



## Tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên đối với các thương vụ phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) của các nhà đầu tư tại Việt Nam

NGUYỄN VĂN TÂN <sup>a,\*</sup>, TRỊNH QUỐC TRUNG <sup>b</sup>, NINH THỊ TRANG <sup>a</sup>

<sup>a</sup> Trường Đại học Quốc tế Miền Đông

<sup>b</sup> Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh

| THÔNG TIN                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | TÓM TẮT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Ngày nhận: 13/09/2019<br/>Ngày nhận lại: 04/12/2019<br/>Duyệt đăng: 04/12/2019</p> <p><b>Mã phân loại JEL:</b><br/>G10; G32; L29</p> <p><b>Từ khóa:</b><br/>Cổ phần hóa;<br/>Phát hành cổ phiếu lần đầu;<br/>Phương pháp hồi quy;<br/>Tỷ suất sinh lời ngắn hạn;<br/>Định giá thấp;<br/>Doanh nghiệp nhà nước.</p> <p><b>Keywords:</b><br/>Equitization;<br/>Initial public offerings;</p> | <p>Nghiên cứu này nhằm cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên đối với các thương vụ phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (Initial Public Offering – IPO) của các nhà đầu tư tại Việt Nam cùng với việc xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên. Với việc lựa chọn 167 doanh nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng tại Việt Nam trong giai đoạn 2005–2016, nhóm tác giả kết luận rằng tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của các nhà đầu tư vào IPO bình quân (Abnormal First-Day Return – <math>AR_i</math>) đạt 33,30% và tỷ suất sinh lời hiệu chỉnh theo thị trường của nhà đầu tư (Market-Adjusted Abnormal Returns – <math>MAAR_{i,t}</math>) đạt 23,91%. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên cũng không giống nhau giữa các nhóm ngành, quy mô hoạt động, và theo thời gian trước và sau khủng hoảng kinh tế vào năm 2008. Nghiên cứu này tiếp cận phương pháp mô hình trung bình theo trường phái Bayes, kết quả cho thấy các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngắn hạn của nhà đầu tư bao gồm: Giá khởi điểm, và tỷ lệ sở hữu của nhà nước trong vòng một năm sau IPO.</p> <p><b>Abstract</b></p> <p>The study aims to provide empirical evidence on first-day excess return for IPO investment of investors in Vietnam, along with determining factors affecting abnormal first-day return for IPOs in Vietnam. With the selection of 167 enterprises that conducted initial public offerings</p> |

\* Tác giả liên hệ.

Email: tan.nguyen@eiu.edu.vn (Nguyễn Văn Tân), tqtrung@uel.edu.vn (Trịnh Quốc Trung), trang.ninh@eiu.edu.vn (Ninh Thị Trang).  
Trích dẫn bài viết: Nguyễn Văn Tân, Trịnh Quốc Trung, & Ninh Thị Trang. (2019). Tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên đối với các thương vụ phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) của các nhà đầu tư tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 30(9), 45–66.

|                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Regression method;<br>Initial excess return;<br>Underpricing;<br>State-owned enterprises. | in Vietnam from 2005 to 2016, the authors conclude that abnormal first-day return of investors in the IPO reached 33.30% for $AR_i$ (Abnormal First-Day Return) and reached 23.91% for $MAAR_{i1}$ (Market-Adjusted Abnormal Returns) on average. Besides, the research results also show that abnormal first-day return for IPO investment is not the same among sectors, firm size, and pre and post economic crisis in 2008. This research applies the Bayesian model average method. The results show that factors affecting short term return for IPO investment include IPO offer price, and state ownership rate within one year after IPO. |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

## 1. Giới thiệu

IPO (Initial Public Offering) là hoạt động phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng và là một trong những chủ đề nghiên cứu thu hút được nhiều sự quan tâm từ các nhà nghiên cứu và các nhà đầu tư. Hiện nay, nghiên cứu về chủ đề IPO chủ yếu ở nước ngoài và trong nước đều thiên về định giá thấp, tỷ suất sinh lời trong ngày đầu tiên cũng như trong dài hạn. Perera và Kulendran (2016) nghiên cứu về tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của IPO tại Úc, và sử dụng phương pháp hồi quy OLS và hồi quy nhị phân để dự báo khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên. Guo và Brooks (2008) nghiên cứu về vấn đề định giá thấp của IPO đối với các cổ phiếu loại A ở Trung Quốc. Dimovski và cộng sự (2010) nghiên cứu về danh tiếng của nhà bảo lãnh phát hành và vấn đề định giá thấp của IPO tại Trung Quốc nhằm giải quyết mối quan hệ của nhà bảo lãnh phát hành, danh tiếng nhà phát hành với vấn đề định giá thấp IPO. Trong khi đó, Chan (2014) tập trung nghiên cứu về mối quan hệ giữa danh tiếng của đại lý phân phối cổ phiếu IPO và vấn đề này ảnh hưởng như thế nào đến tỷ suất sinh lời của IPO tại Trung Quốc. Goergen và cộng sự (2009) nghiên cứu khái quát hơn khi so sánh vấn đề định giá thấp của các thương vụ IPO tại Pháp và Đức, đồng thời, đưa ra lý giải các nguyên nhân tại sao IPO tại Pháp định giá khác so với IPO tại Đức. Hiện nay, một số lý thuyết có thể giải thích tại sao các doanh nghiệp tiến hành định giá thấp, và qua đó, phát sinh tỷ suất sinh lời cho các nhà đầu tư vào thương vụ IPO, tiêu biểu là lý thuyết về phản hồi của thị trường (The Market Feedback Theory) được đề xuất bởi Benveniste và Spindt (1989), lý thuyết không chắc chắn (The Uncertainty Theory) được đề xuất bởi Beatty và Ritter (1986), và lý thuyết tín hiệu (The Signaling Theory) được đề xuất bởi Welch (1989).

Tại Việt Nam, Huang và cộng sự (2016) nghiên cứu về tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của các thương vụ IPO. Trong khi đó, Tran và cộng sự (2014) nghiên cứu bằng chứng về hiện tượng định giá thấp của các thương vụ IPO. Xét về bản chất, định giá thấp và tỷ suất sinh lời có chung bản chất về tính toán, nhưng có tên gọi khác nhau, và đều được tính toán dựa trên giá cổ phiếu ngày giao dịch đầu tiên và giá phát hành IPO.

Các nghiên cứu trước đây tại các nước trên thế giới và Việt Nam, cụ thể, là các nghiên cứu của Perera và Kulendran (2016), Guo và Brooks (2008), Huang và cộng sự (2016), Tran và cộng sự (2014) có một số hạn chế nhất định: (1) Chưa nghiên cứu tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của các doanh nghiệp theo mốc thời gian khủng hoảng kinh tế toàn cầu để thấy rõ liệu các nhà đầu tư vào IPO có thu về tỷ suất sinh lời đối với các doanh nghiệp IPO vào giai đoạn khủng hoảng kinh tế hay không; (2) Các nghiên cứu nêu trên chỉ áp dụng phương pháp GLS nên khi nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng

đến định giá thấp sẽ có một số hạn chế nhất định vì có thể chưa xem xét hết các mô hình nghiên cứu (gồm các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên cũng như xác suất của mô hình nghiên cứu xuất hiện trong thực tiễn).

Hiện nay, các doanh nghiệp IPO tại Việt Nam không tuân thủ quy định về niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán mặc dù Chính phủ đã ban hành nhiều quy định cụ thể về thời gian niêm yết. Căn cứ Quyết định số 50/QĐ-XPVPHC của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước ban hành ngày 12/01/2018 về việc xử phạt vi phạm hành chính đối với Tổng công ty cổ phần Dệt may Nam Định, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã phạt Tổng công ty cổ phần Dệt may Nam Định 200 triệu đồng do doanh nghiệp đăng ký giao dịch, niêm yết chứng khoán quá thời hạn từ trên 9 tháng. Ngoài ra, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã ban hành Quyết định số 26/QĐ-XPVPHC vào ngày 13/01/2020 về việc xử phạt hành chính Công ty cổ phần Thủy sản và Thương mại Thuận Phước 350 triệu đồng do doanh nghiệp này đăng ký giao dịch, niêm yết chứng khoán quá thời hạn từ trên 12 tháng. Ngoài ra, các nhà đầu tư IPO tại Việt Nam vẫn chưa quan tâm đến đầu tư vào IPO vì các nhà đầu tư chưa chắc chắn về khả năng sinh lời ngày đầu tiên của các doanh nghiệp IPO, trong khi đó, thời gian niêm yết và giao dịch các doanh nghiệp này rất dài. Chính vì vậy, các đợt đầu giá trong những năm gần đây chưa đạt kết quả tốt, tiêu biểu là phiên IPO của Công ty Xây dựng và Phát triển Đô thị tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu chỉ bán được 656.400 cổ phiếu/16.408.300 cổ phiếu vào cuối tháng 11/2018 và không có nhà đầu tư nước ngoài nào tham gia.

Nghiên cứu này đóng góp về mặt phương pháp và thực tiễn khi áp dụng phương pháp mô hình trung bình theo trường phái Bayes để trả lời câu hỏi: Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngắn hạn và tỷ suất sinh lời ngắn hạn bình quân là bao nhiêu vào ngày giao dịch đầu tiên?

Bố cục của nghiên cứu này gồm 5 phần: (1) Giới thiệu; (2) Cơ sở lý thuyết; (3) Phương pháp nghiên cứu; (4) Kết quả nghiên cứu; và cuối cùng, (5) Kết luận và hàm ý chính sách.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Các lý thuyết liên quan

Beatty và Ritter (1986) cho rằng lý thuyết không chắc chắn (Uncertainty Theory) giải thích các nhà đầu tư không chắc chắn giá trị của cổ phiếu IPO nên các nhà phát hành có xu hướng định giá thấp để thu hút đầu tư của các nhà đầu tư, từ đó, phát sinh tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên. Tiếp theo, lý thuyết về phản hồi của thị trường (The Market Feedback Theory) của Benveniste và Spindt (1989) cho rằng các ngân hàng bảo lãnh phát hành và các tổ chức tư vấn phát hành thường định giá thấp để thu hút các nhà đầu tư tham gia vào các thương vụ IPO. Sau khi định mức giá thấp, các tổ chức tư vấn và ngân hàng bảo lãnh sẽ chờ phản hồi của các nhà đầu tư để xác định được mức giá trung bình quân. Benveniste và cộng sự (2008) nhận định các doanh nghiệp phát hành ban đầu cũng định giá các cổ phiếu IPO thấp nên nhà đầu tư có khả năng thu được tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên khi doanh nghiệp phát hành niêm yết cổ phiếu chính thức. Kết quả nghiên cứu trong bài này cũng trùng khớp với nghiên cứu của Benveniste và cộng sự (2008).

Ngoài ra, Welch (1989) đã đề xuất lý thuyết tín hiệu để giải thích hiện tượng các doanh nghiệp muốn phát hành cổ phiếu IPO thành công thường truyền tín hiệu cho các nhà đầu tư thông qua việc định giá thấp các cổ phiếu của mình. Từ đó, các nhà đầu tư có xu hướng nhận được tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên khi các doanh nghiệp chính thức niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Allen

và Faulhaber (1989) cũng kiểm chứng lý thuyết này để giải thích hiện tượng phát sinh tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư IPO. Các bài nghiên cứu trước đây đã chứng minh việc truyền tín hiệu cho nhà đầu tư về việc định giá thấp cổ phiếu IPO giúp cho các nhà đầu tư chủ động tham gia đầu tư vào IPO nhằm đạt tỷ suất sinh lời cao vào ngày đầu tiên. Việc truyền tín hiệu định giá thấp này giúp các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu thành công và cải thiện hiệu quả hoạt động của mình thông qua việc đa dạng hóa hình thức sở hữu và cơ chế kiểm soát mới sau khi IPO.

## 2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm và phát triển giả thuyết nghiên cứu

Các nhà nghiên cứu tại các thị trường khác nhau đã chứng minh các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư không giống nhau. Bhabra và Pettway (2003) cho rằng các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ định giá thấp hay tỷ suất sinh lời gồm: Các yếu tố thuộc đặc điểm hoạt động doanh nghiệp và các đặc điểm phát hành IPO. Tương tự, Ogden và cộng sự (2003) khẳng định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời có thể được phân loại thành hai nhóm thuộc về: (1) Đặc điểm doanh nghiệp phát hành (Năm thành lập doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, khả năng lợi nhuận, chính sách cổ tức); và (2) các yếu tố liên quan phát hành (Mức giá phát hành, giá trị phát hành, cổ phiếu, nhà bảo lãnh phát hành, sở hữu doanh nghiệp, các giá trị thống kê về doanh nghiệp).

### 2.2.1. Đặc điểm phát hành

#### 2.2.1.1. Tỷ lệ mua

Perera và Kulendran (2016) cho rằng tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của các cổ phiếu phụ thuộc vào nhu cầu của nhà đầu tư. Trong khi đó, nhu cầu của nhà đầu tư có thể được đo lường bằng tỷ lệ mua. Tỷ lệ này được đo lường bằng tỷ số giữa số lượng cổ phiếu bán được và số lượng cổ phiếu đưa ra đấu giá lần đầu. Các nghiên cứu của Agarwal và cộng sự (2008), Boudriga và cộng sự (2009) khẳng định có mối quan hệ đồng biến dương giữa tỷ lệ mua và tỷ suất sinh lời ngắn hạn của IPO. Trong khi đó, Tran và cộng sự (2014), Biais và Faugeron-Crouzet (2000) cũng cho rằng các nhà đầu tư sẽ tham gia đặt mua nhiều cổ phiếu nếu cổ phiếu đó có khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên cao. Do đó, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu đầu tiên như sau:

*H<sub>1</sub>: Tỷ lệ mua có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư.*

#### 2.2.1.2. Giá khởi điểm

Các bài nghiên cứu của Guo và Brooks (2008), Dimovski và cộng sự (2010) khẳng định doanh nghiệp phát hành IPO với mức giá khởi điểm càng thấp thì dẫn đến tỷ suất sinh lời ngắn hạn của nhà đầu tư sẽ cao. Tran và cộng sự (2014) cho rằng các doanh nghiệp tại Việt Nam có xu hướng định giá thấp để dễ dàng phát hành IPO hơn. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất tiếp theo là:

*H<sub>2</sub>: Giá khởi điểm có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư.*

#### 2.2.1.3. Độ trễ niêm yết

Độ trễ niêm yết được đo lường bằng tổng thời gian từ lúc doanh nghiệp bắt đầu tiến hành IPO đến thời điểm niêm yết. How (2000), How và cộng sự (2007), Ekkayokkaya và Pengniti (2012) đã tìm ra bằng chứng có mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên so với thời gian niêm yết. Tuy nhiên, Chan (2014), Chen và cộng sự (2004), Suchard và Singh (2007) lại cho rằng có mối quan hệ cùng chiều giữa độ trễ niêm yết và tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên. Bởi vì, hiện tượng chậm niêm yết dẫn đến rủi ro cho các nhà đầu tư, nên các nhà phát hành IPO phải định giá thấp để có tỷ suất sinh lời cao bù cho rủi ro của nhà đầu tư. Đồng tình với quan điểm này,

Tran và cộng sự (2014) cũng cho rằng có mối quan hệ cùng chiều giữa độ trễ niêm yết và tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên. Vì vậy, giả thuyết tiếp theo được đề xuất:

*H3: Độ trễ niêm yết có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư.*

#### *2.2.1.4. Khối lượng phát hành*

Khối lượng cổ phiếu phát hành lần đầu ra công chúng của các doanh nghiệp không giống nhau, tùy thuộc vào mục tiêu huy động vốn và quy mô của các doanh nghiệp. Quy mô phát hành càng lớn thì các doanh nghiệp phát hành có nhiều rủi ro vì có khả năng không phát hành hết cổ phiếu, từ đó, các doanh nghiệp này có xu hướng định giá thấp khi phát hành và dẫn đến phát sinh tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên cao. Lý thuyết tín hiệu cũng cho rằng các doanh nghiệp phát hành thường truyền tín hiệu cho nhà đầu tư về khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên đối với các thương vụ IPO, đặc biệt là các thương vụ IPO có khối lượng phát hành lớn. Các nghiên cứu khác của Belghitar và Dixon (2012), Chalk và Peavy (1990) cũng nhận định mối quan hệ tương quan dương giữa khối lượng phát hành IPO và tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên. Do đó, giả thuyết nghiên cứu tiếp theo được đề xuất như sau:

*H4: Khối lượng phát hành IPO có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư.*

#### *2.2.2. Đặc điểm doanh nghiệp*

##### *2.2.2.1. Tỷ lệ sở hữu của nhà nước sau IPO*

Một số doanh nghiệp sau khi tiến hành IPO cũng vẫn chịu chi phối quản lý điều hành của nhà nước, và các doanh nghiệp này có xu hướng hoạt động không hiệu quả, do đó, các doanh nghiệp khó đạt tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên cao (Tran và cộng sự, 2014). Chi và Padgett (2005) cũng cho rằng có mối tương quan ngược chiều giữa tỷ lệ sở hữu nhà nước sau IPO và tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên. Do đó, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu tiếp theo như sau:

*H5: Tỷ lệ sở hữu của nhà nước sau IPO có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư.*

##### *2.2.2.2. Quy mô doanh nghiệp*

Belghitar và Dixon (2012) cũng cho rằng có tác động ngược chiều của quy mô doanh nghiệp đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư, khi đó, các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ phát sinh tỷ suất sinh lời thấp, và ngược lại. Tian (2011) cho rằng các doanh nghiệp sau IPO tại Trung Quốc cũng không niêm yết sớm mà có thời gian dài, nên các nhà đầu tư cũng đòi hỏi tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên lớn. Tian (2011) nhận định yếu tố quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng ngược chiều đến tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên. Do đó, nhóm tác giả tiếp tục đưa ra giả thuyết nghiên cứu:

*H6: Quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư.*

##### *2.2.2.3. Số năm hoạt động của doanh nghiệp*

Tran và cộng sự (2014), Tian (2011), Kirkulak và Davis (2005) cũng nhận định các doanh nghiệp có số năm hoạt động càng lớn thì tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên càng thấp, nguyên nhân là do các doanh nghiệp hoạt động lâu năm đa phần là các doanh nghiệp nhà nước với hiệu quả hoạt động không cao nên mức giá vào ngày giao dịch đầu tiên thấp, dẫn đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên thấp. Tuy nhiên, Ly và Kha (2013) lại cho rằng số năm hoạt động của doanh nghiệp không ảnh hưởng

đến tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên vì tỷ suất sinh lời chỉ chịu ảnh hưởng bởi yếu tố hiệu quả hoạt động, khả năng lợi nhuận... Như vậy, đa phần các nghiên cứu trước cho rằng số năm hoạt động có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời, nên giả thuyết nghiên cứu tiếp theo là:

*H7: Số năm hoạt động có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư.*

#### 2.2.2.4. Khả năng sinh lời trước thời điểm IPO

Bhabra và Pettway (2003) cho rằng khả năng sinh lời trước thời điểm IPO của doanh nghiệp có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên. Pukthuanthong-Le và Varaiya (2007) khẳng định khả năng sinh lời có ảnh hưởng đồng biến đến tỷ suất sinh lời sau này của nhà đầu tư vào IPO. Khi doanh nghiệp có lợi nhuận năm trước IPO càng lớn thì các nhà đầu tư có xu hướng trả giá cao và mức giá cổ phiếu trong ngày giao dịch đầu tiên cũng cao, nên tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư tăng. Các yếu tố đo lường khả năng sinh lời của doanh nghiệp có thể là: Lợi nhuận sau thuế, tỷ số ROA, ROE, ROS. Trong khi đó, Su (2004) cho rằng lợi nhuận không ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên. Như vậy, đa số các nghiên cứu trước cho rằng khả năng sinh lời của doanh nghiệp (ROA, ROS) có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên, nên nhóm tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu cuối cùng như sau:

*H8: Khả năng sinh lời của doanh nghiệp năm trước IPO (ROA và ROS) có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư.*

### 2.3. Đề xuất mô hình nghiên cứu

Từ cơ sở khái quát các nghiên cứu liên quan và phát triển giả thuyết nghiên cứu, nhóm tác giả nhận thấy các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngắn hạn của nhà đầu tư IPO có thể được phân loại thành hai nhóm: Đặc điểm phát hành, và đặc điểm doanh nghiệp phát hành. Qua đó, nhóm tác giả đề xuất hai mô hình hồi quy đa biến nhằm xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên như sau:

$$AR_i = \alpha + \beta_1 \text{demad} + \beta_2 \text{lnprice} + \beta_3 \text{ln}del + \beta_4 \text{ln}offsize + \beta_5 \text{stateafter} + \beta_6 \text{ln}fsize + \beta_7 \text{ln}age + \beta_8 \text{roabef.1} + \beta_9 \text{rosbef.1} + e_t \quad (1)$$

$$MAAR_{i1} = \alpha + \beta_1 \text{demad} + \beta_2 \text{lnprice} + \beta_3 \text{ln}del + \beta_4 \text{ln}offsize + \beta_5 \text{stateafter} + \beta_6 \text{ln}fsize + \beta_7 \text{ln}age + \beta_8 \text{roabef.1} + \beta_9 \text{rosbef.1} + e_t \quad (2)$$

Trong đó,

Biến phụ thuộc gồm:  $AR_i$  và  $MAAR_{i1}$  – đây là hai chỉ tiêu đo lường tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư;

Các biến độc lập của mô hình gồm: demad; lnprice; ln}del; ln}offsize; stateafter; ln}fsize; ln}age; roabef.1; và rosbef.1.

Việc định nghĩa biến phụ thuộc và các biến độc lập được nhóm tác giả trình bày trong phần tiếp theo.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Hồi quy với phương pháp mô hình trung bình Bayes

Như đã trình bày, khác với Tran và cộng sự (2014), Pukthuanthong-Le và Varaiya (2007), và Su (2004), thay vì chỉ sử dụng mô hình tuyến tính tổng quát thông thường (General Linear Model – GLM) theo trường phái cổ điển, nghiên cứu này tiếp cận trường phái Bayes trong việc sử dụng mô hình hồi quy theo phương pháp Bayes để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp. Phương pháp này cho phép lựa chọn các mô hình tối ưu với xác suất xuất hiện trong thực tế nhiều nhất, và khả năng giải thích của các biến độc lập đối với biến phụ thuộc là cao nhất dựa trên quá trình mô phỏng. Mô hình tuyến tính tổng quát (GLM) cố gắng thu gọn một hệ thống phức tạp thông qua những biến tiêu biểu trong mô hình và sử dụng các kiểm định, mức ý nghĩa để kiểm định mô hình. Trong khi đó, mô hình tuyến tính theo phương pháp Bayes cho phép mô phỏng và lựa chọn các mô hình tối ưu nhất dựa trên các biến khác nhau. Phương pháp Bayes có ưu điểm trong việc mô phỏng nhiều mô hình khác nhau, và lựa chọn mô hình có xác suất xuất hiện các biến nhiều nhất thỏa mãn các yêu cầu nhất định. Phương pháp mô hình trung bình (Bayesian Model Average Method – BMA) lựa chọn mô hình dựa vào tiêu chuẩn BIC (Bayesian Information Criterion), với điều kiện tiêu chuẩn BIC càng thấp thì mô hình tương ứng được lựa chọn. Phương pháp này cũng cho phép mô phỏng nhiều mô hình khác nhau, và lựa chọn ra năm mô hình tốt nhất với tiêu chuẩn BIC nhỏ nhất. Phương pháp này do Raftery (1995) đề xuất và được áp dụng rộng rãi trong các nghiên cứu thuộc lĩnh vực kinh tế, tài chính và y khoa.

$$\text{BIC} = n \log(\text{RSS} \cdot p) + p \cdot \log n$$

Trong đó,

p: Số tham số trong mô hình được chọn;

n: Cỡ mẫu;

RSS: Tổng bình phương phần dư của mô hình.

Một tiêu chuẩn khác có thể áp dụng để lựa chọn mô hình là tiêu chuẩn AIC (Akaike Information Criterion). Giữa tiêu chuẩn AIC và BIC có điểm giống nhau là: Nếu hai tiêu chí này có giá trị càng thấp thì mô hình tương ứng với các tiêu chuẩn đó sẽ được lựa chọn. Tuy nhiên, AIC lựa chọn mô hình tối ưu phụ thuộc vào mức ý nghĩa, còn BIC lựa chọn mô hình tối ưu phụ thuộc vào cỡ mẫu. Theo Acquah (2010), AIC có thể lựa chọn mô hình tối ưu hơn BIC trong trường hợp cỡ mẫu nhỏ, trong khi đó, BIC có thể lựa chọn mô hình tối ưu hơn AIC trong trường hợp cỡ mẫu lớn. Công thức xác định tiêu chuẩn AIC như sau:

$$\text{AIC} = n \log(\text{RSS} \cdot p) + 2p$$

#### 3.2. Cách thức đo lường tỷ suất sinh lời bất thường của nhà đầu tư ngày đầu tiên

Theo Adjasi và cộng sự (2011), tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư (mức độ định giá thấp) được xác định thông qua tỷ suất sinh lời trong ngày đầu tiên (Abnormal First-Day Return), chỉ số này được ký hiệu là  $AR_i$  và được xác định bởi công thức:

$$AR_i = R_i - R_{mi}$$

Với  $R_i$  chính là tỷ suất sinh lời thô ngày đầu tiên của cổ phiếu  $i$  (Raw First-Day Returns) được xác định như sau:

$$R_i = \frac{P_{first} - P_{offer}}{P_{offer}}$$

Trong đó,

$P_{first}$ : Mức giá đóng cửa của cổ phiếu  $i$  vào ngày giao dịch đầu tiên;

$P_{offer}$ : Mức giá đấu giá thành công bình quân;

$R_{mi}$ : Tỷ suất sinh lời thị trường VN-Index cho giai đoạn tương ứng, và được xác định bằng công thức:

$$R_{mi} = \frac{VN_{first} - VN_{offer}}{VN_{offer}}$$

Trong đó,

$VN_{first}$ : Chỉ số thị trường đóng cửa vào ngày giao dịch đầu tiên;

$VN_{offer}$ : Chỉ số thị trường đóng cửa vào ngày đấu giá của cổ phiếu IPO;

$R_{mi}$ : Tỷ suất sinh lời thị trường vào ngày đầu tiên.

Nhiều nghiên cứu khác cho rằng xác định tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên cũng tùy theo từng cách tính toán khác nhau sẽ cho ra các kết quả khác nhau. Aggarwal và cộng sự (1993) đề xuất sử dụng thêm tỷ suất sinh lời hiệu chỉnh theo thị trường của nhà đầu tư (Market-Adjusted Abnormal Returns –  $MAAR_{i1}$ ) để xác định tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngày đầu tiên:

$$MAAR_{i1} = 100 \times \left\{ \left[ \frac{1 + R_i}{1 + R_m} \right] - 1 \right\}$$

Trong bài này, tác giả sử dụng cả hai cách tính toán trên để xác định tỷ suất sinh lời ngắn hạn của nhà đầu tư.

### 3.3. Đo lường các biến và dữ liệu nghiên cứu

**Bảng 1.**

Tổng hợp các biến độc lập và cách đo lường

| Biến độc lập             | Biến gốc                                                               | Biến trong mô hình | Cách đo lường biến trong mô hình                                                  | Hệ số kỳ vọng | Tham chiếu nghiên cứu                                                            |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------------|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| Tỷ lệ mua                | demad                                                                  | demad              | Số lượng mua được/Số lượng chào bán                                               | +             | Tran và cộng sự (2014), Biais và Faugeron-Crouzet (2000), Chi và Padgett (2005). |
| Giá khởi điểm            | price (giá IPO)                                                        | lnprice            | Logarit tự nhiên của giá IPO                                                      | –             | Tran và cộng sự (2014).                                                          |
| Độ trễ niêm yết          | del (số ngày từ khi IPO đến khi niêm yết)                              | ln del             | Logarit tự nhiên của số ngày từ khi IPO đến khi niêm yết                          | +             | Tran và cộng sự (2014), Tian (2011).                                             |
| Khối lượng phát hành IPO | offsize (tích số của số lượng cổ phiếu và giá khởi điểm phát hành IPO) | lnoffsize          | Logarit tự nhiên của tích số của số lượng cổ phiếu và giá khởi điểm phát hành IPO | +             | Belghitar và Dixon (2012), Chi và Padgett (2005), Guo và Brooks (2008).          |

| Biến độc lập                                  | Biến gốc                                                          | Biến trong mô hình | Cách đo lường biến trong mô hình                                                 | Hệ số kỳ vọng | Tham chiếu nghiên cứu                                                                  |
|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| Tỷ lệ sở hữu của nhà nước sau IPO             | stateafter                                                        | stateafter         | Tỷ lệ sở hữu của nhà nước sau IPO                                                | —             | Tran và cộng sự (2014), Chi và Padgett (2005), Chen và cộng sự (2004).                 |
| Quy mô doanh nghiệp                           | fsize (tổng tài sản trước khi IPO)                                | lnfsize            | Logarit tự nhiên của tổng tài sản trước khi IPO                                  | —             | Tran và cộng sự (2014).                                                                |
| Số năm hoạt động                              | age (số năm tính từ năm công ty được thành lập đến thời điểm IPO) | lnage              | Logarit tự nhiên của số năm tính từ năm công ty được thành lập đến thời điểm IPO | —             | Tran và cộng sự (2014), Tian (2011), Kirkulak và Davis (2005).                         |
| Tỷ suất sinh lời trên tài sản năm trước IPO   | roabef.1                                                          | roabef.1           | Lợi nhuận/Tài sản                                                                | +             | Deb và Marisetty (2010), Bhabra và Pettway (2003), Pukthuanthong-Le và Varaiya (2007). |
| Tỷ suất sinh lời trên doanh thu năm trước IPO | rosbef.1                                                          | rosbef.1           | Lợi nhuận/Doanh thu                                                              | +             | Pukthuanthong-Le và Varaiya (2007).                                                    |

*Ghi chú:* (1) Đơn vị tính của giá là nghìn đồng;

(2) Đơn vị tính của các chỉ số được tính theo tỷ lệ %.

Dữ liệu sử dụng gồm: Thông tin doanh nghiệp từ bảng cáo bạch thông tin phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng được công bố bởi HNX và HSX; trong đó có 167 doanh nghiệp tiến hành IPO trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2016, và các doanh nghiệp này có đầy đủ dữ liệu cần thiết cho nghiên cứu, được thể hiện qua bảng công bố thông tin đầu giá lần đầu ra công chúng. Nhóm tác giả tiến hành lọc dữ liệu và chỉ chọn các thương vụ IPO, loại bỏ các đợt phát hành thêm cổ phiếu của các doanh nghiệp. Dữ liệu được xử lý thông qua việc kết hợp giữa phần mềm STATA 14.2 và phần mềm R. Các công cụ định lượng được sử dụng trong bài nghiên cứu gồm: Thống kê mẫu nghiên cứu, thống kê mô tả các biến, kiểm định khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn, kiểm định đa cộng tuyến, và hồi quy.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mẫu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu gồm 167 doanh nghiệp tiến hành IPO, trong đó có phần lớn các doanh nghiệp tiến hành IPO trong hai năm 2014 và năm 2015, với số lượng doanh nghiệp lần lượt là 27 và 25 doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng lần lượt là 16,17% và 14,97%). Sau khi tiến hành IPO, các doanh nghiệp nêu trên cũng tiến hành niêm yết trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2017, trong đó, số doanh nghiệp niêm yết trong hai năm 2016 và năm 2017 chiếm đa số với 38 doanh nghiệp cho mỗi năm (cùng chiếm tỷ trọng 22,75% trên tổng số doanh nghiệp khảo sát). Tác giả lựa chọn mẫu nghiên cứu gồm các doanh

ng nghiệp tư nhân và doanh nghiệp nhà nước tiến hành IPO, nhưng các doanh nghiệp này phải niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán để đảm bảo đủ cơ sở tính toán tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên.

Nhóm tác giả nhận thấy các doanh nghiệp trong mẫu quan sát thuộc các ngành nghề khác nhau nên phân chia các doanh nghiệp theo ba nhóm ngành chính có đặc điểm tương đồng nhằm phân tích kết quả nghiên cứu cho phù hợp, việc phân các doanh nghiệp vào các nhóm ngành được dựa trên cơ sở Quyết định số 27/2018/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ban hành ngày 06/7/2018. Kết quả thống kê tần số cho thấy số lượng các doanh nghiệp thuộc ba nhóm ngành khá đồng đều. Nhóm tác giả cũng phân chia các doanh nghiệp theo quy mô gồm: Nhóm doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa, và doanh nghiệp có quy mô lớn, dựa trên cơ sở Nghị định số 39/2018/NĐ-CP của Chính phủ ban hành ngày 11/3/2018. Bảng 2 cho thấy đa phần các doanh nghiệp IPO được khảo sát có quy mô lớn với 96 doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 57,49%), các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa có số lượng ít hơn với 71 doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 42,51%).

## **Bảng 2.**

Thống kê về số doanh nghiệp tiến hành IPO theo nhóm ngành, quy mô, và thời điểm khủng hoảng kinh tế năm 2008

| Đặc điểm                                                                              | Tần số | Phần trăm (%) | Phần trăm tích lũy (%) |
|---------------------------------------------------------------------------------------|--------|---------------|------------------------|
| <i>Nhóm ngành</i>                                                                     |        |               |                        |
| Nông nghiệp, khai khoáng, và sản xuất                                                 | 55     | 32,93         | 32,93                  |
| Năng lượng, cấp nước, và kiến trúc                                                    | 56     | 33,53         | 66,46                  |
| Vận tải, bán lẻ, khách sạn, du lịch, viễn thông, ngân hàng, bảo hiểm, và bất động sản | 56     | 33,53         | 100,00                 |
| <i>Quy mô</i>                                                                         |        |               |                        |
| Doanh nghiệp nhỏ và vừa                                                               | 71     | 42,51         | 42,51                  |
| Doanh nghiệp có quy mô lớn                                                            | 96     | 57,49         | 100,00                 |
| <i>Mốc thời gian khủng hoảng kinh tế năm 2008</i>                                     |        |               |                        |
| Doanh nghiệp IPO trước khủng hoảng kinh tế                                            | 55     | 32,93         | 32,93                  |
| Doanh nghiệp IPO vào năm 2008                                                         | 14     | 8,38          | 41,31                  |
| Doanh nghiệp IPO sau khủng hoảng kinh tế                                              | 98     | 58,68         | 100,00                 |

**Bảng 3.**

Tổng kê mô tả các biến gốc

| Biến       | Số quan sát | Trung bình         | Độ lệch chuẩn      | Nhỏ nhất | Lớn nhất              |
|------------|-------------|--------------------|--------------------|----------|-----------------------|
| demad      | 167         | 0,817              | 0,340              | 0,0001   | 1                     |
| price      | 167         | 27,767             | 38,890             | 8,952    | 309,098               |
| del        | 167         | 900,329            | 904,373            | 54       | 4,163                 |
| offsize    | 167         | $3,39 \times 10^8$ | $1,47 \times 10^9$ | 4.080    | $1,72 \times 10^{10}$ |
| stateafter | 167         | 0,142              | 0,252              | 0        | 0,957                 |
| fsize      | 167         | 5.098.243          | $3,17 \times 10^7$ | 1.018    | $3,66 \times 10^8$    |
| age        | 167         | 26,772             | 16,499             | 3        | 88                    |
| roabef.1   | 167         | 0,103              | 0,138              | -0,044   | 0,707                 |
| rosbef.1   | 167         | 0,058              | 0,076              | -0,045   | 0,517                 |

Ghi chú: (1) Đơn vị tính của giá là nghìn đồng;

(2) Đơn vị tính của tài sản là triệu đồng;

(3) Đơn vị tính của các tỷ số được tính theo tỷ lệ %.

Kết quả tổng kê mô tả từ Bảng 3 cho thấy các doanh nghiệp có sự khác biệt rất lớn về khả năng phát hành hết cổ phiếu thông qua IPO, cụ thể, tỷ lệ phát hành hết cổ phiếu dao động từ 0,001% đến 100%, và độ lệch chuẩn 34%. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp phát hành IPO có sự khác biệt rất lớn về khả năng thu hút nhà đầu tư IPO, và khả năng phát hành hết cổ phiếu của mỗi doanh nghiệp là khác nhau, phụ thuộc vào số lượng cổ phiếu phát hành, giá IPO, quảng bá... Mức giá phát hành IPO cũng có nhiều khác biệt khi có doanh nghiệp phát hành với mức giá bình quân 8,952 đồng, nhưng có doanh nghiệp phát hành với mức giá cao là 309,098 đồng. Vấn đề các doanh nghiệp phát hành với mức giá thấp hay cao cũng phụ thuộc nhiều vào khả năng thu hút đối với nhà đầu tư trong các thương vụ IPO.

Một đặc điểm rất đáng chú ý là các doanh nghiệp tại Việt Nam sau thương vụ IPO cũng rất chậm trễ trong vấn đề niêm yết, mặc dù Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có quy định cụ thể về việc xử phạt khi các doanh nghiệp vi phạm kéo dài thời gian niêm yết. Số ngày niêm yết tối thiểu của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu là 54 ngày, nhưng tối đa lại đến 4,163 ngày. Trung bình các doanh nghiệp IPO niêm yết trong vòng 900,329 ngày. Đây là một thực trạng đáng báo động và giải thích nguyên nhân tại sao thị trường chứng khoán Việt Nam đã hình thành khá lâu nhưng tổng vốn hóa thị trường vẫn còn ở mức khiêm tốn. Việc các doanh nghiệp chậm trễ niêm yết ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý của các nhà đầu tư IPO vì thời gian phải chờ đợi thu được tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên dài, và thời gian để chuyển nhượng cổ phiếu cho các nhà đầu tư khác chính thức khá chậm. Trong khi đó, các nhà đầu tư có nhiều lựa chọn khác khi đầu tư vào bất động sản, vàng, ngoại tệ, hoặc thậm chí gửi tiền tiết kiệm. Quy mô của 167 doanh nghiệp cũng có sự khác biệt rất lớn, thể hiện qua sự khác biệt về tổng tài sản của năm trước khi thực hiện thương vụ IPO (giá trị trung bình của tài sản đạt 5.098.243 triệu đồng, với độ lệch chuẩn lên đến  $3,17 \times 10^7$  triệu đồng). Số năm thành lập doanh nghiệp tính đến

thời điểm IPO cũng khá khác nhau với độ lệch chuẩn là 16,499 năm, và doanh nghiệp có số năm thành lập cao nhất là 88 năm.

Như đã trình bày, các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng có quy mô khác nhau nên khối lượng phát hành IPO cũng không giống nhau (thể hiện qua độ lệch chuẩn đạt đến  $1,47 \times 10^9$  cổ phiếu, khối lượng phát hành cổ phiếu dao động từ 4.080 cổ phiếu đến tối đa đạt  $1,72 \times 10^{10}$  cổ phiếu, khối lượng trung bình phát hành đạt  $3,39 \times 10^8$ ). Các doanh nghiệp có nhu cầu phát hành số lượng cổ phiếu khác nhau tùy thuộc vào quy mô doanh nghiệp, nhu cầu huy động vốn lần đầu tiên, và chính sách huy động vốn khác nhau. Nếu xem xét tỷ lệ phần vốn nhà nước trong vòng một năm sau khi thực hiện IPO, tỷ lệ này đạt trung bình 14,2%, đặc biệt, có doanh nghiệp nhà nước nắm giữ lên đến 95,7% tổng nguồn vốn doanh nghiệp trong vòng một năm sau IPO. Đây là thực trạng cổ phần hóa của các doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam hiện nay, các doanh nghiệp nhà nước sau khi cổ phần hóa thông qua IPO vẫn còn chịu chi phối quản lý của Nhà nước trong một số trường hợp, và Nhà nước chỉ tiến hành thoái vốn theo từng bước, tức là, các doanh nghiệp tiến hành IPO lần đầu tiên với số lượng cổ phiếu chào bán ít, sau đó, các doanh nghiệp nhà nước tiến hành phát hành các đợt cổ phiếu tiếp theo.

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên tổng doanh thu (ROS) của các doanh nghiệp trước một năm thực hiện IPO cũng có sự khác biệt rất lớn, trong đó, có doanh nghiệp kinh doanh không hiệu quả và tỷ suất sinh lời đều âm. Ngoài ra, một số doanh nghiệp đạt tỷ suất sinh lời khá cao (ROA cao nhất đạt 51,69%; và ROS cao nhất đạt 70,73%).

#### 4.2. Kiểm định khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn

Kết quả Bảng 4 cho thấy giá trị trung bình về tỷ suất sinh lời  $AR_i$  của 167 doanh nghiệp đạt đến 33,3%. Nếu phân theo nhóm ngành doanh nghiệp, chỉ có các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành vận tải, bán lẻ, khách sạn, du lịch, viễn thông, ngân hàng, bảo hiểm, và bất động sản mới phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn bình quân đạt 21,8% (có ý nghĩa thống kê).

#### Bảng 4.

Kiểm định khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn  $AR_i$

| Phân loại tỷ suất sinh lời $AR_i$                                                     | Số quan sát | Trung bình (%) | Độ lệch chuẩn | Giá trị thống kê $t$ |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-------------|----------------|---------------|----------------------|
| Tỷ suất sinh lời $AR_i$ tổng quát                                                     | 167         | 33,3**         | 2,083         | 2,066<br>(0,040)     |
| <i>Nhóm ngành</i>                                                                     |             |                |               |                      |
| Nông nghiệp, khai khoáng và sản xuất                                                  | 55          | 11,1           | 1,234         | 0,666<br>(0,507)     |
| Năng lượng, cấp nước, và kiến trúc                                                    | 56          | 66,6           | 3,269         | 1,524<br>(0,133)     |
| Vận tải, bán lẻ, khách sạn, du lịch, viễn thông, ngân hàng, bảo hiểm, và bất động sản | 56          | 21,8*          | 0,862         | 1,899<br>(0,062)     |

| Phân loại tỷ suất sinh lời $AR_i$                 | Số quan sát | Trung bình (%) | Độ lệch chuẩn | Giá trị thống kê $t$ |
|---------------------------------------------------|-------------|----------------|---------------|----------------------|
| <i>Quy mô</i>                                     |             |                |               |                      |
| Doanh nghiệp nhỏ và vừa                           | 71          | 44,7           | 2,893         | 1,302<br>(0,197)     |
| Doanh nghiệp có quy mô lớn                        | 96          | 24,8**         | 1,185         | 2,058<br>(0,042)     |
| <i>Mốc thời gian khủng hoảng kinh tế năm 2008</i> |             |                |               |                      |
| Doanh nghiệp IPO trước khủng hoảng kinh tế        | 55          | 97,6**         | 3,487         | 2,077<br>(0,042)     |
| Doanh nghiệp IPO vào năm 2008                     | 14          | 42,5*          | 0,761         | 2,088<br>(0,057)     |
| Doanh nghiệp IPO sau khủng hoảng kinh tế          | 98          | -4,1           | 0,453         | -0,894<br>(0,373)    |

Ghi chú: \*, \*\* và \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Ngoài ra, các doanh nghiệp có quy mô lớn cũng phát sinh tỷ suất sinh lời  $AR_i$  ngày đầu tiên với tỷ suất trung bình đạt 24,8%, trong khi đó, không có bằng chứng cho thấy các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa phát sinh tỷ suất sinh lời  $AR_i$ . Nguyên nhân có thể là do đa số các doanh nghiệp quy mô lớn là các doanh nghiệp nhà nước, tập đoàn nhà nước tiến hành IPO, nên thường được định giá thấp hơn các doanh nghiệp quy mô nhỏ, thường là các doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp nước ngoài. Việc định giá tài sản thấp giúp Nhà nước dễ thoái vốn cũng như thu hút nhà đầu tư hơn. Các nhà đầu tư có tâm lý định giá thấp các doanh nghiệp nhà nước, vì các doanh nghiệp này thông thường hoạt động không hiệu quả do có cơ chế quản lý chưa phù hợp, chưa có chiến lược phát triển rõ ràng, còn tồn tại sự bảo hộ của Nhà nước nên chưa tham gia môi trường cạnh tranh đầy đủ... Một đặc điểm đáng chú ý là, các doanh nghiệp tiến hành IPO vào thời điểm trước khủng hoảng kinh tế năm 2008 có xu hướng định giá thấp để thu hút nhà đầu tư, sau đó, các doanh nghiệp này có tỷ suất sinh lời ngắn hạn  $AR_i$  cao (lần lượt là 97,67% và 42,25%).

### Bảng 5.

Kiểm định khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn hiệu chỉnh theo thị trường của nhà đầu tư  $MAAR_{it}$

| Phân loại tỷ suất sinh lời $MAAR_{it}$                                                | Số quan sát | Trung bình (%) | Độ lệch chuẩn | Giá trị thống kê $t$ |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-------------|----------------|---------------|----------------------|
| Tỷ suất sinh lời $MAAR_{it}$ tổng quát                                                | 167         | 23,912***      | 104,693       | 2,951<br>(0,004)     |
| <i>Nhóm ngành</i>                                                                     |             |                |               |                      |
| Nông nghiệp, khai khoáng, và sản xuất                                                 | 55          | 26,233**       | 93,135        | 2,088<br>(0,041)     |
| Năng lượng, cấp nước, và kiến trúc                                                    | 56          | 33,032         | 148,256       | 1,667<br>(0,101)     |
| Vận tải, bán lẻ, khách sạn, du lịch, viễn thông, ngân hàng, bảo hiểm, và bất động sản | 56          | 12,513*        | 48,601        | 1,926<br>(0,059)     |
| <i>Quy mô</i>                                                                         |             |                |               |                      |
| Doanh nghiệp nhỏ và vừa                                                               | 71          | 29,068*        | 138,202       | 1,772<br>(0,080)     |
| Doanh nghiệp có quy mô lớn                                                            | 96          | 20,099***      | 71,020        | 2,772<br>(0,006)     |
| <i>Mốc thời gian khủng hoảng kinh tế năm 2008</i>                                     |             |                |               |                      |
| Doanh nghiệp IPO trước khủng hoảng kinh tế                                            | 55          | 61,526***      | 162,792       | 2,802<br>(0,007)     |
| Doanh nghiệp IPO vào năm 2008                                                         | 14          | 55,801         | 91,713        | 2,276<br>(0,040)     |
| Doanh nghiệp IPO sau khủng hoảng kinh tế                                              | 98          | -1,753         | 35,526        | -0,488<br>(0,626)    |

Ghi chú: \*, \*\* và \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nếu xem xét tỷ suất sinh lời ngắn hạn hiệu chỉnh theo thị trường của nhà đầu tư  $MAAR_{it}$ , kết quả nghiên cứu cũng khá tương đồng với trường hợp tỷ suất sinh lời ngắn hạn  $AR_{it}$ . Nhìn chung, theo Aggarwal và cộng sự (1993), việc tính toán tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên nên tính toán theo nhiều cách khác nhau và so sánh đối chiếu nhằm đem lại kết quả so sánh hơn. Kết quả từ Bảng 5 cho thấy, tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư tính theo  $MAAR_{it}$  cũng đạt bình quân 23,91% và có ý nghĩa thống kê. Nếu phân theo nhóm ngành doanh nghiệp, các doanh nghiệp thuộc hai nhóm ngành: (1) Nông nghiệp, khai khoáng, và sản xuất; và (2) Vận tải, bán lẻ, khách sạn, du lịch, viễn thông, ngân hàng, bảo hiểm, và

bất động sản đều phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn hiệu chỉnh  $MAAR_{it}$  lần lượt là 26,23% và 12,51%. Kết quả này khác với kết luận chỉ phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn  $AR_i$  đối với nhóm ngành: Vận tải, bán lẻ, khách sạn, du lịch, viễn thông, ngân hàng, bảo hiểm, và bất động sản.

Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy có sự phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn hiệu chỉnh theo thị trường của nhà đầu tư đối với cả doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa; và các doanh nghiệp quy mô lớn (lần lượt là 29,068% và 20,099%). Kết quả này khá phù hợp so với kết quả đối với tỷ suất sinh lời  $AR_i$  khi chỉ cho rằng các doanh nghiệp quy mô lớn mới phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn nếu tính theo  $AR_i$ . Kết quả này có điểm phù hợp là: Nếu các doanh nghiệp nhỏ và vừa, và doanh nghiệp quy mô lớn phát sinh tỷ suất sinh lời hiệu chỉnh theo thị trường ngay đầu tiên ( $MAAR_{i1}$ ), thì kết luận chung rằng tất cả các doanh nghiệp có phát sinh tỷ suất sinh lời hiệu chỉnh  $MAAR_{it}$  được cho là chính xác hơn (bình quân 23,91%). Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp IPO trước giai đoạn khủng hoảng kinh tế, và vào năm 2008 định giá IPO thấp hơn các doanh nghiệp IPO sau giai đoạn khủng hoảng kinh tế. Nguyên nhân là do các doanh nghiệp sau khủng hoảng kinh tế có nhu cầu huy động vốn cao nên định giá IPO cao hơn giai đoạn trước khủng hoảng. Như vậy, kết quả kiểm định khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời  $AR_i$  và  $MAAR_{it}$  mặc dù có một số khác biệt nhỏ, nhưng tương đối giống nhau, nếu xét chung 167 doanh nghiệp được khảo sát. Tiếp theo, nhóm tác giả tiến hành phân tích hồi quy theo phương pháp mô hình trung bình nhằm xác định các yếu tố có ảnh hưởng đến khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời ngay đầu tiên cho doanh nghiệp.

#### 4.3. Kết quả hồi quy

### Bảng 6.

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

| Biến                                   | VIF  | 1/VIF |
|----------------------------------------|------|-------|
| lnoffsize                              | 1,78 | 0,562 |
| roabef.l                               | 1,72 | 0,580 |
| demad                                  | 1,69 | 0,590 |
| rosbef.l                               | 1,54 | 0,650 |
| lnprice                                | 1,54 | 0,651 |
| lnfsize                                | 1,38 | 0,725 |
| stateafter                             | 1,25 | 0,800 |
| lnage                                  | 1,10 | 0,913 |
| ln del                                 | 1,09 | 0,920 |
| Giá trị trung bình của hệ số phóng đại | 1,43 |       |

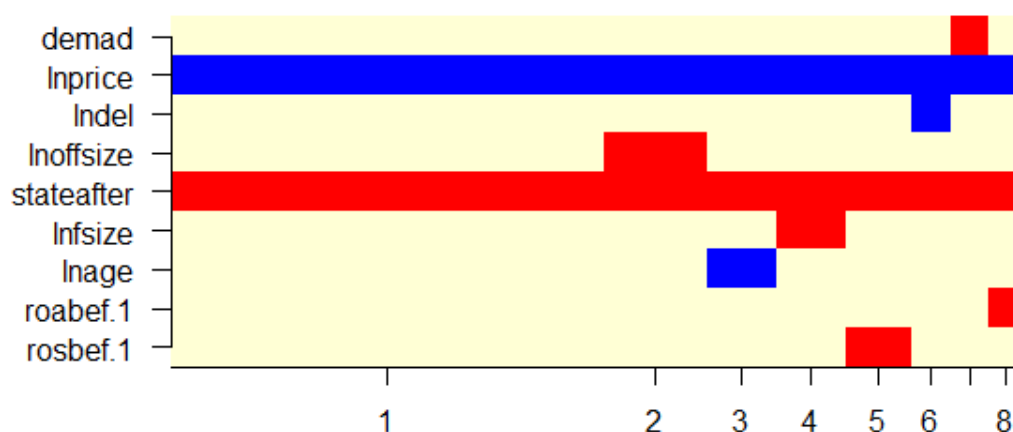
Kết quả kiểm định đa cộng tuyến (Bảng 6) cho hệ số phóng đại phương sai của các biến độc lập đều nhỏ hơn 10, nên nhóm tác giả nhận định không có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu (Hair và cộng sự, 1998).

**Bảng 7.**

Kết quả hồi quy với tỷ suất sinh lời  $AR_i$

| Tên biến    | Xác suất hệ số hồi quy khác không ( $p \neq 0$ ) | Giá trị kỳ vọng của hệ số hồi quy | Độ lệch chuẩn | Mô hình (1) | Mô hình (2) | Mô hình (3) | Mô hình (4) | Mô hình (5) |
|-------------|--------------------------------------------------|-----------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Hằng số     | 100,0                                            | 2,863                             | 1,056         | 3,086       | 1,437       | 3,848       | 1,795       | 2,993       |
| demad       | 4,5                                              | 0,010                             | 0,107         |             |             |             |             |             |
| lnprice     | 100,0                                            | -1,095                            | 0,192         | -1,080      | -1,166      | -1,096      | -1,085      | -1,087      |
| ln del      | 4,6                                              | -0,004                            | 0,041         |             |             |             |             |             |
| ln offsize  | 12,0                                             | 0,013                             | 0,043         |             | 0,108       |             |             |             |
| stateafter  | 100,0                                            | 2,452                             | 0,608         | 2,483       | 2,335       | 2,472       | 2,457       | 2,379       |
| ln size     | 8,2                                              | 0,008                             | 0,036         |             |             |             | 0,101       |             |
| ln age      | 8,2                                              | -0,019                            | 0,085         |             |             | -0,234      |             |             |
| roabef.1    | 4,0                                              | 0,006                             | 0,395         |             |             |             |             |             |
| rosbef.1    | 7,7                                              | 0,093                             | 0,4376        |             |             |             |             | 1,216       |
| nVar        |                                                  |                                   |               | 2           | 3           | 3           | 3           | 3           |
| $R^2$       |                                                  |                                   |               | 0,194       | 0,205       | 0,201       | 0,201       | 0,201       |
| BIC         |                                                  |                                   |               | -25,874     | -22,979     | -22,218     | -22,212     | -22,084     |
| Post. Prob. |                                                  |                                   |               | 0,509       | 0,120       | 0,082       | 0,082       | 0,077       |

Kết quả hồi quy bằng phương pháp mô hình trung bình cho phép lựa chọn 5 mô hình tốt nhất có xác suất xuất hiện cao nhất trong  $(2^k - 1)$  mô hình được mô phỏng dựa trên phần mềm R và thuật toán Bayes (với  $k$  là số biến độc lập hay số tham số trong mô hình). Kết quả nghiên cứu từ Bảng 7 cho thấy, xác suất xuất hiện của mô hình (1) cao nhất với xác suất hậu định (Post. Prob.) là 50,9%, trong khi xác suất hậu định xuất hiện của các mô hình khác khá thấp (chỉ duy nhất xác suất hậu định của mô hình (2) đạt 12%). Ngoài ra, mô hình (1) mặc dù chỉ có hai biến, nhưng hệ số xác định  $R$  bình phương khá cao với 19,4% (trong khi nếu thêm vào biến  $\ln \text{offsize}$  trong mô hình (2) thì  $R$  bình phương chỉ tăng lên 20,5%, tức là, mức tăng về hệ số xác định không đáng kể). Tiêu chuẩn BIC của mô hình (1) cũng tốt nhất so với các mô hình nghiên cứu tối ưu khác, nên nhóm tác giả lựa chọn mô hình (1) là mô hình tối ưu nhất so với bốn mô hình tối ưu còn lại. Như vậy, nhóm tác giả nhận định có hai biến ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngắn hạn  $AR_i$  gồm:  $\ln \text{price}$ , và  $\text{stateafter}$ .



**Hình 1.** Kết quả lựa chọn mô hình hồi quy theo phương pháp mô hình trung bình Bayes trường hợp biến phụ thuộc  $AR_i$

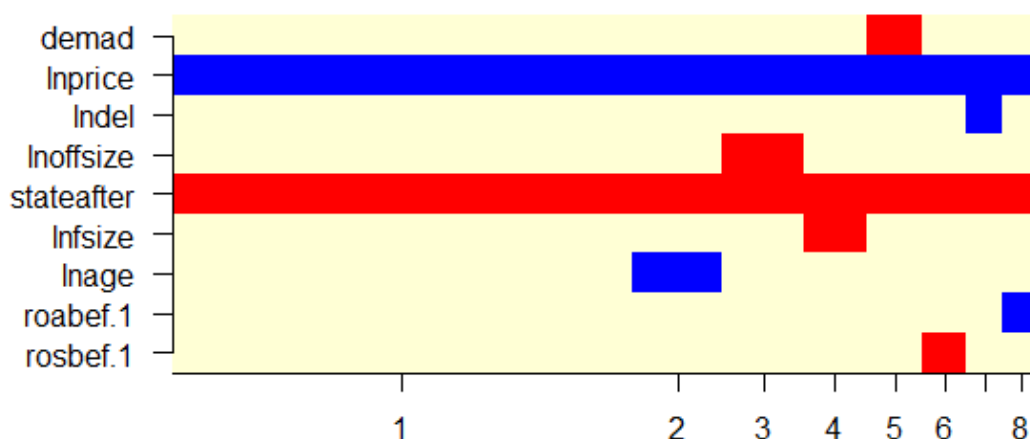
Một cách khác để giúp lựa chọn mô hình là dựa vào đồ thị mô hình trung bình Bayes. Hình 1 cho thấy hai biến  $lnprice$  và  $stateafter$  đều xuất hiện nhiều nhất trong mô hình nghiên cứu nên việc lựa chọn mô hình (1) là phù hợp.

### Bảng 8.

Kết quả hồi quy với tỷ suất sinh lời hiệu chỉnh theo thị trường của nhà đầu tư  $MAAR_{it}$

| Tên biến    | Xác suất hệ số hồi quy khác không ( $p \neq 0$ ) | Giá trị kỳ vọng của hệ số hồi quy | Độ lệch chuẩn | Mô hình (1) | Mô hình (2) | Mô hình (3) | Mô hình (4) | Mô hình (5) |
|-------------|--------------------------------------------------|-----------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Hệ số chặn  | 100,0                                            | 140,456                           | 49,515        | 147,075     | 190,772     | 75,094      | 88,558      | 136,697     |
| demad       | 6,5                                              | 1,387                             | 7,844         |             |             |             |             | 21,465      |
| lnprice     | 100,0                                            | -49,787                           | 9,735         | -49,164     | -50,089     | 52,926      | -49,363     | -51,556     |
| lnel        | 4,2                                              | -0,091                            | 1,818         |             |             |             |             |             |
| lnoffsize   | 9,3                                              | 0,441                             | 1,791         |             |             | 4,746       |             |             |
| stateafter  | 100,0                                            | 126,763                           | 30,920        | 127,813     | 127,163     | 121,360     | 126,615     | 125,747     |
| lnsize      | 7,3                                              | 0,334                             | 1,663         |             |             |             | 4,565       |             |
| lnage       | 10,4                                             | -1,392                            | 5,194         |             | -13,401     |             |             |             |
| roabef.1    | 4,1                                              | -0,507                            | 20,674        |             |             |             |             |             |
| rosbef.1    | 5,0                                              | 1,674                             | 14,190        |             |             |             |             |             |
| nVar        |                                                  |                                   |               | 2           | 3           | 3           | 3           | 3           |
| $R^2$       |                                                  |                                   |               | 0,172       | 0,182       | 0,181       | 0,178       | 0,177       |
| BIC         |                                                  |                                   |               | -21,379     | -18,113     | -17,891     | -17,413     | -17,165     |
| Post. Prob. |                                                  |                                   |               | 0,532       | 0,104       | 0,093       | 0,073       | 0,065       |

Tương tự, kết quả hồi quy từ Bảng 8 cho thấy mô hình (1) tối ưu nhất so với các mô hình còn lại, vì mặc dù với hai biến giải thích, nhưng xác suất hậu định (Post. Prob.) xuất hiện của mô hình rất cao (53,2%), tiêu chí BIC cũng thấp nhất với giá trị  $-21,379$ , hệ số R bình phương cũng đạt gần 17,2%. Mô hình (2) có thêm biến  $\ln \text{age}$  nhưng rõ ràng kết quả hệ số R bình phương tăng rất ít (chỉ đạt 18,2% so với mức 17,2%), đồng thời hệ số BIC cao hơn hẳn mô hình (1).



**Hình 2.** Kết quả lựa chọn mô hình hồi quy theo phương pháp mô hình trung bình Bayes trường hợp biến phụ thuộc  $MAAR_{it}$

Hình 2 cũng cho thấy hai biến  $\ln \text{price}$  và  $\text{stateafter}$  xuất hiện với xác suất cao nhất nên mô hình (1) cần được lựa chọn và đây chính là mô hình tối ưu trong 5 mô hình tốt nhất được lựa chọn thông qua phương pháp mô hình trung bình.

#### 4.4. Kiểm định giả thuyết nghiên cứu và thảo luận

Các lý thuyết liên quan đã giải thích tại sao các doanh nghiệp tiến hành định giá thấp để quá trình phát hành cổ phiếu IPO thuận lợi hơn, qua đó, nhà đầu tư có cơ hội thu được tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên. Việc định giá thấp của các doanh nghiệp cũng thúc đẩy quá trình IPO dễ thành công hơn. Kết quả phân tích hồi quy cho thấy, chỉ có hai yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của các nhà đầu tư (gồm cả  $AR_i$  và  $MAAR_{it}$ ), bao gồm:  $\ln \text{price}$  (logarit tự nhiên của giá khởi điểm), và  $\text{stateafter}$  (tỷ lệ sở hữu của nhà nước trong vòng một năm sau IPO). Logarit tự nhiên của giá khởi điểm phát hành IPO có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời  $AR_i$  và  $MAAR_{it}$ . Kết quả nghiên cứu này có nhiều tương đồng với kết quả nghiên cứu của Tran và cộng sự (2014) khi cho rằng giá khởi điểm IPO có tác động nghịch biến đến tỷ suất sinh lời ngắn hạn  $AR_i$ . Nếu mức giá khởi điểm được định giá càng thấp thì thông thường tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên có xu hướng cao do giá cổ phiếu niêm yết và giao dịch ngày đầu tiên cao dẫn đến khả năng phát sinh tỷ suất sinh lời cao so với mức định giá ban đầu thấp. Guo và Brooks (2008), Dimovski và cộng sự (2010) cũng cho rằng mức giá khởi điểm cũng có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên.

Khác với các nghiên cứu trước đây của Tran và cộng sự (2014), Cheung và cộng sự (2009), Chen và cộng sự (2004) khi cho rằng nếu Nhà nước duy trì một tỷ lệ sở hữu đối với các doanh nghiệp trong vòng một năm sau IPO thì sẽ làm cho tỷ suất sinh lời ngắn hạn của doanh nghiệp đó thấp đi. Chi và Padgett (2005) cũng cho rằng có mối tương quan ngược chiều giữa tỷ lệ sở hữu nhà nước sau IPO và

tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư ngay đầu tiên vì các doanh nghiệp có khả năng thoái vốn cao, dẫn đến tỷ lệ sở hữu nhà nước giảm sau IPO, trong khi đó, tỷ lệ sở hữu tư nhân cao sẽ giúp các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Một khi doanh nghiệp hoạt động hiệu quả, giá cổ phiếu vào thời điểm niêm yết của các doanh nghiệp tăng, nên các doanh nghiệp này có tỷ suất sinh lời cao. Trong khi đó, kết quả nghiên cứu này lại cho thấy tỷ lệ sở hữu của nhà nước sau IPO trong vòng 1 năm càng lớn thì các doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời ngay đầu tiên càng cao. Kết quả này có thể giải thích là do các doanh nghiệp nhà nước sau IPO vẫn còn chịu sự chi phối quản lý bởi nhà nước thông qua việc nắm giữ một lượng cổ phần nhất định. Các doanh nghiệp nhà nước thông thường định giá thấp hơn các doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp nước ngoài nên tỷ suất sinh lời ngay đầu tiên cao, và trường hợp này, tỷ lệ sở hữu của nhà nước sau IPO có tác động đồng biến đến tỷ suất sinh lời ngay đầu tiên.

Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố khác bao gồm: Tỷ lệ mua, Độ trễ niêm yết, Khối lượng phát hành IPO, Quy mô doanh nghiệp, Số năm hoạt động của doanh nghiệp, Tỷ suất sinh lời trên tài sản năm trước IPO, và Tỷ suất sinh lời trên doanh thu năm trước IPO không ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngắn hạn của doanh nghiệp IPO. Kết quả nghiên cứu này trái ngược với các nghiên cứu của Perera và Kulendran (2016), Agarwal và cộng sự (2008), Boudriga và cộng sự (2009), khi khẳng định có mối quan hệ đồng biến dương giữa tỷ lệ mua và tỷ suất sinh lời ngắn hạn của IPO. Nghiên cứu này cũng cho thấy kết quả không tương đồng với các nghiên cứu trước của How (2000), How và cộng sự (2007), và Ekkayokkaya và Pengniti (2012)... Như vậy, nhóm tác giả chỉ chấp nhận hai giả thuyết nghiên cứu cho rằng giá khởi điểm và tỷ lệ sở hữu nhà nước có tác động đến tỷ suất sinh lời ngay đầu tiên, và đồng thời, nhóm tác giả bác bỏ sáu giả thuyết nghiên cứu còn lại.

## 5. Kết luận và hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu cho thấy các lý thuyết liên quan có thể được vận dụng để giải thích tình trạng phát sinh tỷ suất sinh lời của IPO tại Việt Nam. Nhìn chung, các doanh nghiệp tại Việt Nam có phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn ( $AR_i$  đạt 33,3%, và  $MAAR_{i1}$  đạt 23,91%). Kết quả nghiên cứu này cũng có thể được giải thích thông qua lý thuyết không chắc chắn, lý thuyết phản hồi của thị trường, và lý thuyết tín hiệu. Như vậy, các nhà đầu tư tại Việt Nam có thể lựa chọn đầu tư vào các thương vụ IPO để thu được tỷ suất sinh lời ngay đầu tiên. Tuy nhiên, các doanh nghiệp sau khi IPO thông thường có độ trễ niêm yết rất lớn (trung bình 900,329 ngày các doanh nghiệp mới niêm yết) nên các nhà đầu tư cũng cần cân nhắc yếu tố thời gian thu hồi vốn khi đầu tư vào các thương vụ IPO. Dựa vào kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách như sau:

*Đối với Chính phủ:* Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp trì trệ trong niêm yết dẫn đến nhà đầu tư IPO ít quan tâm khi đầu tư vào kênh này, các nhà đầu tư tổ chức thường tham gia vào IPO để nắm giữ thị phần nhằm nắm giữ quyền quản lý doanh nghiệp nên ít chú trọng vào tỷ suất sinh lời ngắn hạn. Việc các doanh nghiệp trì trệ niêm yết khiến cho tỷ lệ vốn hóa thị trường của thị trường chứng khoán vẫn chưa tương xứng với tiềm năng. Do đó, Chính phủ cần đưa ra các chính sách chế tài phù hợp quy định để các doanh nghiệp nghiêm chỉnh trong việc niêm yết sau IPO để phát triển thị trường chứng khoán.

*Đối với các nhà đầu tư:* Kết quả nghiên cứu giải thích tại sao các nhà đầu tư phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) thời gian gần đây không còn quan tâm đến đầu tư vào các thương vụ này, vì rõ ràng các doanh nghiệp sau IPO vẫn trì trệ niêm yết. Tuy nhiên, các nhà đầu tư có thể đầu tư vào các thương

vụ IPO vì tỷ suất sinh lời bình quân khá cao. Các nhà đầu tư cũng cần xem xét đầu tư vào các nhóm ngành có phát sinh tỷ suất sinh lời ngắn hạn, ví dụ như các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành: Vận tải, bán lẻ, khách sạn, du lịch, viễn thông, ngân hàng, bảo hiểm, và bất động sản.

*Đối với các doanh nghiệp:* Cần chủ động tham gia niêm yết để góp phần phát triển thị trường chứng khoán. Các doanh nghiệp trì trệ niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán sẽ khiến cho các nhà đầu tư, đặc biệt, là các nhà đầu tư tư nhân phải mất thời gian lâu dài mới nhận được tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên. Ngoài ra, các doanh nghiệp cũng cần tuân thủ các quy định của Nhà nước về niêm yết, đảm bảo tính công khai, minh bạch trong hoạt động của mình để thu hút nhà đầu tư tham gia vào các thương vụ IPO.

Nghiên cứu này tập trung vào đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời ngày đầu tiên của nhà đầu tư khi tham gia vào đầu tư IPO, nhưng chưa đánh giá tỷ suất sinh lời dài hạn cũng như các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời dài hạn của nhà đầu tư vào các thương vụ IPO. Do đó, nhóm tác giả đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo để giải quyết vấn đề được nêu■

---

### Tài liệu tham khảo

- Acquah, H. D. G. (2010). Comparison of Akaike information criterion (AIC) and Bayesian information criterion (BIC) in selection of an asymmetric price relationship. *Journal of Development and Agricultural Economics*, 2(1), 1–6.
- 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. doi: 10.1016/j.ribaf.2011.01.005
- Aggarwal, R., Leal, R., & Hernandez, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management*, 22(1), 42–53.
- Agarwal, S., Liu, C., & Rhee, S. G. (2008). Investor demand for IPOs and aftermarket performance: Evidence from the Hong Kong stock market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 18(2), 176–190.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303–323.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232.
- Belghitar, Y., & Dixon, R. (2012). Do venture capitalists reduce underpricing and underperformance of IPOs?. *Applied Financial Economics*, 22(1), 33–44. doi: 10.1080/09603107.2011.597720
- Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 343–361. doi: 10.1016/0304-405X(89)90051-2
- Benveniste, L. M., Fu, H., Seguin, P. J., & Yu, X. (2008). On the anticipation of IPO underpricing: Evidence from equity carve-outs. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 614–629. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2008.08.007

- Bhabra, H. S., & Pettway, R. H. (2003). IPO prospectus information and subsequent performance. *Financial Review*, 38(3), 369–397.
- Biais, B., & Faugeron-Crouzet, A. M. (2000). *IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet* (IDEI Working Papers 104). Retrieved from Institut d'Économie Industrielle (IDEI), Toulouse: <https://ideas.repec.org/p/ide/wpaper/683.html>
- Boudriga, A., Ben Slama, S., & Boulila, N. (2009). *What determines IPO underpricing? Evidence from a frontier market* (MPRA Paper 18069). University Library of Munich, Germany. Retrieved from <https://ideas.repec.org/p/pramprapa/18069.html>
- Chalk, A., & Peavy, J. (1990). Understanding the pricing of initial public offerings. *Research in Finance*, 8(2), 203–240.
- Chan, Y.-C. (2014). How does retail sentiment affect IPO returns? Evidence from the internet bubble period. *International Review of Economics and Finance*, 29, 235–248. doi: 10.1016/j.iref.2013.05.016
- Chen, G., Firth, M., & Kim, J.-B. (2004). IPO underpricing in China's new stock markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(3), 283–302. doi: 10.1016/j.mulfin.2003.07.007
- Cheung, Y.-L., Ouyang, Z., & Tan, W. (2009). How regulatory changes affect IPO underpricing in China. *China Economic Review*, 20(4), 692–702. doi: 10.1016/j.chieco.2009.05.007
- Chi, J., & Padgett, C. (2005). Short-run underpricing and its characteristics in Chinese initial public offering (IPO) markets. *Research in International Business and Finance*, 19(1), 71–93. doi: 10.1016/j.ribaf.2004.10.004
- Chính phủ. (2018). *Nghị định số 39/2018/NĐ-CP của Chính phủ quy định chi tiết một số điều của Luật hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa*, ban hành ngày 11/03/2018. Truy cập từ <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/doanh-nghiep/Nghi-dinh-39-2018-ND-CP-huong-dan-Luat-Ho-tro-doanh-nghiep-nho-va-vua-366561.aspx>
- Dimovski, W., Philavanh, S., & Brooks, R. (2010). Underwriter reputation and underpricing: Evidence from the Australian IPO market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(4), 409–426. doi: 10.1007/s11156-010-0211-2
- Ekkayokkaya, M., & Pengniti, T. (2012). Governance reform and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 238–253. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2011.12.007
- Goergen, M., Khurshed, A., & Renneboog, L. (2009). Why are the French so different from the Germans? Underpricing of IPOs on the Euro new markets. *International Review of Law and Economics*, 29(3), 260–271. doi: 10.1016/j.irl.2009.02.006
- Guo, H., & Brooks, R. (2008). Underpricing of Chinese A-share IPOs and short-run underperformance under the approval system from 2001 to 2005. *International Review of Financial Analysis*, 17(5), 984–997. doi: 10.1016/j.irfa.2008.04.002
- Hair Jr., J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). *Multivariate data analysis* (5<sup>th</sup> ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- How, J., Lam, J., & Yeo, J. (2007). The use of the comparable firm approach in valuing Australian IPOs. *International Review of Financial Analysis*, 16(2), 99–115.

- How, J. C. Y. (2000). Initial and long-run performance of mining IPOs in Australia. *Australian Journal of Management*, 25(1), 95–118.
- Huang, S. Y., Lee, C.-H., Pan, L.-H., & Nguyen Thi, B. H. (2016). IPO initial excess return in an emerging market: Evidence from Vietnam's stock exchanges. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 19(02), 1–23.
- Kirkulak, B., & Davis, C. (2005). Underwriter reputation and underpricing: Evidence from the Japanese IPO market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 451–470. doi: 10.1016/j.pacfin.2004.09.004
- Ly, T. T. H., & Kha, D. (2013). Evidence of underpricing of initial public offerings in Vietnam. *Journal of Economic Development*, 217, 74–91.
- Ogden, J. P., Jen, F. C., & O'Connor, P. F. (2003). *Advanced corporate finance: Policies and strategies*. Pearson College Division.
- Perera, W., & Kulendran, N. (2016). Evaluation of short-run market performance and its determinants using marginal analysis and binary models: Evidence from Australian initial public offerings. *Journal of Insurance and Financial Management*, 2(1), 1–29.
- Pukthuanthong-Le, K., & Varaiya, N. (2007). IPO pricing, block sales, and long-term performance. *Financial Review*, 42(3), 319–348.
- Raftery, A. E. (1995). Bayesian model selection in social research. *Sociological Methodology*, 25, 111–163.
- Su, D. (2004). Leverage, insider ownership, and the underpricing of IPOs in China. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 14(1), 37–54. doi: 10.1016/s1042-4431(03)00043-x
- Suchard, J. -A., & Singh, M. (2007). Determinants of the pricing of privatization IPOs in the UK and Australia. *International Journal of Business*, 12(3), 361–384.
- Thủ tướng chính phủ. (2018). *Quyết định số 27/2018/QĐ-TTg của Thủ tướng chính phủ ban hành hệ thống nền kinh tế Việt Nam*, ban hành ngày 06/07/2018. Truy cập từ <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/doanh-nghiep/Quyết-dinh-27-2018-QĐ-TTg-ban-hanh-He-thong-nganh-kinh-te-Viet-Nam-387358.aspx>
- Tian, L. (2011). Regulatory underpricing: Determinants of Chinese extreme IPO returns. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 78–90. doi: 10.1016/j.jempfin.2010.10.004
- Tran, T. H. L., Le, D. C., & Hoang, T. P. T. (2014). The underpricing and long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from Vietnam. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 7(1), 3–24.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.