

# Các nhân tố ảnh hưởng đến việc định dưới giá cổ phiếu phát hành lần đầu ra công chúng tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM

THÂN THỊ THU THỦY  
LÊ VĂN LÂM  
TRƯƠNG THỊ MỸ XUYÊN

**N**ghiên cứu này được thực hiện nhằm phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiện tượng định dưới giá khi phát hành cổ phiếu lần đầu tiên ra công chúng tại các công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn 2003-2012. 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. 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 đó giá chào bán và thời gian hoạt động của công ty có mối quan hệ ngược chiều với mức độ định dưới giá.

**Từ khóa:** Định dưới giá, IPO, Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

## 1. Giới thiệu

IPO (Initial Public Offering) nghĩa là hoạt động phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng. Giống như tên gọi, IPO xảy ra khi một doanh nghiệp lần đầu tiên cung cấp các cổ phiếu ra công chúng. Hoạt động IPO có thể được xem như việc doanh nghiệp đang muốn huy động thêm vốn để gia tăng vốn cổ phần hoặc thực hiện vay nợ.

IPO luôn là đề tài hấp dẫn trong lĩnh vực kinh tế - tài chính, trong đó nghiên cứu về hiện tượng định dưới giá khi IPO đã được quan tâm từ thập niên 1970. Trong số các tác giả đi đầu phải kể đến Logue (1973) và Ibbotson (1975), chỉ ra rằng khi IPO doanh nghiệp có khuynh hướng định giá cổ phần thấp, vì thế giá cổ phần nhay vọt trong ngày giao dịch đầu tiên trên thị trường. Nói cách khác, hiện tượng định dưới giá trong hoạt động IPO có thể

được đo lường bằng phần chênh lệch giữa giá đóng cửa ngày đầu giao dịch và giá phát hành cổ phiếu. Về mặt thực nghiệm, một cổ phần được xem là bị định dưới giá khi tỷ suất sinh lợi đã được điều chỉnh bởi thị trường ngày giao dịch đầu tiên là dương.

Gần 40 năm qua, có rất nhiều nghiên cứu về hiện tượng định dưới giá khi IPO ở các thị trường khác nhau, trong những giai đoạn khác nhau được công bố. Trong nghiên cứu này, chúng tôi tìm hiểu xem có tồn tại hiện tượng định dưới giá trong các đợt IPO của các công ty cổ phần tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM hay không; cũng như phân tích những nhân tố tác động đến mức độ định dưới giá của các cổ phiếu này. Bố cục của các phần còn lại bao gồm: Phần 2 khái quát về khung lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm; phần 3 trình

bày phương pháp nghiên cứu; phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu và phần 5 kết luận và đề xuất một số kiến nghị.

## 2. Khung lý thuyết và các nghiên cứu về hiện tượng định dưới giá trong hoạt động IPO

### 2.1. Các giả thuyết giải thích hiện tượng định dưới giá trong hoạt động IPO

Giả thuyết “Lời nguyện của người chiến thắng”

Một lý thuyết giải thích cho việc định giá thấp của IPO là “Lời nguyện của người chiến thắng”. Lý thuyết này ám chỉ việc người tham gia đấu giá đặt giá quá cao, vượt qua giá trị thực của cổ phiếu và những người trả giá quá cao thường là những người chiến thắng. Việc cổ phiếu bị định giá quá cao này do thị trường không hiệu quả, người đấu giá thiếu thông tin về cổ phiếu được IPO. Nghĩa là dù chiến thắng, thì việc

trả giá quá cao ấy không xứng với giá trị thật của cổ phiếu được đầu giá, nên người chiến thắng sẽ phải gánh chịu hậu quả. Để tránh phải đối mặt với sự lựa chọn bất lợi này, các nhà đầu tư thiếu thông tin sẽ chỉ tham gia đầu giá nếu đợt IPO được định giá thấp.

### *Giả thuyết đám đông*

Thị trường IPO có thể bị ảnh hưởng bởi đám đông. Nếu một nhà đầu tư thấy rằng không ai muốn mua, người đó có thể quyết định không mua, ngay cả khi có thông tin thuận lợi. Để ngăn chặn điều này xảy ra, một tổ chức phát hành có thể định giá thấp một cổ phiếu mới để khuyến khích các nhà đầu tư tiềm năng đầu tiên tham gia để khiến các nhà đầu tư tiếp theo đều muốn mua, bất kể thông tin riêng của họ.

### *Giả thuyết năng lực độc quyền của các nhà bảo lãnh*

Một cách giải thích cho hiện tượng định dưới giá các cổ phiếu lập luận rằng nhà bảo lãnh tận dụng lợi thế thông tin vượt trội của họ về điều kiện thị trường để định dưới giá cổ phần, điều này giúp các nhà bảo lãnh ít phải nỗ lực để tiếp thị đến người mua.

### *Giả thuyết tín hiệu*

Các giả thuyết tín hiệu là dựa trên giả định rằng doanh nghiệp biết về triển vọng của mình rõ hơn so với các nhà đầu tư. Trong một số trường hợp các doanh nghiệp muốn ra hiệu cho nhà đầu tư về triển vọng tốt trong tương lai của doanh nghiệp cho nên sẽ định giá IPO thấp.

## **2.2. Các nghiên cứu về những nhân tố tác động đến hiện tượng định dưới giá trong hoạt động IPO**

Có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến hiện tượng định dưới giá khi

doanh nghiệp tiến hành IPO. Các nghiên cứu trước đây tại nhiều thị trường khác nhau đã cho thấy có các nhân tố ảnh hưởng đến hiện tượng định dưới giá khi doanh nghiệp tiến hành IPO.

### *Mức vốn giữ lại*

Theo Mroczkowski & Tanewski (2004), khi chủ sở hữu hoặc nhà điều hành tự tin về triển vọng tương lai đợt IPO của doanh nghiệp, thì sẽ giữ lại một tỷ lệ vốn cao. Như vậy, mức vốn giữ lại của chủ sở hữu hiện hành sẽ gửi một tín hiệu đến các nhà đầu tư tiềm năng về giá trị thực của doanh nghiệp, doanh nghiệp sẽ có khả năng để thiết lập mức giá cao hơn cho đợt chào bán. Điều này sẽ góp phần làm giảm mức độ định dưới giá. Tuy nhiên, mức độ vốn giữ lại cao có thể liên quan với nguy cơ tước đoạt quyền lợi của cổ đông thiểu số (Bozzolan và Ipino, 2007). Trong hoàn cảnh như vậy, các nhà đầu tư tiềm năng sẽ chỉ mua cổ phần khi giá thực sự thấp. Điều này sẽ góp phần làm tăng mức độ định dưới giá.

### *Tỷ lệ mua vượt mức*

Về mặt lý thuyết, câu về IPO thể hiện bằng tỷ lệ mua vượt mức, được coi là góp phần làm giảm mức độ định dưới giá. Michaely và Shaw (1994) lập luận rằng mức độ định dưới giá phụ thuộc vào sự bất cân xứng thông tin giữa các nhà đầu tư. Ngoài ra, Chowdhry và Sherman (1996) cho rằng đợt IPO được định giá thấp có thể thu hút thêm nhiều nhà đầu tư tìm kiếm một tỷ suất sinh lời cao. Nguyên nhân chính là do thông tin đã bị rò rỉ ra, sẽ dẫn đến sự gia tăng trong nhu cầu cho cổ phiếu của các doanh nghiệp, đặc biệt là khi các nhà đầu tư nhận ra rằng mức giá bán là thấp. Theo Biais và Faugeron-Crouzet (2002), mức độ định dưới giá sẽ giảm khi

số lượng cổ phiếu đặt mua gia tăng, có nghĩa tính cạnh tranh giữa các nhà đầu tư cao khiến cho việc định giá IPO chính xác hơn, và do đó làm giảm mức độ định dưới giá.

### *Độ trễ niêm yết*

Theo Chowdhry & Sherman (1996), sự chậm trễ niêm yết ảnh hưởng đến mức độ định dưới giá. Thời gian từ thời điểm IPO cho đến khi niêm yết càng lâu dẫn đến một sự chưa chắc chắn cho vấn đề thanh khoản sau này. Khi một doanh nghiệp mất quá lâu để được niêm yết, thị trường sẽ điều chỉnh lại kỳ vọng về giá trị của doanh nghiệp trong tương lai và do đó làm tăng mức độ định dưới giá.

### *Giá chào bán*

Giá chào bán khi IPO có thể cho biết mức định giá thấp hiện tại của cổ phiếu. Trong thực tế, nếu mục đích của đợt IPO là khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư tiềm năng nhỏ, các tổ chức phát hành thiết lập một mức giá tương đối thấp để khuyến khích họ. Ngược lại, khi các doanh nghiệp tìm kiếm thu hút các nhà đầu tư là các tổ chức thì có xu hướng đưa ra giá chào bán cao. Trong thực tế, các nhà đầu tư tổ chức không đầu tư vào những cổ phiếu giá thấp (Gompers và Metrick, 1998). Sự hiện diện của các nhà đầu tư tổ chức có thể làm cho cổ phiếu được định giá cao hơn.

### *Thời gian hoạt động của doanh nghiệp*

Kinh nghiệm kinh doanh của các doanh nghiệp được giả định là có mối tương quan nghịch với mức độ định dưới giá. Các doanh nghiệp mới được thành lập không an toàn so với những doanh nghiệp cũ. Điều này là do thực tế là các doanh nghiệp mới sẽ ít có khả năng được những chuyên gia phân tích

tài chính theo dõi khi không có đủ dữ liệu tài chính trong quá khứ. Thứ hai, tính sẵn có thông tin của các doanh nghiệp hoạt động trong nhiều năm góp phần giảm mức độ bất cân xứng thông tin xung quanh đợt IPO (Ritter, 1984 & 1991; Hensler et al, 1997).

### Quy mô doanh nghiệp

Quy mô của doanh nghiệp thường có tương quan nghịch với rủi ro của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp lớn tiếp cận nguồn vốn đầu tư tốt hơn, có những dòng sản phẩm đa dạng hơn, được giám sát chặt chẽ và tiếp cận với các nguồn lực mang lại lợi nhuận cao hơn. Những yếu tố này góp phần làm giảm rủi ro xung quanh đợt IPO của các doanh nghiệp lớn đối với các nhà đầu tư tiềm năng.

### Quy mô đợt IPO

Quy mô của đợt IPO - được đo bằng tổng số tiền huy động từ thị trường được cho là có mối tương quan nghịch với mức độ định dưới giá. Những đợt IPO lớn hơn thường được phát hành bởi các doanh nghiệp nổi tiếng với nhiều kinh nghiệm kinh doanh và lịch sử phát triển. Điều này góp phần làm giảm mức độ rủi ro về nhận thức đối với đợt IPO từ phía các nhà đầu tư tiềm năng. Vì vậy, một số nghiên cứu cho thấy bằng chứng

về mối tương quan nghịch giữa số tiền thu được từ đợt IPO và mức độ định dưới giá (Chalk & Peavy, năm 1990 và Clarkson & Merkley, năm 1994).

## 3. Phương pháp nghiên cứu

### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được trình bày như sau:

$$MAR_i = \beta_0 + \beta_1(\text{capret}) + \beta_2(\text{over}) + \beta_3(\text{ldel}) + \beta_4(\text{lprice}) + \beta_5(\text{lage}) + \beta_6(\text{FSize}) + \beta_7(\text{OSize}) + \text{IPO time} + \varepsilon_i$$

Trong đó biến phụ thuộc và các biến độc lập được giải thích chi tiết dưới đây:

Biến phụ thuộc trong mô hình là mức độ định dưới giá. Dựa theo nghiên cứu của Boudriga & cộng sự (2009), mức độ định dưới giá được tính toán từ tỷ suất sinh lợi vượt trội được điều chỉnh bởi tỷ suất sinh lợi thị trường cho mỗi đợt IPO như sau:

$$MAR_i = R_i - R_m$$

Trong đó:

-  $MAR_i$ : mức độ định dưới giá được tính toán từ tỷ suất sinh lợi vượt trội điều chỉnh bởi tỷ suất sinh lợi thị trường tại ngày giao dịch đầu tiên.

-  $R_i$ : tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu  $i$  tại ngày giao dịch đầu tiên.

-  $R_m$ : tỷ suất sinh lợi của thị trường tại ngày giao dịch đầu tiên.

Các biến độc lập được trình bày trong Bảng 1.

Ngoài ra, cũng sử dụng thêm biến kiểm soát về thời điểm IPO (IPO time) nhằm kiểm định có sự liên quan giữa hiện tượng định dưới giá và khủng hoảng tài chính toàn cầu hay không. Đây là biến giả được sử dụng trong trường hợp nếu doanh nghiệp IPO trước năm 2007 sẽ bằng 0 và bằng 1 trong trường hợp ngược lại.

Về phương pháp ước lượng, nhóm nghiên cứu sử dụng ước lượng bình phương nhỏ nhất OLS; tuy nhiên, OLS đòi hỏi giả định phân phối chuẩn. Trong trường hợp quy mô mẫu là nhỏ, thì việc sử dụng kỹ thuật bootstrap đưa tới những suy luận hồi quy tin cậy hơn. Hơn nữa bootstrap không đòi hỏi giả định phân phối chuẩn. Đó là lý do sử dụng thêm kỹ thuật này trong điều kiện mẫu nhỏ ở VN, bên cạnh ước lượng OLS.

Bên cạnh đó, để phân tích chính xác hơn hiện tượng định dưới giá, nhóm nghiên cứu lần lượt áp dụng mô hình này để giải thích cho tỷ suất sinh lợi vượt trội (MAR) trong hai ngày tiếp theo sau ngày giao dịch đầu tiên, lý do là vì đa số

Bảng 1: Các biến độc lập sử dụng trong mô hình

Biến	Ký hiệu	Đo lường	Ký hiệu ký vọng
Mức vốn giữ lại	Capret	Tỷ lệ cổ phần tăng lên trên tổng số cổ phần đang lưu hành	+/-
Tỷ lệ mua vượt mức	Over	Số lượng cổ phần được yêu cầu trên số lượng cổ phần chào bán	+
Độ trễ niêm yết	Del	Số Logarit tự nhiên của tổng số ngày chờ từ khi kết thúc IPO đến ngày giao dịch đầu tiên	+
Giá chào bán	Price	Số Logarit tự nhiên của giá do tổ chức phát hành đưa ra	-
Thời gian hoạt động doanh nghiệp	Age	Số Logarit tự nhiên của hiệu số năm giữa năm doanh nghiệp thành lập và năm bắt đầu IPO	-
Quy mô doanh nghiệp	FSize	Số Logarit tự nhiên của tổng tài sản tại năm cuối trước khi IPO của các doanh nghiệp phát hành	-
Quy mô đợt IPO	OSize	Số Logarit tự nhiên của tích số giữa số lượng cổ phần chào bán * giá chào bán	-

các cổ phiếu giao dịch ngày đầu tiên có tính thanh khoản rất thấp do còn mới lạ với thị trường, dẫn đến tỷ suất sinh lợi tại ngày đầu tiên không phản ánh hết được đánh giá của thị trường về cổ phiếu và doanh nghiệp. Như vậy, có ba mô hình hồi quy được thực hiện để giải thích cho tỷ suất sinh lợi vượt trội trong ngày giao dịch đầu tiên (MAR1), ngày giao dịch thứ hai (MAR2) và ngày giao dịch thứ ba (MAR3).

### 3.2. Mẫu dữ liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 31 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE thực hiện IPO trong khoảng thời gian từ năm 2003 đến 2012. Phương thức thu thập dữ liệu được mô tả cụ thể như sau:

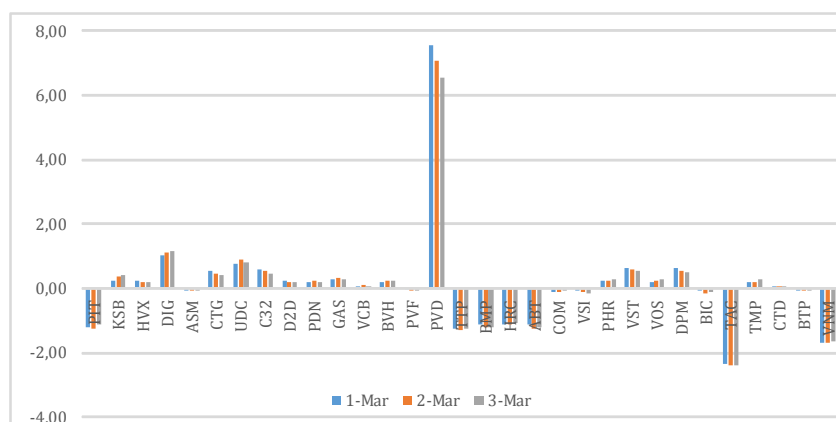
Đầu tiên, nhóm nghiên cứu thu thập danh sách tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE. Tiếp theo, thu thập danh sách và thông tin các cuộc đấu giá trong giai đoạn 2003 - 2012. Đối chiếu danh sách niêm yết với danh sách đấu giá, tìm ra 31 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE tiến hành IPO trong khoảng thời gian từ năm 2003 đến 2012, đã và có đầy đủ số liệu đáp ứng yêu cầu của nghiên cứu. Ngoài ra, nhóm nghiên cứu đã loại bỏ những cuộc đấu giá được thực hiện sau ngày niêm yết và những cuộc đấu giá không phải lần phát hành đầu tiên ra công chúng. Dữ liệu về những cuộc đấu giá được thu thập từ Bản công bố thông tin và thông báo kết quả đấu thầu của doanh nghiệp phát hành trên website của HOSE. Thông tin về ngày niêm yết, giá đóng cửa trong 3 ngày giao dịch đầu tiên được xác định từ mục niêm yết trên website của HOSE. Các thông tin cơ bản

**Bảng 2: Mức độ định dưới giá trong ngắn hạn của 31 công ty niêm yết trên HOSE tiến hành IPO trong giai đoạn 2003 – 2012**

Biến	Số quan sát	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Thấp nhất	Cao nhất
MAR1	31	1.580295	0.122771	-2.3338	7.5438
MAR2	31	1.520112	0.1009097	-2.3328	7.0651
MAR3	31	1.433234	0.0883484	-2.3988	6.5491

(Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tính toán trên mẫu dữ liệu thu thập)

**Hình 1: Mức độ định dưới giá trong ngắn hạn của 31 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE tiến hành IPO trong giai đoạn 2003 – 2012**



của doanh nghiệp IPO được thu thập từ Bản cáo bạch, Báo cáo tài chính của doanh nghiệp.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Phân tích kết quả mức độ định dưới giá trong ngắn hạn

Sau khi thống kê, nhóm nghiên cứu thu được kết quả về mức độ định dưới giá trong ngắn hạn tại các công ty đã niêm yết trên HOSE tiến hành IPO trong giai đoạn 2003 – 2012. Kết quả được trình bày trong Bảng 2.

Mức độ định dưới giá dao động khá rộng. Mức cao nhất là MAR của Công ty khoan và dịch vụ khoan dầu khí (PVD) trong 3 ngày giao dịch đầu tiên lần lượt lên tới 754,38%, 706,51% và 654,91%. Ngược lại, MAR của Công ty cổ phần dầu thực vật Tường An (TAC) trong 3 ngày giao dịch đầu tiên lần

lượt là -233,38%, -238,28% và -239,88% biểu hiện mức độ định dưới giá thấp nhất. Có 19 trong 31 đợt IPO có MAR dương. Mức trung bình là 12,27%, 10,09% và 8,83% tương ứng cho ngày giao dịch đầu tiên, thứ hai và thứ ba.

### 4.2. Phân tích kết quả hồi quy

Bảng 3 trình bày những kết quả ban đầu về phân tích thống kê mô tả. Mức vốn giữ lại cho 31 loại cổ phiếu được chào bán trung bình là 23,19%, với mức tối thiểu là 1,9% và tối đa là 54,69%. Tỷ lệ mua vượt mức trung bình trong các đợt IPO là 3,16 lần. Mặc dù tỷ lệ này khá cao, nhưng mức độ phân tán khá rộng từ 0,017 cho đến 11,14 lần. Trong 31 doanh nghiệp tham gia IPO, thì mất trung bình 658 ngày để được niêm yết. Độ trễ niêm yết của các doanh nghiệp IPO tại VN khá lớn. Việc chậm trễ niêm

**Bảng 3: Kết quả thống kê mô tả các nhân tố ảnh hưởng mức độ định dưới giá của 31 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE tiến hành IPO trong giai đoạn 2003 – 2012**

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Thấp nhất	Cao nhất
Mức vốn giữ lại	31	0.231942	0.1555742	0.0190477	0.5469433
Tỷ lệ mua vượt mức	31	3.163834	2.678118	0.0174106	11.14582
Độ trễ niêm yết	31	658.4194	313.0939	190	1514
Giá chào bán	31	51566.13	51012.65	10000	184000
Thời gian hoạt động doanh nghiệp	31	14.3871	9.908506	2	45
Quy mô doanh nghiệp	31	8432586	3.01e+07	88750	1.67e+08
Quy mô đợt IPO	31	892289.6	2120136	7587.44	9750000
Biến kiểm soát	31	0.6774194	0.475191	0	1

(Nguồn: Tác giả tự tính toán dựa trên dữ liệu thu thập)

**Bảng 4: Kết quả hồi quy**

	MAR1	MAR2	MAR3
Mức vốn giữ lại	0.78749 -1.2287	0.73724 -1.1334	0.56129 -1.0443
Tỷ lệ mua vượt mức	0.098 -0.0669	0.09869 -0.0631	0.10188* -0.0591
Độ trễ niêm yết	0.78453* -0.4484	0.80202* -0.4117	0.77752* -0.3767
Giá chào bán	-1.30088** -0.5442	-1.26582** -0.5039	-1.23114** -0.462
Thời gian hoạt động của doanh nghiệp	-1.13940* -0.5953	-1.09238* -0.5561	-1.03252* -0.5133
Quy mô doanh nghiệp	0.12727 -0.2422	0.12437 -0.226	0.11491 -0.2078
Quy mô đợt IPO	0.53959* -0.2785	0.52687* -0.2597	0.50812** -0.24
Thời gian IPO	-1.78386 -1.578	-1.65588 -1.4573	-1.54325 -1.3315
Hệ số chặn	3.9808 -3.303	3.48545 -3.1093	3.42217 -2.9233
Số quan sát	31	31	31
Hệ số R <sup>2</sup>	0.66316	0.68168	0.6988

Chú thích

\*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tác giả tự tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

yết trong khoảng từ 190 ngày đến 1.514 ngày. Giá chào bán các đợt đầu giá trung bình là 51.566 đồng nhưng độ lệch giữa giá khởi điểm thấp nhất và cao nhất cũng khá lớn, từ 10.000 đồng đến 184.000 đồng. Thời gian hoạt động trung bình của doanh nghiệp từ khi thành lập đến khi niêm yết là 14,38 năm, biến thiên từ 2 năm đến 45 năm. Tuy nhiên, lưu ý rằng thời gian hoạt động được tính từ khi thành lập, theo thông tin trên Bản cáo bạch, khi thành lập một doanh nghiệp có thể chỉ là một xí nghiệp thuộc sở hữu nhà nước và hoạt động một thời gian dài trong thời kỳ bao cấp, không chịu sự cạnh tranh, cho nên không hẳn doanh nghiệp càng có thâm niên dài thì có sức cạnh tranh mạnh và được thị trường nhận biết rõ hơn, bất cân xứng thấp hơn như thông lệ ở các thị trường đã phát triển. Quy mô doanh nghiệp ở năm liền kề trước năm IPO trung bình là 8.432 tỷ đồng, với khoảng biến thiên cũng khá lớn, tối thiểu là 88,75 tỷ đồng và tối đa là 167.000 tỷ đồng. Quy mô đợt IPO của các doanh nghiệp đạt trung bình là 892 tỷ đồng, trong đó quy mô chào bán nhỏ nhất là 7,5 tỷ đồng và quy mô chào bán cao nhất là 9.750 tỷ đồng.

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy từ 3 mô hình lần lượt áp dụng cho tỷ suất sinh lợi vượt trội của các cổ phiếu tại ngày đầu tiên giao dịch, ngày thứ hai giao dịch và ngày thứ ba giao dịch. Kết quả hồi quy cho thấy rằng độ trễ niêm yết (Del), giá chào bán (Price), thời gian hoạt động của doanh nghiệp (Age) và quy mô đợt IPO (Osize) là có ý nghĩa thống kê và có tác động đối với mức độ định dưới giá (MAR 1,

2, 3). Các biến giải thích khác bao gồm mức vốn giữ lại (Capret), tỷ lệ mua vượt mức (Over) và quy mô doanh nghiệp (Fsize) không tác động tới mức độ định dưới giá.

Nhân tố độ trễ niêm yết có mối quan hệ cùng chiều với mức độ định dưới giá, kết quả giống như kỳ vọng ban đầu, có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10% (tương ứng với độ tin cậy 90%). Thời gian từ thời điểm IPO cho đến khi niêm yết càng dài dẫn đến rủi ro cho vấn đề thanh khoản sau này đối với doanh nghiệp phát hành lần đầu tư. Khi một doanh nghiệp mất quá lâu để được niêm yết, rủi ro thanh khoản càng lớn, đòi hỏi thị trường phải điều chỉnh lại kỳ vọng về giá trị của doanh nghiệp trong tương lai và do đó làm tăng mức độ định dưới giá. Tuy nhiên, cần xem xét thêm trong thực tế, hầu hết các đợt IPO tại VN không dự kiến trước thời gian niêm yết và cũng không có kế hoạch niêm yết rõ ràng tại ngày đầu giá.

- Nhân tố giá chào bán có mối quan hệ ngược chiều với mức độ định dưới giá như kỳ vọng, có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% (tương ứng với độ tin cậy 95%). Giá đầu thầu do các nhà đầu tư đặt ra không được thấp hơn mức giá khởi điểm. Trong thực tế, mức giá chào bán càng thấp, nhu cầu đối với cổ phiếu càng tăng, khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư. Giá chào bán được đưa ra ở mức thấp, dẫn đến giá đầu thầu thành công tương đối thấp, cuối cùng gây ra một mức độ định dưới giá cao hơn.

- Nhân tố thời gian hoạt động của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với mức độ định dưới giá như kỳ vọng và có ý

nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10% (tương ứng với độ tin cậy 90%). Một doanh nghiệp có thời gian hoạt động càng dài, kinh nghiệm kinh doanh càng nhiều thì được nhà đầu tư biết đến và nắm được nhiều thông tin hơn so với một doanh nghiệp có thời gian hoạt động ngắn. Việc định giá khi IPO sẽ chính xác hơn, góp phần làm giảm mức độ định dưới giá.

- Nhân tố quy mô đợt IPO có mối quan hệ cùng chiều với mức độ định dưới giá, kết quả trái với kỳ vọng, có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10% cho hai ngày giao dịch đầu tiên, 5% cho ngày giao dịch thứ ba. Theo kỳ vọng, những đợt IPO có quy mô lớn thường được phát hành bởi các doanh nghiệp lớn và được nhiều người biết đến. Những doanh nghiệp này thường được giám sát chặt chẽ hơn những doanh nghiệp vừa và nhỏ là lý do làm giảm mức độ rủi ro về nhận thức của các nhà đầu tư đối với đợt IPO.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu thực tế tại VN cho thấy quy mô chào bán càng lớn thì làm tăng mức độ định dưới giá. Có thể giải thích điều này bằng hiện trạng cung vượt quá cầu:

- Vào thời điểm được kỳ vọng sẽ đánh dấu một bước ngoặt trong tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước thì đa số những đợt IPO đều không thành công như mong đợi, gây ảnh hưởng rất lớn tới thị trường niêm yết và tổng thể TTCK VN. Các đợt đầu giá IPO này thường không đủ nhà đầu tư tham gia, hoặc không đăng ký đầu giá hết số cổ phần chào bán lần đầu, vì thế giá trúng thầu bình quân đương nhiên

không cần dự đoán, gần như đã được báo trước ở mức giá thấp.

- Do tâm lý nhà đầu tư không ưa chuộng cổ phiếu IPO. Trước đây, các nhà đầu tư tích cực tìm kiếm các đợt IPO để tham gia đầu giá cổ phiếu thì hiện nay rất ít người quan tâm vì sợ mua cổ phiếu IPO, do hiệu ứng tâm lý bán tháo nhất thời của nhà đầu tư trong tình trạng thị trường trầm lắng.

- Đề lý giải về sự không thành công của hoạt động IPO, là do phương thức tính giá trị cổ phần khi IPO của nhiều doanh nghiệp có vấn đề và giá đưa ra đã khiến nhà đầu tư không muốn tham gia. Một đợt IPO đầy tiềm năng sẽ không còn hấp dẫn, nếu cổ phần được chào bán ở mức giá quá cao.

Các biến giải thích khác trong hồi quy dường như không có bất kỳ tác động nào đối với mức độ định dưới giá. Điều này cho thấy mức vốn giữ lại, tỷ lệ mua vượt mức và quy mô doanh nghiệp không ảnh hưởng đến việc cổ phiếu bị định dưới giá.

Nhân tố mức vốn giữ lại không có mối tương quan với mức độ định dưới giá. Theo kỳ vọng là nhân tố này có thể tác động cùng chiều hoặc ngược chiều với mức độ định dưới giá. Giả thuyết thứ nhất cho rằng mức độ vốn giữ lại cao có thể liên quan với nguy cơ tước đoạt quyền lợi của cổ đông thiểu số. Trong trường hợp như vậy, các nhà đầu tư sẽ chỉ mua cổ phần khi giá thực sự thấp. Mặt khác, giả thuyết thứ hai cho rằng khi chủ sở hữu hoặc nhà điều hành tự tin về triển vọng phát triển trong tương lai của doanh nghiệp, họ sẽ giữ lại một tỷ lệ vốn cao, phát tín hiệu gửi đến

các nhà đầu tư tiềm năng về giá trị thực của doanh nghiệp, doanh nghiệp sẽ có khả năng để thiết lập mức giá cao hơn cho đợt chào bán. VN là một thị trường IPO đặc trưng của sở hữu nhà nước, tuy nhiên tiến trình cổ phần hóa phải đúng theo quy định không làm thất thoát tài sản nhà nước. Ngoài ra, ở VN, giá IPO được xác định theo phương thức đấu giá, các nhà đầu tư quyết định giá đấu cổ phiếu, Nhà nước khó có thể can thiệp. Từ hai nguyên nhân trên, có thể thấy sự không tác động của mức vốn giữ lại đến mức độ định dưới giá thực tế tại VN là một điều đương nhiên.

Theo lý thuyết, khi mức cầu cao, số lượng cổ phiếu được đặt mua lớn, có thể vượt quá số cung nhiều lần sẽ đẩy mức giá trúng thầu lên cao. Tuy nhiên, phần lớn trong tỷ lệ đăng ký mua vượt mức là do mong đợi của các nhà đầu tư tiềm năng bị thúc đẩy bởi lợi nhuận trong ngắn hạn. Hơn nữa, tại VN, trong cơ chế IPO thông qua đấu giá, tuy tỷ lệ đăng ký mua vượt mức, nhưng giá trúng thầu phụ thuộc vào mức giá đấu thầu mà các nhà đầu tư đặt ra. Điều này đã giải thích tại sao nhân tố tỷ lệ mua vượt mức không có tác động đến mức độ định dưới giá.

Đối với nhân tố quy mô doanh nghiệp kết quả không như kỳ vọng, mức độ định dưới giá không có quan hệ với quy mô doanh nghiệp. Điều này là do các nhà đầu tư trong đợt IPO hoài nghi về giá trị của thông tin đã được công bố trên Bản cáo bạch IPO của các doanh nghiệp phát hành. Doanh nghiệp có quy mô càng lớn, nhưng không có cơ chế nghiêm ngặt trong việc minh bạch thông tin, thì vấn đề bất cân xứng thông tin vẫn tồn tại.

Để kiểm tra lại mức độ đáng tin

cậy của các kết quả mô hình, biến số kiểm soát là biến giả được sử dụng trong trường hợp nếu doanh nghiệp IPO trước năm 2007 sẽ bằng 0 và bằng 1 trong trường hợp ngược lại. Sự tồn tại của biến kiểm soát không liên quan đến mức độ định dưới giá. Điều này chỉ ra rằng tình hình TTCK VN vào thời điểm IPO không ảnh hưởng đến việc định giá khi phát hành của doanh nghiệp.

## 5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu đưa ra những bằng chứng về hiện tượng định dưới giá cho mẫu gồm 31 đợt IPO các doanh nghiệp đã niêm yết tại HOSE giai đoạn 2003 - 2012. Với mức độ định dưới giá trung bình lần lượt là 12,27%, 10,09% và 8,83% cho ngày giao dịch đầu tiên, thứ hai và thứ ba.

Nhóm nghiên cứu cũng đã xem xét mối quan hệ giữa mức độ định dưới giá và một tập hợp các biến giải thích giả thuyết là có tác động đến mức độ định dưới giá. Dựa trên kết quả phân tích hồi quy đa biến, có thể kết luận có bốn nhân tố tác động mạnh lên mức độ định dưới giá các doanh nghiệp đã niêm yết trên HOSE là: Độ trễ niêm yết (Del), giá chào bán (Price), thời gian hoạt động của doanh nghiệp (Age) và quy mô đợt IPO (Osize). Các nhân tố này có ý nghĩa thống kê và có tác động đối với mức độ định dưới giá (MAR 1, 2 và 3). Các biến giải thích khác là mức vốn giữ lại (Capret), tỷ lệ mua vượt mức (Over) và quy mô doanh nghiệp (Fsize) dường như không có bất kỳ tương quan nào với mức độ định dưới giá. Cuối cùng, có thể thấy sự tham gia của biến kiểm soát về thời điểm IPO của doanh nghiệp trước hay sau năm 2007 đã không có bất kỳ vai trò gì trong việc làm

giảm mức độ bất cân xứng thông tin cũng như sự không chắc chắn xung quanh vấn đề IPO.

Từ kết quả nghiên cứu, nhóm nghiên cứu kiến nghị một số đề xuất nhằm hạn chế hiện tượng định dưới giá trong hoạt động IPO của các doanh nghiệp niêm yết tại HOSE như sau:

**Thứ nhất**, cần nâng cao tính chính xác trong hoạt động định giá doanh nghiệp vì giá chào bán thấp và không phản ánh đúng giá trị doanh nghiệp là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến hiện tượng định dưới giá.

**Thứ hai**, thời gian hoạt động của doanh nghiệp cũng có sự ảnh hưởng đến mức độ định dưới giá khi IPO. Thực tế cho thấy mức độ định dưới giá có xu hướng tăng cao đối với những doanh nghiệp còn non trẻ. Do đó, cần có khung pháp lý phù hợp về thời điểm IPO đối với từng loại hình doanh nghiệp cụ thể.

**Thứ ba**, cần đảm bảo mức cân bằng cung cầu trong hoạt động IPO của các doanh nghiệp, tránh tình trạng lượng cầu cổ phiếu quá thấp trong các đợt phát hành. Các doanh nghiệp có quy mô chào bán lớn có thể chia nhỏ lượng cổ phần phát hành thành nhiều đợt với mức giá hợp lý.

Cuối cùng, cần hạn chế tối đa tình trạng bất cân xứng thông tin vì đây cũng là một trong những nhân tố dẫn đến hiện tượng định dưới giá xảy ra một cách nghiêm trọng. Các giải pháp chặt chẽ về công bố và kiểm soát thông tin sẽ đảm bảo được sự công bằng cho các nhà đầu tư và tránh tình trạng định giá doanh nghiệp sai lệch ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Bozzolan, S., & Ipino E. (2007), "Information Asymmetries and IPO Underpricing: The Role of Voluntary Disclosure of Forward-Looking Information in the Prospectus, SSRN working paper", Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=999518> or [ht tp:// dx. doi. org/ 10. 2139/ ssrn. 999518](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.999518).

Chalk, A.J., & Peavy J.W. (1987), "Initial Public Offerings: Daily Returns, Offering Types, and the Price Effect", *Financial Analysts Journal*, 43.

Chowdhry, B., & Sherman, A. (1996), "International Differences in Over-Subscription and Underpricing of IPOs", *Journal of Corporate Finance*, 2, 359-381.

Clarkson, P. M., & Merkle J. (1994), "Ex Ante Uncertainty and the Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, II(1), 54-67.

Fernando, Chitru S., Srinivasan Krishnamurthy & Spindt P.A. (1999), "Is Share Price Related to Marketability? Evidence from Mutual Fund Share Splits", *Financial Management* 28, 54-67.

Gompers, P. A., & Metrick A. (2001), "Institutional Investors and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 229-259.

Ibbotson, R. G. (1975), "Price Performance of Common Stock New Issues", *Journal of Financial Economics* 2, 235-272.

Logue, D. E. (1973), "On the Pricing Of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 91-103.

Michaely, R., & Shaw, W.H. (1994), "The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse Selection and Signaling Theories", *Review of Financial Studies* 7, 279-292.

Mroczkowski, N. A., & Tanewski G. (2004), *Using Accounting Standards to Delineate Family and Non-Family Controlled Firms*, Caulfield East, Victoria, Australia: Working Paper, Faculty of Business and Economics, Monash University.

## Vùng Đồng bằng sông Cửu Long... (Tiếp theo trang 49)

**Thứ tư**, hệ thống ASXH và phúc lợi xã hội phải bảo đảm chủ động, tích cực và có tính xã hội hoá cao. Theo đó, cùng với tăng cường vai trò của Nhà nước, phải huy động mọi nguồn lực của xã hội, nâng cao trách nhiệm và năng lực tự an sinh của mỗi cá nhân, gia đình và cộng đồng; vừa trợ giúp kịp thời, hiệu quả trong việc bảo đảm mức sống tối thiểu của người dân, vừa góp phần quan trọng thúc đẩy xoá đói giảm nghèo, không ngừng nâng cao đời sống vật chất và tinh thần của nhân dân.

**Thứ năm**, xây dựng một hệ thống an sinh xã hội và phúc lợi xã hội đa tầng, linh hoạt, bền vững, có thể hỗ trợ lẫn nhau, công bằng về trách nhiệm và lợi ích, chia sẻ rủi ro, hướng tới bao phủ toàn dân, tập trung hỗ trợ cho những người nghèo, hộ nghèo, phù hợp với điều kiện kinh tế - xã hội của ĐBSCL.

**Thứ sáu**, tiếp tục hoàn thiện cơ chế chính sách nhằm mở rộng sự tham gia của mọi chủ thể vào cung cấp ngày càng nhiều hơn với chất lượng tốt hơn các dịch vụ công cộng. Tạo điều kiện thuận lợi để mọi người dân đề cao trách nhiệm, nâng cao năng lực và tham gia thiết thực vào việc bảo đảm an sinh xã hội, phúc lợi xã hội. Khuyến khích phát triển các mô hình an sinh xã hội tự nguyện ở cộng đồng, các doanh nghiệp cung ứng dịch vụ công cộng theo cơ chế phi lợi nhuận và các hình thức hợp tác công - tư. Đẩy mạnh các cuộc vận động xã hội như: ngày vì người nghèo, phong trào tương thân tương ái, xây dựng nhà tình nghĩa, nhà đại đoàn kết dân tộc...

### 4. Kết luận

Hiện nay, việc bảo đảm ngày càng tốt hơn an sinh xã hội và phúc lợi xã hội là một nội dung chủ yếu trong chiến lược phát triển kinh tế - xã hội lâu dài của ĐBSCL. Đây cũng là một yêu cầu bức thiết của quá trình phát triển nhanh và bền vững của tỉnh trong bối cảnh hội nhập. Với nhận thức mới và quyết tâm cao của các cấp ban ngành trong tỉnh, chúng ta tin tưởng và hy vọng rằng, ĐBSCL sẽ trở thành tỉnh kiểu mẫu, đi đầu trong cả nước thực hiện ngày càng tốt hơn nhiệm vụ bảo đảm ASXH và phúc lợi xã hội, góp phần nâng cao đời sống vật chất, tinh thần cho nhân dân, trong đó có người công nhân, nhất là trong bối cảnh hội nhập như hiện nay ●

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

Các văn bản pháp luật về chính sách hỗ trợ đối với người nghèo và bảo trợ, cứu trợ xã hội (2001), NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.

Đảng Cộng sản VN (2011), *Văn kiện Đại hội Đại biểu toàn quốc lần thứ XI*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.

Mai Ngọc Cường (2009), *Xây dựng và hoàn thiện hệ thống chính sách an sinh xã hội ở VN*, Nxb CTQG, Hà Nội.

[http://cpv.org.vn/cpv/Modules/News/NewsDetail.aspx?co\\_id=10045&cn\\_id=128220](http://cpv.org.vn/cpv/Modules/News/NewsDetail.aspx?co_id=10045&cn_id=128220)

<http://www.vietnam-briefing.com/news/social-security-vietnam-social-insurance.html>

<http://www.clrri.org>