



CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN THÀNH CÔNG KHI PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU LẦN ĐẦU RA CÔNG CHÚNG TẠI VIỆT NAM

TS. DƯƠNG NHƯ HÙNG - Đại học Bách khoa TP. Hồ Chí Minh (Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh), ThS. NGUYỄN VĂN TÂN - Đại học Quốc tế Miền Đông *

Thông qua việc thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO), doanh nghiệp có thể huy động nguồn lực tài chính từ bên ngoài để mở rộng phát triển, góp phần tạo cơ hội phát triển đầu tư và đa dạng hóa kênh huy động vốn. Với việc sử dụng bộ dữ liệu thứ cấp được thu thập từ Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2008-2013, bài viết nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến thành công IPO tại Việt Nam và đưa ra các hàm ý cho các tổ chức tư vấn phát hành và nhà đầu tư.

Từ khóa: IPO, thị trường chứng khoán, phát hành cổ phiếu, nhà đầu tư

Through the IPO, businesses may mobilize financial resources from outside to expand their development and contribute to their investment and diversify capital mobilization channel. With the use of secondary data sets collected from the Ho Chi Minh City Stock Exchange and Hanoi Securities Exchange for the period of 2008 - 2013, the paper examines the factors influencing the success of IPO in Vietnam and recommends implications for the issuers and investors.

Keywords: IPO, stock market, stock issuance, investors

Ngày nhận bài: 8/2/2018

Ngày hoàn thiện biên tập: 6/3/2018

Ngày duyệt đăng: 8/3/2018

Các nghiên cứu liên quan

Quá trình IPO là một đề tài nghiên cứu thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới và tại Việt Nam. Theo Ritter (2002), các nghiên cứu trên thế giới liên quan đến IPO gồm các chủ đề chính: (i) Các hoạt động liên quan đến IPO; (ii) Vấn đề định giá IPO; (iii) Hiệu quả thị trường dài hạn của IPO.

Tại Việt Nam, do thị trường chứng khoán (TTCK) được hình thành chưa lâu nên các nghiên cứu về IPO chưa nhiều. Phần lớn các nghiên cứu

tại Việt Nam liên quan đến hiệu quả định giá của IPO (Trần Thị Hải Lý & Dương Kha, 2015, Shaio Yan Huang & cộng sự, 2016), hay hiệu quả thị trường dài hạn của IPO (Trần Thị Hải Lý & Cộng sự, 2015). Tuy nhiên, các nghiên cứu này chưa phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến thành công khi thực hiện IPO tại Việt Nam, đặc biệt khi xem xét các khía cạnh thông tin của các đợt đấu giá: Khối lượng đặt cao nhất, số cổ phiếu chào bán, cổ phần người nước ngoài được phép mua, quy mô đấu giá...

Mục tiêu nghiên cứu này là nhằm xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến thành công IPO tại Việt Nam và đưa ra các hàm ý cho các tổ chức tư vấn phát hành và nhà đầu tư (NDT). Nội dung nghiên cứu bao gồm 4 phần: Tóm tắt các lý thuyết liên quan; xây dựng giả thuyết nghiên cứu; phân tích kết quả; kết luận. Sau đây là tóm tắt một số giả thuyết liên quan đến IPO.

Lý thuyết bất cân xứng thông tin

Lý thuyết bất cân xứng thông tin do các tác giả George Akerlof (1970), Michael Spence (1973) đề xướng. Theo lý thuyết này, khi một bên trong giao dịch nắm giữ nhiều thông tin hơn bên kia sẽ khiến việc giao dịch khó thành công hơn. Ví dụ, khi mua bán xe hơi cũ, người bán thường hiểu rõ về xe mình đi hơn là người mua. Nếu người mua không hiểu nhiều về xe thì họ sẽ có xu hướng chỉ mua xe với giá thấp. Nếu xe được bán hoạt động tốt thì người bán sẽ không muốn bán với giá thấp, trong khi nếu xe có vấn đề thì họ sẵn sàng bán ở mức giá thấp. Kết quả là người bán xe sẽ không bán được

xe tốt với giá hợp lý trong khi người mua xe cũ sẽ không mua được xe tốt mà chỉ mua được xe kém chất lượng. Nếu không giảm bất cân xứng thông tin (ví dụ như thuê một bên độc lập đánh giá chất lượng xe) thì các giao dịch sẽ bị ảnh hưởng xấu.

Hiện tượng bất cân xứng thông tin xảy ra trong nhiều lĩnh vực kinh tế - xã hội, trong đó có IPO, vì đây là một lĩnh vực mua bán khó xác định giá trị của giao dịch. Thông thường khi IPO, không phải NĐT nào cũng biết được thông tin đầy đủ về đợt phát hành và thông tin về doanh nghiệp (DN), đặc biệt là khả năng sinh lợi. Các DN phát hành có thể che giấu thông tin hoặc thông báo thông tin cho một nhóm NĐT, điều này dẫn đến hiện tượng bất cân xứng thông tin và nhiều NĐT đưa ra các quyết định sai lầm về số cổ phiếu và mức giá.

Lý thuyết “Lời nguyên của người chiến thắng”

Theo Chowdhr và Sherman, lời nguyên của người chiến thắng là xu hướng giá thắng thầu thường lớn hơn giá trị nội tại của cổ phiếu do NĐT không xác định được giá trị nội tại của cổ phiếu vì thiếu thông tin, vì cảm xúc hay vì một lý do nào khác. Kết quả là những người đặt giá quá cao thường là người chiến thắng. Chính vì vậy, dù là người chiến thắng nhưng họ phải gánh chịu hậu quả vì việc trả giá quá cao nên suất sinh lời đầu tư thấp hoặc có thể bị âm.

Lý thuyết nhay cảm của nhà đầu tư

Lowry (2003) cho rằng, lý thuyết về nhay cảm của NĐT có thể giải thích được sự biến động về mức độ chú quan của NĐT khi tham gia vào kênh IPO. Chính vì vậy, số lượng cổ phiếu bán được trong các đợt IPO cũng thay đổi theo thời gian.

BẢNG 1. CÁC BIẾN ĐỘC LẬP SỬ DỤNG TRONG MÔ HÌNH			
Biến	Tên biến	Đo lường	Kỳ vọng
X1	Tỷ lệ đặt mua cao nhất	Khối lượng đặt cao nhất/ số cổ phiếu chào bán	-
X2	Tỷ lệ người nước ngoài được phép mua	Số cổ phần người nước ngoài được phép mua/ số cổ phiếu chào bán	-
X3	Quy mô IPO	Ln (giá khởi điểm x số cổ phiếu chào bán)	-
X4	Tình trạng thị trường	Ln (VnIndex)	+
X5	Chênh lệch giá trúng thầu	Giá trung bình/Giá thấp nhất	+
X6	Kiểm soát	Năm phát hành	

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

Trong một vài giai đoạn thì tâm lý NĐT chủ quan và họ sẵn sàng đầu tư nhiều hoặc trả giá cao hơn mức giá mà nhà phát hành đưa ra. Trong các giai đoạn đó thì mức chi phí phát hành của các DN phát hành cũng thấp nhất.

Lee & cộng sự (1991) nhận định, sự thay đổi độ nhay của NĐT có ảnh hưởng đến lượng cổ phiếu và thay đổi về mức giá cổ phiếu theo thời gian. Purnanandam and Swaminathan (2001) cho rằng, khi các đợt IPO được đánh giá tiềm năng đầu tư quá cao thì thông thường suất sinh lời trong thời gian đầu sẽ cao nhưng dần giảm đi trong năm năm kế tiếp.

Lý thuyết chu kỳ thị trường

Tác giả Lucas & McDonald (1990) đã phát triển một mô hình nghiên cứu liên quan đến thuyết chu kỳ thị trường và cho rằng, các DN tạm ngưng phát hành nếu như họ biết rằng cổ phiếu của họ được đánh giá thấp. Nếu một TTCK phát triển và hoạt động IPO chậm thì họ có xu hướng tạm ngưng IPO cho đến khi thị trường phát triển sôi động trở lại.

Giả thuyết nghiên cứu

Theo tác giả Ritter (2002), thành công của IPO cần được xem xét cả ở khía cạnh mức giá và số lượng cổ phiếu phát hành. Do đó, hai chỉ tiêu đo lường thành công của IPO được đề xuất gồm tỷ lệ khối lượng đặt mua hợp lệ/số cổ phiếu chào bán và tỷ lệ giữa giá đấu bình quân thành công/giá khởi điểm.

Theo lý thuyết bất cân xứng thông tin, các NĐT có thông tin không giống nhau về giá trị của công ty. Những người đặt mua nhiều nhất thường nắm nhiều thông tin nội bộ. Vì vậy, tỷ lệ đặt mua của người mua lớn nhất trong đợt phát hành phản ánh mức độ bất cân xứng thông tin của đợt IPO. Theo lý thuyết bất cân xứng thông tin, bất cân xứng thông tin càng lớn thì NĐT càng ít quan tâm đến đợt IPO. Vì vậy, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết như sau:

H1: Tỷ lệ khối lượng đặt mua cao nhất trong một phiên đấu giá có tác động tiêu cực đến thành công phát hành IPO.

Nhiều quốc gia trên thế giới trong đó có Việt Nam thường quy định hạn chế tỷ lệ cổ phiếu mà NĐT nước ngoài nắm giữ. Các lĩnh vực hạn chế NĐT nước ngoài thường là những lĩnh vực nhạy cảm và có tỷ suất sinh lời cao. Như vậy, tỷ lệ cổ phần người nước ngoài được phép mua càng thấp thì đợt đấu giá càng hấp dẫn. Từ đây, giả thuyết



BẢNG 2: THỐNG KÊ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

	N	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
Tỷ lệ đặt mua cao nhất	170	0.000	1.170	0.346	0.350
Tỷ lệ người nước ngoài được phép mua	170	0.000	1.000	0.837	0.303
Quy mô IPO	170	13.490	29.825	24.520	1.551
Vn- Index	170	247.660	908.250	491.126	118.730
Chênh lệch giá trúng thầu	170	0.000	1.358	1.018	0.099
Tỷ lệ mua	170	0.000	12.856	1.394	1.879
Tỷ lệ giá	170	0.000	7.000	1.599	1.129
Số quan sát (listwise)	170				

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

BẢNG 3. CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN THÀNH CÔNG CỦA IPO Ở VIỆT NAM

Tên biến	Tỷ lệ mua	Sai số chuẩn	Tỷ lệ giá	Sai số chuẩn
Hàng số	-10.92	3.63	-2.956	2.148
X1	-0.726**	0.300	-0.275	0.180
X2	0.174	0.220	-0.274*	0.148
X3	-0.089**	0.044	-0.043	0.045
X4	0.767	0.484	0.469*	0.243
X5	9.897***	2.638	2.593***	0.658
Y2008	-0.654*	0.359	0.070	0.175
Y2009	-0.312	0.479	0.147	0.172
Y2010	-0.452	0.367	-0.094	0.150
Y2011	-0.489	0.386	-0.076	0.178
Y2012	-0.239	0.380	0.022	0.220
Y2013	-0.459	0.480	0.082	0.122
Chú thích: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%				
Hệ số R2 hiệu chỉnh	0.280		0.336	
Thống kê F	7.226		5.248	

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

2 được phát biểu như sau:

H2: Tỷ lệ người nước ngoài được phép mua có tác động tiêu cực đến thành công phát hành IPO.

Theo Lowry (2003), các NĐT thường nhạy cảm với các đợt IPO với quy mô lớn, đặc biệt là đối với các DN có hiệu quả hoạt động năm trước IPO thấp. Khi đó, các NĐT có tâm lý dè chừng và đặt mua khối lượng nhỏ hoặc với mức giá thấp. Giả thuyết nghiên cứu tiếp theo được đề xuất như sau:

H3: Quy mô đấu thầu có tác động tiêu cực đến thành công phát hành IPO.

Lucas & McDonald (1990) cho rằng, các DN tạm ngưng phát hành nếu điều kiện TTCK phát triển xấu và cổ phiếu của họ khi đó dễ bị định giá

thấp. Một khi chỉ số giá thị trường cao thì NĐT có xu hướng tham gia vào đầu tư các thương vụ IPO hơn, điều đó dẫn đến xác suất phát hành thành công cao hơn. Chính vì vậy, giả thuyết nghiên cứu tiếp theo là:

H4: Chỉ số VN-Index có tác động tích cực đến thành công phát hành IPO.

Theo Rock (1986), các NĐT không có thông tin thường đặt mua giá quá cao. Ngoài ra, những NĐT này dễ bị ảnh hưởng bởi tâm lý thị trường. Khi họ lạc quan thì thành công của IPO sẽ lớn hơn. Mức độ lạc quan của NĐT không có thông tin được đo bằng tỷ lệ giá trúng thầu trung bình so với giá trúng thầu thấp. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu tiếp tục được đề xuất như sau:

H5: Chênh lệch giá trúng thầu có tác động tích cực đến thành công phát hành IPO.

Để kiểm soát cho các sự kiện bất thường khác trong năm, năm phát hành được sử dụng như một biến kiểm soát.

Mô hình sau đây sẽ được dùng để kiểm định các giả thuyết nêu trên:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \beta_3 * \ln(X_3) + \beta_4 * \ln(X_4) + \beta_5 * X_5 + \sum \alpha_j * D_j + \varepsilon$$

Trong đó, biến phụ thuộc bao gồm tỷ lệ mua (khối lượng đặt mua hợp lệ/số cổ phiếu chào bán) và tỷ lệ giá (giá đấu bình quân thành công/giá khởi điểm). Các biến độc lập được tóm tắt

trong Bảng 1:

Kết quả nghiên cứu

Dựa trên thống kê của Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội, danh sách các DN tiến hành đấu giá lần đầu tiên trong giai đoạn 2008 - 2013 được thu thập. Sau khi các trường hợp phát hành thêm cổ phiếu (không phải IPO) bị loại bỏ, mẫu nghiên cứu còn lại 170 DN (Bảng 2). Dữ liệu về chỉ số Vn - Index được thu thập từ Công ty chứng khoán FPT. Người đặt mua lớn nhất trong một phiên đấu giá IPO trung bình chiếm khoảng 35% số cổ phiếu được chào bán. Cá biệt, có trường hợp

đặt mua lớn hơn 17% tổng số cổ phiếu IPO được chào bán. Trung bình người nước ngoài có thể mua được khoảng 84% số cổ phiếu chào bán. Giá trúng thầu trung bình cao hơn giá trúng thầu thấp khoảng 1,8% nhưng cá biệt có khi lên tới 36%. Điều này cho thấy, tỷ lệ NĐT trúng thầu giá cao hơn giá trung bình nói chung tương đối thấp. Số cổ phiếu được đặt mua trung bình cao hơn 40% so với số cổ phiếu chào bán và giá trúng thầu trung bình cao hơn giá khởi điểm khoảng 60%. Kết quả phân tích cho thấy, tương quan giữa các biến thấp nên sẽ không có vấn đề đa cộng tuyến. Bảng 3 mô tả kết quả hồi quy theo phương pháp bình phương nhỏ nhất.

Kết quả nghiên cứu cho thấy: Tỷ lệ đặt mua cao nhất và quy mô IPO có tác động tiêu cực đến tỷ lệ mua nhưng không ảnh hưởng đến tỷ lệ giá. Tỷ lệ nước ngoài được mua ảnh hưởng tiêu cực và chỉ số Vn-Index ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ bán.

Kết quả hồi quy cho thấy, giả thuyết chênh lệch giá trúng thầu ảnh hưởng tích cực đến cả tỷ lệ mua lẫn tỷ lệ giá. Tất cả các giả thuyết khác đều được ủng hộ một phần. Biến kiểm soát năm 2008 có dấu âm và ý nghĩa thống kê. Điều này có nghĩa là riêng năm 2008, tỷ lệ mua cổ phiếu IPO thấp hơn bình thường các năm khác. Năm 2008 cũng là năm khủng hoảng kinh tế bắt đầu nên các NĐT ít quan tâm hơn đến IPO vì bản thân các cổ phiếu khác cũng đang được bán với giá thấp.

Kết luận và hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu gồm 170 cuộc đấu giá trong giai đoạn 2008-2013 cho thấy, chênh lệch giá trúng thầu bình quân ảnh hưởng tích cực đến cả tỷ lệ mua và tỷ lệ giá. Tỷ lệ đặt mua cao nhất và quy mô IPO có tác động tiêu cực đến tỷ lệ mua nhưng không ảnh hưởng đến tỷ lệ giá. Tỷ lệ nước ngoài được mua ảnh hưởng tiêu cực và chỉ số Vn-Index ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ bán. Ngoại trừ năm 2008, biến kiểm soát năm nói chung không ảnh hưởng đến tỷ lệ thành công IPO. Các kết quả nghiên cứu ở trên có các hàm ý quản lý như sau:

Thứ nhất, các DN IPO nên lựa chọn thời điểm để phát hành cho phù hợp và các NĐT cũng nên nghiên cứu thời điểm để đầu tư vào các thương vụ IPO. Kết quả nghiên cứu cho thấy, khi TTCK không khả quan và ảnh hưởng của khủng hoảng

tài chính (năm 2008) thì khả năng thành công của IPO là không cao.

Thứ hai, bất cân xứng thông tin càng lớn thì các NĐT ít quan tâm đến IPO. Vì vậy, DN phải cố gắng thực hiện truyền thông tốt để NĐT hiểu rõ hơn về DN thì sự tham gia mới tích cực.

Thứ ba, quy mô đấu thầu càng lớn thì càng khó phát hành thành công IPO. Vì vậy, các DN lớn nên phát hành với quy mô nhỏ hoặc vừa phải và dành cổ phiếu cho các đợt phát hành tiếp theo hơn là tập trung phát hành cổ phiếu với quy mô lớn ngay từ đầu.

Thứ tư, khi người nước ngoài được phép mua số cổ phần càng lớn thì tỷ lệ giá đấu bình quân thành công/giá khởi điểm càng giảm. Tuy nhiên, khi NĐT nước ngoài tham gia nhiều vào đấu giá sẽ giúp phản ánh thật hơn về giá trị của cổ phiếu IPO. Chính vì vậy, cần hoàn thiện chính sách để khuyến khích NĐT nước ngoài tham gia đấu giá để góp phần tạo cơ hội phát triển đầu tư của DN và đa dạng hóa nguồn huy động vốn theo kênh tài chính.

Nghiên cứu này 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. Akerlof, G. (1970), *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500;
2. Chowdhry, B. và Sherman, A. (1996), *The winner's curse and international methods of allocating initial public offerings*, *Pacific-Basin Finance Journal*, 4 (1996) 15-30;
3. Chi, L.D., Ly, T.T.H. & Thao, H.T.P. (2015). *The underpricing and long-run underperformance performance of Initial Public Offerings: Evidence from Vietnam*. *International Journal Business and Emerging Markets*, vol.7, No.1;
4. Huang SY, Lee, C.H., Pan L.H., Nguyen BH (2016). *IPO Initial Excess Return in an Emerging Market: Evidence from Vietnam's Stock Exchanges*. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*;
5. Lowry, M. (2003), *Why does IPO volume fluctuate so much?* *Journal of Financial Economics*, 67 (2003) 3-40;
6. Lucas, D., McDonald, R., (1990). *Equity issues and stock market dynamics*. *Journal of Finance*, 45, 1019-1043;
7. Purnanandam, A. and B. Swaminathan, 2004, "Are IPOs really underpriced?" *Review of Financial Studies* 17, 811-848.
8. Ritter, J & Welch, I (2002), 'A review of IPO activity, pricing, and allocations', *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 4, pp. 1795-1828;
9. Rock, K. (1986), *Why new issues are underpriced?* *Journal of Financial Economics*, 187 - 212;
10. Spence, M. *Job Market Signaling*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3 (Aug., 1973), pp. 355-374;
11. Một số website: ssc.gov.vn, hnx.vn, hsx.vn...