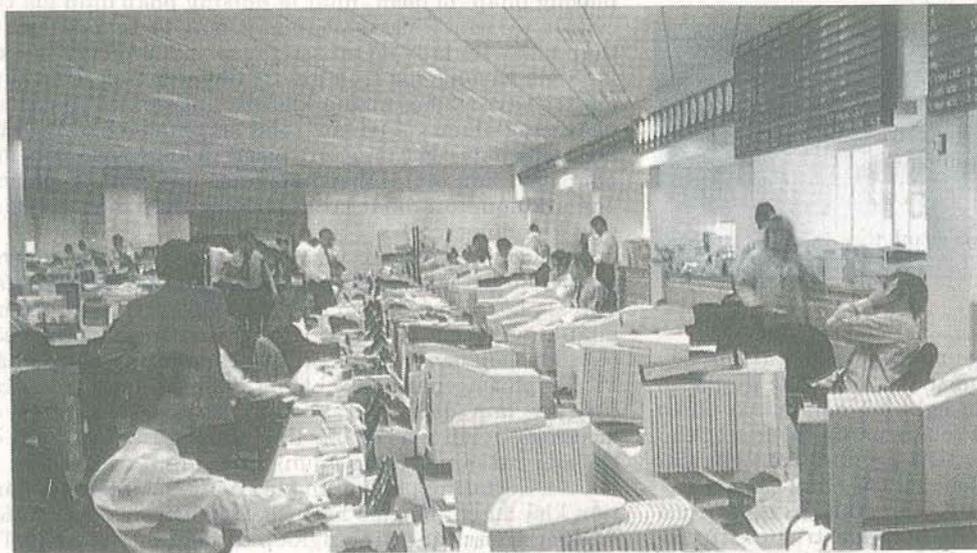


THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PARIS ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP GIA NHẬP NHƯ THẾ NÀO?

Thạc sĩ HỒ VIẾT TIẾN



1. Mở đầu ⁽¹⁾

Gia nhập thị trường chứng khoán là một bước quan trọng và đầy rủi ro trong đời sống xí nghiệp. “Ở đâu?”, “Khi nào?” và “Như thế nào?” là những câu hỏi chủ yếu vẫn thường đặt ra trước các nhà lãnh đạo công ty trước giai đoạn quan trọng này. Ở Pháp, đa số sự gia nhập thị trường chứng khoán diễn ra ở Thị trường số 2 và Thị trường Mới. ^(2&3)

Hầu hết các nghiên cứu về hiệu quả gia nhập thị trường chứng khoán đều chú ý đến giai đoạn “hậu gia nhập”. Theo Ibbotson & Ritter (1995), các nhà phân tích tài chính thường chú ý đến 3 điều bất thường khi gia nhập thị trường chứng khoán: định dưới giá cổ phiếu mới (“new issue underpricing” - giá cổ phiếu trên thị trường thứ cấp sau một vài ngày hay một vài tuần luôn cao hơn giá phát hành tại ngày gia nhập thị trường chứng khoán); tính chu kỳ về khối lượng và mức độ định dưới giá (“cycles in the extent of underpricing” - gia nhập thị trường chứng khoán có chu kỳ, do vậy định dưới giá cũng có chu kỳ về khối lượng và mức độ); và sự kém hiệu quả về dài hạn của các công ty gia nhập thị trường chứng khoán (“long-run underperformance” - các công ty gia nhập thị trường chứng

khốn có hiệu quả kinh doanh sau khi gia nhập thường thấp hơn so với các công ty cùng ngành hàng, cùng quy mô ở ngoài thị trường chứng khoán). Vấn đề thứ nhất đã được nghiên cứu lâu dài và trên nhiều khía cạnh ở hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới ⁽⁴⁾. Hai bất thường sau thường được nghiên cứu trong mối liên hệ với vấn đề đầu tiên. Ở Pháp, các nghiên cứu của Husson & Jacquillat (1989), Leleux (1993), Biais & Faugeron (1996) cho thấy 3 điều bất thường trên cần phải đặt trong hoàn cảnh đặc biệt: thể thức gia nhập thị trường chứng khoán khá đặc biệt của Pháp.

Nghiên cứu này chú ý đến một giai đoạn khác: giai đoạn “tiền gia nhập” thị trường chứng khoán, phân tích ảnh hưởng của giai đoạn này đến hiệu quả của việc gia nhập thị trường chứng khoán. Trong giai đoạn chuẩn bị, khâu có ảnh hưởng lớn nhất là định giá xí nghiệp bằng các phương pháp định giá khác nhau, từ đó có thể đưa ra giá cung trên thị trường sơ cấp (khi phát hành) ⁽⁵⁾. Do đó vấn đề nghiên cứu của chúng tôi là: “liệu có ảnh hưởng của các phương pháp định giá xí nghiệp đến hiệu quả gia nhập thị trường chứng khoán?” hoặc “phương pháp định giá nào được coi là hợp lý nhất khi xí nghiệp gia nhập thị trường chứng khoán?”

Do vậy, một mặt chúng tôi nghiên cứu những liên hệ giữa các phương pháp định giá và các yếu tố khác như thị trường lựa chọn, thể thức gia nhập, khu vực kinh tế, hiệu quả hoạt động kinh doanh,... mặt khác, chúng tôi cũng phải nghiên cứu quan hệ giữa giá đề nghị từ mỗi phương pháp và giá cung cổ phiếu tương ứng, cũng như giá trên thị trường thứ cấp tại các thời điểm: ngày thứ 1, giá cân bằng, Giá thỏa mãn tối đa các lệnh bán và lệnh mua, bảng cách phối hợp vào một thời điểm nhất định, thường 2 lần trong một ngày tất cả các lệnh bán và lệnh mua, giá sau 1 tháng và giá sau 3 tháng.

2. Mẫu khảo sát

Tổng số doanh nghiệp mà chúng tôi hướng đến là toàn bộ 114 xí nghiệp gia nhập thị trường chứng khoán tại Thị trường Số 2 và Thị trường Mới của Pháp từ 1993 đến 1996. Bằng cách gửi thư, chúng tôi thu được 58 bộ hồ sơ gia nhập thị trường chứng khoán ít nhiều đầy đủ. Bổ sung các dữ liệu từ các nguồn CD-rom DAFSA-PRO, DIANE, báo “Les Echos”,... cũng như các sách hướng dẫn về cổ phiếu 1996, 1997... chúng tôi có được một cơ sở dữ liệu khá đầy đủ về 58 công ty. Cơ cấu của mẫu khảo sát ngẫu nhiên này như sau:

Thị trường - năm	Tổng số (1)	Trong mẫu (2)	(2)/(1) %
Thị trường Số 2 -1993	10	4	40
Thị trường Số 2 -1994	34	13	38
Thị trường Số 2 -1995	20	6	30
Thị trường Số 2 -1996	32	19	59
Thị trường Mới -1996 ⁽⁶⁾	18	16	89
Tổng số	114	58	51

3. Các phương pháp định giá xí nghiệp dùng trong mẫu

Về mặt lý thuyết, người ta có thể phân chia các phương pháp định giá thành từng nhóm sau đây:

- 1/ Các phương pháp dựa trên trị giá tài sản;
- 2/ Các phương pháp dựa trên giá trị hiện giá dòng thu nhập tương lai;
- 3/ Các phương pháp liên quan đến "good will" hay "bad will";
- 4/ Các phương pháp so sánh với các công ty trên thị trường chứng khoán;
- 5/ Mô hình của Miller & Modigliani;
- 6/ Mô hình "EVA®" của Stern & Stewart.

Trong thực tiễn thị trường chứng khoán, mô hình của Miller & Modigliani không được sử dụng trực tiếp. Nó được người Mỹ phát triển thành các phương pháp của Mc Kinsey và "EVA". Phương pháp EVA, được tạo ra năm 1991 đã trở nên rất mốt ở Hoa Kỳ song cho đến năm 1997, nó được tiếp nhận khá dè dặt ở Pháp. Trong khi đó phương pháp Mc Kinsey chính là mô hình hiện đại của phương pháp hiện giá dòng tiền khả dụng (hay sẵn có) (cash-flows disponibles actualisés), nên chúng tôi xếp vào nhóm số 2. Trong mẫu khảo sát của chúng tôi, số lượng các phương pháp định giá được sử dụng rất nhiều, phụ thuộc vào tình hình của từng xí nghiệp. Sau khi loại bỏ những sự khác biệt về chi tiết, chúng tôi tập hợp vào 6 nhóm sau đây (7):

Phương pháp	Số lần sử dụng	%
So sánh thị trường chứng khoán và PER	58	100,0
Dựa trên thu nhập cổ tức mô hình Gordon-Shapiro	29	50,0
Dựa trên thu nhập cổ tức mô hình Bates	26	44,8
Hiện giá dòng tiền sẵn có (thường theo Mc Kinsey)	22	37,9
Tính giá trị thị trường thông qua doanh thu	15	25,9
Giá trị tài sản ròng và good will	12	20,7

4. Kết quả

4.1. Nói chung tất cả mọi phương pháp định giá đều định trên giá một cách có hệ thống, nói khác đi giá do các phương pháp định giá đề nghị lớn hơn giá cổ phiếu khi phát hành và lớn hơn giá cổ phiếu trên thị trường thứ cấp trong một vài tháng đầu tiên. Sự định trên giá giai đoạn "trước gia nhập" này được bù trừ bằng cái mà các nhà phân tích tài chính vẫn gọi là "định dưới giá" trên thị trường thứ cấp. Tính trung bình giá trị tính từ các phương pháp lớn hơn giá cổ phiếu ngay thứ nhất 13,3%, giảm dần còn 2,1% so với giá cổ phiếu sau 3 tháng. Nói khác đi, trung bình giá khi phát hành, giá ngày đầu tiên, giá sau 1 tháng, giá sau 3 tháng lần lượt bằng 80,9%, 88,3%, 93,5% và 97,9% giá đề nghị bởi các phương pháp định giá.

	Giá cung / Giá thẩm định	Giá ngày thứ 1 / Giá thẩm định	Giá sau 1 tháng / Giá thẩm định	Giá sau 3 tháng / Giá thẩm định
Chênh lệch (%)	80,9	88,3	93,5	97,9
Độ lệch chuẩn	0,249	0,238	0,293	0,377
Số lượng	157 (8)	157	157	157
T-stat	6,087	4,566	3,291	1,816

4.2. Phương pháp phổ biến nhất là phương pháp so sánh qua thị trường chứng khoán và PER đối chiếu. Trong mẫu của chúng tôi 100% công ty sử dụng phương pháp này. Điều này không có gì khó hiểu bởi phương pháp này giúp cho các nhà đầu tư tiềm năng có được một ước lượng nào đó một cách nhanh chóng đối với cổ phiếu mới sắp phát hành, so sánh chúng với các cổ phiếu hiện có. Trong

phương pháp này giá trị trung bình của PER quá khứ dùng làm chuẩn (nghĩa là quan sát được) cao hơn một cách rõ ràng giá trị trung bình của PER dự báo dùng làm chuẩn.

	Mẫu PER quá khứ	Mẫu PER dự báo	T-stat
Trung bình	19,416	15,796	2,858
Độ lệch chuẩn	11,564	11,440	
Số lượng	54	46	

Điều này cho thấy hoặc các nhà phân tích tin tưởng vào hoạt động kinh doanh tương lai của các doanh nghiệp gia nhập thị trường chứng khoán, hoặc là họ cho rằng giá cổ phiếu sẽ giảm. Về mặt tâm lý, trường hợp thứ nhất có lẽ đúng hơn. Thậm chí các nhà phân tích tài chính Pháp còn lạc quan hơn đồng nghiệp của họ ở nước khác trong lĩnh vực dự báo. Bảng sau đây cho thấy điều đó:

	Mẫu PER / các công ty Pháp	Mẫu PER / các công ty nước khác	T-stat
Trung bình	14,663	17,182	1,675
Độ lệch chuẩn	4,072	6,837	
Số lượng	28 (9)	28	

4.3. Vào thời điểm gia nhập thị trường chứng khoán, phương pháp "bi quan" nhất là phương pháp định giá căn cứ trên tài sản. Phương pháp này luôn đề nghị các giá trị thấp nhất. Đó là lý do tại sao tất cả giá tổng hợp sau khi định giá thường dựa trên giá trị này, lớn hơn hoặc bằng giá trị này. Nhưng những khu vực, ngành kỹ thuật cao, ngày càng nhiều giá trị "ảo" (như tại toàn bộ 8 công ty tin học trong mẫu của chúng tôi), người ta không chọn phương pháp này. Nếu xét tại thời điểm sau 1 hay 3 tháng, phương pháp "khiêm tốn" nhất lại là phương pháp hiện giá dòng tiền khả dụng.

Ngược lại, phương pháp "lạc quan" nhất là phương pháp vốn hoá doanh thu (capitalisation des chiffres d'affaires), bởi vì mức độ sai biệt giữa giá trị tính từ phương pháp này và giá cổ phiếu trên thị trường thứ cấp luôn luôn lớn hơn các sai biệt tính từ các phương pháp khác. Vì thế phương pháp này không được sử dụng trong các công ty làm dịch vụ tài chính (banques, sociétés de facturation...) nơi mà "doanh thu" thường rất cao. Xem đồ thị cuối bài minh chứng những nhận định trên (10).

4.4. Phương pháp định giá thông qua hiện giá dòng tiền khả dụng, theo mô hình của Mc Kinsey được ưu tiên sử dụng trong các doanh nghiệp có dự định gia nhập Thị trường Mới hơn là tại Thị trường Số 2.

	Thị trường số 2	Thị trường Mới	Tổng cộng
Số doanh nghiệp sử dụng	11	11	22
Tỷ lệ trên tổng số trong mẫu	26,2%	68,8%	37,9%
T-stat	2,059		

Mặt khác, phương pháp này thường được sử dụng trong các doanh nghiệp kém hiệu quả, lỗ lỗ. Trong khi đó, các doanh nghiệp kinh doanh có hiệu quả, có lãi thường dùng các phương pháp tính trên thu nhập cổ tức theo mô hình của Gordon-Shapiro hay theo mô hình của Bates.

	Số lượng	Tỷ suất lợi nhuận ròng trung bình	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn tự có
Phương pháp hiện giá dòng tiền khả dụng theo Mc Kinsey	21 (11)	-0,025	0,029
Phương pháp thu nhập cổ tức theo Gordon-Shapiro	29	0,072	0,267
T-stat		1,793	2,222

Nói chung, các khảo sát trên cho thấy có sự liên hệ hữu cơ giữa thị trường cổ phiếu lựa chọn, hiệu quả hoạt động kinh doanh, độ thành thực của doanh nghiệp với phương pháp định giá được lựa chọn.

4.5. Để xác định mức độ hợp lý của các phương pháp, chúng tôi coi giá cân bằng trên thị trường thứ cấp làm chuẩn, rồi lấy các giá trị đề nghị từ các phương pháp định giá so với giá này. Giá đề nghị từ các phương pháp càng phản ánh giá cân bằng này thì phương pháp càng hợp lý. Để đo mức độ phản ánh này chúng tôi xây dựng các hàm hồi quy tuyến tính rồi so sánh các thông số tạo ra.

Trong các hàm hồi quy, biến phụ thuộc cần giải thích là giá cân bằng trên thị trường thứ cấp, còn các biến độc lập dùng để giải thích gồm: 1) giá đề nghị từ phương pháp định giá (x_1); 2) tỷ suất lợi nhuận ròng (x_2); 3) Tỷ suất lợi nhuận trên vốn tự có (x_3); 4) % vốn trong dân chúng (x_4); 5) tuổi xí nghiệp (x_5). Do đó, các hàm hồi quy có dạng:

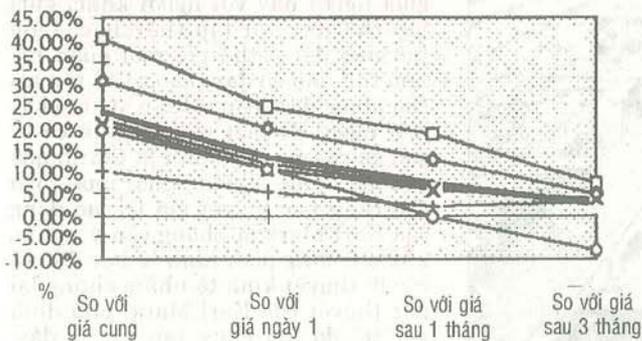
$$Y = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3 + a_4x_4 + a_5x_5 + \varepsilon$$

Kết quả tổng quát tạo ra bằng cách sử dụng phần mềm thống kê kinh tế systat-5.0 trình bày trong bảng sau đây¹ (12):

Phương pháp	R ² (1)	Std. coef.(x ₁) (2)	Std. coef.(x ₂)	Std. coef.(x ₄)	(1)x(2)
Bates	0,835	0,914			0,763
CFA	0,812	0,901			0,732
Gor.-Shap	0,880	0,824	-0,173	-0,313	0,725
PER	0,859	0,836	-0,232	-0,096	0,718
Tài sản	0,865	0,789		-0,256	0,682
Vốn tính từ doanh thu	0,683	0,827			0,565

Nếu R² cho thấy phần trăm biến phụ thuộc lý thuyết (y^*) phản ánh biến phụ thuộc thực tế quan sát được (y), còn thông số tiêu chuẩn hóa (Std. coef.(x_i)) cho thấy phần trăm biến phụ thuộc lý thuyết (y^*) được giải thích bởi vào biến độc lập xi tương ứng (ở đây là x_1). Do đó mức độ hợp lý của một phương pháp có thể là sự kết hợp của 2 thông số này. Nếu lập luận này logic thì kết quả cuối cùng của nghiên cứu này là thứ tự hợp lý giảm dần được xếp ở cột cuối cùng trong bảng trên đây. Thứ tự này hợp với những kết quả nghiên cứu ở trên: các phương pháp lạc quan và bị quan đều kém hợp lý; phương pháp PER quá phụ thuộc vào thị trường nên kém hợp lý hơn các phương pháp tính trên thu nhập cổ tức; ngay trong 2 phương pháp thu nhập cổ tức phương pháp của Bates vẫn hợp lý hơn vì nó không giả định cổ tức tăng liên tục vô hạn như mô hình của Gordon-Shapiro.

So sánh các pp định giá ở các thời điểm khác nhau



5. Kết luận

Mặc dù khi tiếp nhận kinh nghiệm nước ngoài cần phải tính đến những điều kiện của Việt Nam: lạm phát, lãi suất, đặc điểm của các doanh nghiệp Việt Nam, hệ thống kế toán..., chúng tôi hy vọng những kết quả trên đây có ích ít nhiều cho những nhà phân tích tài chính Việt Nam trong việc lựa chọn phương pháp định giá các xí nghiệp khi cổ phần hóa cũng như định giá những xí nghiệp đầu tiên tham gia thị trường chứng khoán.

Tài liệu tham khảo

Biais B. & Faugeron M., "Selling mechanisms, conflicts of interests and asymmetric information: an empirical analysis of the IPO process in France". *Cahier de recherche*. Université de Toulouse. August 1996.

Ginglinger E., "Marchés des capitaux et financement de l'entreprise". *Encyclopédie des marchés financiers*, sous la direction de Y. Simon, ed., 2 tomes, 1e tome, Economica, 1997, pp. 897-912. Ibbotson R. G. & Ritter J. R., "Initial public offerings". Jarrow et al., Eds., *Handbooks in OR & MS*, vol. 9.1995. Chapter 30, pp.993-1016.

Jacquillat B., *L'introduction en bourse*. 2e édition mise à jour. PUF Que sais-je? No. 2474, 1994.

Koch S., Tremolieres R., "Evaluation économique et stratégique de l'entreprise: évolution et nouvelles tendances". *Analyse financière*. No. 104, 09/1995, p.75-85.

Leleux B. F., "Post-IPO performance: a French appraisal". *Finance*, vol. 14, 2/1993, pp.79-106.

Rajan R. & Servedaes, H., "Analyst following of initial public offerings". *The journal of finance*, vol. LII, No.2, June 1997, pp.507-529.

58 bộ hồ sơ gia nhập thị trường chứng khoán từ 1993 đến 1996. (1) Bài viết này được thực hiện dưới sự hướng dẫn khoa học của giáo sư Edith GINGLINGER, giám đốc chương trình cao học "công nghệ tài chính" tại Đại học Paris XII.

(2) Ở Pháp thị trường cổ phiếu có 4 thị trường thành viên, xếp theo thứ tự quy mô và tầm quan trọng giảm dần: Thị trường Chính thức hay Danh sách Chính thức (Cote Officielle), Thị trường Số 2 (Second Marché), Thị trường Mới (Nouveau Marché) và Thị trường Ngoài Danh sách (Hors Cote). Thị trường Ngoài danh sách là thị trường gần như hoàn toàn tự do, gia nhập thị trường chứng khoán chỉ diễn ra ở 3 thị trường kia.

(3) Chẳng hạn trong năm 1996, trong số 56 doanh nghiệp ra nhập thị trường chứng khoán chỉ có 2 doanh nghiệp là Dassault Systèmes và Bouygnes Offshore vào Thị trường Chính thức. Năm 1997 cũng chỉ có France Télécom đủ tiêu chuẩn vào thị trường này.

(4) Xem tổng kết của Ibbotson & Ritter (1995).

(5) Chính ra, Rajan & Servedaes (1997) cũng đã nghiên cứu ảnh hưởng của giai đoạn này, song hai tác giả chỉ chú ý đến tầm lý lạc quan của các nhà phân tích tài chính hơn là các tác động của các phương pháp định giá mà họ sử dụng.

(6) Thị trường mới chỉ mới được thành lập tháng 3/1996, dành cho các xí nghiệp công nghệ cao và có tiềm năng trên thị trường.

(7) Ngoại trừ 1 xí nghiệp sử dụng 1 phương pháp định giá, các xí nghiệp còn lại sử dụng từ 2 đến 5 phương pháp, và số lượng trung bình của mẫu khảo sát là 2,793 phương pháp.

(8) Ở đây chúng tôi có loại bỏ 5 lượt định giá của 1 công ty gốc Anh, Stelax, có mức chênh lệch quá lớn, đến 346%, để làm méo kết quả chung.

(9) Ở đây loại bỏ các PER hỗn hợp.

(10) Chúng tôi lược bỏ kiểm định thống kê cho nhận định này.

(11) Ở đây đã loại công ty Infonie, nơi có tỷ suất lợi nhuận quá thấp, -6000%.

(12) Giá trị F của các hàm này đều đủ lớn để các hàm này có nghĩa. Mặt khác, nếu ta sử dụng option "forward stepwise", kết quả thu được chỉ bao gồm các biến độc lập có nghĩa, nghĩa là các t-student của chúng đủ lớn (ví dụ như biến x_3 và x_5 bị loại khỏi kết quả vì lý do này).