

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU DOANH NGHIỆP TẠI THỜI ĐIỂM PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU LẦN ĐẦU RA CÔNG CHÚNG

TS. Nguyễn Minh Hà
 Trường ĐH Mở TP.HCM
 ThS. Nguyễn Trung Nghĩa
 Công ty Thông tin Di động - TT TTDĐ, Khu vực VI

Tóm tắt: Mục tiêu của nghiên cứu là xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu doanh nghiệp (CPDN) tại thời điểm phát hành cổ phiếu ra công chúng lần đầu (IPO-Initial Public Offering). Với dữ liệu là 152 doanh nghiệp tiến hành đấu giá tại Sở Giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh từ 2007-2011, nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng với mô hình hồi quy và kết quả nghiên cứu cho thấy như sau: (i) Chỉ số chứng khoán trung bình có quan hệ thuận chiều với giá trúng bình quân của CPDN tại thời điểm IPO; (ii) Số nhà đầu tư đăng ký tham gia đấu giá có quan hệ nghịch biến và không có ý nghĩa đến giá cổ phiếu tại thời điểm IPO; (iii) Quy mô doanh nghiệp (doanh nghiệp) càng lớn sẽ làm giá cổ phiếu tại thời điểm IPO càng cao; (iv) Số lượng lao động có quan hệ nghịch biến với giá cổ phiếu tại thời điểm IPO; (v) Tác động của tuổi doanh nghiệp đến giá cổ phiếu tại thời điểm IPO là không rõ ràng; (vi) Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và tỷ suất lợi nhuận trên tài sản có quan hệ thuận chiều với giá cổ phiếu tại thời điểm IPO; (vii) Khu vực công nghiệp ảnh hưởng tới giá cổ phiếu tại thời điểm IPO theo quan hệ tỷ lệ thuận; (viii) Khu vực dịch vụ có tác động ảnh hưởng nhiều nhất tới giá cổ phiếu tại thời điểm IPO so với khu vực công nghiệp và nông nghiệp. Khu vực dịch vụ có quan hệ thuận chiều tới giá cổ phiếu tại thời điểm IPO.

Từ khóa: Cổ phiếu, chào bán, chứng khoán, IPO.

Giới thiệu

Vài năm trước đây IPO đã trở nên phổ biến ở châu Á nói chung và ở Việt Nam nói riêng. Rất nhiều nhà đầu tư xếp hàng đăng ký để được tham gia đấu giá. Các thị trường chứng khoán (TTCK) châu Á như Tp. Hồ Chí Minh, Hồng Kông, Thượng Hải trở nên rất “nóng” với hàng loạt vụ IPO có giá chào sàn cao ngất ngưỡng, thu hút được rất nhiều đối tượng tham gia, từ người dân lao động đến các quỹ đầu tư chuyên nghiệp. Tại Việt Nam, nhiều doanh nghiệp đã tiến hành IPO, những bài học được rút ra từ khi chuẩn bị đến khi tiến hành và sau khi IPO cho doanh nghiệp. Có một số vụ IPO thành công nhưng cũng không ít vụ IPO thất bại. Cổ phiếu được chào bán không thu hút được nhà đầu tư (không bán

được hoặc bán được rất ít so với lượng cổ phiếu chào bán), có những đợt đấu giá bị hủy, giá cổ phiếu khi IPO bị đẩy lên quá cao. Bên cạnh đó, các lý thuyết trước đây thường chỉ tập trung nghiên cứu hiện tượng IPO dưới giá và dựa trên thị trường các nước phát triển như Mỹ, châu Âu... vì vậy việc nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến giá CPDN tại thời điểm IPO ở các nước đang phát triển như Việt Nam sẽ là điều mới mẻ. Từ nhu cầu thực tế và lý thuyết, nghiên cứu này nhằm phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến giá CPDN tại thời điểm IPO ở Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng số liệu các doanh nghiệp đã tiến hành IPO tại Việt Nam từ 2007 đến tháng 3/2011 với dữ liệu là 119 doanh nghiệp. Sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với việc phân tích hồi quy và thống kê mô tả để phân tích.

Cơ sở lý thuyết

- **Lý thuyết về thời điểm IPO:** Phân tích các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu tại thời điểm IPO gồm có: (i) Lợi thế của những nhà quản lý cố gắng nắm giữ giá cổ phiếu hấp dẫn khi thị trường đang lên; (ii) Kinh nghiệm về thị trường đang lên, gồm toàn bộ điều kiện thị trường (Lucas và MacDonald, 1990; Lowery, 2002), điều kiện thị trường hiện tại (Pagano và các tác giả, 1998; Lowery, 2002) và lịch sử điều kiện thị trường (Ritter và Welch, 2002).

- **Lý thuyết về sóng IPO:** Ibbotson và Jaffe (1975) và Ritter (1984) đã chỉ ra rằng IPO diễn ra như sóng. IPO là một kênh huy động vốn quan trọng của doanh nghiệp nói riêng và của cả nền kinh tế nói chung, tuy nhiên số lượng các đợt IPO và tổng giá trị thị trường của nó luôn có xu hướng biến động bất thường theo thời gian.

Sự tồn tại của thị trường IPO biến động là một vấn đề vô cùng nan giải vì tổng hợp nhu cầu về vốn của các doanh nghiệp nội bộ không thể lý giải hoàn toàn đầy đủ những biến động trong số lượng các đợt IPO. Mô hình hóa thị trường IPO gồm các doanh nghiệp, nhà đầu tư và ngân hàng đầu tư. Thông tin bất cân xứng giữa các doanh nghiệp IPO và các nhà đầu tư bên ngoài sẽ cho chúng ta thấy rõ vai trò của ngân hàng đầu tư trong những đợt IPO. Trước tiên, ngân hàng đầu tư sẽ đưa ra mức phí bảo lãnh và mức giá chào bán, việc làm này sẽ quyết định số lượng cổ phần sở hữu của doanh nghiệp và ảnh hưởng đến động cơ cổ phần hóa của các doanh nghiệp. Chính vì vậy, mức phí bảo lãnh và mức giá chào bán như một sự dẫn dắt của thị trường để kiểm soát và lựa chọn các CTCP hóa. Thứ hai, các ngân hàng đầu tư sẽ yêu cầu thông tin về năng lực của doanh nghiệp và sẽ thông qua đó để xét duyệt các doanh nghiệp đủ điều kiện để cổ phần hóa. Việc tách riêng mức giá IPO ra khỏi thị trường thứ cấp là một điểm nổi bật của mô hình. Mức giá IPO trong mô hình xem xét không phản ánh giá trị thực

của doanh nghiệp nhưng nó là sự chỉ dẫn định hướng cho thị trường. Tuy nhiên mức giá thị trường thứ cấp đã phản ánh đầy đủ giá trị cơ bản của doanh nghiệp.

Như vậy, từ các lý thuyết trên cho thấy các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu tại thời điểm IPO gồm: Tình hình thị trường quá khứ cũng như hiện tại, tỷ lệ cổ phiếu mà nhà quản lý muốn nắm giữ, khu vực hoạt động của doanh nghiệp, dòng tiền của doanh nghiệp, tình hình kinh doanh của doanh nghiệp, vai trò của ngân hàng trong xác định giá IPO, số lượng cổ phiếu phát hành và số đợt phát hành, lợi suất của cổ phiếu trong ngày đầu tiên giao dịch, mối liên quan giữa thị trường IPO và thị trường thứ cấp, số lượng các ngân hàng tham gia, số lượng các nhà đầu tư tham gia, thông tin giữa các doanh nghiệp IPO và các nhà đầu tư bên ngoài.

Các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến đề tài

Nghiên cứu của Bragat và Rangan (2004) về các yếu tố tác động đến giá trị IPO. Các biến phân tích gồm thu nhập, doanh thu, giá trị sổ sách, biến tăng trưởng, chi phí nghiên cứu và phát triển, đánh giá của các ngân hàng đầu tư. Nghiên cứu cho thấy khi kiểm soát các biến này tại thời điểm IPO và cho phép các biến này khác nhau qua các giai đoạn thì giá trị trung bình của IPO là không khác nhau. Thu nhập của các doanh nghiệp IPO có ý nghĩa quan trọng đối với giá cổ phiếu IPO. Khi kiểm soát các biến tài chính thì các doanh nghiệp thuộc khu vực công nghệ có giá trị thấp hơn các doanh nghiệp thuộc khu vực khác.

Nghiên cứu của Tenai và các tác giả (2011) sử dụng phương pháp phân tích hồi quy đã đánh giá những yếu tố tác động đến giá IPO được niêm yết trên TTCK Nairobi từ 01/01/1994 đến 31/12/2008 ở Kenya. Nghiên cứu này kết luận rằng, thông tin chính thức nêu trong bản cáo bạch sẽ không có ý nghĩa tới giá IPO. So sánh với những thị trường phát triển thì số

lượng những doanh nghiệp IPO ở Kenya trở thành doanh nghiệp đại chúng là khá thấp. Giá IPO ở Kenya mâu thuẫn với giả thuyết thị trường hiệu quả như là một bằng chứng về hiện tượng giá IPO dưới giá mong đợi. Những ngân hàng đầu tư ở Kenya có được giá IPO dưới giá mong đợi và những nhà đầu tư có thể kiếm được thu nhập bất thường trong ngày đầu giao dịch nhờ hiện tượng dưới giá này. Dấu (-) không mong đợi đối với biến cảm tính của các nhà đầu tư chỉ ra rằng cảm tính của các nhà đầu tư trong giá cổ phiếu IPO ở Kenya không thể giải thích bằng các cơ sở lý thuyết.

Sơ lược về tình hình IPO ở Việt Nam trong thời gian qua

Bảng 1 cho thấy TTCK Việt Nam được thành lập từ năm 2000 với sàn giao dịch tại TP HCM, chỉ số chứng khoán ngay từ năm đầu đã có những tăng trưởng nhanh và cuối năm 2000 đã tăng lên 207 điểm. Năm 2001 tiếp tục tăng nhanh vượt ngưỡng 500 điểm nằm ngoài dự đoán của nhiều chuyên gia kinh tế. Ngay sau đó TTCK Việt Nam nguội lạnh trong một thời gian dài. Năm 2002 chỉ số chứng khoán giảm có lúc còn 175 điểm, năm 2003 tiếp tục giảm và duy trì ở mức trung bình là 153 điểm và năm 2004 chỉ số chứng khoán tăng nhẹ nhưng cũng chỉ dao động vượt ngưỡng 200 điểm là

mức điểm của TTCK vào cuối năm 2000. Năm 2005 TTCK bắt đầu có dấu hiệu tích cực khi xuất hiện nhiều doanh nghiệp tiến hành IPO. Cuối năm 2006, liên tiếp các doanh nghiệp tiến hành IPO với lượng cổ phiếu khá lớn. Giai đoạn 2005-2007 hầu hết các doanh nghiệp tiến hành IPO đều khá thành công, thu được một lượng vốn lớn. Nhiều doanh nghiệp tiến hành IPO với cổ phiếu đã được các nhà đầu tư đưa ra những mức giá cao ngất ngưỡng so với mức giá khởi điểm. Một số điển hình như: CTCP Nhiệt điện Bà Rịa đấu giá ngày 15/3/2007 có giá trúng cao nhất là 40 triệu/cổ phiếu và giá trúng bình quân lên đến 78.528 đồng/cổ phiếu trong khi giá khởi điểm chỉ có 15.750 đồng/cổ phiếu; CTCP Nhiệt điện Phả Lại đấu giá ngày 02/4/2007 với mức giá trúng cao nhất 50 triệu đồng/cổ phiếu, đưa mức giá trúng bình quân 69.710 đồng/cổ phiếu, trong khi giá khởi điểm chỉ là 43.000 đồng/cổ phiếu; CTCP Xuất Nhập khẩu Petrolimex đấu giá ngày 12/4/2007 có giá trúng cao nhất là 37,5 triệu/cổ phiếu, giá trúng thấp nhất là 55.800 đồng/cổ phiếu, giá trúng bình quân đạt 304.102 đồng/cổ phiếu.

Năm 2007 là năm có chỉ số VN-Index vượt ngưỡng 1.000 điểm và cũng là năm có số doanh nghiệp tiến hành IPO nhiều nhất từ

Bảng 1: Thống kê chỉ số VN-Index qua các năm

VN-Index	Trung bình	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Ghi chú
2000	141	207	100	Từ 28/7/2000
2001	313	571	203	
2002	193	232	175	
2003	153	183	131	
2004	238	280	169	
2005	262	323	232	
2006	506	810	304	
2007	1007	1171	741	
2008	495	921	287	
2009	431	624	236	
2010	486	550	424	
2011	490	523	452	Tới 09/3/2011

Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh, 2011

Bảng 2: Thống kê doanh nghiệp IPO

VN-Index	Số doanh nghiệp IPO	Giá trung bình quân các doanh nghiệp		
		Cao nhất	Thấp nhất	Bình quân
2005	23	99.611	75.067	83.517
2006	8	352.163	68.188	74.040
2007	71	3.124.551	29.967	38.903
2008	29	31.616	21.316	22.175
2009	18	19.378	17.467	17.981
2010	32	14.781	12.142	12.349
2011(→9/3)	2	14.550	14.300	14.317
Tổng	183			

Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh, 2011

trước tới nay (71 doanh nghiệp). Giá trúng bình quân các doanh nghiệp năm 2007 cũng cao ở mức kỷ lục là 3.124.551 đồng (Bảng 2). Việc phát hành cổ phiếu của Đạm Phú Mỹ, Bảo Việt, Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương là những tín hiệu mở màn IPO của các doanh nghiệp lớn, tuy kết quả đấu giá cổ phiếu không được như các doanh nghiệp này mong muốn.

Giai đoạn 2008-2011, mức giá trúng bình quân của các đợt IPO chênh lệch không nhiều so với mức giá khởi điểm. Bảng 2 cho thấy mức giá trúng bình quân các doanh nghiệp từ năm 2008 đến nay có xu hướng tiệm cận với mức giá khởi điểm (10.000 đồng). Năm 2008, giá trúng bình quân các doanh nghiệp là 22.175 đồng, hạ xuống 17.981 đồng ở năm 2009 và tiếp tục hạ xuống mức 12.349 đồng năm 2010. Các đợt IPO gần đây của các doanh nghiệp nhà nước hầu hết không hấp dẫn các nhà đầu tư trừ một vài doanh nghiệp có chất lượng nhưng cũng không thành công như dự kiến. Càng về những năm gần đây các IPO đều có mức giá trúng bình quân khá sát với mức giá khởi điểm.

Giá của các đợt IPO không như dự báo, không hẳn đã là điều xấu mà ngược lại, có thể tác động tích cực tới thị trường. Có thể nói rằng, nhà đầu tư đã thận trọng hơn, đánh giá khả năng sinh lời của doanh nghiệp có căn cứ hơn. Giá của những cổ phiếu được xác định

ở mức vừa phải sẽ có tác dụng tích cực đến tính bền vững của thị trường. Đây là điều cần được quan tâm.

Mô hình nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này được thực hiện theo phương pháp nghiên cứu định lượng bằng phân tích hồi quy với mô hình Pool và công cụ SPSS. Bên cạnh đó, sử dụng phương pháp thống kê mô tả và phân tích tương quan. Dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước liên quan đến IPO đã được đề cập ở phần lý thuyết, mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$P = \beta_0 + \beta_1 VNI + \beta_2 \ln Inv + \beta_3 \ln Rev + \beta_4 \ln Lab + \beta_5 \ln Age + \beta_6 ROE + \beta_7 ROA + \beta_8 Sector2 + \beta_9 Sector3 + \epsilon$$

- P: Giá trúng bình quân của doanh nghiệp khi tiến hành đấu giá tại thời điểm IPO. Trước khi thực hiện đấu giá doanh nghiệp sẽ đưa ra mức giá khởi điểm. Sau quá trình đấu giá sẽ chọn được các nhà đầu tư có mức giá cao nhất, mức giá thấp nhất. Từ số lượng các cổ phiếu bán được tương ứng với mức giá cao nhất và thấp nhất doanh nghiệp sẽ có mức giá trúng bình quân của CPDN tại thời điểm IPO.

- VNI: chỉ số chứng khoán (VN-Index) trung bình trong 03 tháng gần kề đến thời điểm IPO của một loại chứng khoán. Tenai và các tác giả (2011) đã sử dụng chỉ số chứng khoán trung bình 03 tháng của 20 doanh nghiệp

hàng đầu ở TTCK Nairobi trong nghiên cứu của mình. Kỳ vọng dấu của VNI (+) với giá trúng bình quân.

- LnInv: được đo bằng logarithm của số nhà đầu tư đăng ký tham gia đấu giá. Biến này kỳ vọng sẽ có quan hệ cùng chiều (+) với giá trúng bình quân.

- LnRev: được đo bằng logarithm của doanh thu doanh nghiệp năm liền kề trước IPO. Biến này được sử dụng trong việc đo quy mô doanh nghiệp tương tự như nghiên cứu của Karadeniz và các tác giả (2009) và Chakraborty (2010). Biến này kỳ vọng sẽ có quan hệ cùng chiều (+) với giá trúng bình quân.

- LnLab: được đo bằng logarithm của số lao động trong doanh nghiệp, biến này kỳ vọng sẽ có quan hệ ngược chiều (-) với giá trúng bình quân.

- LnAge: được đo bằng tuổi doanh nghiệp (Age) tính bằng năm và được đo bằng khoảng chênh lệch giữa năm tiến hành IPO và năm thành lập. Đây là biến sử dụng tương tự trong nghiên cứu của Tenai và các tác giả (2011). Kỳ vọng dấu của biến này là dương (+) với giá trúng bình quân.

- ROA: tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của năm liền kề trước năm IPO. ROA phụ thuộc vào tài sản của doanh nghiệp trong khi tài sản lại được xác định trên bản cáo bạch đã công bố. Biến này kỳ vọng sẽ có quan hệ cùng chiều (+) với giá trúng bình quân.

- ROE: tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của năm liền kề trước năm IPO. ROE được lấy năm liền kề trước IPO vì phụ thuộc vào doanh thu của năm liền kề trước IPO. Tương tự ROA, biến này kỳ vọng sẽ có quan hệ cùng chiều (+) với giá trúng bình quân của doanh nghiệp khi tiến hành IPO.

- Sector2: nếu doanh nghiệp thuộc khu vực công nghiệp nhận giá trị 1, ngược lại nhận

giá trị 0. Biến này kỳ vọng sẽ có quan hệ cùng chiều (+) với giá trúng bình quân.

Sector3: nếu doanh nghiệp thuộc khu vực dịch vụ nhận giá trị 1, ngược lại nhận giá trị 0.

- Sector1: nếu doanh nghiệp thuộc khu vực nông nghiệp nhận giá trị 1, ngược lại nhận giá trị 0. Trong nghiên cứu này, biến này là biến tham chiếu.

Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng số liệu của 152 doanh nghiệp tiến hành đấu giá tại Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh trong giai đoạn từ 2007 đến tháng 3/2011. Lọc dữ liệu loại bỏ các ngân hàng và các doanh nghiệp tiến hành IPO không thành công còn 119 doanh nghiệp. Dữ liệu thu thập bằng cách tổng hợp từ các nguồn: trang web Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM, bản cáo bạch, báo cáo tài chính và các tài liệu liên quan đến IPO trong và ngoài nước.

Phân tích kết quả nghiên cứu

Phân tích thống kê mô tả

Từ dữ liệu lọc được là 119 quan sát tiến hành IPO, Bảng 3 trình bày các số liệu thống kê tính được trên mẫu nghiên cứu.

Giá trúng bình quân của doanh nghiệp (P): Trong 119 doanh nghiệp đấu giá tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM cho thấy giá trúng bình quân của các cổ phiếu nằm trong khoảng từ 0,15 tới 30,41 và giá trung bình là 2,65. Giá trúng thực tế cao nhất đạt 304.102 đồng, giá thấp nhất đạt 1.493 đồng và giá trung bình đạt 26.536 đồng một cổ phiếu. Biên độ giao động của giá trúng bình quân lớn nhất và nhỏ nhất là cách khá xa nhau, điều này thể hiện sự khác nhau về giá của các doanh nghiệp khi tiến hành đấu giá.

Bảng 3: Mô tả thống kê các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Quan sát	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung vị	Trung bình	Độ lệch chuẩn
P	119	0,15	30,41	2,65	2,65	3,46
VNI	119	4,49	5,06	4,68	4,68	0,16
LnInv	119	0,00	9,00	4,26	4,29	2,08
INV	119	1,00	5.569,00	334,20	334,20	742,47
LnRev	119	8,00	16,00	12,34	12,30	1,66
Rev	119	5,00	13.079,00	729,49	729,47	1.532,25
LnLab	119	3,00	9,00	5,70	5,65	1,31
Lab	119	13,00	6.286,00	662,51	662,51	1.141,04
LnAge	119	1,00	4,00	2,38	2,37	0,74
Age	119	1,00	33,00	12,18	12,18	8,11
ROE	119	0,00	69,06	16,99	16,99	16,07
ROA	119	0,00	50,97	6,17	6,17	7,53
Sector	119	1,00	3,00	2,25	2,25	0,61
Sector1	119	0,00	1,00	0,09	0,09	0,29
Sector2	119	0,00	1,00	0,56	0,56	0,50
Sector3	119	0,00	1,00	0,34	0,34	0,48

Chỉ số chứng khoán trung bình (VNI): Có mật độ phân tán dày hơn và dao động trong khoảng 4,49 tới 5,06 và trung bình là 4,68, chỉ số chứng khoán thực tế dao động từ 449 đến 506 điểm, trung bình là 468 điểm. Số liệu cho thấy biên độ giao động của chỉ số chứng khoán VN-Index là không nhiều trong khoảng thời gian nghiên cứu.

Số nhà đầu tư đăng ký tham gia đấu giá (LnInv): Số nhà đầu tư thực tế đăng ký tham gia đạt cao nhất là 5.569 người, thấp nhất là 1 người và trung bình là 334 người. Nhận thấy khoảng cách số nhà đầu tư đăng ký giữa các doanh nghiệp là rất lớn, có những doanh nghiệp có rất nhiều người đăng ký tham gia đấu giá và cũng có cả những doanh nghiệp chỉ có một người tham gia đấu giá.

Doanh thu của năm liền kề trước năm IPO (LnRev): Doanh thu của các doanh nghiệp trung bình đạt 729,47 tỷ, cao nhất đạt 13.078,75 tỷ và thấp nhất đạt 4,71 tỷ. Giá trị Ln doanh thu của các doanh nghiệp nghiên cứu trung bình có giá trị 12,34, giá trị nhỏ nhất là 8 và giá trị lớn nhất là 16. Doanh thu cũng là một trong những yếu tố để đánh giá quy mô (Size) của một doanh nghiệp vì

vậy các doanh nghiệp tiến hành IPO có mức doanh thu cao cũng sẽ có tác động đẩy giá cổ phiếu tại thời điểm IPO lên cao. Teker và Ekit (2003) cho rằng một doanh nghiệp có tổng tài sản lớn hơn sẽ chắc chắn hơn về tính liên tục trong hoạt động kinh doanh và có giá IPO cao hơn và Dalton (2003) cho rằng quy mô của doanh nghiệp có quan hệ quan trọng tới giá cổ phiếu IPO.

Số lượng lao động (LnLab): Giá trị LnLab của 119 doanh nghiệp nghiên cứu dao động trong khoảng từ 2,56 tới 8,75 và trung bình là 5,65. Số lượng lao động thực tế lớn nhất tới 6.286 người, nhỏ nhất đạt 13 người và trung bình là 663 người.

Tuổi của doanh nghiệp (Lnage): Giá trị Lnage của doanh nghiệp có giá trị lớn nhất là 4, nhỏ nhất là 1 và trung bình là 2,37. Tuổi thực của doanh nghiệp lớn nhất lên đến 33, nhỏ nhất là 1 tuổi và trung bình là 12. Có thể thấy rằng độ tuổi trung bình của doanh nghiệp tiến hành IPO khá cao cũng phù hợp với quá trình phát triển khẳng định vị trí, tên tuổi của doanh nghiệp trên thị trường. Theo Ritter (1984), những doanh nghiệp lâu năm hơn sẽ có ít hơn những sự kiện không

chắc chắn do đó thường sẽ được định giá IPO cao hơn những doanh nghiệp khác. Đây chính là động lực thúc đẩy những doanh nghiệp lâu năm tiến hành IPO.

ROE: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trung bình đạt 16,98%, có doanh nghiệp ở mức cao nhất đạt 69,06% và một vài doanh nghiệp đặc biệt có mức ROE thấp nhất bằng 0%. Trong 119 doanh nghiệp tiến hành IPO không có doanh nghiệp nào có ROE âm vì các doanh nghiệp phát hành đã lựa chọn thời điểm IPO vào lúc doanh nghiệp làm ăn hiệu quả để kỳ vọng giá IPO cao. Mức trung bình ROE đạt cao hơn mức lãi suất huy động của các ngân hàng vào thời điểm phân tích.

ROA: Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản lớn nhất đạt 50,97% và trung bình đạt 6,16%, và hai doanh nghiệp có mức ROA thấp nhất là 0%. Trong thực tế Việt Nam, một số doanh nghiệp đặc biệt buộc phải tiến hành IPO vì chủ trương cổ phần hoá và tái cấu trúc doanh nghiệp của nhà nước thì có thể có mức ROA, ROE bằng 0 hay rất thấp còn đa phần các doanh nghiệp đều ý thức được tầm quan

trọng của thời điểm IPO nên chỉ tiến hành IPO khi doanh nghiệp có ROA, ROE cao.

Khu vực hoạt động của doanh nghiệp (Sector): Các doanh nghiệp hoạt động trong khu vực công nghiệp và sản xuất tiến hành IPO nhiều nhất chiếm 56,3%. Khu vực dịch vụ chiếm 34,45% đứng thứ hai và cuối cùng là khu vực nông nghiệp chỉ chiếm 9,24%.

Phân tích kết quả hồi quy

Nghiên cứu đã phân tích ma trận tương quan cho thấy quan hệ giữa các biến tương quan cặp hầu hết là nhỏ hơn 0,5 tức là không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Tuy vậy cặp biến LnLabour với LnRevenue và ROA với ROE có giá trị lần lượt là 0,604 và 0,518 (lớn hơn 0,5) và có thể có hiện tượng đa cộng tuyến, ta lần lượt bỏ biến ROA và ROE trong việc xem xét các mô hình khác nhau trong phân tích hồi quy. Xem xét kết quả từ ba mô hình hồi quy ta thấy các biến đều có VIF khá nhỏ, chỉ riêng biến Sector2 và Sector3 có VIF lớn hơn các biến khác tuy nhiên cũng nhỏ hơn 3,7. Như vậy có thể kết luận rằng không có hiện tượng

Bảng 4: Kết quả hồi quy của mô hình nghiên cứu

BIẾN	Mô hình 1				Mô hình 2				Mô hình 3			
	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Hệ số Beta chuẩn hóa	VIF	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Hệ số Beta chuẩn hóa	VIF	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Hệ số Beta chuẩn hóa	VIF
Hằng số	-25,783***	9,202			-23,368**	9,050			-24,125***	9,144		
VNI	5,015**	1,973	0,235	1,110	4,480**	1,942	0,210	1,106	4,639**	1,961	0,218	1,122
LnInv	-0,113	0,158	-0,068	1,162	-0,09	0,155	-0,054	1,153	-0,100	0,156	-0,060	1,164
LnRev	0,590**	0,250	0,283	1,866	0,610**	0,244	0,293	1,822	0,584**	0,247	0,281	1,866
LnLab	-0,667**	0,300	-0,252	1,665	-0,678**	0,295	-0,256	1,651	-0,699**	0,297	-0,264	1,671
LnAge	-0,193	0,459	-0,041	1,240	-0,252	0,442	-0,054	1,179	-0,185	0,454	-0,039	1,240
ROE	0,036*	0,021	0,169	1,263					0,016	0,024	0,074	1,615
ROA					0,103**	0,042	0,225	1,107	0,088*	0,047	0,192	1,416
Sector2	1,899	1,166	0,274	3,654	1,874*	1,124	0,270	3,493	2,043*	1,155	0,294	3,671
Sector3	2,124*	1,199	0,293	3,551	1,954*	1,158	0,270	3,404	2,114*	1,186	0,292	3,551
R ² (R-Squared)	0,151				0,173				0,177			
R ² điều chỉnh	0,089				0,113				0,109			
F	2,438**				2,885***				2,601***			

Ghi chú: *** ý nghĩa ở mức 1%, **ý nghĩa ở mức 5%, *ý nghĩa ở mức 10%; biến Sector1 là biến tham chiếu.

đa cộng tuyến cho các biến giải thích của mô hình.

Dựa vào giá trị p của kiểm định F lần lượt là 0,018 (mô hình 1); 0,006 (mô hình 2) và 0,009 (mô hình 3) có thể kết luận rằng có tồn tại mối liên hệ tuyến tính giữa giá cổ phiếu IPO với ít nhất một trong các biến *VNI*, *INV*, *REV*, *LAB*, *AGE*, *ROE*, *ROA*, *SECTOR2*, *SECTOR3* hoặc với cả 9 biến.

Phân tích kết quả các biến trong mô hình nghiên cứu ở Bảng 4 cho thấy:

VNI: Chỉ số chứng khoán trung bình có quan hệ thuận chiều với giá trúng bình quân của cổ phiếu doanh nghiệp tại thời điểm IPO với mức ý nghĩa 5% ở cả ba mô hình. Kết quả này là ngược lại với kết quả nghiên cứu của Tenai và các tác giả (2011) vì đặc thù TTCK Nairobi ở Kenya là thị trường đặc biệt và không thể lý giải bằng các lý thuyết hợp lý. Giá IPO ở Kenya là mâu thuẫn với giả thiết thị trường hiệu quả như là bằng chứng về hiện tượng dưới giá. Kết quả của nghiên cứu này cho thấy nếu *VNI* tăng 1 đơn vị (tương đương 100 điểm vì *VNI* lấy đơn vị 100) thì giá cổ phiếu sẽ tăng 5,015 lần ở mô hình 1, tăng 4,480 ở mô hình 2 và 4,639 ở mô hình 3. Mức tăng này cao hơn nhiều so với những biến còn lại. Dấu của hệ số hồi quy mang dấu (+) thể hiện quan hệ đồng biến với giá cổ phiếu IPO, thỏa kỳ vọng dấu của mô hình nghiên cứu. Điều này hoàn toàn hợp lý vì khi VN-Index tăng điểm, tâm lý của các nhà đầu tư lạc quan hơn, đây là sự thuận lợi lớn cho những doanh nghiệp tiến hành IPO vào đúng thời điểm thị trường đang lên. Ngoài ra lực tăng điểm VN-Index tạo sự lan truyền “sóng” tâm lý tích cực cho cả thị trường cũng như các nhà đầu tư. Nhận xét này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết về thời điểm và sóng IPO.

LnRev: Hệ số hồi quy của doanh thu có dấu (+) thỏa kỳ vọng dấu của mô hình nghiên cứu, doanh thu có quan hệ cùng chiều với giá cổ phiếu tại thời điểm IPO với mức ý nghĩa 5% ở cả 3 mô hình. Nếu các điều kiện khác không đổi thì quy

mô doanh nghiệp (về doanh thu) càng lớn sẽ làm giá cổ phiếu IPO càng cao. Nhận định của Ritter (1984) cho rằng những doanh nghiệp lớn hơn sẽ có giá trị hơn vì dễ dàng dự báo về dòng tiền, vì thế doanh thu sẽ là cơ sở quan trọng để các nhà đầu tư có niềm tin vào doanh nghiệp và sẵn sàng chấp nhận trả giá cao khi đấu giá. Kết quả này cũng phù hợp với 02 nghiên cứu: (i) Dalton (2003) cho rằng quy mô doanh nghiệp có quan hệ quan trọng trong tới giá cổ phiếu IPO; (ii) Teker và Ekit (2003) cho rằng một doanh nghiệp có quy mô lớn hơn sẽ hoạt động bền vững hơn và có giá IPO cao hơn.

LnLab: Số lượng lao động có quan hệ nghịch biến với giá trúng bình quân của cổ phiếu tại thời điểm IPO ở ba mô hình với mức ý nghĩa 5%. Hệ số hồi quy của biến số lượng lao động (*LnLab*) có dấu (-) thỏa kỳ vọng dấu nghiên cứu của mô hình. Không phải doanh nghiệp có số lượng lao động lớn thì giá cổ phiếu sẽ cao mà ngược lại, vì đa số các doanh nghiệp nhiều lao động tại Việt Nam thường là những doanh nghiệp thâm dụng lao động phổ thông hoạt động trong khu vực sản xuất hay gia công hàng hóa nên không tạo nhiều giá trị gia tăng cho doanh thu hay lợi nhuận của doanh nghiệp nếu tính theo đầu người (doanh thu/người lao động hay lợi nhuận/người lao động).

ROA: Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản có quan hệ thuận chiều với giá cổ phiếu tại thời điểm IPO với mức ý nghĩa ở mô hình 2 và 3. Hệ số hồi quy có dấu (+) thỏa kỳ vọng dấu của mô hình nghiên cứu. Nếu các điều kiện khác không đổi doanh nghiệp có *ROA* càng cao sẽ làm giá cổ phiếu IPO càng cao và ngược lại. Thực tế tại Việt Nam vẫn có một số doanh nghiệp đặc biệt do bị ép thực hiện chủ trương cổ phần hóa hoặc buộc phải thay đổi cơ cấu sở hữu và tiến hành IPO trong điều kiện hoạt động sản xuất kinh doanh không hiệu quả, tuy nhiên phần lớn những doanh nghiệp còn lại đều lựa chọn thời điểm tiến hành IPO khi tình hình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp phát triển. Như vậy nếu doanh nghiệp có *ROA* cao thì việc IPO có thể kỳ vọng đạt giá cao.

ROE: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu có quan hệ thuận chiều với giá cổ phiếu tại thời điểm IPO với mức ý nghĩa 10% ở mô hình 1. Hệ số hồi quy có dấu (+) thỏa kỳ vọng dấu của mô hình nghiên cứu. Nếu các điều kiện khác không đổi doanh nghiệp có ROE càng cao sẽ làm giá cổ phiếu IPO càng cao và ngược lại, mặc dù vậy mức tác động này là không nhiều. Trên thực tế các nhà đầu tư thường chú ý rất nhiều tới chỉ số ROE để đánh giá tình hình hoạt động doanh nghiệp, từ đó đi đến quyết định đầu tư hay không và điều này cũng đúng cho cả những doanh nghiệp chuẩn bị tiến hành IPO. Dĩ nhiên ROE hay ROA cũng chỉ là một trong nhiều chỉ số mà các nhà đầu tư cần tham khảo và phân tích để thực hiện quyết định đầu tư của mình.

Sector2: Hệ số hồi quy có dấu (+) thỏa mãn kỳ vọng dấu của mô hình nghiên cứu cùng mức ý nghĩa 10% với mô hình 2 và 3. Kết quả này cho thấy so với khu vực nông nghiệp, khu vực công nghiệp ảnh hưởng tới giá cổ phiếu IPO ở mô hình 2 và 3, nhưng không tác động đến giá cổ phiếu ở mô hình 1. Thực tế các doanh nghiệp hoạt động trong khu vực nông nghiệp khó có khả năng đột biến trong doanh thu hay lợi nhuận trong khi đó các doanh nghiệp trong khu vực công nghiệp có khả năng thuận lợi hơn vì dễ dàng ứng dụng công nghệ mới, mở rộng quy mô hay gia tăng năng suất do trình độ lao động cao hơn.

Sector3: Khu vực dịch vụ có quan hệ thuận chiều với giá cổ phiếu tại thời điểm IPO với mức ý nghĩa 10% ở cả ba mô hình. Hệ số hồi quy của ba mô hình đều có dấu (+) thỏa mãn kỳ vọng dấu của mô hình nghiên cứu. Kết quả này cho thấy khu vực dịch vụ có tác động ảnh hưởng nhiều nhất tới giá cổ phiếu IPO so với khu vực công nghiệp và nông nghiệp. Các hệ số hồi quy có dấu (+) và lớn hơn hệ số của khu vực công nghiệp. Trong bối cảnh kinh tế dịch vụ dần đang chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu ngành kinh tế Việt Nam vì vậy các doanh nghiệp hoạt động trong khu vực dịch vụ cũng không ngừng phát triển. Ngoài ra

những doanh nghiệp dịch vụ quyết định tiến hành IPO thường có kết quả hoạt động kinh doanh rất tốt, các chỉ số phân tích hiệu quả hoạt động đều cao và có ưu thế hơn các doanh nghiệp trong khu vực công nghiệp và nông nghiệp. Vì vậy các doanh nghiệp thuộc khu vực dịch vụ thường kỳ vọng đạt giá cổ phiếu IPO cao hơn các ngành kinh tế khác.

LnInv: Số nhà đầu tư đăng ký tham gia đấu giá có quan hệ nghịch biến với giá cổ phiếu và không có ý nghĩa tác động đến giá cổ phiếu tại thời điểm IPO. Dấu của hệ số hồi quy là dấu (-) không thỏa kỳ vọng dấu của mô hình nghiên cứu. Kết quả này có nghĩa khi một doanh nghiệp tiến hành đấu giá có nhiều hay ít nhà đầu tư đăng ký tham gia cũng chưa thể xác định được giá cổ phiếu của doanh nghiệp đó sẽ bị tác động theo chiều hướng nào. Như vậy giá trúng đạt được có thể không phản ánh đúng theo quy luật cung cầu có nghĩa là cầu cao (nhiều nhà đầu tư đăng ký mua) chưa chắc giá đã cao. Phát hiện này là một thông tin quan trọng để các nhà quản lý và hoạch định phát triển TTCK xem xét lại việc tổ chức thực hiện IPO nói chung và việc tiến hành đấu giá IPO hiện nay.

LnAge: Hệ số hồi quy của tuổi doanh nghiệp (*LnAge*) có dấu (-) không thỏa kỳ vọng dấu của mô hình nghiên cứu. Tuổi của doanh nghiệp có quan hệ nghịch biến với giá cổ phiếu tại thời điểm IPO tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê. Thực tế trong số những doanh nghiệp tiến hành IPO ở Việt Nam đa phần là những doanh nghiệp nhà nước (có cùng thời gian thành lập) hoặc những doanh nghiệp tư nhân mới thành lập nên sự chênh lệch về tuổi của các doanh nghiệp là không nhiều dẫn đến tác động của tuổi doanh nghiệp đến giá cổ phiếu IPO là không rõ ràng.

Kết luận và kiến nghị

Kết quả nghiên cứu cho thấy có các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu doanh nghiệp tại thời điểm IPO và thông qua những kết quả nghiên

cứ có thể đưa ra một số kiến nghị liên quan đến IPO như sau:

Đối với nhà đầu tư: Các nhà đầu tư lựa chọn các doanh nghiệp IPO tại Việt Nam vào danh mục đầu tư của mình dựa vào nhiều thông tin, tuy nhiên, theo kết quả của nghiên cứu này thì các yếu tố quan trọng mà các nhà đầu tư cần xem xét đánh giá doanh nghiệp là quy mô của doanh nghiệp về doanh thu và khu vực hoạt động của doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp về doanh thu giúp các nhà đầu tư dễ đánh giá về dòng tiền và triển vọng của doanh nghiệp trong tương lai. Quy mô càng lớn thì giá cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ có xu thế tăng. Các doanh nghiệp hoạt động trong khu vực dịch vụ có quan hệ tỷ lệ thuận với giá cổ phiếu IPO và có mức độ ảnh hưởng lớn hơn doanh nghiệp hoạt động trong các khu vực còn lại. Điều này có nghĩa rằng giá cổ phiếu IPO các doanh nghiệp hoạt động trong khu vực dịch vụ có khả năng biến động mạnh hơn các doanh nghiệp hoạt động trong khu vực công nghiệp và nông nghiệp. Các

yếu tố ROE và ROA cũng có quan hệ cùng chiều với giá cổ phiếu tại thời điểm IPO tuy nhiên có mức độ tác động thấp hơn và không phải luôn đúng cho mọi doanh nghiệp.

Đối với doanh nghiệp chuẩn bị IPO: Các doanh nghiệp Việt Nam có ý định tiến hành IPO cần dựa vào diễn biến của chỉ số chứng khoán VN-Index để xác định thời điểm phù hợp tiến hành IPO cho doanh nghiệp của mình. Đây sẽ là chỉ số quan trọng ảnh hưởng và tác động đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp tại thời điểm IPO. Điều này không chỉ vừa đúng với lý thuyết về sóng và lý thuyết về thời điểm IPO mà còn kiểm nghiệm đúng với kết quả hồi quy thực nghiệm của nghiên cứu này. Ngoài việc theo dõi chỉ số VN-Index doanh nghiệp còn cần phải tổng hợp phân tích diễn biến thị trường, tình trạng kinh tế vĩ mô, dự báo nhu cầu thị trường. Đây là những bước chuẩn bị quan trọng giúp doanh nghiệp có nhiều cơ hội lựa chọn đúng thời điểm IPO kết hợp với sự lan truyền (sóng IPO) tích cực tạo lực tăng giá CPDN vào thời điểm IPO[■]

Tài liệu tham khảo

1. Abor, J. (2005). *The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana*. *Journal of Risk Finance*, Vol. 6 pp.438-47.
2. Bragat & Rangan (2004). *Determinants Of IPO Valuation*”, Working paper, Leeds School of Business, University of Colorado,
3. Chakraborty, I. (2010). *Capital structure in an emerging stock market: The case of India*. *Research in International Business and Finance*, Vol. 24, pp. 295-314.
4. Dalton, D., R. (2003). *Initial Public Offerings as a Web of Conflicts of Interest: An Empirical Assessment*. *Business Ethics Quarterly*, Vol. 13(3): 289-314.
5. Ibbotson, R., G. & Jaffe, J., J. (1975). “Hot issue” markets. *Journal of Finance* 30, 1027–1042.
6. Karadeniz, E., Kandir, Y. S., Balçilar, M. & Onal, B. Y. (2009). *Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies*. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 21, No. 5, pp. 594-609.
7. Kyereboah, C., (2007). *The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions*. *Journal of Risk Finance*, Vol.8 pp.56-71.
8. Lowery, M. (2002). *Why does IPO volume fluctuate so much?* *Journal of Financial Economics* 67,3–40.
9. Lucas, D., J. & McDonald, R., L. (1990). *Equity issues and stock price dynamics*. *Journal of Finance* 45, 1020-1043.
10. O'Brien, J., P. (2003). *The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation*. *Strategic Management Journal*, 24, 415-431.
11. Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). *Why do companies go public? An empirical analysis*. *Journal of Finance*, 53, 27-64.
12. Ritter, J., R. (1984). *The “hot issue” market of 1980*. *Journal of Business*, 57, 215–240.
13. Ritter, J., R. and Welch, I. (2002). *A review of IPO activity, pricing, and allocations*. *Journal of Finance*, 57, 1795–1828.
14. Teker, S. & Ekit, O. (2003). *The Performance of IPOs in Istanbul Stock Exchange in the Year 2000*. *Dogus Universitės Dergisi*. Vol. 4 (1) : 117-128.
15. Tenai, J., K, Bitok, J., K, Shibia, A., G. & Bett, J., K. (2011). *Determinants of initial public offer pricing in Kenya*. *Annual conference on innovations in Business & Management*.