

Nghiên cứu các nhân tố tác động đến khả năng niêm yết TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN QUỐC TẾ CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

 TS. Trần Thị Phương Thảo*
Phí Thị Kim Ngân**

Nhận: 10/01/2022

Biên tập: 11/01/2022

Duyệt đăng: 20/01/2022

Tóm tắt

Bài nghiên cứu tổng hợp cơ sở lý thuyết về hoạt động niêm yết trên thị trường chứng khoán quốc tế (NYC) và các nhân tố thuộc đặc điểm doanh nghiệp (DN) ảnh hưởng đến khả năng thực hiện NYC, thông qua việc sử dụng hai mô hình nghiên cứu định lượng là Logit và Cox Hazards. Với mẫu dữ liệu bao gồm 198 DN Việt Nam đang niêm yết tại HSX, trong 5 năm, từ 2015-2019. Kết quả chỉ ra rằng, các nhân tố quy mô DN, tỷ suất sinh lời và cấu trúc sở hữu có ảnh hưởng đến khả năng thực hiện thành công NYC của DN Việt Nam, với ý nghĩa thống kê cao.

Từ khóa: NYC, Mô hình Cox Hazards.

Abstract

This study synthesizes the theoretical basis of listing activities on the international stock market (cross-listing) and the business characteristic factors that affect the ability to perform cross-listing through two quantitative research models: Logit and Cox Hazards. With a data sample including 198 Vietnamese enterprises listed on the HSX for five years from 2015 to 2019, the results show that firm size, profitability, and ownership structure influence the international cross-listing ability of Vietnamese companies with high statistical significance.

Keywords: Cross-listing, Cox Hazards model.

1. Giới thiệu

Trong nhiều thập kỷ qua, chúng ta đã chứng kiến sự thay đổi, sự vươn lên mạnh mẽ và cả các cuộc chạy đua kinh tế, giữa các cường quốc trên thế giới. Sự phát triển mạnh mẽ đó có phần đóng góp không nhỏ của thị trường vốn, sự phát triển này càng mạnh thì sự cách biệt giữa các nước phát triển với các nước kém phát triển, đang phát triển ngày càng lớn. Tuy nhiên, chính trong sự chênh lệch ấy đã thúc đẩy các nền kinh tế kém hơn, tìm kiếm các giải pháp xóa bỏ khoảng cách và rào cản, để dần hội nhập sâu hơn với quốc tế. Đó chính là khởi đầu cho các giao dịch xuyên

biên giới như chào bán cổ phiếu lần đầu tại thị trường quốc tế (Cross-border IPO); niêm yết chứng khoán tại thị trường quốc tế (Cross-border listing) và giao dịch xuyên biên giới (Cross-border trading). Trong đó, NYC không chỉ là cánh cửa tiếp cận với các thị trường vốn dồi dào với chi phí vốn thấp mà còn góp phần cải thiện hoạt động quản trị công ty, nâng cao tính minh bạch và góp phần bảo vệ các cổ đông không nắm quyền kiểm soát.

Theo Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019 thì “Niêm yết chứng

khoán là việc đưa chứng khoán có đủ điều kiện niêm yết vào giao dịch trên hệ thống giao dịch cho chứng khoán niêm yết”. Do đó, một DN muốn niêm yết chứng khoán thì phải đáp ứng đủ các tiêu chuẩn, được sàn giao dịch chứng khoán (SGDCK) hay trung tâm giao dịch chứng khoán đó đặt ra. Các SGDCK khác nhau sẽ có những tiêu chuẩn hay điều kiện niêm yết khác nhau, để phù hợp với mục đích hoạt động của đơn vị đó.

Theo tác giả (Arauner, 1996) thì “Niêm yết chứng khoán trên thị trường quốc tế là khi công ty niêm yết cổ phiếu của mình tại một SGDCK không phải thuộc quốc gia mà công ty đó hoạt động”. Tương tự, (Makau và cộng sự, 2015) cũng cho rằng “NYC là hoạt động niêm yết cổ phiếu phổ thông của một công ty trên thị trường chứng khoán TTCK khác mà không phải ở TTCK nước sở tại của công ty đó”. Nói cách khác là, một công ty niêm yết cổ phiếu của nó cho mục đích giao dịch trên ít nhất hai thị trường chứng khoán (TTCK), tại hai quốc gia khác nhau. Hai phương thức NYC phổ biến thường được các DN lựa chọn là phát hành

*Trường Đại học Ngoại thương

**Công ty Cổ phần Hưng Quốc

trực tiếp cổ phiếu hoặc phát hành chứng chỉ lưu ký (Depositary Receipt – DRs). DRs là một dạng chứng khoán tài chính có thể chuyển đổi được hay có thể chuyển nhượng được, đại diện cho một chứng khoán thường ở dạng vốn chủ sở hữu, được phát hành bởi một công ty niêm yết đại chúng của nước ngoài.

Mặc dù hoạt động NYC đã là một xu hướng thịnh hành trong hàng thập kỷ qua, tại nhiều quốc gia và châu lục nhưng tại Việt Nam, chỉ có một số ít các DN đã thực hiện phát hành cổ phiếu, chứng chỉ lưu ký tại thị trường quốc tế như Cavico, Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai. Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai thực hiện thành công kế hoạch niêm yết Chứng chỉ Lưu ký toàn cầu (GDRs) trên SGDCK London, vào năm 2011. Tuy nhiên, GDRs của Hoàng Anh Gia Lai đã phải rời sân London vào tháng 11/2018, bởi lượng giao dịch GDRs liên tục, trong giai đoạn 2015 – 2018, luôn nằm tại mức 0. Một số công ty khác đã đưa ra kế hoạch như VinFast, Bamboo Airway, Vinamilk, Vietjet Air nhưng đều chưa thực hiện thành công. Ngoài ra, dù mang lại nhiều lợi ích nhưng hoạt động NYC vẫn chưa dành được sự quan tâm đầy đủ, từ phía các cơ quan quản lý Nhà nước và các DN Việt Nam.

Với mục tiêu tìm hiểu các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng NYC và đưa ra được một số khuyến nghị nhằm nâng cao khả năng NYC của các DN Việt Nam, bài nghiên cứu đã tiến hành hệ thống hóa các lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm về hoạt động NYC, xây dựng hai mô hình hồi quy là Logit và Cox Hazards, với bộ dữ liệu thu thập được từ 198 công ty niêm yết.

Khi lựa chọn thị trường mục tiêu để xem xét khả năng NYC của các DN Việt Nam, nhóm tác giả đã lựa chọn 02 thị trường chứng khoán tại Singapore (SGX) và Hồng Kông (HKEX). Đây là các TTCK thuộc khu vực châu Á, có sự tương đồng nhất định về văn hóa hơn các TTCK tại châu Âu hay châu Mỹ. Ngoài ra, hai thị trường này cũng có các yêu cầu niêm yết ít khắt khe hơn và chi phí niêm yết cũng thấp hơn.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Lý thuyết phân khúc thị trường (Market segmentation theory) là lý thuyết trung tâm về động lực thực hiện NYC (NYC) của các DN. (Stapleton và Subrahmanyam, 1977) cho rằng, một công ty có thể vượt qua rào cản của phân khúc thị trường, tránh được sự thiếu hiệu quả trong việc định giá tài sản thông qua hoạt động NYC, tại một thị trường nước ngoài. Nghiên cứu của (Erruza và Miller, 2000) đã tìm thấy bằng chứng, cho thấy hoạt động NYC mang đến rất nhiều lợi ích. Đặc biệt, kết quả của nghiên cứu chỉ ra rằng, chi phí vốn chủ sở hữu giảm 42%, thông qua việc DN huy động vốn tại thị trường nước ngoài. Trong khi đó, nghiên cứu của (Koedijk và Van Dijk, 2004) chỉ ra rằng, sự phân khúc thị trường tạo ra các rào cản đầu tư, hạn chế đầu tư nước ngoài và chính điều này tạo ra động lực để các DN đến từ một thị trường bị phân khúc quyết định thực hiện NYC tại nước ngoài, nơi giải quyết vấn đề về hiệu quả vốn tốt hơn thị trường trong nước.

Trong những năm gần đây, có khá nhiều nghiên cứu về hoạt động NYC của DN. Một số nghiên cứu đã tìm hiểu tác động của hoạt động

NYC đến thị trường chứng khoán, như (Melvin và Valero, 2009) cho thấy, khi một công ty thực hiện NYC tại Mỹ, các đối thủ quan trọng của nó tại thị trường nội địa mà không thực hiện NYC bị tổn hại hay nghiên cứu của (Miller, 1999), (Doukas và Switzer, 2000) cho thấy các công ty NYC ở Mỹ trung bình đã đạt được lợi nhuận bất thường, cao đáng kể, xung quanh thông báo NYC.

Nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng NYC của DN phải kể đến nghiên cứu của (Pagano và cộng sự, 2002). Bài nghiên cứu đã chỉ ra xu hướng NYC, sự khác biệt của các DN trước và sau khi thực hiện niêm yết nước ngoài và sử dụng phương pháp mô hình rủi ro Cox Hazards, để ước tính khả năng NYC của các DN, dữ liệu chủ yếu là các DN châu Âu, tại TTCK Mỹ, trong giai đoạn 1986 - 1997. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các nhân tố đòn bẩy tài chính, tỷ trọng doanh thu nước ngoài, tỷ suất sinh lời, quy mô DN, mức độ tư nhân hóa có ảnh hưởng đến khả năng NYC của các DN.

(Claessens và cộng sự, 2007) đã tiến hành nghiên cứu những nhân tố quyết định việc tiếp cận thị trường vốn quốc tế, từ một mẫu dữ liệu lớn từ 53 quốc gia. Bài nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy Probit và mô hình hồi quy rủi ro Cox Hazards để chứng minh các yếu tố gồm quy mô, tăng trưởng doanh thu, giá trị ghi sổ công ty. Kết quả kinh doanh có ảnh hưởng tích cực và đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tiêu cực, tới quyết định và khả năng NYC của các DN.

Nghiên cứu của (Doidge và cộng sự, 2009) đã nghiên cứu các

DN nước ngoài niêm yết tại Mỹ và chứng minh rằng, các công ty có lợi ích cá nhân của cổ đông kiểm soát cao ít có xu hướng niêm yết tại nước ngoài, vì sẽ giảm lợi ích của các cổ đông kiểm soát. Thông qua việc sử dụng mô hình hồi quy Logit và mô hình rủi ro Cox Hazards, các tác giả đã chứng minh được sự hiện diện của cổ đông sở hữu trên 10% quyền sở hữu, khả năng tăng trưởng doanh thu, quy mô DN có ảnh hưởng tích cực, ngược lại đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng NYC của DN. Riêng đối với nhân tố sở hữu Nhà nước thì nghiên cứu cho kết quả ảnh hưởng tích cực, theo mô hình hồi quy Logit và ảnh hưởng ngược chiều, theo mô hình rủi ro Cox Hazards.

Tại Việt Nam, vẫn có ít các nghiên cứu trực tiếp về hoạt động NYC và ảnh hưởng của nó đến DN. Điều này phù hợp với thực tế tại Việt Nam, không có nhiều các công ty có ý định niêm yết tại nước ngoài. Tác giả (Dương Ngân Hà, 2019) đã tổng hợp lý thuyết về NYC, và học hỏi và tiếp thu từ các nghiên cứu nước ngoài như (Pagano và cộng sự, 2002; Claessens và cộng sự, 2003; và Doidge và cộng sự, 2009) trong việc áp dụng mô hình Logit và Cox để ước tính ảnh hưởng của các nhân tố thuộc đặc điểm DN Việt Nam, đến khả năng NYC với một thị trường đích là Singapore. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả hướng tới hai thị trường chứng khoán mục tiêu là Hồng Kông và Singapore, nhằm so sánh sự khác biệt giữa cùng các tác động tại hai thị trường khác nhau, từ đó có cái nhìn đa chiều hơn. Việc lựa chọn so

sánh các nhân tố tác động khác nhau như thế nào tại hai thị trường mục tiêu, cũng nhằm xác định thị trường nào phù hợp với các DN Việt Nam hơn hay các DN nào phù hợp hơn với TTCK Hồng Kông và ngược lại, là Singapore.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm đều cho thấy, có khá nhiều nhân tố ảnh hưởng đến khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam. Trên cơ sở đó, nghiên cứu tiến hành xây dựng các giả thuyết nghiên cứu.

Các tiêu chuẩn niêm yết ban đầu tại các sàn giao dịch chứng khoán thường liên quan tới giá trị vốn hóa hoặc tổng tài sản, chi phí niêm yết cũng chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong tổng chi phí liên quan tới hoạt động NYC, bởi vậy DN cũng cần có quy mô đủ lớn để có thể đáp ứng các điều kiện niêm yết và duy trì niêm yết. Các nghiên cứu của của (Pagano và cộng sự, 2002; Claessens và cộng sự, 2003) và (Doidge và cộng sự, 2009) đều cho rằng, DN có quy mô càng lớn thì khả năng đáp ứng được các điều kiện niêm yết của sàn giao dịch chứng khoán sẽ càng cao. Do vậy, giả thuyết nghiên cứu thứ nhất được đưa ra như sau:

Giả thuyết H1: quy mô DN có tác động tích cực đến khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam.

Doanh thu là một trong những yếu tố cơ bản, để các sàn giao dịch chứng khoán xem xét một DN có khả năng tham gia vào giao dịch trên thị trường hay không, chính vì vậy mà độ lớn doanh thu và tăng

trưởng trong doanh thu cũng tác động đến khả năng thực hiện thành công hoạt động NYC của các DN. Tăng trưởng doanh thu cho thấy, sự thành công trong công tác quản trị và lên kế hoạch phát triển của công ty, đó là một chỉ số quan trọng thường xuyên được đem ra đánh giá. Trong các nghiên cứu của (Claessens và cộng sự, 2007) hay là (Doidge và cộng sự, 2009) đều cho thấy, tăng trưởng doanh thu có tác động đến khả năng NYC của DN tại thị trường nước ngoài. (Claessens và cộng sự, 2003) cho thấy kết quả không đồng nhất giữa mô hình Probit (tiêu cực) và Cox (tích cực) nhưng trong nghiên cứu của (Doidge và cộng sự, 2009) đều cho thấy cả hai kết quả tích cực giữa mối quan hệ của tăng trưởng doanh thu và khả năng NYC thành công tại mô hình Logit và Cox. Vì vậy, tăng trưởng doanh thu được kỳ vọng là nâng cao khả năng thực hiện NYC của các DN, khi cho thấy hoạt động kinh doanh của DN đang tiếp tục được mở rộng và phát triển.

Giả thuyết H2: tỷ lệ tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam.

Sử dụng đòn bẩy tài chính được biết đến là một phương pháp, nhằm tăng nguồn vốn hiện có lên một mức cao hơn nhờ việc sử dụng nợ. Ưu thế lớn nhất của đòn bẩy tài chính là, giảm chi phí cơ hội của dòng tiền xuống thấp. Tuy nhiên, việc lạm dụng đòn bẩy tài chính có thể tạo gánh nặng lớn lên DN, nếu chi phí cho nợ vay không thể được bù đắp bởi lợi nhuận có được. Do đó, không chế đòn bẩy tài chính như thế nào cho phù hợp, mới là

điểm đáng lưu tâm. Trong nghiên cứu đánh giá tác động của đòn bẩy tài chính đến khả năng NYC của DN (Pagano và cộng sự, 2002) cho rằng, có sự tương quan cùng chiều giữa tỷ lệ đòn bẩy tài chính và khả năng NYC của DN. Tuy nhiên, nghiên cứu của (Claessens và cộng sự, 2003) luận giải rằng, các DN có đòn bẩy tài chính lớn thường chịu nhiều rủi ro, cấu trúc tài chính của DN không được đánh giá cao sẽ ảnh hưởng tới quyết định chấp thuận kế hoạch NYC của SGDCK mục tiêu. Do vậy, giả thuyết nghiên cứu thứ ba được đưa ra:

Giả thuyết H3: tỷ lệ đòn bẩy tài chính của DN có tác động tiêu cực đến khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam.

Cũng giống như tăng trưởng doanh thu, khả năng sinh lời là một biến giải thích được nhận định rằng, có tác động tích cực đến khả năng đáp ứng các điều kiện NYC tại các TTCK nước ngoài, với sự ủng hộ của nghiên cứu thực nghiệm (Claessens và cộng sự, 2003) và (Doidge và cộng sự, 2009). Trên cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu thứ tư được đưa ra như sau:

Giả thuyết H4: khả năng sinh lời của công ty có ảnh hưởng tích cực đến khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam.

Cấu trúc sở hữu của công ty được chứng minh, có ảnh hưởng tới khả năng NYC. Công ty có sở hữu Nhà nước lớn hoặc bị kiểm soát bởi nhóm cổ đông có lợi ích cá nhân cao, sẽ khó có khả năng NYC trên các SGDCK quốc tế, bởi những yêu cầu về công bố thông tin, giám sát và bảo vệ cổ đông thiểu số cao hơn (Doidge và cộng sự, 2004; Leuz và Oberholzer-Gee, 2006).

Cụ thể, công ty có mối quan hệ chính trị mật thiết (công ty Nhà nước) thường được tạo điều kiện trong việc tiếp cận nguồn vốn trong nước, bởi vậy hoạt động NYC của họ thường không nhằm mục đích tiếp cận thị trường vốn quốc tế. Thêm vào đó, NYC trên một thị trường với hệ thống quy định tốt hơn sẽ giảm đáng kể mức độ sở hữu và kiểm soát tập trung. Sự thay đổi trong cấu trúc sở hữu và mức độ kiểm soát của công ty bị chi phối bởi các đặc điểm của công ty, ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn thị trường NYC (Abdallah và Goergen, 2016). Bởi vậy, nếu lợi ích cá nhân của nhóm cổ đông kiểm soát cao sẽ khiến họ không muốn niêm yết cổ phiếu trên thị trường nước ngoài, do mức độ phân tán quyền kiểm soát sau niêm yết. Quyền kiểm soát của cổ đông lớn, có ảnh hưởng tiêu cực tới quyết định NYC, bởi thị trường mục tiêu với các tiêu chuẩn công khai minh bạch cũng như giám sát cao hơn, sẽ hạn chế những lợi ích cá nhân của cổ đông kiểm soát (Doidge và cộng sự, 2009). Kết luận cấu trúc sở hữu có thể được thể hiện thông qua các tiêu chí như tỷ lệ nắm giữ Nhà nước (Stateown), tỷ lệ nắm giữ nước ngoài (Foreign-own), phần trăm cổ phần được nắm giữ bởi cổ đông lớn (nắm giữ >5%), hay sự hiện diện của các cổ đông nắm giữ trên 10% cổ phần. Do đó, giả thuyết nghiên cứu thứ năm và thứ sáu được đưa ra như sau:

Giả thuyết H5: tỷ lệ sở hữu của cổ đông Nhà nước có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam.

Giả thuyết H6: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài có ảnh

hưởng tích cực đến khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam.

Tỷ trọng cổ đông lớn, cổ đông nắm quyền kiểm soát nếu chiếm tỷ trọng lớn sẽ gây ảnh hưởng đến sự phân tán quyền kiểm soát trong DN, là một lo ngại của các nhà đầu tư cũng như nhà quản lý của các TTCK. Với lý do đó, các DN có tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn trên 5%, sẽ làm giảm khả năng thực hiện NYC tại nước ngoài của DN. Giả thuyết nghiên cứu thứ bảy được đưa ra như sau:

Giả thuyết H7: tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn trên 5% có ảnh hưởng tiêu cực tới khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam.

Trong nghiên cứu của (Doidge và cộng sự, 2009) cho thấy sự hiện hữu của cổ đông sở hữu trên 10% cổ phần có ảnh hưởng tích cực đến việc thực hiện NYC, nguyên nhân được lý giải là các cổ đông này là các nhà sáng lập, điều hành DN. Họ có chuyên môn, kiến thức và khả năng quản trị do đó đưa DN phát triển đúng hướng, yếu tố khả năng quản trị của DN được xem xét trong các quy trình đánh giá và thẩm định của các SGDCK khi ra quyết định chấp thuận một công ty thực hiện NYC trên SGDCK đó. Ví dụ như trong quy trình của SGDCK Singapore, SGDCK này sẽ đánh giá khả năng quản trị có đáp ứng đầy đủ bài thẩm tra để quyết định xem nhà phát hành (DN) có phù hợp niêm yết tại SGX cùng với các yếu tố tài chính khác.

Giả thuyết H8: sự hiện diện của cổ đông lớn sở hữu trên 10%, sẽ có ảnh hưởng tích cực tới khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam.

3.2. Dữ liệu

Nghiên cứu tiến hành thu thập thông tin tài chính và quản trị của 198 công ty đang niêm yết trên SGDCK TP.Hồ Chí Minh. Nghiên cứu ưu tiên lựa chọn các DN có giá trị vốn hóa cao bằng hoặc hơn trung bình giá trị của thị trường, có thông tin đầy đủ trong giai đoạn nghiên cứu, từ năm 2015 đến năm 2019.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên các giả thuyết nghiên cứu đã được đề cập, các nhân tố tác động tới khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của DN sẽ được đưa vào mô hình nghiên cứu bao gồm: quy mô DN (Size), đòn bẩy tài chính (Leverage), tăng trưởng doanh thu (Salesgrowth), khả năng sinh lời (ROA), sở hữu Nhà Nước (Stateown), sở hữu nước ngoài (Foreignown), tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn (Blockholder5), sự hiện hữu của cổ đông sở hữu 10% cổ phần (Blockholder10) và biến giả ngành (Industry). Do đặc điểm của biến phụ thuộc là biến nhị phân (chỉ nhận giá trị 0 hoặc 1) nên nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy Logit và mô hình tỷ lệ rủi ro Cox Hazards.

Mô hình Logit:

$$\ln \frac{P_{i,t+1}}{1-P_{i,t+1}} =$$

$$\beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{it} + \beta_2 \text{Leverage}_{it} + \beta_3 \text{Salesgrowth}_{it} + \beta_4 \text{RoA}_{it} + \beta_5 \text{Stateown}_{it} + \beta_6 \text{Foreignown}_{it} + \beta_7 \text{Blockholder5}_{it} + \beta_8 \text{Blockholder10}_{it} + \text{Industry(dummy)} + U_{it}$$

Mô Hình Cox Hazards:

$$\ln \frac{h_{i,t+1}}{h_{i,t+1}} =$$

$$\beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{it} + \beta_2 \text{Leverage}_{it} + \beta_3 \text{Salesgrowth}_{it} + \beta_4 \text{RoA}_{it} + \beta_5 \text{Stateown}_{it} + \beta_6 \text{Foreignown}_{it} + \beta_7 \text{Blockholder5}_{it} + \beta_8 \text{Blockholder10}_{it} + \text{Industry(dummy)} + U_{it}$$

Trong đó:

i: công ty thứ i (i=1-198)

t: năm (t=2015-2019)

Biến phụ thuộc:

- $P_{i,t+1}$: Xác suất NYC thành công của DN tại thời gian i+1

- $\text{sgxlist}_{i,t+1}$ và $\text{hkexlist}_{i,t+1}$: nhận giá trị 1 khi công ty i đáp ứng điều kiện NYC tại sàn SGX và HKEX năm t+1, nhận giá trị 0 trong trường hợp ngược lại.

- $h(t)$: khả năng đáp ứng điều kiện NYC tức thời của DN i năm t+1

- $ho(t)$: Rủi ro cơ bản (baseline Hazards)

Dựa trên các nhóm điều kiện ban đầu về tài chính của từng TTCK Hồng Kông hay Singapore, nghiên

cứ xác định giá trị cho các biến phụ thuộc $\text{sgxlist}_{i,t+1}$ và $\text{hkexlist}_{i,t+1}$.

Biến độc lập trình bày trong Bảng 3.1 dưới đây:

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Mô tả dữ liệu

Phân loại nhóm ngành theo tiêu chuẩn GICS (Global Industry Classification Standard) của các DN trong mẫu nghiên cứu được thể hiện trong Bảng 4.1. Qua bảng phân loại có thể thấy, các công ty trung bình và lớn tại Việt Nam tập trung trong các ngành công nghiệp, bất động sản và hàng tiêu dùng thiết yếu, nguyên vật liệu.

Thống kê mô tả dữ liệu nghiên cứu được trình bày trong Bảng 4.2 sau:

Bảng 3.1: Tổng hợp biến độc lập của mô hình

Biến	Diễn giải
Size	Logarit tổng tài sản của DN i năm t
Leverage	Tỷ lệ đòn bẩy tài chính của DN i năm t, được tính bằng tổng nợ/tổng tài sản
Salegrowth	tăng trưởng doanh thu của DN i năm t, được tính bằng % chênh lệch doanh thu năm sau và doanh thu năm trước chia doanh thu năm trước
ROA	Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản của DN i năm t
Stateown	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhà nước của DN i năm t
Foreignown	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài của DN i năm t
Blockholder5	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn trên 5% của DN i năm t
Blockholder10	DN có sự hiện diện của cổ đông lớn sở hữu trên 10% của DN i năm t nhận giá trị 1, ngược lại 0
Industry	Biến giả ngành

(Nguồn: nhóm tác giả tự tổng hợp)

Bảng 4.1: Phân loại mẫu nghiên cứu theo nhóm ngành

Ngành	Số quan sát	Tỷ lệ (%)
Viễn thông	10	1,01
Hàng tiêu dùng	85	8,6
Hàng thiết yếu	145	14,68
Năng lượng	20	2,02
Tài chính	115	11,64
Y tế	25	2,53
Công nghiệp	205	20,75
Công nghệ thông tin	10	1,01
Nguyên vật liệu	140	14,17
Bất động sản	173	17,51
Tiện ích cộng đồng	60	6,07
Tổng	988	100

(Nguồn: tổng hợp từ phần mềm Stata13)

Kết quả cho thấy, khả năng các công ty NYC thành công có giá trị trung bình cao hơn với biến Hkexlist, chứng tỏ sản HKEX có các điều kiện NYC phù hợp và các DN có thể dễ dàng đáp ứng. Đây có thể là một yếu tố đáng cân nhắc, khi các DN lựa chọn thị trường niêm yết.

4.2. Kết quả mô hình

Kết quả các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế theo mô hình Logit và mô hình rủi ro Cox được thể hiện trong Bảng 4.3 sau:

Các chỉ tiêu Odds ratio của mô hình Logit và chỉ tiêu Hazards ratio của mô hình Cox Hazards, cho biết mối tỷ lệ giữa xác suất NYC và không NYC mà không cung cấp ý nghĩa về độ lớn của tác động. Nếu hệ số này lớn hơn 01 thì hai chỉ tiêu tương quan thuận với nhau và ngược lại. Kết quả nghiên cứu cho thấy, có sự tương quan cùng chiều giữa quy mô DN, khả năng sinh lời, biến giả sự hiện diện của cổ đông lớn trên 10%, tỷ lệ sở hữu nước ngoài và khả năng NYC của các công ty Việt Nam, trên cả hai SGDCK. Trong đó, tác động của quy mô DN là lớn hơn khi thực hiện NYC tại Singapore. Bên cạnh đó, sự hiện diện của các cổ đông lớn chiếm trên 10% cổ phần của DN, đã thúc đẩy sự tăng trưởng trong doanh thu, tài sản và gia tăng khả năng NYC của DN.

Về tỷ lệ sở hữu, kết quả cho thấy tỷ lệ sở hữu của Nhà nước cao sẽ làm giảm khả năng NYC và tỷ lệ sở hữu nước ngoài có xu hướng làm tăng khả năng NYC của các DN Việt Nam. Với chỉ tiêu đòn bẩy tài chính và chỉ tiêu tỷ lệ nắm giữ của cổ đông lớn (Blockholder 5)

Bảng 4.2: Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Hkexlist	988	0,275304	0,446893	0	1
Sgxlist	988	0,231781	0,422184	0	1
Size	988	15,03965	1,587637	7,858254	21,12201
Lev	988	0,500664	0,2207656	0,042959	0,982073
Growth	988	0,011239	0,0443819	-0,238259	0,5
ROA	988	0,093643	0,122767	-0,089650	0,82689
Block5	988	0,536553	0,228988	0	1
Block10	988	0,943319	0,231348	0	1
Stateown	988	0,171451	0,265612	0	1
Foreignown	988	0,137358	0,148308	0	1

(Nguồn: tổng hợp từ phần mềm Stata13)

Bảng 4.3: Kết quả mô hình rủi ro Cox dự đoán tác động của các nhân tố đến khả năng niêm yết trên TTCK quốc tế của các DN Việt Nam

Biến độc lập	Ijexlist (1)			Sgxlist (2)			Hkexlist (3)			Sgxlist (4)		
	Odds Ratio	Z	P > z	Odds Ratio	Z	P > z	Hazard ratio	z	P > z	Hazard ratio	Z	P > z
Size	2,827	11,95	0,000	5,631	12,26	0,000	1,673	6,34	0,000	2,338	8,44	0,000
Leverage	1,001	0,14	0,890	0,962	-5,44	0,000	0,993	-0,86	0,389	0,972	-2,88	0,004
Salc growth	1,004	0,15	0,883	1,017	0,86	0,392	0,970	-0,98	0,325	0,934	-1,78	0,075
ROA	1,087	7,89	0,000	1,069	7,43	0,000	1,040	3,44	0,001	1,037	2,8	0,005
Blockholder5	0,964	-6,60	0,000	1,004	0,49	0,624	0,988	-1,72	0,086	1,004	0,49	0,624
Blockholder10	2,271	2,23	0,026	2,567	1,76	0,078	8,129	2,64	0,008	13,72	2,55	0,011
Stateown	0,955	-6,67	0,000	0,939	-7,70	0,000	0,963	-3,69	0,000	0,951	-4,14	0,000
Foreignown	1,037	5,98	0,000	1,044	5,49	0,000	1,028	3,14	0,002	1,027	2,71	0,007
N	988			988			988			988		
Chi2	216,73			184,25			102,87			127,67		
Prob>chi2	0,0000			0,0000			0,0000			0,0000		

(Nguồn: tổng hợp từ phần mềm Stata13)

cho giá trị dao động từ 0,9 đến 1,0, cho thấy mức độ ảnh hưởng của hai chỉ tiêu này đến khả năng NYC của các DN là không cao.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu đã tìm hiểu khả năng niêm yết thành công của DN Việt Nam tại hai thị trường mục tiêu là HKEX và SGX, thông qua các đặc điểm tài chính và cấu trúc sở hữu, nhằm giúp DN có sự so sánh. Trong đó cho thấy, các biến có tác động lớn nhất đến khả năng NYC của DN đó chính là quy mô

DN, khả năng sinh lời và tỷ lệ sở hữu với kết quả từ cả bốn mô hình, đều cho thấy ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê cao. Kết quả nghiên cứu cho thấy, để nâng cao khả năng thực hiện NYC thành công, các DN Việt Nam cần cải thiện hơn nữa tình hình tài chính của DN. Bên cạnh đó, DN cũng cần chú trọng đến hoạt động quản trị công ty phù hợp với thông lệ quốc tế, xây dựng kế hoạch tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước, theo lộ trình phù hợp. ■

Tài liệu tham khảo

1. Dương Ngân Hà (2019) "NYC chứng khoán trên thị trường quốc tế giải pháp cho Việt Nam" *Tạp chí Ngân hàng*, số 19 tháng 9/2018.
2. Lê Thị Hương Lan và cộng sự (2017) "Nhân tố ảnh hưởng tới việc niêm yết của DN Việt Nam trên TTCK của các nước thành viên ASEAN: Nghiên cứu điển hình tại thị trường Singapore" *Tạp chí Ngân hàng*, số 5, 31-36.
3. Abdallah, A.A. and Ioannidis, C. (2010) "Why do firms cross-list? International evidence from the US market", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 50 No. 2, pp. 202-213
4. Abdallah, A. A.-N., Abdallah, W., & Saad, M. (2011) "The Effect Of Cross-Listing On Trading Volume: Reducing Segmentation Versus Signaling Investor Protection", *Journal of Financial Research*, 34(4), 589-616.
5. Abdallah, W., & Goergen, M. (2016) "Evolution of control of cross-listed companies", *The European Journal of Finance*, 22(15), 1507-1533.
6. Aggarwal, R., Klapper, L. and Wysocki, P.D. (2005) "Portfolio preferences of foreign institutional investors", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29 No. 12, pp. 2919-2946.
7. Alexander, G. J., Eun, C. S., & Janakiraman, S. (1988) "International Listings and Stock Returns: Some Empirical Evidence", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(2), 135.
8. Arauner, A.H., (1996) *The impact of international cross-listing on the cost of capital*, PhD Thesis.
9. Bancel, F. and Mittoo, U.R. (2001) "European managerial perceptions of the net benefits of foreign stock listings", *European Financial Management*, Vol. 7 No. 2, pp. 213-236.
10. Caglio, C., Hanley, K. W., & Marietta-Westberg, J. (2016). "Going public abroad". *Journal of Corporate Finance*, 41, 103-122.
11. Claessens, S., & Schmukler, S. L. (2007) "International financial integration through equity markets: Which firms from which countries go global?", *Journal of International Money and Finance*, 26(5), 788-813.
12. Chemmanur, T., & Fulghieri, P. (2006) "Competition and cooperation among exchanges: A theory of cross-listing and endogenous listing standards", *Journal of Financial Economics*, 82(2), 455-489.
13. Coffee, J. C. (1999) "The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications", *Northwestern University Law Review*, 93, 641-708.
14. Cox, D.R. (1972) "Regression models and life-tables", *Journal of Royal Statistical Society: Series B*.
15. Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2004) "Why are foreign firms listed in the US worth more?", *Journal of financial economics*, 71(2), 205-238.
16. Doidge, C., Karolyi, G. A., Lins, K. V., Miller, D. P., & Stulz, R. M (2009) "Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision", *The Journal of Finance*, 64(1), 425-466.
17. Errunza, V., & Losq, E. (1985) "International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test", *The Journal of Finance*, 40(1), 105.
18. Foerster, S.R. and Karolyi, G.A. (1999) "The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: evidence from foreign stocks listing in the United States", *The Journal of Finance*, Vol. 54 No. 3, pp. 981-1013.
19. Houston, C.O. and Jones, R.A. (2002) "Canadian manager perceptions of the US exchange listings: recent evidence", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 13 No. 3, pp. 235-253.
20. Karolyi, G. A. (1998) "Why do companies list Share Abroad?: A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 7(1), 1-60.
21. Leuz, C., & Oberholzer-Gee, F. (2006) "Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia", *Journal of financial economics*, 81(2), 411-439.
22. MaKau, S.M., Onyuma, S. O., & Okumu, A. N (2015) "Impact of Cross-Border Listing on Stock Li", *Journal of Finance and Accounting*, Vol. 3, No. 1.
23. Mittoo, U. R. (1997) "Cross-Country Listing and Trading Volume: Evidence from the Toronto and Vancouver Stock Exchanges", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 8(3), 147-174.
24. Pangano, M., A.A. Roell and J. Zechner (2002) "The Geography Of Equity Listing: Why Do Companies List Aboard?", *Journal Finance* 57, 2651-2694.
25. Reese, W. A., & Weisbach, M. S. (2002) "Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings", *Journal of Financial Economics*, 66(1), 65-104
26. Stapleton, R.C. and Subrahmanyam, M.G. (1977) "Market imperfections, capital market equilibrium and corporate finance", *The Journal of Finance*, Vol. 32 No. 2, pp. 307-319.
27. Merton, R.C. (1987) "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information", *The Journal of Finance*, Vol. 42 No. 3, pp. 483-510.