

BẰNG CHỨNG VỀ HIỆN TƯỢNG ĐỊNH DƯỚI GIÁ CỦA CÁC IPO TẠI VIỆT NAM

TRẦN THỊ HẢI LÝ* & DƯƠNG KHA**

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm tìm bằng chứng cho hiện tượng định dưới giá trong ngắn hạn và những nhân tố giải thích cho mức độ định dưới giá trên mẫu các cuộc IPO trong giai đoạn từ tháng 1/2005 đến tháng 7/2012 tại VN. Nhóm tác giả tìm thấy bằng chứng hỗ trợ cho việc định dưới giá, với mức định dưới giá là 38% và 49%. Sử dụng hồi quy bootstrap, kết quả cho thấy hai nhân tố tỉ lệ mua vượt mức và mức giá khởi điểm của các cuộc đấu giá có tương quan ngược chiều như kì vọng lên mức độ định dưới giá, nhân tố điều kiện thị trường tác động không thực sự mạnh. Các nhân tố khác như quy mô, độ trễ niêm yết, tuổi công ty, sở hữu nhà nước sau IPO không có tương quan với mức độ định dưới giá tại VN.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, định dưới giá trong ngắn hạn, phát hành lần đầu ra công chúng (IPO).

1. Giới thiệu

Initial Public Offering (IPO) là việc một doanh nghiệp lần đầu phát hành cổ phần thường của mình ra công chúng. IPO không chỉ là một sự kiện có ý nghĩa quan trọng đối với doanh nghiệp mà nó còn hấp dẫn về mặt học thuật bởi những mẫu hình thực nghiệm được phát hiện ở nhiều thị trường chứng khoán quốc tế. Một trong số các mẫu hình đó là hiện tượng định dưới giá.

IPO của các doanh nghiệp VN có những điểm đặc thù: Những cuộc IPO lớn thuộc về các doanh nghiệp tiền thân là doanh nghiệp nhà nước và sau IPO tỉ lệ sở hữu nhà nước vẫn khá cao. Bên cạnh đó, cơ chế định giá IPO ở VN là đấu giá riêng biệt, trong khi đó cơ chế định giá ở hầu hết các thị trường là lập danh sách. Thêm nữa, khoảng thời gian để doanh nghiệp IPO niêm yết trên sở giao dịch chính thức khá dài. Những đặc thù này đòi hỏi cần phải có nghiên cứu về mức độ định giá thấp IPO tại đây và tìm ra những nhân tố chính chi phối mức độ định giá thấp đó, nhằm đưa ra hàm ý chiến lược đầu tư cổ phiếu IPO. Đến nay, theo nghiên cứu của nhóm tác giả, chỉ có nghiên cứu của Gavriel Ayi Ayayi (2011) thực hiện cho thị trường VN. Tuy nhiên, nghiên cứu của Gavriel Ayi Ayayi có những hạn chế: (1) Chỉ nghiên cứu các cuộc IPO từ

tháng 2/2005 đến tháng 6/2007, đây là giai đoạn thị trường nhìn chung trong xu thế tăng, do vậy, việc mở rộng giai đoạn nghiên cứu để bao gồm cả thời kì thị trường sụt giảm là cần thiết; (2) chưa có những kiểm định thống kê mà chỉ phân tích thống kê mô tả cho nên không thể có những kết luận chắc chắn cho bằng chứng về định dưới giá; (3) chưa kiểm định các nhân tố chi phối mức độ định giá thấp IPO tại thị trường VN; và (4) xem xét mức độ định dưới giá trên mẫu lớn hơn nhưng bao gồm cả những đấu giá không phải IPO. Thực ra các phân tích thống kê cho mức độ định dưới giá trong Gavriel Ayi Ayayi (2011) cũng chỉ thực hiện trên mẫu 30 công ty. Với thực tế này, những nghiên cứu định lượng tiếp theo cho VN là cần thiết.

2. Cơ sở lí thuyết

2.1. Khái quát về IPO

IPO là việc một doanh nghiệp lần đầu phát hành cổ phần thường của mình ra công chúng. Trong vòng đời của mình, mỗi doanh nghiệp chỉ có một lần thực hiện IPO. Một phần của IPO có thể là cung ứng lần đầu (công ty phát hành cổ phần để huy động vốn mới), hoặc là cung ứng lần thứ hai, đó là việc các cổ đông trước IPO của công ty (thường là các nhà sáng lập hoặc các quỹ đầu tư mạo hiểm đã đầu tư vào công ty trong giai đoạn khởi sự) chuyển giao một phần tài

sản của họ cho các cổ đông mới bằng việc bán một số cổ phần của mình trong đợt IPO. Ba chủ thể chính tham gia vào IPO là nhà phát hành, nhà bảo lãnh và nhà đầu tư. Cấu trúc sở hữu và cơ chế quản trị của công ty sẽ thay đổi đáng kể sau IPO.

Có một vài cơ chế định giá IPO chủ yếu, bao gồm: đấu giá, chào bán với giá cố định, hoặc lập danh sách. Trong cơ chế đấu giá, giá cả được xác định dựa vào giá đấu của nhà đầu tư, nghĩa là giá sẽ được xác định trong cuộc đấu giá. Trong cơ chế giá cố định, giá phát hành được thiết lập trước. Nếu cầu vượt quá cung, việc phân phối sẽ được tiến hành dựa trên tỉ lệ lượng đặt mua của nhà đầu tư. Trong cơ chế lập danh sách, các nhà bảo lãnh phát hành sẽ thực hiện các cuộc roadshow tới các nhà đầu tư tiềm năng để xác định tổng mức cầu và giá mà các nhà đầu tư có thể chấp nhận, sau đó cùng với doanh nghiệp xác lập ra mức giá chào bán.

2.1.1. Định dưới giá trong ngắn hạn

Các cổ phiếu trong đợt IPO nhìn chung là được định dưới giá. Tuy nhiên, cần hiểu rõ bản chất của việc định dưới giá ở góc độ lý thuyết và ở góc độ thực nghiệm. Một cổ phần được định dưới giá theo lý thuyết phải được hiểu là giá thị trường của nó thấp hơn giá trị nội tại, nghĩa là tỷ lệ % chênh lệch giữa giá trị nội tại và giá phát hành là dương. Trong đó, giá trị nội tại được tính toán dựa trên các ước tính dòng tiền trong tương lai chiếu khấu về hiện tại. Tuy nhiên việc ước lượng dòng tiền trong tương lai của doanh nghiệp cũng như suất chiết khấu để quy dòng tiền đó về hiện tại là việc làm không hề đơn giản, do tính không chắc chắn của dòng tiền tương lai. Vì thế về mặt thực nghiệm, một cổ phần IPO được xem là bị định dưới giá khi tỉ suất sinh lợi điều chỉnh thị trường ngay giao dịch đầu tiên của nó là dương. Trong đó, tỉ suất sinh lợi điều chỉnh thị trường ngay giao dịch đầu tiên được xác định bằng chênh lệch giữa tỉ suất sinh lợi cổ phần IPO và tỉ suất sinh lợi của chỉ số đại diện thị trường tại ngày giao dịch đầu tiên đó.

Định dưới giá là một chi phí khá lớn đối với nhà phát hành, nó chiếm tỉ phần đáng kể trong chi phí liên quan đến cuộc IPO. Tuy nhiên, chi phí này cũng đi kèm với những lợi ích cho bên phát hành sẽ giúp tăng khả năng thành công của đợt phát hành, để công ty không bỏ lỡ các kế hoạch kinh doanh. Hơn nữa một mức giá phát hành thấp làm tăng giá cổ phần khi

chúng được giao dịch trên thị trường thứ cấp và qua đó cũng gia tăng khả năng huy động vốn trong những lần tiếp theo của doanh nghiệp phát hành.

2.1.2. Những nhân tố giải thích cho việc định dưới giá

Từ các nghiên cứu trên thế giới, tác giả rút ra những nhân tố có thể lý giải cho việc định dưới giá IPO:

- Tỉ lệ mua vượt mức: Theo Biais & Faugeron-Crouzet (2000), mức độ định dưới giá sẽ giảm khi số lượng cổ phiếu được đặt mua tăng, hàm ý 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. Chi & Padgett (2005) tìm thấy mức định giá thấp chủ yếu được giải thích bởi sự mất cân đối giữa cung-cầu, và một tỉ lệ lớn các nhà đầu tư tham gia mua cổ phiếu IPO là các nhà đầu tư cá nhân không có thông tin trên thị trường Trung Quốc.

- Sở hữu nhà nước: Các nghiên cứu thực nghiệm trên dữ liệu các đợt IPO của Trung Quốc - một thị trường IPO có những đặc trưng sở hữu nhà nước tương tự như VN, tìm thấy sở hữu nhà nước là một nhân tố giải thích cho mức độ định dưới giá IPO. Trong một cuộc IPO doanh nghiệp nhà nước này, bên bán cổ phần là nhà nước (là chủ sở hữu toàn bộ công ty trước IPO và sở hữu một phần công ty sau IPO) và bên mua là các nhà đầu tư bên ngoài, những người không có thông tin đầy đủ về chất lượng của các doanh nghiệp nhà nước. Để IPO thành công, nhà nước phải định giá thấp để thu hút các nhà đầu tư tham gia. Chi & Padgett (2005) đã hỗ trợ cho lập luận này với kết quả tìm thấy ở Trung Quốc, tỉ lệ sở hữu nhà nước sau IPO có tương quan nghịch với mức độ định dưới giá.

- Giá khởi điểm: Giá phát hành ban đầu của các cuộc IPO có thể cho biết sự tồn tại của định giá thấp. Mức giá phát hành được thiết lập thấp, nghĩa là mức định dưới giá càng cao, để thu hút các nhà đầu tư tiềm năng. Ibbotson & cộng sự (1988) tìm thấy các công ty đưa ra mức giá phát hành thấp sẽ có mức định dưới giá cao.

- Quy mô: Quy mô công ty được xem là một trong những thước đo cho mức độ bất cân xứng thông tin, dựa trên lập luận là những công ty quy mô lớn thường được biết rõ hơn và mức độ không chắc chắn thấp hơn so với công ty nhỏ. Adjasi & cộng sự (2011) đã tìm

thấy bằng chứng về mối tương quan nghịch giữa quy mô công ty và mức độ định dưới giá.

- Tuổi của công ty: Một thước đo khác đại diện cho mức độ bất cân xứng thông tin là độ tuổi công ty. Một công ty có tuổi đời càng dài thì được nhà đầu tư biết rõ hơn là công ty có tuổi đời ngắn. Tian (2011) tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tuổi công ty và mức độ định dưới giá trên mẫu các IPO tại Trung Quốc.

- Độ trễ niêm yết: Thời gian từ thời điểm IPO cho đến khi niêm yết là một đại diện khác cho mức độ không chắc chắn và rủi ro thanh khoản cho cả bên phát hành và người mua. Khoảng thời gian này càng dài, rủi ro sẽ càng cao đòi hỏi mức độ định dưới giá càng lớn.

- Rủi ro của công ty: Mức độ định dưới giá sẽ tăng cùng với mức độ không chắc chắn sau khi phát hành. Bradley & cộng sự (2009) cho rằng các công ty có rủi ro càng lớn thì mức độ định dưới giá càng cao.

- Điều kiện thị trường: Điều kiện thị trường được kì vọng có mối quan hệ cùng chiều với tỉ suất sinh lợi ngày đầu tiên, bởi nếu thị trường trong xu hướng tăng, nhiều khả năng cầu đối với các cổ phiếu IPO trong ngày giao dịch đầu tiên cũng tăng, điều này làm tăng tỉ suất sinh lợi ngày giao dịch đầu tiên và ngược lại.

3. Nghiên cứu thực nghiệm của quốc tế

Mỹ có thị trường IPO năng động nhất thế giới, ngay cả với mức định dưới giá trung bình ở vào khoảng 10% đến 20%. Nghiên cứu của Ivo Welch & Jay Ritter (2002) là một nghiên cứu hệ thống cho thấy việc định dưới giá các cuộc IPO ở Mỹ qua các giai đoạn và tìm thấy tỉ suất sinh lợi trung bình ngày đầu là 18,8%.

Các nghiên cứu thực hiện trên dữ liệu của các thị trường phát triển khác cũng tìm thấy bằng chứng hỗ trợ cho hiện tượng IPO định dưới giá. David Chambers & Elroy Dimson (2009) báo cáo tỉ suất sinh lợi ngày đầu trung bình ở Anh trong giai đoạn 1917 đến 2007 là 14,57%. Frank Kerins & cộng sự (2007) tìm thấy mức định dưới giá là 8,59% trên các IPO tại Nhật.

Ở các thị trường mới nổi, mức độ định dưới giá được báo cáo cao hơn so với các thị trường phát triển. Tian (2011) tìm thấy mức độ định giá thấp trung bình của Trung Quốc là 247%. Charles K.D. Adjasi &

cộng sự (2011) tìm thấy tỉ suất sinh lợi bất thường trung bình ngày đầu tiên của 55 cuộc IPO ở thị trường Nigeria là 43,28%. Lalith P. Samarakoon (2010) cung cấp bằng chứng cho thấy mức độ định dưới giá của 105 cuộc IPO ở thị trường chứng khoán Sri Lanka là 34%. Boudriga & cộng sự (2009) tìm thấy tỉ suất sinh lợi điều chỉnh thị trường trong ngày giao dịch đầu tiên của 34 cuộc IPO ở thị trường chứng khoán Tunisia là 16,07%.

Như vậy, có thể thấy việc định dưới giá các IPO là mẫu hình phổ biến ở hầu hết các thị trường, tuy nhiên mức độ định dưới giá lại có sự dao động đáng kể giữa các thị trường. Nguyên nhân có thể xuất phát từ những yếu tố mang tính đặc thù của từng thị trường như: cơ chế đấu giá, mức độ kéo dài của thời gian niêm yết, đặc trưng sở hữu...

4. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

4.1. Đo lường mức độ định dưới giá IPO

Định dưới giá phần lớn được đo lường bằng tỉ suất sinh lợi ngày giao dịch đầu tiên điều chỉnh thị trường. Ở những thị trường phát triển, thời gian giữa thời điểm IPO và thời điểm niêm yết thường ngắn, thì mức độ định dưới giá (AR) của cổ phiếu i được tính bằng tỉ suất sinh lợi điều chỉnh ngày giao dịch đầu tiên như sau:

$$AR_i = R_i - R_m$$

Trong đó, R_i và R_m lần lượt là tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu i và của thị trường từ ngày IPO của cổ phiếu i đến ngày giao dịch đầu tiên của nó.

Một số học giả cho rằng bằng chứng về định dưới giá có thể nhạy cảm với cách thức đo lường. Đặc biệt ở các thị trường kém phát triển, thời gian gián đoạn từ khi IPO cho đến khi niêm yết thường kéo dài vài tháng, thậm chí là vài năm, và do đó đòi hỏi cách tính toán khác cho mức độ định dưới giá (MAAR) như sau:

$$MAAR_i = \frac{1 + R_i}{1 + R_m} - 1$$

Nhóm tác giả sẽ sử dụng cả hai thước đo mức độ định dưới giá nói trên trong nghiên cứu này để có kết luận chắc chắn hơn về bằng chứng của việc định dưới giá.

4.2. Phương pháp kiểm định

Phương pháp kiểm định trung bình được sử dụng để trả lời cho câu hỏi có bằng chứng định dưới giá của các IPO.

Phương pháp hồi quy được dùng để đánh giá các nhân tố giải thích cho mức độ định dưới giá. Mô hình hồi quy tuyến tính giữa biến số tỉ suất sinh lợi điều chỉnh thị trường ngày giao dịch đầu tiên với các biến độc lập được mô tả trong Bảng 1.

Bảng 1. Các nhân tố thích mức độ định dưới giá

Biến giải thích	Ký hiệu	Giải thích
Tỉ lệ mua vượt mức	Demand	Số lượng đặt mua/số lượng chào bán
Độ trễ niêm yết	LnDel	Logarit của số ngày từ khi IPO đến khi niêm yết
Tuổi công ty	LnAge	Logarit của số năm tính từ năm công ty được thành lập đến năm IPO
Rủi ro của công ty	Std	Độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu công ty trong vòng 6 tháng kể từ ngày giao dịch đầu tiên.
Quy mô công ty	LnFSIZE	Logarit của Tổng tài sản trước năm IPO
Sở hữu nhà nước sau IPO	Stateown	Tỉ lệ sở hữu của Nhà nước sau IPO
Điều kiện thị trường	MarReturn	Tỉ suất sinh lợi tích lũy của Vn-Index 3 tháng trước ngày giao dịch đầu tiên
Giá khởi điểm	LnResprice	Logarit của giá khởi điểm

$$\begin{aligned} \text{MAAR (hoặc AR)} = & \beta_1 + \beta_2 \text{Demand} + \beta_3 \\ & \text{LnDel} + \beta_4 \text{LnAge} + \beta_5 \text{Std} + \beta_6 \text{LnFSIZE} + \beta_7 \\ & \text{Stateown} + \beta_8 \text{MarReturn} + \beta_9 \text{LnResprice} + e_i \end{aligned}$$

Mô hình trên được chạy bằng phương pháp hồi quy OLS; OLS robust để hiệu chỉnh sai số và bootstrap.

Mặc dù, hồi quy OLS là phương pháp chi phối hầu hết các nghiên cứu nhân tố giải thích cho mức độ định dưới giá IPO trên thế giới. Tuy nhiên, hồi quy OLS đòi hỏi giả định phân phối chuẩn. Trong trường hợp quy mô mẫu là nhỏ, thì 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. Đó là lí

do tác giả sử dụng thêm kỹ thuật này trong điều kiện mẫu nhỏ ở VN, bên cạnh kỹ thuật hồi quy OLS.

4.3. Dữ liệu

Dữ liệu về các IPO được thu thập từ HOSE và HNX. Ngoài ra, nhóm tác giả cũng thu thập được 4 công ty trên sàn Upcom có dữ liệu đấu giá. Quy trình thu thập dữ liệu cụ thể như sau:

Đầu tiên, tác giả thu thập danh sách tất cả các công ty niêm yết trên HOSE và HNX. Tính đến tháng 7/2012, số cổ phiếu niêm yết trên hai sở là 698. Tiếp theo, tác giả thu thập danh sách các cuộc đấu giá trên hai sở. Số cuộc đấu giá trên cả hai sở được công bố đến tháng 7/2012 là 348.

Đối chiếu danh sách niêm yết với danh sách đấu giá, tác giả tìm ra chỉ 108 công ty trong số 348 này được niêm yết (52 công ty trên HOSE và 54 công ty trên HNX). Với sự sẵn có của 4 cuộc đấu giá các cổ phiếu trên Upcom, tác giả có được 110 cuộc đấu giá.

Dữ liệu về những cuộc đấu giá này được thu thập từ các báo cáo công bố thông tin đấu giá của các sở giao dịch. Ngày giao dịch đầu tiên được xác định từ mục niêm yết trên website của sở và kiểm tra lại trên bộ dữ liệu giá của công ty Phú Toàn và Vietstock.

Các thông tin cơ bản của doanh nghiệp IPO được thu thập từ từng bản cáo bạch của công ty. Trong số này, một vài công ty không tìm thấy bản cáo bạch IPO nên không thu thập được thông tin về tổng tài sản của năm trước IPO. Số cuộc đấu giá có đủ các dữ liệu là 108. Tuy nhiên, khi so sánh giữa ngày đấu giá và ngày niêm yết thì có 39 cuộc đấu giá được thực hiện sau ngày niêm yết, một số là các cuộc đấu giá lần thứ hai. Về bản chất, đó không phải là các đấu giá IPO và bị loại ra khỏi mẫu. Mẫu còn lại là 69 cuộc IPO.

5. Phân tích bằng chứng về hiện tượng định dưới giá các IPO tại VN

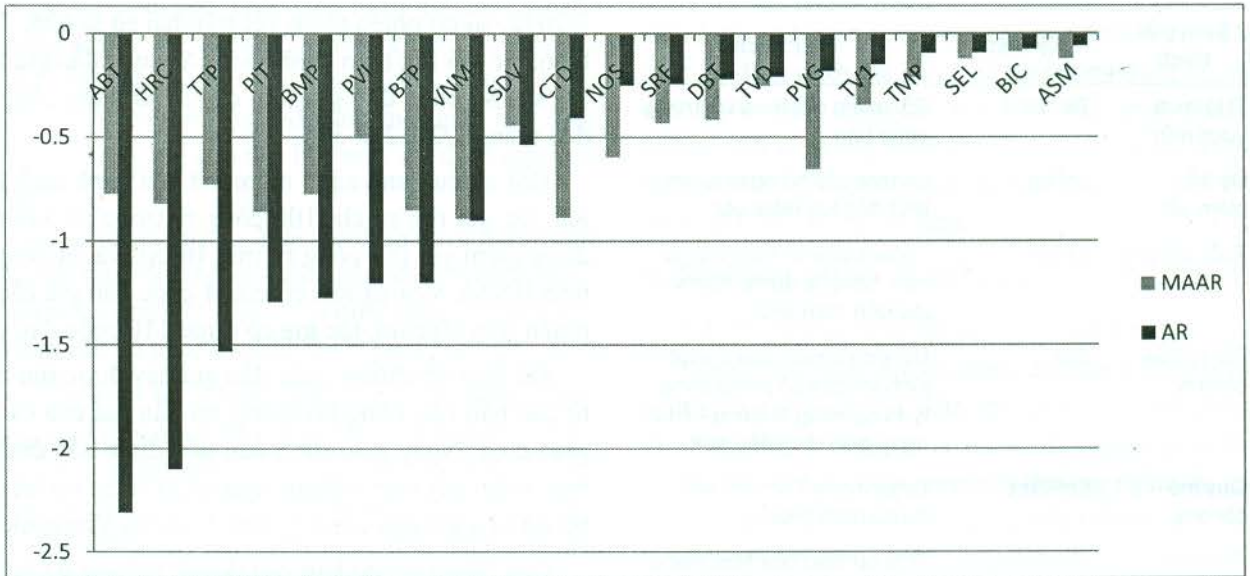
5.1. Bằng chứng định dưới giá các IPO tại VN

Hình 1 cho thấy mức độ định dưới giá của các công ty trong mẫu khá rộng, MAAR của Công ty khoan và dịch vụ dầu khí lên tới 361%, trong khi MAAR của công ty cổ phần Sữa VN là -89%. Thước đo AR thể hiện mức độ biến thiên thậm chí còn cao hơn. Công ty khoan và dịch vụ dầu khí có AR lên tới 753%, công ty ABT có AR nhỏ nhất là -231%.

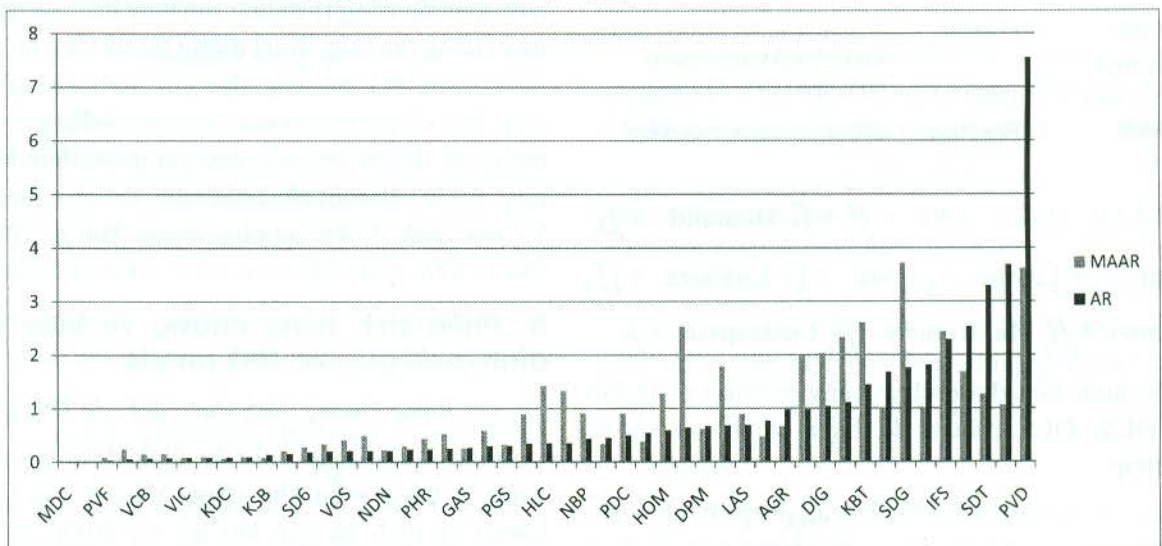
Có 49 trong 69 cuộc IPO có MAAR (AR) dương. Mức độ định dưới giá trung bình theo MAAR là 49,09%, với độ lệch chuẩn là 103,5%. Giá trị độ lệch chuẩn cao cho thấy mức độ định dưới giá của các cuộc IPO trong mẫu phân tán khá lớn. Tính theo AR, mức độ định dưới giá 38,01% và cũng với một độ lệch chuẩn khá cao là 134,5%. Bảng 2a cho thấy mức độ định dưới giá trung bình tính bằng MAAR có ý nghĩa thống kê 1%; mức ý nghĩa đối với AR là 5%. Như

vậy, có thể kết luận rằng có bằng chứng về việc định dưới giá ở các cuộc IPO tại VN.

Nhóm tác giả cũng xem xét mức độ định dưới giá giữa các cuộc IPO của doanh nghiệp tài chính và phi tài chính. Bảng 2b cho thấy mức độ định dưới giá của các doanh nghiệp phi tài chính (MAAR trung bình là 51,53%) lớn hơn các doanh nghiệp tài chính (MAAR trung bình là 32,82) nhưng sự khác biệt này không có



1a. Các công ty có tỉ suất sinh lợi ngày đầu điều chỉnh thị trường âm



1b. Các công ty có tỉ suất sinh lợi ngày đầu điều chỉnh thị trường dương

Hình 1. Mức độ định dưới giá của các công ty trong mẫu

Nguồn: Nhóm tác giả tính từ dữ liệu đầu giá trên HOSE, HNX và Upcom; dữ liệu giao dịch lấy từ công ty Phú Toàn.

ý nghĩa thống kê. Nhóm các công ty, doanh nghiệp tài chính bao gồm 9 cuộc IPO của các ngân hàng và công ty chứng khoán (chiếm 13,04%) nhưng chủ yếu là các cuộc IPO những tập đoàn và ngân hàng nhà nước lớn, chiếm lĩnh thị phần kinh doanh ngân hàng, bảo hiểm. Chẳng hạn như: Tập đoàn bảo hiểm Bảo Việt, Ngân hàng Ngoại Thương VN, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển VN, Tổng công ty bảo hiểm dầu khí VN. Mức độ định dưới giá của các doanh nghiệp tài chính nhìn chung thấp hơn các doanh nghiệp phi tài chính có phần do các cuộc IPO thuộc lĩnh vực tài chính ở VN trước đây được nhà đầu tư rất trông đợi và các nhà đầu tư kì vọng rất lớn vào sự tăng trưởng của lĩnh vực này cũng như việc cải thiện khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp khi có sự tham gia của tư nhân sau IPO. Nhưng kết quả hoạt động sau khi IPO đã không như kì vọng. Bên cạnh đó, thời điểm giao dịch lần đầu của các IPO tài chính lại chủ yếu diễn ra vào giai đoạn xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, do vậy các cổ phiếu tài chính chịu sự sụt giảm giá nhiều trong ngày giao dịch đầu tiên so với các cổ phiếu phi tài chính.

Để có cái nhìn về sự thay đổi của mức độ định dưới giá các IPO qua các giai đoạn tăng giảm của thị

trường, tác giả trình bày thêm giá trị trung bình của MAAR và AR qua các giai đoạn. Bảng 3 cho thấy MAAR trung bình của các cuộc IPO xảy ra vào các giai đoạn 2005-2007 và 2010-2012 xấp xỉ nhau và cao hơn so với giai đoạn 2008-2009. Nghiên cứu mẫu dữ liệu, nhóm tác giả nhận thấy số cuộc IPO trong giai đoạn 2008-2009 là 10 (chiếm 14,49% trong mẫu). Số lượng IPO sụt giảm đáng kể so với giai đoạn thị trường hưng thịnh trước đó. Nhóm tác giả cũng nhận thấy có 3 trong 10 trường hợp IPO trong 2008-2009 có MAAR bị âm, và không có trường hợp nào có MAAR lớn vượt trội, trong khi đó các cuộc IPO có mức độ định dưới giá mạnh thuộc về giai đoạn 2005-2007.

Khác với phần lớn các thị trường trên thế giới, ở đó cơ chế định giá chủ yếu là lập danh sách, tất cả các cuộc IPO của VN được thực hiện qua đấu giá riêng biệt. Vì thế, tỉ suất sinh lợi ngày đầu điều chỉnh được tính toán theo giá đấu thành công bình quân, nhưng thực ra mỗi nhà đầu tư trả giá bằng mức giá đấu thành công của chính họ. Những nhà đầu tư đặt mua với mức giá thấp nhất có thể kiếm được tỉ suất sinh lợi điều chỉnh ngày đầu cao hơn trung bình. Vì vậy, tác giả cũng báo cáo thêm tỉ suất sinh lợi ngày đầu điều

Bảng 2a. Kiểm định trung bình mức độ định dưới giá toàn mẫu

	Trung bình	Độ lệch chuẩn	t	p-value	Sai số chuẩn	Số quan sát
MAAR	0,4908865	1,035140	3,9392	0,0002	0,1246162	69
AR	0,3801205	1,344833	2,3479	0,0218	0,1618988	69

Bảng 2b. Kiểm định mức độ định dưới giá các doanh nghiệp tài chính và phi tài chính

	IPO các doanh nghiệp phi tài chính	IPO các doanh nghiệp tài chính	Chênh lệch	t	p-value	Số quan sát
MAAR	0,5153	0,3282	0,1871	0,5028	0,6167	60
AR	0,3845	0,3511	0,0334	0,0689	0,9453	9

Nguồn: Nhóm tác giả tính từ dữ liệu đấu giá trên HOSE và HNX và Upcom và dữ liệu giao dịch từ công ty Phú Toàn.

Bảng 3. Mức độ định dưới giá ở từng giai đoạn

	Giai đoạn		
	2005-2007	2008-2009	2010-2012
MAAR	0,5173	0,3263	0,5300
AR	0,4016	0,3016	0,3326

Nguồn: Nhóm tác giả tính từ dữ liệu đấu giá trên HOSE và HNX và Upcom; dữ liệu giao dịch lấy từ công ty Phú Toàn.

chính của các nhà đầu tư trúng giá thấp nhất. Các nhà đầu tư trúng giá cao nhất sẽ có tỉ suất sinh lợi thấp. Nhưng do quy định ở VN, người tham gia đấu giá chỉ yêu cầu ký quỹ 10% giá trị cổ phần đăng ký mua theo giá khởi điểm (theo quy định tại quy chế bán đấu giá cổ phần của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước kèm theo Quy định 115/QĐ-UBCK ngày 13/2/2007). Một số trường hợp điển hình trong mẫu nghiên cứu của chúng tôi có giá đấu thành công cao nhất gấp nhiều lần so với giá khởi điểm, chẳng hạn như IPO của công ty Thủy điện Thác Mơ, giá khởi điểm chỉ 20.000 đồng, nhưng giá đấu thành công cao nhất lên tới 56 triệu đồng, công ty Dược phẩm Bến Tre giá đấu thành công cao nhất là 29,5 triệu đồng, nhưng giá khởi điểm chỉ 17.000 đồng. Công ty Vận tải Biển Bắc có giá khởi điểm là 10.100 đồng nhưng giá đặt mua cao nhất lên tới 11,7 triệu đồng... sau đó phần lớn các đặt giá cao này được ghi nhận là bỏ cọc.

Một số người tham gia đấu giá có thể bóp méo giá bằng cách đặt mua với khối lượng nhỏ nhưng giá rất cao, sau đó không mua cổ phần nên giá cao nhất có khi là giá ảo. Vì lí do đó, tác giả không xem xét tỉ suất sinh lợi điều chỉnh đối với những nhà đầu tư đặt giá tối đa.

Bảng 4 cho thấy các nhà đầu tư trúng giá thấp nhất sẽ đạt được tỉ suất sinh lợi điều chỉnh thị trường là 67% so với mức trung bình 49,09% theo MAAR; 49,93% so với 38,01% theo AR. Các nhà đầu tư này kiếm được tỉ suất sinh lợi điều chỉnh cao hơn trung bình mẫu tương ứng là 18,36% và 11,92% ứng với thước đo MAAR và AR và đều có ý nghĩa thống kê ở 1%.

Mức giá đấu thành công cao nhất có thể bóp méo bằng chứng định dưới giá hay không? Nhóm tác giả cho rằng tỉ suất sinh lợi điều chỉnh trung bình của IPO bị tác động bởi những đặt giá quá cao, vì những đặt giá cao này sẽ làm thổi phồng giá đấu bình quân. Tuy nhiên nếu yếu tố này được loại bỏ thì mức định dưới giá thậm chí còn cao hơn nữa. Việc loại bỏ các giá đấu thành công quá cao chỉ có thể củng cố thêm bằng chứng cho việc định dưới giá.

Tuy nhiên, trong một thị trường phần lớn là nhà đầu tư nhỏ lẻ bị chi phối bởi tâm lí và hành vi bầy đàn (Thor & Tuấn (2007), Lý (2010)), những đặt giá cao có thể dẫn đến sự sai lệch giá đáng kể. Các đặt giá có thể có tương quan với nhau do trao nhà đầu tư đổi

thông tin trước và trong quá trình đấu giá và sai lệch giá bởi vì các nhà đầu tư không hợp lí vẫn có thể trả giá cao hơn cho cổ phiếu vào ngày giao dịch đầu tiên, tạo nên mẫu hình định dưới giá dai dẳng.

5.2. Giải thích mức độ định dưới giá IPO tại VN

Bảng 5 trình bày kết quả mô tả các yếu tố sẽ được xem xét trong phân tích hồi quy. Tỉ lệ mua vượt mức trung bình trong các đợt IPO là 4,28 lần. Mặc dù tỉ lệ này khá cao, nhưng mức độ phân tán khá rộng. Độ trễ thời gian niêm yết của các công ty IPO tại VN khá lớn, trung bình là 599 ngày. Độ tuổi trung bình từ khi thành lập đến khi niêm yết là 17,8 năm, biến thiên từ 2 năm đến 50 năm. Tuy nhiên, lưu ý rằng độ tuổi được tính từ khi thành lập, theo thông tin trên bản cáo bạch, khi thành lập một công ty có thể chỉ là một xí nghiệp thuộc sở hữu nhà nước và hoạt động một thời gian dài trong thời kì bao cấp, không chịu sự cạnh tranh, cho nên không hẳn công ty 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 công ty ở năm liền kề trước năm IPO trung bình là 7230 tỉ đồng, với khoảng biến thiên cũng khá lớn từ 34,59 tỉ đồng đến 167.127,83 tỉ đồng. Tỉ lệ sở hữu nhà nước trung bình trong mẫu là 48,55%. Giá khởi điểm các đợt đấu giá trung bình là 57.014 đồng nhưng độ lệch giữa giá khởi điểm thấp nhất và cao nhất cũng khá lớn. Tỉ suất sinh lợi tích lũy của thị trường 3 tháng trước ngày giao dịch đầu tiên trung bình là 3,78%.

Bảng 6 cho thấy quan tương quan giữa các nhân tố. Chúng ta thấy dường như có rất ít mối quan hệ giữa các biến giải thích với MAAR và AR. Kiểm định đa cộng tuyến cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích (cụ thể chỉ số VIF trung bình bằng 1,35).

Bảng 7a và 7b thể hiện kết quả hồi quy mức độ định dưới giá tính bằng MAAR và AR với các biến giải thích bằng cả 3 phương pháp OLS, OLS có hiệu chỉnh phương sai thay đổi và bootstrap, chỉ có hai nhân tố có tương quan âm với MAAR là tỉ lệ mua

Bảng 4. Tỷ suất sinh lợi ngày đầu trung bình của các đợt giá thấp nhất

	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Sai số chuẩn	Số quan sát
MAARmin	0,674563	1,187814	0,142996	69
MAAR	0,4908865	1,03514	0,1246162	69
Chênh lệch	0,1836765	0,4834554	0,582012	
t	3,1559			
p-value	0,0012			
ARmin	0,4993829	1,414594	0,1702971	69
AR	0,3801205	1,344833	0,1618988	69
Chênh lệch	0,1192624	0,28491	0,582012	
t	3,4771			
p-value	0,0004			

Nguồn: Nhóm tác giả tính từ dữ liệu đấu giá trên HOSE và HNX và Upcom; dữ liệu giao dịch lấy từ công ty Phú Toàn.

Bảng 5. Mô tả dữ liệu

	Trung bình	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Độ lệch chuẩn	Độ nghiêng	Độ nhọn
AR	0,3801	-2,3115	7,5439	1,3448	2,3812	13,7214
MAAR	0,4909	-0,8925	3,7132	1,0351	1,0988	4,1034
Demand	4,2874	0,0400	15,2981	3,6697	1,1601	3,6796
Del (ngày)	599,8	42	1.434	356	0,3980	2,4470
Age (năm)	17,8406	2,0000	50,0000	12,9293	0,9447	3,0538
Std	0,0372	0,0198	0,0990	0,0155	2,4626	9,5929
FSize (tỉ đồng)	7.230,48	34,59	167.127,83	28.555,98	5,1833	29,0235
Stateown	0,4855	0,0000	0,9989	0,2782	-0,5084	2,2112
MarRetun	0,0378	-0,3952	0,5945	0,2291	0,3811	2,4185
Resprice (đồng)	57.014	10.000	1.400.000	174176	6,9231	53,0327

Nguồn: Nhóm tác giả tính từ dữ liệu đấu giá, thông tin trong cáo bạch IPO của các doanh nghiệp trên HOSE và HNX và Upcom; dữ liệu giao dịch lấy từ công ty Phú Toàn.

vượt mức và giá khởi điểm ở mức ý nghĩa 1%. Đối với AR, ngoài hai nhân tố này, nhân tố điều kiện thị trường tương quan dương có ý nghĩa ở 10%.

Như đã đề cập, trong trường hợp mẫu nhỏ, các suy luận hồi quy từ phương pháp bootstrap chính xác hơn vì thế các những thảo luận dưới đây tác giả tập trung vào kết quả bootstrap.

- Tỷ lệ mua vượt mức: Nhân tố tỷ lệ mua vượt mức có mối quan hệ ngược chiều như kì vọng và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, với cả hai thước đo mức

độ định dưới giá MAAR và AR. Kết quả này phù hợp với của Biais và Faugeron-Crouzet (1999) nghiên cứu trên mẫu 68 cuộc IPO của Pháp và Chi, Padgett (2005) trên 668 cuộc IPO của Trung Quốc. Rõ ràng, khi mức cầu cao, số lượng cổ phiếu được đặt mua lớn, có thể vượt quá số cung nhiều lần. Hơn nữa, trong cơ chế IPO thông qua đấu giá, ở thị trường mà có sự trao đổi thông tin và rò rỉ thông tin cao, nếu nhận thấy nhiều nhà đầu tư quan tâm đến cuộc đấu giá, những người đầu giá sẽ đặt giá cao hơn để mong mua được cổ phần làm thu hẹp mức độ định dưới giá.

Bảng 6. Tương quan giữa các nhân tố

	MAAR	AR	Demand	LnDel	LnAge	LnFSize	Std	Stateown	MarReturn	Inresprice
MAAR	1,0000									
AR	0,7633	1,0000								
	0,0000									
Demand	-0,2242	-0,1678	1,0000							
	0,0640	0,1681								
LnDel	-0,0071	-0,0816	0,2033	1,0000						
	0,9537	0,5049	0,0938							
LnAge	0,0520	-0,0988	0,0216	0,1923	1,0000					
	0,6713	0,4194	0,8600	0,1134						
LnFSize	-0,0953	-0,0221	-0,1195	-0,1668	0,2246	1,0000				
	0,4361	0,8568	0,3281	0,1707	0,0636					
Std	-0,0045	-0,0091	0,2819	0,2927	-0,1009	-0,3362	1,0000			
	0,9710	0,9408	0,0190	0,0147	0,4094	0,0047				
Stateown	0,0555	0,1244	-0,1501	0,1221	0,0840	0,4485	0,0007	1,0000		
	0,6503	0,3087	0,2184	0,3178	0,4927	0,0001	0,9955			
MarReturn	0,0043	0,1481	0,0215	-0,0241	0,2022	0,2707	-0,1167	0,2259	1,0000	
	0,9718	0,2246	0,8607	0,8442	0,0956	0,0245	0,3395	0,0620		
Inresprice	-0,4612	-0,4326	-0,1230	-0,3224	-0,0418	0,1007	-0,1783	-0,3274	0,0429	1,0000
	0,0001	0,0002	0,3140	0,0069	0,7331	0,4104	0,1427	0,0060	0,7265	

Nguồn: Nhóm tác giả tính từ dữ liệu đầu giá, thông tin trong cáo bạch IPO của các doanh nghiệp trên HOSE và HNX và Upcom; dữ liệu giao dịch lấy từ công ty Phú Toàn.

- Mức giá khởi điểm là một chỉ báo cho các mức giá mà những người đầu giá sẽ đặt. Bên cạnh đó, theo quy định đầu giá IPO tại VN, một đặt giá chỉ hợp lệ khi nó không thấp hơn mức giá khởi điểm, nên giá khởi điểm là mốc tham chiếu quan trọng cho việc đặt giá IPO tại VN. Kết quả hồi quy cho thấy giá khởi điểm của cuộc đầu giá có mối quan hệ ngược chiều như kì vọng với mức độ định dưới giá và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, đối với cả MAAR và AR. Hơn nữa, mức ý nghĩa này cũng không thay đổi trong tất cả các hồi quy.

- Độ trễ niêm yết các cổ phiếu IPO không tương quan với mức độ định dưới giá, nhân tố này có dấu

âm và không có ý nghĩa thống kê với cả MAAR và AR. Một thực tế là hầu hết các IPO tại VN không dự kiến trước thời gian niêm yết cổ phiếu và cũng không có kế hoạch niêm yết rõ ràng tại ngày đầu giá, trung bình độ trễ niêm yết của các cuộc IPO lên tới 599 ngày. Trong khi ở các thị trường quốc tế, độ trễ niêm yết chỉ là vài tháng, thậm chí vài ngày sau thời điểm IPO thì thực tế thị trường VN cho thấy các nhà đầu tư dường như bàng quan với nhân tố này do độ trễ kéo dài và tổ chức phát hành có kế hoạch không rõ ràng.

Bảng 7a. Kết quả hồi quy - thước đo MAAR

	Hệ số	OLS		Robust		Bootstrap	
		t	p-value	t	p-value	t	p-value
Demand	-0,0866153	-2,7000	0,0090	-2,8800	0,0050	-2,6600	0,0080
LnDel	-0,1758478	-1,1800	0,2440	-1,1900	0,2400	-1,1300	0,2570
LnAge	0,0906397	0,6500	0,5150	0,6300	0,5310	0,5900	0,5560
Std	1,097915	0,1400	0,8920	0,1900	0,8510	0,1400	0,8900
LnFSize	-0,032162	-0,3800	0,7030	-0,4500	0,6560	-0,4100	0,6820
Stateown	-0,6163134	-1,2100	0,2290	-1,2200	0,2260	-1,2000	0,2290
MarReturn	0,3224052	0,6400	0,5270	0,6400	0,5270	0,6000	0,5500
Inresprice	-0,6040954	-4,8700	0,0000	-4,2800	0,0000	-3,8600	0,0000
_cons	8,914719	3,3100	0,0020	2,9900	0,0040	2,6900	0,0070
R ²	0,342						
p-value			0,0009		0,003		0,0121

Bảng 7b. Kết quả hồi quy - thước đo AR

	Hệ số	OLS		Robust		Bootstrap	
		t	p-value	t	p-value	t	p-value
Demand	-0,0828104	-1,9700	0,0540	-2,6300	0,0110	-2,2900	0,0220
LnDel	-0,2970448	-1,5100	0,1360	-1,4700	0,1460	-1,3600	0,1750
LnAge	-0,1854277	-1,0200	0,3120	-0,7600	0,4490	-0,7600	0,4470
Std	1,919618	0,1800	0,8570	0,2600	0,7970	0,2000	0,8440
LnFSize	0,0014312	0,0100	0,9900	0,0200	0,9880	0,0100	0,9890
Stateown	-0,5551604	-0,8300	0,4080	-1,0200	0,3100	-1,0100	0,3110
MarReturn	1,31733	1,9800	0,0520	1,6900	0,0970	1,6700	0,0960
Inresprice	-0,7546455	-4,6400	0,0000	-3,1000	0,0030	-2,8600	0,0040
_cons	10,74348	3,0400	0,0040	2,1500	0,0360	1,9200	0,0550
R ²	0,3286						
p-value			0,0015		0,0422		0,0655

Nguồn: Nhóm tác giả tính từ dữ liệu đầu giá, thông tin trong cáo bạch IPO của các doanh nghiệp trên HOSE và HNX và Upcom; dữ liệu giao dịch lấy từ công ty Phú Toàn.

- Mức độ định dưới giá không có quan hệ với tuổi công ty với p-value cao, dấu của hệ số hồi quy này còn bị thay đổi khi hai thước đo mức độ định dưới giá MAAR và AR được sử dụng. Về mặt kì vọng, một công ty có tuổi đời càng dài thì được nhà đầu tư biết rõ hơn so với một công ty có tuổi đời ngắn, do đó mức

độ định dưới giá sẽ thấp hơn. Tuy nhiên, lập luận lí thuyết này có lẽ không phù hợp với các IPO ở VN. Các doanh nghiệp IPO của VN có một lịch sử hoạt động lâu dài, minh chứng là tuổi trung bình trong mẫu lên tới 17,8 năm, công ty có tuổi đời dài nhất lên đến 50 năm. Tuy nhiên, các doanh nghiệp IPO của VN

hầu hết là doanh nghiệp nhà nước, hoạt động trong môi trường thiếu tính cạnh tranh trong một thời gian dài, nên độ tuổi có thể không phản ánh sự trưởng thành thật sự của doanh nghiệp. Hơn nữa với tình trạng bất cân xứng thông tin cao trong các doanh nghiệp nhà nước VN thì dù doanh nghiệp có tuổi đời dài cũng không dễ để nhà đầu tư biết rõ về doanh nghiệp như kì vọng lí thuyết.

- Về mặt kì vọng, các cổ phiếu có rủi ro càng lớn thì tính không chắc chắn trong mức giá càng lớn, dẫn đến mức độ định dưới giá càng cao. Kết quả Bảng 7a và 7b cho thấy mức độ định dưới giá không có quan hệ với độ biến động của tỉ suất sinh lợi trên thị trường thứ cấp, mặc dù dấu hệ số là dương.

- Đối với nhân tố quy mô, kết quả của tác giả không như kì vọng, mức độ định dưới giá không có quan hệ với quy mô công ty ở năm trước năm đấu giá, hơn nữa dấu các hệ số nhân tố quy mô thay đổi giữa MAAR và AR. Tác giả nhận thấy, đặc điểm của các cuộc IPO VN khác với các IPO trên thế giới, ở chỗ doanh nghiệp nhà nước quy mô càng lớn, trong khi không có cơ chế nghiêm ngặt trong việc minh bạch thông tin, thì vấn đề bất cân xứng thông tin không giảm theo quy mô như lập luận lí thuyết.

- Tỉ lệ sở hữu nhà nước không có tương quan với mức độ định dưới giá. Trong khi các IPO ở Trung Quốc thể hiện mối có mối tương quan âm có ý nghĩa (Chi & Padgett, 2005). Theo nhóm tác giả, ở VN, Nhà nước thoái vốn theo lộ trình với mục tiêu không làm thất thoát vốn nhà nước nên lập luận Nhà nước định giá thấp IPO để thu hút nhà đầu tư công chúng nhỏ lẻ tham gia là không hợp lí. Hơn nữa VN khác với Trung Quốc ở điểm là các nhà đầu tư quyết định giá đấu cổ phiếu IPO chứ Nhà nước khó có thể can thiệp vào giá trong điều kiện các IPO đều thông qua đấu giá còn ở Trung Quốc thì chính phủ chính là bên độc quyền định giá.

- Tỉ suất sinh lợi tích lũy của thị trường 3 tháng trước ngày giao dịch đầu tiên có tương quan dương nhưng yếu với mức độ định dưới giá, cụ thể là nhân tố này có ý nghĩa thống kê ở mức 10% đối với mức độ định dưới giá được đo bằng AR, nhưng không có ý nghĩa khi mức độ định dưới giá được đo bằng MAAR.

6. Kết luận

Nghiên cứu này tìm thấy bằng chứng về định dưới giá của các IPO với mức độ trung bình là 38% và 49,09%. Mức định dưới giá này thấp hơn so với thị trường Trung Quốc nhưng cao hơn nhiều so với các thị trường phát triển khác.

Những nhà đầu tư trúng thầu với giá tối thiểu kiếm được tỉ suất sinh lợi cao hơn so với các nhà đầu tư mua ở mức giá trúng thầu bình quân khoảng 11,9% và 18,36%; và sự khác biệt này có ý nghĩa thống kê.

Hai nhân tố tác động nhất quán lên mức độ định dưới giá tại VN là tỉ lệ cầu vượt mức và mức giá khởi điểm. Đây là hai nhân tố liên quan trực tiếp đến mỗi cuộc đấu giá. Yếu tố thị trường có tác động yếu. Trong khi đó, các yếu tố cơ bản của công ty như tuổi, độ trẻ thời gian niêm yết, độ biến động của tỉ suất sinh lợi khi cổ phiếu niêm yết, quy mô công ty trước khi đấu giá, sở hữu nhà nước sau đấu giá không tương quan với hai thước đo mức độ định dưới giá. Những kết quả này khác với kết quả của các nghiên cứu trên thế giới.

7. Các gợi ý từ kết quả nghiên cứu

7.1. Chiến lược đầu tư cổ phiếu IPO

Vì hai nhân tố tỉ lệ mua vượt mức và giá khởi điểm có tương quan ngược chiều với mức độ định dưới giá. Điều này hàm ý rằng việc tham gia vào các cuộc đấu giá dự kiến có tỉ lệ mua vượt mức thấp và giá khởi điểm được ấn định thấp sẽ mang lại thành quả vượt trội. Để làm rõ hơn hàm ý này, nhóm tác giả đã xây dựng danh mục các cổ phiếu có tỉ lệ mua vượt mức thấp và giá khởi điểm thấp (danh mục L) và tỉ lệ mua vượt mức cao và giá khởi điểm cao (danh mục H), sau đó tính toán tỉ suất sinh lợi của hai danh mục này. Tỉ suất sinh lợi ngày đầu điều chỉnh thị trường (MAAR) của danh mục L lên tới 90% so với -21% của danh mục H. Điều này cho thấy chiến lược đầu tư các cổ phiếu có tỉ lệ mua vượt mức và giá khởi điểm thấp là khá hấp dẫn. Do đó, những đặc điểm này nên được lưu ý khi tham gia các cuộc đấu giá IPO tại VN.

7.2. Gợi ý chính sách

Tình trạng đặt giá thật cao rồi bỏ cọc là khá phổ biến ở các cuộc IPO theo cơ chế đấu giá tại VN. Điều này có thể làm sai lệch giá IPO. Vì vậy, cần xây dựng chế tài đối với các nhà đầu tư tham gia đấu giá các cuộc IPO, chẳng hạn như nâng mức tiền đặt cọc khi

tham gia đấu giá, qua đó sẽ góp phần hạn chế được tình trạng nhà đầu tư đặt giá cao nhằm làm sai lệch kết quả đấu giá để trục lợi.

Hướng đến chuyển từ cơ chế đấu giá sang cơ chế lập danh sách, một cơ chế đang phổ biến ở nhiều quốc gia trên thế giới, nhằm tận dụng các ưu điểm của phương pháp này như: giảm khả năng các đặt giá sai lệch quá mức chi phối giá phát hành, tăng tính trách nhiệm của các đơn vị phát hành đối với hoạt động công bố thông tin.

Nghiên cứu cũng cho thấy độ trễ niêm yết của các cuộc IPO tại VN khá lớn và phần lớn doanh nghiệp IPO không có kế hoạch rõ ràng về việc niêm yết. Điều này tạo ra rào cản thanh khoản và rủi ro cho những nhà đầu tư và đồng thời gây khó khăn cho việc huy động vốn trong những đợt phát hành sau đó của doanh nghiệp. Do đó, cần đẩy nhanh hoạt động niêm yết sau IPO thông qua việc ban hành quy định thời hạn tối đa các doanh nghiệp đủ điều kiện phải niêm yết trên sở giao dịch chính thức sau IPO, đồng thời cũng cần đơn

giản hóa các thủ tục niêm yết để khuyến khích các doanh nghiệp rút ngắn khoảng cách này.

Hiện nay, chỉ có những doanh nghiệp tiến hành IPO thông qua các sở giao dịch mới công bố rộng rãi thông tin về kết quả IPO, những doanh nghiệp tiến hành IPO thông qua các công ty chứng khoán chưa làm điều này, dẫn đến khó khăn rất lớn cho việc nghiên cứu hoạt động IPO, đồng thời làm cho nhiều nhà đầu tư thiếu thông tin để đánh giá cổ phiếu sau IPO. Do đó, cần có quy định yêu cầu các doanh nghiệp công bố thông tin một cách đại chúng về kết quả IPO. Bên cạnh đó, cần có các quy định về minh bạch thông tin đối với các giao dịch trên thị trường phi chính thức trong khoảng thời gian từ khi IPO đến khi cổ phiếu được niêm yết nhằm tạo tính minh bạch trước khi doanh nghiệp tiến hành niêm yết chính thức ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Adjasi, C. K. D., Osei, K. A., & Fiawoyife, E. U. (2011), "Explaining Underpricing of IPOs in Frontier Markets: Evidence from the Nigeria Stock Exchange", *Research in International Business and Finance*, 25(3), 255-265.
- Biais, B., & Faugeron-Crouzet, A.-M. (2000), *IPO Auctions: English, Dutch, ... French and Internet: Institut d'Économie Industrielle (IDEI)*, Toulouse.
- Boudriga, A., Ben Slama, S., & Boulila, N. (2009), *What Determines IPO Underpricing ? Evidence from a Frontier Market*, University Library of Munich, Germany.
- Bradley, D. J., J. S. Gonas, M. J. Highfield, & K. D. Roskelley. (2009), "An Examination of IPO Secondary Market Returns", *Journal of Corporate Finance* 15(3), 316-330.
- Chambers, D., & Dimson, E. (2009), "IPO Underpricing over The Very Long Run", *The Journal of Finance*, 64(3), 1407-1443.
- Chi, J., & Padgett, C. (2005), "The Performance and Long-run Characteristics of The Chinese IPO Market", *Pacific Economic Review*, 10(4), 451-469.
- Gavriel, A. A. (2011), "Underpricing and Long-term Performance of Auctioned IPOs: The Case of Vietnam", *International Research Journal of Finance and Economics*, 61.
- Ibbotson, R. G., Sindelar, J. L., & Ritter, J. R. (1988), "Initial Public Offerings", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1(2), 37-45.
- Kerins, F., Kutsuna, K., & Smith, R. (2007), "Why are IPOs Underpriced? Evidence from Japan's hybrid Auction-Method Offerings", *Journal of Financial Economics*, 85(3), 637-666.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002), "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Samarakoon, L. P. (2010), "The Short-Run Underpricing of Initial Public offerings in the Sri Lankan Stock Market", *Journal of Multinational Financial Management*, 20(4-5), 197-213.
- Sohail, K. M., & Raheman, A. (2009), "Determinants of Underpricing of IPOs Regarding Financial & Non Financial Firms in Pakistan", *European Journal of Economic, Finance & Administrative Sciences*.
- Tian, L. (2011), "Regulatory Underpricing: Determinants of Chinese Extreme IPO Returns", *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 78-90.
- Trần Ngọc Thơ và Hồ Quốc Tuấn (2007), "Ứng dụng tài chính hành vi vào phân tích thực tiễn", *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 201, 2-5.
- Trần Thị Hải Lý (2010) "Herd Behavior in Vietnamese Stock Market: Causes and Some Solutions", *Economic Development Review*, no 186.