



BÀN VỀ CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN ĐỊNH GIÁ KHI CỔ PHẦN HÓA DOANH NGHIỆP

TS. DƯƠNG NHƯ HÙNG, THS. NGUYỄN ĐÌNH THIÊN, THS. NGUYỄN VĂN TÂN - Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh; Email: thiennd@uel.edu.vn

Việc định giá đóng vai trò quan trọng trong thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước. Định giá cao khiến nhà đầu tư không còn mặn mà trong việc sở hữu cổ phần, định giá thấp sẽ làm tổn thất tài sản của Nhà nước. Mặc dù giá cổ phiếu không phản ánh trực tiếp hiệu quả hoạt động công ty nhưng nó phản ánh sự kỳ vọng của nhà đầu tư và các thông tin, đánh giá của thị trường đối với hiệu quả công ty. Do đó, giá cổ phiếu phản ánh một cách gián tiếp nhưng khá chính xác hiệu quả hoạt động của công ty và nghiên cứu về giá cũng giúp đánh giá hiệu quả hoạt động công ty dưới góc độ tài chính, góp phần định giá doanh nghiệp sát thực tế hơn.

Từ khóa: Cổ phần hóa, doanh nghiệp nhà nước, định giá, cổ phiếu

On practical aspect, appraising plays an important role in promoting equitization process of the state enterprises. Higher appraising will lower the interest of investors in enterprise stock while lower appraising will cause loss of state assets. Although stock price does not reflect directly the performance of an enterprise, it reflects the expectations of investors, information and evaluation of the market toward performance of enterprise. Therefore, stock price reflects indirectly but correctly the business performance and the study of stock price helps evaluate business performance in terms of financial aspect, hence, helps appraise more accurately.

Keywords: Equitization, state enterprises, appraisal, stock

Ngày nhận bài: 7/9/2017

Ngày hoàn thiện biên tập: 28/9/2017

Ngày duyệt đăng: 29/9/2017

Nghiên cứu về yếu tố tác động đến định giá khi cổ phần hóa

Hầu hết các nghiên cứu về định giá cổ phần hóa tập trung vào tỷ suất sinh lời vào ngày niêm yết và đã có rất nhiều bằng chứng cho thấy, cổ phiếu của doanh nghiệp cổ phần hóa bị định giá thấp trong ngày niêm yết. Cho đến nay, đã có nhiều lý thuyết được đặt ra để giải thích hiện tượng này như Lý thuyết tín hiệu của Allen và Faulhaber (1989), Lý

thuyết lời nguyên cho người thắng cuộc của Rock (1986), Lý thuyết tránh kiện tụng đối với các nhà bảo lãnh phát hành và công ty phát hành của Tinic (1988), Lý thuyết các cơ chế đấu giá khác nhau, ví dụ như ghi sổ của Benveniste và Spindt (1989), Lý thuyết lan truyền thông tin, uy tín của tổ chức bảo lãnh phát hành cổ phần hóa của Carter và Manaster (1990). Từ đó, có thể thấy rằng, lý thuyết này có một điểm chung là xuất phát từ hiện tượng bất cân xứng thông tin trong thị trường không hoàn hảo.

Hiện nay, các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới ghi nhận 2 khía cạnh giá cổ phiếu sau cổ phần hóa, gồm: Giá cổ phiếu thấp so với giá đóng cửa ngày giao dịch đầu tiên (Purnanandam and Swaminathan, 2004) và Hiệu quả hoạt động thấp của cổ phần hóa kéo dài trong dài hạn. Tuy nhiên, hiện tượng tỷ suất sinh lời bất thường dương trong ngày giao dịch đầu tiên không kéo dài, và thực sự hiệu quả cổ phần hóa còn bị nhìn nhận kém hiệu quả (ít nhất về khía cạnh tỷ suất sinh lời) trong các giai đoạn sau đó. Hiệu quả kém về dài hạn của cổ phần hóa cũng nhận được sự đồng thuận của Hoechle và Schmid (2007).

Đối với các lý thuyết giải thích hiện tượng hiệu quả thấp sau cổ phần hóa nói chung, có thể điểm qua 3 lý thuyết chính như: Lý thuyết thời cơ, Lý thuyết đa quan điểm và Lý thuyết xây dựng quyền lực cá nhân. Cụ thể, đối với Lý thuyết thời cơ, Ritter (1991) đã chỉ ra mối liên hệ giữa việc định thời gian cổ phần hóa và hiệu quả kém sau cổ phần hóa: Nếu doanh nghiệp tiến hành cổ phần hóa trong giai đoạn thị trường định giá cao (do nhu cầu cao, hay nhiều hy vọng về triển vọng cổ phần hóa từ các nhà đầu tư) thì sẽ có lợi tức thấp về dài hạn. Về sau khi thông tin ngày càng nhiều và sáng tỏ thì thị trường



sẽ chinh giá trở lại giá trị thực. Trong khi đó, đối với Lý thuyết đa quan điểm, thì quan điểm của các nhà đầu tư không giống nhau, các nhà đầu tư lạc quan sẽ khiến giá cổ phiếu bị đẩy quá mức giá trị thực. Mức độ khác biệt trong quan điểm của các nhà đầu tư và hiệu quả thấp trong dài hạn có quan hệ thuận, đặc biệt khi có sự không chắc chắn về thị trường cũng như về khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Đối với Lý thuyết xây dựng quyền lực cá nhân, lại thể hiện mối liên hệ giữa khả năng kiểm soát công ty và mức độ hiệu quả thấp. Rủi ro các giám đốc xây dựng quyền lực cá nhân tăng lên nếu họ nắm quyền sở hữu đối với công ty. Mazzola và Marchisio (2003) nhận thấy, khi các công ty gia đình (khả năng xây dựng quyền lực cá nhân rất lớn) tiến hành cổ phần hóa, hiệu quả của loại hình công ty này sau đó trung bình thấp hơn các loại hình công ty khác trong dài hạn. Ngoài các yếu tố về hành vi nhà đầu tư và

Theo báo cáo của Bộ Tài chính, lũy kế 09 tháng đầu năm 2017, đã có 34 doanh nghiệp được cấp có thẩm quyền phê duyệt phương án cổ phần hóa, trong đó có 11/44 doanh nghiệp thuộc Danh mục doanh nghiệp nhà nước hoàn thành cổ phần hóa năm 2017.

giám đốc, các nghiên cứu khác như của Jaskiewicz và cộng sự (2005) xem xét các đặc điểm công ty tại thời điểm cổ phần hóa để dự đoán hiệu quả hoạt động trong dài hạn. Các đặc điểm được ghi nhận là có ảnh hưởng đáng kể gồm: Quy mô, tuổi công ty, thông tin về lợi nhuận công ty tiền cổ phần hóa, ngân sách nghiên cứu và phát triển, quy mô phát hành cũng như các thông tin về rủi ro liệt kê trong hồ sơ phát hành cổ phần hóa.

Sahoo và Rajib (2010) xác nhận các yếu tố như tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên (mức định giá thấp), quy mô công ty, đòn bẩy tài chính tại ngày cổ phần hóa, mức độ không chắc chắn về hiệu quả công ty, thời điểm phát hành cổ phần hóa có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hậu cổ phần hóa. Sahoo và Rajib (2010) cũng cho rằng, hiệu quả kém về dài hạn do cổ phần hóa được tiến hành trong giai đoạn thị trường đang nóng, các nhà đầu tư kỳ vọng quá nhiều và về lâu dài hiệu quả các công ty không thể đáp ứng kỳ vọng đó. Ngoài ra, các nhà quản lý công ty đã tận dụng cơ hội thị trường đang tốt để tiến hành cổ phần hóa và kết quả về dài hạn điều chỉnh về giá trị thực của cổ phiếu. Các nghiên cứu của Agarwal, Liu và Rhee (2008) chỉ ra rằng, các đặc điểm công ty tại thời điểm phát hành có khả năng dự đoán hiệu quả hoạt động sau

này. Pasupulati (2011) nhận thấy, cổ phiếu bán đầu giá lần đầu ra công chúng (IPO) bị định giá thấp ban đầu có hiệu quả tài chính (suất sinh lời) tốt hơn so với cổ phiếu IPO định giá cao và hiệu quả tài chính của các cổ phiếu định giá thấp phụ thuộc nhiều hơn vào mức định giá thấp, trong khi hiệu quả của cổ phiếu định giá cao lại phụ thuộc vào tính thanh khoản cổ phiếu trong dài hạn.

Các học giả cũng nghiên cứu về thời gian mà hiệu quả thấp sau cổ phần hóa được ghi nhận. Aggarwal và cộng sự (2008) cho rằng, trong giai đoạn sớm sau cổ phần hóa, giá cổ phiếu không thể được định giá ở mức thực mà phải qua một thời gian mới trở về giá trị thực. Ritter (1991), Jaskiewicz và cộng sự (2005) cho rằng hiệu quả kém kéo dài tận 3-5 năm sau khi lên sàn niêm yết. Trong khi Hoechle và Schmid (2007) cho rằng, cổ phần hóa kém hiệu quả chỉ trong năm đầu tiên, sau đó không còn hiện tượng này nữa. Họ cũng nhận thấy, các công ty thực hiện cổ phần hóa trong giai đoạn thị trường đang nóng (nhiều nhu cầu) có hiệu quả thấp hơn so với các công ty thực hiện cổ phần hóa trong giai đoạn khác. Như vậy, các nghiên cứu khá thống nhất về hiện tượng định giá thấp của cổ phần hóa (suất sinh lợi điều chỉnh theo thị trường dương trong ngày đầu tiên) và hiện tượng sau suất sinh lợi dương này thì các công ty trên có hiệu quả thấp. Tuy nhiên, có các bằng chứng khác nhau về thời hạn của hiện tượng hiệu quả thấp này mặc dù hầu hết nghiên cứu chỉ ra hiệu quả kém từ 3-5 năm sau khi niêm yết.

Ở Việt Nam, Mai (2011) có ghi nhận 25 trường hợp cổ phần hóa giá cao và 30 trường hợp giá thấp từ 2005-2009 nhưng không nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến định giá sai (thấp và cao). Lý và Kha (2013) chỉ nghiên cứu về hiện tượng định dưới giá (không xét định giá cao) và sử dụng hồi quy bootstrap và cho rằng mức định dưới giá là 38% - 49% (tuỳ theo thước đo) và các yếu tố ảnh hưởng là tỷ lệ mua vượt mức và mức giá khởi điểm trong khi các yếu tố khác như: Quy mô, độ trễ niêm yết, tuổi công ty, sở hữu nhà nước sau cổ phần hóa không tương quan với mức độ định dưới giá. Bên cạnh đó, Thủy và cộng sự (2014) cũng nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến việc định dưới giá cổ phiếu khi IPO tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, mà chưa nghiên cứu về ảnh hưởng của định giá sai đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp sau cổ phần hóa. Kết quả cho thấy, có tồn tại hiện tượng định dưới giá tại thị trường này, đồng thời, có bốn nhân tố chính tác động đến mức độ định dưới giá bao gồm: Độ trễ niêm yết; giá chào bán; thời gian hoạt động của công ty và quy mô của đợt phát hành.



Trong đó, độ trễ niêm yết và quy mô của đợt phát hành có mối quan hệ cùng chiều với mức độ định dưới giá, trong khi, giá chào bán và thời gian hoạt động của công ty có mối quan hệ ngược chiều với mức độ định dưới giá.

Nguyễn Duy Gia (2011) lại cho rằng, tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước chậm chạp, trong đó yếu tố cốt lõi quyết định cổ phần hóa là xác định giá trị doanh nghiệp vẫn chưa được tháo gỡ và tâm lý e ngại thất thoát tài sản nhà nước vẫn còn tại các doanh nghiệp lớn. Tuy nhiên, với trường hợp định giá cao như IPO của một số doanh nghiệp nhà nước trước đây lại có thể gây ra quan ngại về việc doanh nghiệp này khó khăn trong việc tìm đối tác chiến lược cũng như gây thất vọng cho nhà đầu tư khi huy động vốn qua thị trường chứng khoán.

Cổ phần hóa là một trong những bước đi quan trọng tiến đến nền kinh tế thị trường, giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Cổ phần hóa còn giúp Nhà nước thu hồi các khoản đầu tư không cần thiết để chi tiêu cho các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội.

Kết luận và khuyến nghị chính sách

Cổ phần hóa là một trong những bước đi quan trọng tiến đến nền kinh tế thị trường, giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Bên cạnh đó, cổ phần hóa còn giúp Nhà nước thu hồi các khoản đầu tư không cần thiết để chi tiêu cho các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội. Sau cổ phần hóa, các doanh nghiệp tự chủ hơn, từ đó giúp doanh nghiệp hiệu quả hơn trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, quá trình định giá doanh nghiệp khi cổ phần hóa đặc biệt là doanh nghiệp nhà nước đang còn nhiều vấn đề tranh cãi. Đầu tiên, định giá sai do hệ thống kế toán còn nhiều bất cập chưa phản ánh kịp giá trị thị trường tài sản. Quan trọng hơn, các đơn vị tư vấn và chính bản thân doanh nghiệp chưa đánh giá hết tiềm năng và triển vọng của doanh nghiệp. Điều này khiến cho giá trị thị trường của doanh nghiệp nhà nước bị đánh giá thấp, làm thất thu nguồn thu của Nhà nước.

Từ tổng quan các nghiên cứu trong nước và quốc tế có thể thấy, IPO giúp các doanh nghiệp có thể huy động được nhanh và nhiều vốn. Cổ phiếu của công ty cũng có thể đạt được tính thanh khoản rất cao và các giá trị gia tăng về giá sau khi IPO. Đó là một trong những lý do chính khiến các doanh nghiệp tiến hành IPO. Tuy nhiên, việc định giá cổ phiếu khi IPO đang là vấn đề được quan tâm của cả doanh

nh nghiệp và các công ty tư vấn. Tại Việt Nam cần có nhiều đề tài nghiên cứu về hiệu quả của các phương pháp định giá để khuyến nghị cho nhà đầu tư, nhà hoạch định chính sách, ngân hàng đầu tư và các bên liên quan có những giải pháp thích hợp, nâng cao hiệu quả IPO và cổ phần hóa doanh nghiệp.

Từ thực tế và qua các nghiên cứu cho thấy, cần rút ngắn thời gian niêm yết sau cổ phần hóa để thanh khoản được tốt hơn, giảm thiểu rủi ro cho cổ đông. Từ đó, cổ đông dễ chấp nhận đầu tư ở mức cao. Hiện nay, đây cũng là yêu cầu đặt ra của Chính phủ đối với các doanh nghiệp nhà nước. Theo đó, Chính phủ yêu cầu các doanh nghiệp nhà nước phải đẩy nhanh niêm yết trên sàn chứng khoán sau khi cổ phần hóa. Bên cạnh đó, cần bổ sung một số quyền lợi của cổ đông chiến lược có thể tạo sự hấp dẫn lớn dẫn đến sự thành công của quá trình cổ phần hóa.

Ngoài ra, Nhà nước nên xem xét giảm tỷ lệ sở hữu ở các ngành nghề không cần kiểm soát để thu hút nhà đầu tư được dễ dàng hơn. Đồng thời, cần cho nhà đầu tư thấy được mức độ tham gia của Nhà nước ở mức thấp, ít có sự can thiệp vào các hoạt động quản trị công ty. Từ đó, nhà đầu tư mới có thể thực hiện nhiều hơn các quyền cổ đông đối với doanh nghiệp, dẫn đến hấp dẫn đầu tư.

*Nghiên cứu được tài trợ bởi Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh trong khuôn khổ đề tài mã số B2015-34-01.



Tài liệu tham khảo:

1. Trần Thị Hải Lý, Dương Kha (2013), Bằng chứng về hiện tượng định dưới giá, *Tạp chí Phát triển Kinh tế* (270), 26-37;
2. Nguyễn Duy Gia (2011), *Giải pháp để cải cách doanh nghiệp nhà nước hiện nay*, *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, Số 9/2011;
3. Allen, F., Faulhaber, G. R., (1989), Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23, p. 303-323;
4. Rock, K., (1986), Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212;
5. Tinic, S. M., (1988), Anatomy of initial public offerings of common stock. *Journal of Finance*, 43(4), 789-822;
6. Carter, R., Manaster, S., (1990), Initial public offerings and underwriter reputation. *Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067;
7. Ritter, R. J., (1991), The long run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(1), 3-27;
8. Mazzola, P và Marchisio, G, (2003), *The strategic role of going public in family businesses' long-lasting growth: A study of Italian IPOs*. 14th FBN World Conference, *New frontiers in family business research*. Lausanne: Academic Research Forum Proceedings;
9. Jaskiewicz, P; Gonzalez, V M; Menendez, S; Schierreck, D., (2005), Long-run IPO performance analysis of German and Spanish family-owned businesses. *Family Business Review*, 18(3), 179-202;
10. Sahoo, S., Rajb, P, (2010), After Market Pricing Performance of Initial Public Offerings (IPOs): Indian IPO Market 2002-2006. *VIKALPA*, 35(4).