khuyến nghị đơn thuần.

Nghiên cứu của Barber & cộng sự (2001) nhận định những cổ phiếu được khuyến nghị có thể đem lại lợi nhuận lớn cho nhà đầu tư trong giai đoạn trước năm 2000. Tuy nhiên, đến năm

2000, những cổ phiếu không được khuyến nghị lại thu được lợi nhuận tốt hơn. Kết quả nghiên cứu này đặt ra vấn đề về tính hữu dụng của BCKN. Theo Porter (2004), Morgan & Stocken (2003), trong một số điều kiện nhất định, các chuyên gia có thể truyền tải hiệu quả các thông tin bất lợi, nhưng lại không thể truyền tải hiệu quả các thông tin có lợi. Hay nói cách khác, nhà đầu tư nhạy cảm hơn với những dấu hiệu tiêu cực của những cổ phiếu được phân tích, trong khi đó nhà đầu tư kém nhạy cảm hơn trước các thông tin tích cực.

Bên cạnh các nghiên cứu trên, thực nghiệm *Investment Dartboard* do *The Wall Street Journal* thực hiện tiếp cận đánh giá BCKN theo một góc độ trực quan hơn. *Investment Dartboard* là một thí nghiệm nổi tiếng tham khảo từ “A Random Walk Down Wall Street” (Malkiel, 1999) và được thực hiện vào năm 1988. Thí nghiệm được tiến hành hàng tháng bằng việc so sánh lợi nhuận của 2 nhóm cổ phiếu. Nhóm cổ phiếu thứ nhất bao gồm các cổ phiếu do 4 chuyên gia lựa chọn và phân tích, được lựa chọn từ những chuyên gia tài chính hàng đầu nước Mỹ. Những cổ phiếu trong nhóm còn lại sẽ được chọn ngẫu nhiên bằng việc một nhân viên của tạp chí ném phi tiêu vào một tấm bảng có gắn các mã cổ phiếu, phi tiêu ghim vào mã nào cổ phiếu được lựa chọn. Qua 6 tháng, khả năng sinh lời của hai nhóm cổ phiếu sẽ được đánh giá để chọn ra nhóm cổ phiếu có khả năng sinh lời tốt hơn.

Sau *Investment Dartboard*, thực tế có nhiều tác giả đã tiến hành nhiều nghiên cứu dựa trên kết quả của thí nghiệm này. Trong đó, nghiên cứu của Barber & Loeffler (1993) phân tích tác động của chuyên mục này trên tờ Wall Street Journal và thấy rằng 2 ngày sau thời điểm khuyến nghị được công bố, lợi nhuận bất thường (abnormal return) đạt được trung bình là 4, gần gấp đôi lợi nhuận thông thường. Tuy nhiên, mức lợi nhuận bất thường này bị đảo ngược một phần sau 25 ngày giao dịch. Hiện tượng này được Barber & Loeffler kết luận là do các nhà đầu tư bị sức ép về giá một cách “ngây thơ”, đồng thời còn do họ đã chịu ảnh hưởng của những thông tin từ các chuyên gia. Nghiên cứu của Liang & cộng sự (1995) đánh giá khả năng sinh lời của cổ phiếu khuyến nghị và cổ phiếu được chọn ngẫu nhiên với thời gian nắm giữ từ 1 tuần đến 6 tháng. Kết quả thu được cũng tương tự như trong nghiên cứu của Barber & Loeffler (1993), với việc cổ phiếu khuyến nghị sinh lời tốt hơn cổ phiếu ngẫu nhiên trong 1 tuần đầu và ngược lại nếu thời gian nắm giữ lên đến 6 tháng. Liang & cộng sự cho rằng hiệu ứng công chúng tạm thời (short-term publicity effect) là lý do giải thích hiện tượng này. Riêng Atkins & Sundali (1997) thì kết luận rằng đầu tư theo *Investment Dartboard* không phải lúc nào cũng thu về lợi suất tốt hơn BCKN và báo cáo của các chuyên gia được nhận định thực sự có chất lượng tốt. Tuy nhiên, để tiếp cận được những báo cáo này thì nhà đầu tư phải chịu một khoản phí tương đối cao mà thường các nhà đầu tư cá nhân sẽ không sẵn sàng chi trả.

Các nghiên cứu trên đưa ra đánh giá đối với chất lượng báo cáo khuyến nghị và những vấn đề tiềm tàng mà nhà đầu tư có khả năng gặp phải khi đầu tư theo khuyến nghị. Tuy nhiên căn cứ vào thực tiễn Việt Nam, với các báo cáo khuyến nghị miễn phí, nhà đầu tư hoàn toàn có thể sẽ gặp phải những vấn đề như đã phân tích, đồng thời cũng có khả năng phải đối mặt với những vấn đề hoàn toàn khác. Dựa vào phương pháp của một số nghiên cứu được phân tích ở trên, các tác giả đã thực hiện kiểm định chất lượng BCKN miễn phí trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm mục đích xác định có hay không khả năng các đơn vị phát hành báo cáo có thể sử dụng chúng như một công cụ hợp pháp để thao túng giá cổ phiếu.

3. Kết quả nghiên cứu

3.1 Giả thuyết và phương pháp nghiên cứu

Tổng quan về các kiểm định trong nghiên cứu

Bài viết bao gồm 3 kiểm định với cùng mục tiêu đánh giá chất lượng các BCKN trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong đó, Kiểm định 1 và 2 đánh giá BCKN một cách tổng thể bằng việc theo dõi tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu được khuyến nghị và so sánh chúng với một tiêu chí cụ thể. Riêng Kiểm định 3 tập trung vào một yếu tố đại diện cho BCKN là giá mục tiêu để đánh giá sự chuẩn xác của BCKN.

Bảng 1. Nội dung và điều kiện của các kiểm định

	Tiêu chí đánh giá	Tiêu chí	Thời gian quan sát	Điều kiện BCKN được đánh giá
Kiểm định 1	Lợi nhuận của cổ phiếu khuyến nghị	Lợi nhuận của cổ phiếu ngẫu nhiên	Ngắn hạn: 1, 3 và 6 ngày Dài hạn: 90, 180 hoặc 360 ngày	BCKN mua, nắm giữ hoặc khả quan
Kiểm định 2		Lợi nhuận của chỉ số sàn tương ứng	Ngắn hạn: 1, 3 và 6 ngày Dài hạn: 90, 180 hoặc 360 ngày	
Kiểm định 3	Giá mục tiêu	Giá thực tế	90, 180 hoặc 360 ngày	- BCKN mua, nắm giữ hoặc khả quan - BCKN có Giá mục tiêu

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Kiểm định 1 mô phỏng lại thí nghiệm Investment Dartboard để đánh giá chất lượng BCKN với tiêu chí so sánh là lợi suất của những cổ phiếu ngẫu nhiên. Còn đối với Kiểm định 2, tiêu chí so sánh là chỉ số sàn tương ứng với mỗi cổ phiếu khuyến nghị (HNX-index hoặc VN-index). Lý do của lựa chọn này là nếu các cổ phiếu khuyến nghị không thể thực sự có lãi hơn so với chọn ngẫu nhiên hoặc so với mặt bằng chung của thị trường, các BCKN là vô dụng đối với các nhà đầu tư, hoặc thậm chí có thể khiến họ bị lỗ vì những nhận định thiếu chính xác trong BCKN. Kiểm định 3 tập trung vào độ chính xác của giá mục tiêu như một yếu tố quan trọng đại diện cho BCKN bởi nhiều nghiên cứu cho rằng đây là con số phản ánh ngắn gọn quan điểm của chuyên gia về giá trị của cổ phiếu.

Điều kiện chung của cả 3 kiểm định là chỉ đánh giá các BCKN có tín hiệu Mua, bởi vì, hiện nay, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn chưa có văn bản hướng dẫn bán không để đầu cơ khi thị trường đi xuống. Ngoài ra, riêng với Kiểm định 3 thì các BCKN cần phải có giá mục tiêu.

Kiểm định 1: So sánh với cổ phiếu ngẫu nhiên

Trong kiểm định 1, cổ phiếu ngẫu nhiên được lựa chọn bằng Excel thay vì ném phi tiêu như trong thí nghiệm *Investment Dartboard*. Tất cả các cổ phiếu đã niêm yết trên sàn HOSE hoặc HNX đều có thể là cổ phiếu ngẫu nhiên. Điều kiện duy nhất của các cổ phiếu ngẫu nhiên trong mỗi lần lựa chọn là được niêm yết trên cùng sàn với Cổ phiếu khuyến nghị (HOSE hoặc HNX).

Lợi nhuận của 1 cổ phiếu khuyến nghị được so sánh lần lượt với lợi nhuận của 10 cổ phiếu ngẫu nhiên cùng sàn. Kết quả của phép so sánh là hiệu số lợi nhuận giữa cổ phiếu khuyến nghị và cổ phiếu ngẫu nhiên RRD, kết quả này được kiểm định t-test để xác định nhóm cổ phiếu nào thực sự có lợi nhuận cao hơn.

$$RRD = \text{Lợi nhuận}_{CP \text{ Khuyến nghị}} - \text{Lợi nhuận}_{CP \text{ Ngẫu nhiên}} \quad (1)$$

Kiểm định 2: So sánh với Chỉ số sàn

Trong kiểm định 2, tiêu chí so sánh là lợi nhuận của chỉ số sàn HNX-index hoặc VN-index (tương ứng với sàn niêm yết đối với mỗi cổ phiếu khuyến nghị). Kiểm định này cho thấy giá trị thực của các cổ phiếu khuyến nghị sau khi tách bỏ các ảnh hưởng chung lên cả sàn. Kết quả của phép so sánh dùng trong kiểm định là hiệu số lợi nhuận giữa cổ phiếu khuyến nghị và chỉ số sàn RT

$$RT = \text{Lợi nhuận}_{CP \text{ Khuyến nghị}} - \text{Lợi nhuận}_{\text{Chỉ số sàn}} \quad (2)$$

Kiểm định 3: Giá mục tiêu

Độ chính xác của giá mục tiêu được xác định bằng hiệu số giữa giá mục tiêu và giá thực tế, được thể hiện như sau:

$$GCCPKN = \text{Giá mục tiêu CPKN} - \text{Giá thực tế CPKN} \quad (3)$$

Trong đó, giá thực tế là giá đóng cửa của cổ phiếu khuyến nghị tại thời điểm sau khi BCKN được phát hành 90 ngày, 180 ngày hoặc 360 ngày.

Bảng 1 tổng hợp các nội dung và điều kiện kiểm định đã được chỉ ra ở trên.

3.2 Mẫu và dữ liệu nghiên cứu

Fiinpro cung cấp các BCKN và lịch sử giá được cung cấp. Các BCKN được thu thập có thời điểm phát hành trong năm 2018 (từ 02/01/2018 đến 31/12/2018) để đảm bảo tất cả các BCKN đều được quan sát đủ thời hạn hiệu lực (hiệu lực 3 tháng, 6 tháng hoặc 1 năm sau ngày phát hành).

Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng giới hạn số lượng BCKN tham gia vào kiểm định dựa vào mức độ quan tâm của nhà đầu tư cũng như số lượng được phát hành bởi các công ty chứng khoán. Các BCKN được kiểm định sẽ có cổ phiếu khuyến nghị là 1 trong 10 cổ phiếu được giao dịch nhiều nhất trên hai sàn HOSE và HNX (Bảng 2).

Bảng 2. Danh sách các Cổ phiếu khuyến nghị

STT	Mã CP	Sàn niêm yết	Tên công ty
1	AAA	HOSE	Công ty Cổ phần Nhựa An Phát Xanh
2	DXG	HOSE	Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh
3	CTG	HOSE	Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam
4	HPG	HOSE	Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát
5	STB	HOSE	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn Thương Tín
6	MBB	HOSE	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội
7	PVS	HNX	Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam
8	SHB	HNX	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn - Hà Nội
9	VCG	HNX	Tổng Công ty Cổ phần XNK và Xây dựng Việt Nam
10	VGC	HNX	Tổng Công ty Viglacera - CTCP

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Tổng cộng có 1504 BCKN từ 34 công ty chứng khoán được thu thập trong nghiên cứu. Tuy vậy, đối với từng kiểm định sẽ có thêm các điều kiện khác nhau nên số lượng BCKN và công ty chứng khoán sẽ thay đổi.

Thời gian quan sát các cổ phiếu khuyến nghị bắt đầu từ ngày phát hành BCKN và kéo dài tùy theo từng kiểm định. Đối với kiểm định 1 và 2, bài viết sẽ đánh giá lợi suất của cổ phiếu khuyến nghị trong ngắn hạn và dài hạn. Với kiểm định ngắn hạn, nghiên cứu giả định nhà đầu tư sẽ mua cổ phiếu ngay khi BCKN được phát hành và bán cổ phiếu sau 1, 3 hoặc 6 ngày. Với kiểm định dài hạn, thời gian nắm giữ được giả định là sẽ kết thúc sau 3, 6 hoặc 12 tháng để phù hợp với thời hạn của các BCKN. Các quan sát sau khi BCKN hết hiệu lực sẽ không còn ý nghĩa để đánh giá chất lượng các BCKN này.

3.3 Kết quả thực nghiệm

Kiểm định 1

Số lượng BCKN được đánh giá trong kiểm định là 1097 vì vậy dự kiến sẽ có 10970 lần so sánh giữa cổ phiếu khuyến nghị và cổ phiếu ngẫu nhiên. Tuy vậy, do ảnh hưởng các ngày nghỉ lễ nên số lần kiểm định trong từng thời hạn sẽ có sự khác biệt.

Trong kiểm định ngắn hạn, kết quả kiểm định hiệu số lợi nhuận giữa cổ phiếu khuyến nghị và cổ phiếu ngẫu nhiên là như sau.

Giá trị kiểm định $t = 7,089$; $t = 8,446$ và $t = 7,190$ có mức ý nghĩa quan sát p-value (Sig. (2-tailed)) cho kiểm định hai phía (2-tailed) đều nhỏ hơn mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$. Do đó có thể bác bỏ giả thuyết H_0 .

Kiểm định t-test một phía (1-tailed) cho kết quả: lợi nhuận của cổ phiếu khuyến nghị lớn hơn của cổ phiếu ngẫu nhiên trong tất cả khoảng thời gian ngắn hạn (trong khoảng thời gian 1 ngày, 3 ngày và 6 ngày sau khi phát hành BCKN).

One-Sample Statistics						
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean		
RRD1	9133	0,003806	0,0513094	0,0005369		
RRD3	9032	0,006624	0,0745329	0,0007843		
RRD6	8468	0,007655	0,0979672	0,0010646		
Giả thuyết	H0: R_RD = 0 H1: R_RD ≠ 0					
One-Sample Test						
Test Value = 0						
	t	df	Sig.	Mean Difference		95 Confidence Interval
				Lower	Upper	
RRD1	7,089	9132	0,000	0,0038060	0,002754	0,004858
RRD3	8,446	9031	0,000	0,0066240	0,005087	0,008161
RRD6	7,190	8467	0,000	0,0076549	0,005568	0,009742

Còn trong kiểm định dài hạn kết quả kiểm định hiệu số lợi nhuận giữa cổ phiếu khuyến nghị và cổ phiếu ngẫu nhiên như sau:

One-Sample Statistics						
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean		
RRD90	8585	-0,047379	0,3377444	0,0036452		
RRD180	8684	-0,168817	0,7907070	0,0084851		
RRD360	8156	-0,266910	0,9895754	0,0109575		
Giả thuyết	H0: R_RD = 0 H1: R_RD ≠ 0					
One-Sample Test						
Test Value = 0						
	t	df	Sig.	Mean Difference		95 Confidence Interval
				Lower	Upper	
RRD90	-12,998	8584	0,000	-0,0473	-0,0545	-0,0402
RRD180	-19,896	8683	0,000	-0,1688	-0,1854	-0,1521
RRD360	-24,359	8155	0,000	-0,2669	-0,288	-0,2454

Giá trị kiểm định $t = -12,998$; $t = -19,896$ và $t = -24,359$ có mức ý nghĩa quan sát p-value (Sig. (2-tailed)) cho kiểm định hai phía (2-tailed) đều nhỏ hơn mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$. Do đó có thể bác bỏ giả thuyết H0.

Kiểm định t-test một phía (1-tailed) cho kết quả: lợi nhuận của cổ phiếu khuyến nghị nhỏ hơn của cổ phiếu ngẫu nhiên trong tất cả khoảng thời gian dài hạn (trong khoảng thời gian 90 ngày, 180 ngày và 360 ngày sau khi phát hành BCKN).

Như vậy, về mặt thống kê, cổ phiếu khuyến nghị có lợi nhuận cao hơn cổ phiếu ngẫu nhiên trong ngắn hạn nhưng kết quả này hoàn toàn ngược lại nếu xét trong dài hạn.

Kiểm định 2:

Kiểm định 2 cũng được thực hiện trong khoảng thời gian ngắn hạn và dài hạn. Số lượng BCKN được đánh giá trong kiểm định là 1097. Tuy vậy, do ảnh hưởng của các ngày nghỉ lễ nên số lần kiểm định trong từng khoảng thời gian sẽ có sự khác biệt.

Trong kiểm định ngắn hạn, kết quả kiểm định hiệu số lợi nhuận giữa cổ phiếu khuyến nghị và chỉ số sàn là như sau:

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
RT1	1064	0,001865	0,0266002	0,0008155
RT3	1050	0,004329	0,0395240	0,0012197
RT6	988	0,006364	0,0525013	0,0016703

Giả thuyết H0: $R_T = 0$

H1: $R_T \neq 0$

One-Sample Test

Test Value = 0

	t	df	Sig.	Mean Difference		95 Confidence Interval
				Lower	Upper	
RT1	2,287	1063	0,022	0,0018	0,0002	0,0034
RT3	3,549	1049	0,000	0,0043	0,0019	0,0067
RT6	3,810	987	0,000	0,0063	0,0030	0,0096

Giá trị kiểm định $t = 2,287$; $t = 3,549$ và $t = 3,810$ có mức ý nghĩa quan sát p-value (Sig. (2-tailed)) cho kiểm định hai phía (2-tailed) lần lượt là 0,022; 0,000 và 0,000 đều nhỏ hơn mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$. Do đó có thể bác bỏ giả thuyết H0.

Kiểm định t-test một phía (1-tailed) cho kết quả: Lợi nhuận của cổ phiếu khuyến nghị lớn hơn của chỉ số sàn trong khoảng thời gian 1 ngày, 3 ngày và 6 ngày sau khi BCKN được phát hành.

Còn trong kiểm định dài hạn kết quả kiểm định hiệu số lợi nhuận giữa cổ phiếu khuyến nghị và chỉ số sàn là như sau:

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
RT90	990	-0,0116	0,163	0,0051
RT180	1007	-0,0455	0,139	0,0044
RT360	942	-0,0716	0,164	0,0053

Giả thuyết H0: $R_T = 0$
H1: $R_T \neq 0$

One-Sample Test

Test Value = 0

	t	df	Sig.	Mean Difference		95 Confidence Interval
				Lower	Upper	
RT90	-2,239	989	0,025	-0,0116	-0,0218	-0,0014
RT180	-10,329	1006	0,000	-0,0455	-0,0541	-0,0368
RT360	-13,413	941	0,000	-0,0716	-0,0821	-0,0611

Giá trị kiểm định $t = -2,239$; $t = 10,329$ và $t = -13,413$ có mức ý nghĩa quan sát p-value (Sig. (2-tailed)) cho kiểm định hai phía (2-tailed) lần lượt là 0,025; 0,000 và 0,000 đều nhỏ hơn mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$. Do đó có thể bác bỏ giả thuyết H0.

Kiểm định t-test một phía (1-tailed) cho kết quả: Lợi nhuận của cổ phiếu khuyến nghị nhỏ hơn của chỉ số sàn trong 90 ngày, 180 ngày và 360 ngày sau khi BCKN được phát hành.

Như vậy, về mặt thống kê, lợi nhuận của cổ phiếu khuyến nghị cao hơn của chỉ số sàn trong ngắn hạn, tuy nhiên, điều này là ngược lại trong dài hạn. Kết luận của cả kiểm định 1 và kiểm định 2 đồng thuận với kết luận trong nghiên cứu của Barber & Loeffler (1993) và (Liang & cộng sự, 1995).

Kiểm định 3:

Kiểm định t-test hiệu số giữa giá mục tiêu và giá thực tế của 866 BCKN mua và có đủ giá mục tiêu có kết quả như sau:

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
GC90	1097	3212,46	16778,76	506,59
GC180	1097	5265,51	15983,60	482,58
GC360	1097	5996,50	16440,92	496,38
Giả thuyết	H0: GC = 0			
	H1: GC ≠ 0			

One-Sample Test

Test Value = 0

	t	df	Sig.	Mean Difference		95 Confidence Interval
				Lower	Upper	
GC90	6,341	1096	0,000	3212,46	2218,46	4206,45
GC180	10,911	1096	0,000	5265,51	4318,62	6212,39
GC360	12,080	1096	0,000	5996,50	5022,52	6970,49

Giá trị của kiểm định $t = 6,341$; $t = 10,911$ và $t = 12,080$ có mức ý nghĩa quan sát p-value (Sig. (2-tailed)) cho kiểm định hai phía (2-tailed) nhỏ hơn mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$ nên có thể bác bỏ giả thuyết H_0 .

Tiếp đó, kiểm định t-test một phía (1-tailed) cho kết quả như sau.

$T_{qs} = 6,341 > T(df, \alpha)$ nên có thể kết luận $GC_{90} > 0$.

$T_{qs} = 10,911 > T(df, \alpha)$ nên có thể kết luận $GC_{180} > 0$.

$T_{qs} = 12,080 > T(df, \alpha)$ nên có thể kết luận $GC_{360} > 0$

Như vậy, giá mục tiêu lớn hơn giá thực tế của cổ phiếu khuyến nghị trên thị trường về mặt thống kê. Vì vậy, BCKN của các mã cổ phiếu khuyến nghị này không hiệu quả.

4. Xếp hạng các công ty chứng khoán

Chỉ số lỗi phần trăm trung bình tuyệt đối (MAPE) được sử dụng trong bài viết này để xếp hạng các công ty chứng khoán dựa trên yếu tố Giá mục tiêu bao gồm trong những BCKN đã thu thập như trên. Vì phần lớn các BCKN đều có thời hạn dự báo ngắn hạn (3 tháng), trung hạn (6 tháng) hoặc dài hạn (1 năm), xếp hạng các công ty cũng được thực hiện theo từng mốc thời gian này.

MAPE là thước đo thống kê về độ chính xác các giá trị dự báo. MAPE được tính bằng sai số trung bình tuyệt đối theo tỷ lệ phần trăm cho mỗi giai đoạn trừ đi các giá trị thực tế rồi chia cho các giá trị thực tế. Công thức tổng quát như sau:

$$M = \frac{100\%}{n} \sum_{i=1}^n \left| \frac{A_i - F_i}{A_i} \right| \text{ với } A_i \text{ là giá thực tế và } F_i \text{ là giá khuyến nghị.}$$

Bảng 3. Xếp hạng các Công ty chứng khoán dựa trên độ chính xác của Giá khuyến nghị trong các BCKN đã phát hành

Tên công ty chứng khoán	T=90%	T=180%	T=360	RANK		RANK	
				T90	T180	T90	T360
Công ty Cổ phần Chứng khoán SmartInvest	17.78	20.58	25.95	2	1	1	1
Công ty TNHH MTV Chứng khoán Ngân hàng Đông Á	36.99	49.45	37.84	5	6	6	2
Công ty Cổ phần Chứng khoán Rồng Việt	43.26	66.23	40.44	7	13	3	3
Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến thiết Việt Nam	32.44	37.50	45.82	3	2	4	4
Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam	49.31	66.86	54.47	9	15	5	5
Công ty Cổ phần Chứng khoán MB	35.21	47.64	54.65	4	4	6	6
Công ty Cổ phần Chứng khoán Hải Phòng	16.31	40.09	56.73	1	3	7	7
Công ty TNHH Chứng khoán Yuanta Việt Nam	53.01	51.43	58.21	11	7	8	8
Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng	38.72	57.03	74.41	6	8	9	9
Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN	60.41	57.65	74.46	17	9	10	10
Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt	56.53	61.75	75.14	14	11	11	11
Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công	93.91	47.75	75.78	24	5	12	12
Công ty Cổ phần Chứng khoán Asean	54.61	64.12	76.65	12	12	13	13
Công ty Cổ phần Chứng khoán Châu Á - Thái Bình Dương	92.09	99.88	76.72	23	24	14	14
Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình	45.23	60.01	77.54	8	10	15	15
Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ Thương	#N/A	68.41	78.39	#N/A	16	16	16
Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín	50.28	66.58	79.78	10	14	17	17

Tên công ty chứng khoán	T=90%	T=180%	T=360	RANK T90	RANK T180	RANK T360
Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh	68.44	78.74	82.61	20	21	18
Công ty Cổ phần Chứng khoán Đại Nam	56.21	73.38	83.22	13	18	19
Công ty Cổ phần Chứng khoán VPS	58.95	77.20	90.74	16	19	20
Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt	72.99	86.55	97.57	21	23	21
Công ty TNHH MTV Chứng khoán Maybank Kim Eng	67.27	70.10	104.75	18	17	22
Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT	58.73	#N/A	115.80	15	#N/A	23
Công ty TNHH Chứng khoán ACB	83.78	84.78	118.23	22	22	24
Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam	68.13	78.51	118.87	19	20	25
Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam	105.59	102.11	143.05	26	25	26
Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)	142.25	125.49	168.75	28	26	27
Công ty Cổ phần Chứng khoán Đại Việt	131.86	129.52	185.73	27	27	28
Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công thương Việt Nam	94.58	136.70	186.45	25	28	29
Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	157.84	152.32	200.98	30	29	30
Công ty Cổ phần Chứng khoán KB Việt Nam	143.75	169.72	257.16	29	30	31
Trung bình	69.5484	77.6015	97.3190			

Nguồn: Tính toán của các tác giả

Trong số 1504 BCKN từ 34 công ty chứng khoán đã được thu thập trong năm 2018, chỉ có 866 BCKN từ 31 công ty chứng khoán có đầy đủ giá khuyến nghị để xếp hạng theo MAPE. Kết quả xếp hạng được trình bày trong bảng dưới đây. Trong đó, Công ty Cổ phần Chứng khoán SmartInvest và Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến thiết Việt Nam là những công phát hành các BCKN đáng tin cậy nhất. Tỷ lệ sai khác giữa giá khuyến nghị trong các bản BCKN của Công ty Cổ phần Chứng khoán SmartInvest thường là nhỏ nhất trong 31 công ty (dao động từ 17 đến 25). Tương tự, Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến thiết Việt Nam cũng luôn nằm trong top 5 với chỉ số MAPE luôn nhỏ hơn 46, trong khi có những công ty chứng khoán có chỉ số này lên đến hơn 200.

Tuy vậy, các tác giả cũng nhận thấy hạn chế của phương pháp xếp hạng này là chỉ tập trung vào giá trị trung bình (*mean*) mà bỏ qua mức độ dao động (*variance*) quanh giá trị trung bình đó. Ví dụ, Công ty TNHH Chứng khoán ACB có giá trị MAPE là 84 nhưng cũng có những giá trị cực lên đến 160. Vì vậy, tuy rằng Công ty TNHH Chứng khoán ACB (MAPE là 84) được xếp hạng cao hơn Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công (MAPE là 94), không thể kết luận những bản BCKN do ACB phát hành là đáng tin cậy hơn của Thành Công bởi công ty này luôn duy trì ở mức 94 một cách nhất quán.

5. Kết luận

Thông qua các kiểm định được thực hiện, bài viết cho thấy các bằng chứng của nhóm cổ phiếu khuyến nghị thu được lợi nhuận lớn hơn nhóm cổ phiếu ngẫu nhiên và chỉ số sàn, với thời hạn nắm giữ ngắn hơn một tuần. Tuy vậy, trong dài hạn, kết quả này là ngược lại. Kết luận này là đồng thuận với những nghiên cứu đi trước của Barber & Loeffler (1993) và (Liang & cộng sự, 1995). Cũng dựa theo hai nghiên cứu này, hiệu ứng công chúng trong ngắn hạn và giả thuyết áp lực về giá cũng phù hợp để giải thích cho kết luận trên. Việc đảo ngược hiệu ứng trong thời gian đủ dài có thể mang hai ngụ ý. Thứ nhất là hiệu ứng đám đông của công chúng, đặc biệt là những nhà đầu tư phong trào (noise trader) bị suy yếu nhanh trong trung và dài hạn và thứ hai, có khả năng xảy ra hiện tượng thao túng giá trong mối quan hệ tương hỗ hai chiều với các báo cáo khuyến nghị được tung ra, tuy nhiên thao túng giá khó có khả năng kéo dài trong dài hạn nên các cổ phiếu có trong báo cáo khuyến nghị chỉ tăng tốt trong ngắn hạn. Thứ hai, nếu được kiểm chứng, có thể cho thấy lỗ hổng trong thị trường chứng khoán Việt Nam.

Theo như kết luận trên, rủi ro đạo đức từ những chuyên gia phát hành báo cáo là hoàn toàn có thể xảy ra. Hay nói cách khác, các công ty chứng khoán trên thực tế có thể thực hiện hành vi thao túng giá trên thị trường chứng khoán bằng việc phát hành rộng rãi những bản BCKN miễn phí mà không gặp bất cứ rào cản pháp lý hay quy chế xử lý nào.

Dựa trên độ chính xác của yếu tố giá mục tiêu được đề xuất trong các bản BCKN này, các tác giả kết luận rằng Công ty Cổ phần Chứng khoán SmartInvest và Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến thiết Việt Nam là những đơn vị phát hành BCKN có độ tin cậy cao trong mẫu nghiên cứu này. Vì vậy, bài viết đề xuất xây dựng một bảng xếp hạng mức độ tin cậy các Công ty chứng khoán dựa vào BCKN định kì miễn phí và trả phí mà các công ty này đã phát hành như một nguồn tham khảo cho các nhà đầu tư. Để có thể tạo ra bảng xếp hạng này, cần có nguồn dữ liệu với thời gian dài và độ bao phủ rộng hơn, đây cũng là hướng phát triển tương lai cho nghiên cứu này.

Tài liệu tham khảo

- Atkins, A.B. & Sundali, J.A. (1997), "Portfolio managers versus the darts: evidence from the Wall Street journal's dartboard column", *Applied Economics Letters*, Vol. 4, No. 10, pp. 635 - 637.
- Barber, B.M., Lehavy, R., McNichols, M.F. & Trueman, B. (2001), "Prophets and losses: reassessing the returns to analysts' stock recommendations", *SSRN Electronic Journal*, Elsevier BV.
- Barber, B.M. & Loeffler, D. (1993), "The "dartboard" column: second - hand information and price pressure", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, pp. 273 - 292.
- Da, Z. & Schaumburg, E. (2011), "Relative valuation and analyst target price forecasts", *Journal of Financial Markets*, Vol. 14, pp. 161 - 192.
- Green, T.C. (2006), "The value of client access to analyst recommendations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, pp. 1 - 24.
- Huang, J., Mian, G.M. & Sankaraguruswamy, S. (2009), "The value of combining the information content of analyst recommendations and target prices", *Journal of Financial Markets*, Vol. 12, pp. 754 - 777.
- Liang, Y., Ramchander, S. & Sharma, J.L. (1995), "The performance of stocks: professional versus dartboard picks", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 8, pp. 55 - 63.
- Loh, R.K. & Stulz, R.M. (2010), "When are analyst recommendation changes influential?", *Review of Financial Studies*, Vol. 24, pp. 593 - 627.
- Malkiel, B.G. (1999), *A random walk down Wall Street: including a life - cycle guide to personal investing*, WW Norton và Company.Place
- Morgan, J. & Stocken, P.C. (2003), "An analysis of stock recommendations", *The RAND Journal of Economics*, Vol. 34, pp. 183 - 203.
- Porter, G.E. (2004), "The long - term value of analysts' advice in the Wall Street Journal's Investment Dartboard Contest", *Journal of Applied Finance*, Vol. 14, pp. 52 - 65.
- Siemens, E. (2012), The influential power of analysts' recommendations on individuals' sub - optimal investment decisions: an evaluation of driving investor - , analyst - and firm - level factors, *Master Thesis Finance*, Tilburg University.
- Womack, K.L. (1996), "Do brokerage analysts' recommendations have investment value?", *The Journal of Finance*, Vol. 51, pp. 137 - 167.