

Ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới hiệu quả của việc phát hành lần đầu ra công chúng tại Việt Nam

Nguyễn Thị Hoa Hồng

Khoa Quản trị Kinh doanh, Đại học Ngoại thương

Nguyễn Ngọc Nguyễn

Nguyễn Tiến Đạt

Khoa Kế toán Kiểm toán, Học viện Ngân hàng

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới hiệu quả của việc phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) tại các công ty có thực hiện hoạt động IPO và được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2005- 2017, trong đó hiệu quả IPO được đo lường bằng mức độ định dưới giá IPO và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau IPO. Kết quả từ mô hình hồi quy cho thấy, đặc điểm của giám đốc điều hành đóng vai trò không quá quan trọng trong việc quyết định hiệu quả của

Impact of Chief Executive Officer's characteristics on the performance of Initial Public Offering in Vietnam

The paper examines the impact of Chief Executive Officer's characteristics (CEO characteristics) on the performance of Initial Public Offering (IPO) in companies that carried out IPO activities, then listed on the Vietnam stock market in the period of 2005-2017, in which IPO performance is measured by the degree of IPO underpricing and business operating performance of enterprises after IPO. The empirical results from the regression models show that CEO characteristics do not play a very important role in determining the IPO performance as well as firms' business operating performance. However, the research still finds evidence to prove that some CEO characteristics including CEO with financial expertise, experience, knowledge of the business and the market have certain impacts on the IPO performance.

Keywords CEO characteristics, IPO underpricing, Chief Executive Officer (CEO), IPO performance, Initial Performance Offering (IPO)

Hong Thi Hoa Nguyen, M.Ec.

Email: hongnth@ftu.edu.vn
Foreign Trade University

Dat Tien Nguyen, M.Ec.

Email: datnt@hvn.edu.vn
Banking Academy of Vietnam

Nguyen Ngoc Nguyen, B.Sc.

Email: ngocnguyen6397@gmail.com
Foreign Trade University

Ngày nhận: 25/07/2019

Ngày nhận bản sửa: 25/07/2019

Ngày duyệt đăng: 27/08/2019

việc phát hành lần đầu ra công chúng cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu vẫn tìm được bằng chứng cho thấy một số đặc điểm của CEO bao gồm việc CEO có chuyên môn tài chính, có kinh nghiệm, hiểu biết về doanh nghiệp cũng như thị trường vẫn có những tác động nhất định tới hiệu quả của các đợt IPO trong doanh nghiệp. Từ khóa: Đặc điểm giám đốc điều hành, định dưới giá phát hành lần đầu ra công chúng, hiệu quả của việc phát hành lần đầu ra công chúng

1. Đặt vấn đề

Hoạt động phát hành lần đầu ra công chúng (Initial Public Offering- IPO) là việc doanh nghiệp lần đầu tiên bán cổ phiếu của mình ra công chúng. IPO sẽ tạo cho doanh nghiệp cơ hội tiếp cận với các nguồn vốn cần thiết để tài trợ cho các hoạt động, chiến lược kinh doanh phục vụ mục đích tăng trưởng. Quyết định IPO có thể coi là một trong những quyết định quan trọng nhất của một doanh nghiệp, đánh dấu bước ngoặt trong vòng đời hoạt động của doanh nghiệp. Với quyết định này, một doanh nghiệp sẽ chuyển hoạt động từ một doanh nghiệp tư nhân thành một công ty đại chúng, đồng nghĩa với việc các quyết định, chiến lược, hoạt động của doanh nghiệp không chỉ ảnh hưởng đến bản thân doanh nghiệp đó mà còn tác động đến một số lượng lớn các nhà đầu tư. Do vậy, hiệu quả của hoạt động IPO trở thành một mối quan tâm của không chỉ doanh nghiệp phát hành mà còn cả các nhà đầu tư.

Hoạt động IPO của doanh nghiệp và hiệu quả của nó chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố. Ogden, Jen và O'Connor (2003) phân loại các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả ban đầu của đợt IPO thành 3 nhóm gồm các yếu tố về doanh nghiệp, các yếu tố về đợt phát hành và các yếu tố thị trường. Các yếu tố về doanh nghiệp bao gồm lợi nhuận, giá trị sổ sách, đòn bẩy tài chính, dòng tiền, tuổi doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp và cơ

cấu vốn chủ sở hữu. Các yếu tố về đợt phát hành gồm giá phát hành, quy mô đợt phát hành, tỷ lệ mua vượt mức, thời gian tiến hành IPO, chi phí phát hành, tỷ lệ vốn giữ lại, danh tiếng tổ chức bảo lãnh phát hành. Nhóm yếu tố thị trường gồm có độ nhạy cảm của thị trường, độ biến động của thị trường và lợi tức trung bình của thị trường. Trong đó, một số yếu tố có thể chịu ảnh hưởng bởi giám đốc điều hành như quyết định lựa chọn tổ chức bảo lãnh phát hành, đơn vị kiểm toán, thời gian tiến hành IPO hay các quyết định về hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Đã có một số nghiên cứu trên thế giới về hiệu quả của IPO cũng như ảnh hưởng của giám đốc điều hành (Chief Executive Officer- CEO) và hội đồng quản trị (Board of Directors- BOD) đến hiệu quả của các đợt IPO, xét ở cả ngắn hạn và dài hạn. Về hiệu quả của việc IPO trong ngắn hạn, các nhà nghiên cứu chủ yếu tập trung vào vấn đề định dưới giá cổ phiếu (IPO Underpricing). Trong khi đó, hiệu quả của các doanh nghiệp sau IPO (IPO aftermarket performance) thường được đo lường bởi các chỉ số như lợi suất sinh lợi trên tổng tài sản (Return on Assets- ROA), lợi suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (Return on Equity- ROE) hoặc lợi tức mua và giữ lại bất thường.

Tại Việt Nam, hoạt động IPO cũng được xem là một tiến trình tất yếu để doanh nghiệp có thể mở rộng hoạt động kinh doanh và trở thành một công ty lớn do

những lợi thế mà IPO mang lại. Hoạt động IPO bắt đầu bùng nổ từ năm 2005, đặc biệt là năm 2007, khi mà Việt Nam gia nhập WTO, đã có nhiều doanh nghiệp lớn tiến hành IPO. Không chỉ khối doanh nghiệp tư nhân, các doanh nghiệp nhà nước cũng tiến hành IPO mạnh mẽ do chủ trương thoái vốn của Nhà nước và thúc đẩy cổ phần hóa doanh nghiệp. Do vậy, việc xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả của hoạt động IPO càng trở nên quan trọng. Đã có một số ít các nghiên cứu tại Việt Nam nghiên cứu về hiệu quả của việc IPO như định dưới giá, thời gian phát hành, các yếu tố ảnh hưởng đến kết quả của IPO, nhưng chưa có nghiên cứu nào tập trung vào ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới hiệu quả của việc IPO. Trong khi đó, giám đốc điều hành đóng một vai trò trung tâm và quan trọng trong các quyết sách chiến lược của doanh nghiệp, trong đó có việc thảo luận, điều hành các cuộc họp về tiến trình IPO cũng như trong việc ra quyết định tiến hành IPO. Với bối cảnh hiện tại ở Việt Nam, khi mà các đợt IPO đã và đang diễn ra khá sôi động thì ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới hiệu quả của đợt IPO trở thành một vấn đề cần được xem xét và nghiên cứu, nhằm tạo cơ sở cho các doanh nghiệp xem xét thêm yếu tố liên quan đến giám đốc điều hành để hoạt động IPO của doanh nghiệp phát hành mang tới hiệu quả tốt nhất.

2. Ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới hiệu quả của việc phát hành lần đầu ra công chúng

CEO là nhà sáng lập của doanh nghiệp tiến hành IPO

Tác động của nhà sáng lập phụ thuộc vào doanh nghiệp đang ở trong giai đoạn nào

của vòng đời hoạt động. IPO là giai đoạn doanh nghiệp chuyển từ tư nhân sang một công ty đại chúng, do vậy cơ cấu tổ chức doanh nghiệp sẽ chuyển đổi theo hướng chuyên nghiệp, đòi hỏi năng lực và khả năng quản lý. Một định kiến khá phổ biến là các nhà sáng lập thường khó thích nghi với phong cách quản lý chuyên nghiệp. Cohen và Dean (2005) nhận thấy các nhà đầu tư thường sử dụng thông tin về ban lãnh đạo doanh nghiệp ở trong bản cáo bạch để phân nào đánh giá hiệu quả và triển vọng của doanh nghiệp. Mức độ định dưới giá là do mức độ không chắc chắn của nhà đầu tư với giá trị thực sự của doanh nghiệp. Do vậy, nếu nhà đầu tư cho rằng CEO hiện tại không phù hợp cho doanh nghiệp sau IPO, sự hiện diện của nhà sáng lập trong vai trò lãnh đạo doanh nghiệp sẽ làm tăng mức độ không chắc chắn, từ đó làm tăng mức độ định dưới giá.

Begley (1995) cho rằng các doanh nghiệp nhỏ, mới thành lập có giám đốc là thành viên sáng lập doanh nghiệp sẽ có tỷ suất sinh lợi trên tài sản (Return on Assets-ROA) cao hơn các doanh nghiệp với giám đốc không phải là thành viên sáng lập. Có một số giả thuyết giải thích tại sao việc CEO là nhà sáng lập doanh nghiệp lại có ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong đó giả thuyết phổ biến là các nhà sáng lập thường nắm giữ một lượng lớn cổ phiếu trong các doanh nghiệp của họ, so với các nhà quản lý chuyên nghiệp được bổ nhiệm từ bên ngoài. Điều này ngụ ý các nhà sáng lập có nhiều lợi ích tài chính gắn liền với doanh nghiệp hơn cũng như quyền kiểm soát doanh nghiệp cao hơn, vì vậy họ sẽ quản lý doanh nghiệp tốt hơn. Một lý do nữa là các nhà sáng lập thường quan tâm đến danh tiếng của mình trong doanh nghiệp nên họ có động lực và nỗ lực cao hơn các

nhà quản lý được bổ nhiệm từ bên ngoài trong việc đảm bảo doanh nghiệp hoạt động hiệu quả.

Tỷ lệ vốn cổ phần của CEO trong doanh nghiệp

Việc CEO của doanh nghiệp nắm giữ một lượng lớn vốn cổ phần của doanh nghiệp, tức mức độ sở hữu cao có thể giúp làm giảm sự không chắc chắn của quá trình IPO. Jensen và Meckling (1976) nghiên cứu thấy mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ vốn nắm giữ của CEO và hiệu quả của đợt IPO, do mức độ sở hữu doanh nghiệp của CEO sẽ là những tín hiệu giúp các nhà đầu tư giảm bớt sự không chắc chắn và nghi ngờ về hiệu quả hoạt động cũng như triển vọng của doanh nghiệp, từ đó cho phép doanh nghiệp thu hút thêm nhiều nhà đầu tư tiềm năng cho đợt IPO. Thêm vào đó, mức độ sở hữu càng cao cho thấy lợi ích của CEO gắn liền với doanh nghiệp càng lớn, do vậy CEO sẽ có xu hướng tập trung nhiều hơn vào mục tiêu phát triển của doanh nghiệp, từ đó là tăng hiệu quả của đợt IPO.

Chế độ lương thưởng của CEO

Chế độ lương thưởng của CEO theo một số nhà nghiên cứu có mối liên hệ nhất định đến hiệu quả của các đợt IPO. Certo và cộng sự (2003) nghiên cứu ảnh hưởng của việc chế độ lương thưởng bao gồm quyền mua cổ phiếu tới hiệu quả của đợt IPO và nhận thấy quyền mua cổ phiếu của CEO có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả của đợt IPO. Nghiên cứu cho rằng các nhà đầu tư định giá các doanh nghiệp với CEO có quyền mua cổ phiếu cao hơn do quyền mua này sẽ khuyến khích các CEO thực thi các chiến lược cần thiết phục vụ cho mục đích tăng trưởng của doanh nghiệp.

Kinh nghiệm của CEO

Các nghiên cứu trước đây nhận thấy các nhà đầu tư đánh giá cao tầm nhìn, kinh nghiệm, khả năng lãnh đạo của CEO trong công ty, điều này có thể làm giảm sự không chắc chắn của các đợt IPO. Bên cạnh đó, doanh nghiệp với CEO có kinh nghiệm có thể chào bán cổ phiếu với mức độ định giá thấp hơn doanh nghiệp với CEO ít kinh nghiệm hơn.

Xét về dài hạn, Loughran và Ritter (1995) cho rằng việc các doanh nghiệp IPO hoạt động kém hiệu quả là do thị trường không có khả năng đánh giá chính xác lợi nhuận và triển vọng tương lai của công ty, cùng với đó là các vấn đề trong quản lý do nguyên tắc gắn kết lợi ích giữa người quản lý và chủ sở hữu (agency problems). Do vậy, CEO có kinh nghiệm được cho rằng có thể tạo ra và thực thi các chiến lược đúng đắn, hợp lý, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kinh nghiệm của CEO có thể được thể hiện qua số tuổi, bằng cấp, số năm giữ vị trí CEO tại công ty, kinh nghiệm làm CEO trước đó, chuyên môn...

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô tả mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu ban đầu bao gồm 389 đợt IPO trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2005 đến hết tháng 12 năm 2017, được thu thập thông qua hệ thống dữ liệu tài chính FiinPro Platform. Tuy nhiên để phù hợp với mô hình và phương pháp nghiên cứu, nghiên cứu tiến hành loại bỏ một số mẫu không đủ điều kiện. Các điều kiện loại trừ bao gồm:

Thứ nhất, các doanh nghiệp sau IPO chưa được niêm yết trên sàn HOSE hoặc HNX.

Thứ hai, các doanh nghiệp thực hiện IPO nhiều hơn một lần với mức giá chào bán khởi điểm ở các lần là khác nhau.

Thứ ba, các doanh nghiệp không có đầy đủ thông tin về đợt IPO bao gồm giá phát hành, giá trung bình quân cũng như thông tin về giám đốc điều hành tại thời điểm IPO.

Sau khi lọc dữ liệu, mẫu quan sát còn lại 38 mẫu.

Nghiên cứu tiến hành thu thập các thông tin về giá cổ phiếu ngày giao dịch đầu tiên, ngày giao dịch sau đó 1 năm và chỉ số VN-Index giá mở cửa và giá đóng cửa tại ngày giao dịch đầu tiên và giá đóng cửa tại ngày sau đó 1 năm thông qua các website <http://cafef.vn> và <https://www.vndirect.com.vn/>.

Thông tin về đặc điểm giám đốc điều hành được thu thập thông qua bản cáo bạch của doanh nghiệp khi tiến hành niêm yết trên thị trường chứng khoán và thông qua website <http://cafef.vn/>

3.2. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Về mô hình nghiên cứu, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy đa biến nhằm kiểm định ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới hiệu quả của đợt phát hành lần đầu ra công chúng tại Việt Nam. Các biến trong mô hình được tổng hợp dựa trên các nghiên cứu trước đây và căn cứ vào thực tế thông tin có thu thập được tại Việt Nam, mô hình được xây dựng như sau:

$$BHAR_i = \beta_0 + \beta_1 EXP_YEAR + \beta_2 TENURE + \beta_3 PRE_CEO + \beta_4 FIN_CEO + \beta_5 DUALITY \quad (1)$$

$$BHAR_m = \beta_0 + \beta_1 EXP_YEAR + \beta_2 TENURE + \beta_3 PRE_CEO + \beta_4 FIN_CEO + \beta_5 DUALITY \quad (2)$$

Các biến phụ thuộc và độc lập được giải

thích chi tiết như sau:

Hai biến phụ thuộc $BHAR_i$ và $BHAR_m$ được đo lường và tính toán tương tự theo nghiên cứu của Thorsell and Isaksson (2014) về hiệu quả của các đợt IPO trên thị trường chứng khoán Thụy Điển.

$BHAR_i$ đo lường mức độ định dưới giá của cổ phiếu:

$$BHAR_{i,t} = R_{i,t} - R_{s(t)} = \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \right) - \left(\frac{S_t}{S_{t-1}} - 1 \right)$$

Trong đó: $P_{i,t}$ là giá đóng cửa phiên giao dịch đầu tiên của cổ phiếu i ,

$P_{i,t-1}$ là giá phát hành ban đầu trong đợt đầu giá IPO

S_{t-1} là chỉ số VN-Index mở cửa ngày cổ phiếu niêm yết

S_t là chỉ số VN-Index đóng cửa ngày cổ phiếu niêm yết

$BHAR_m$ đo lường hiệu quả của doanh nghiệp sau 12 tháng niêm yết.

$$BHAR_{i,m} = R_{i,t+m} - R_{s(t)} = \left(\frac{P_{i,t+m}}{P_{i,t}} - 1 \right) - \left(\frac{S_{t+m}}{S_t} - 1 \right)$$

Trong đó: $P_{i,t+m}$ là giá đóng cửa phiên giao dịch sau 12 tháng của cổ phiếu i

S_{t+m} là chỉ số VN-Index đóng cửa tại ngày sau ngày cổ phiếu niêm yết 12 tháng

EXP_YEAR: đo lường bằng số năm mà CEO giữ các vị trí quản lý như phó phòng, trưởng phòng, phó giám đốc và tổng giám đốc tính đến thời điểm doanh nghiệp thực hiện IPO. Việc CEO có nhiều năm giữ các vị trí lãnh đạo có thể tạo niềm tin cho các nhà đầu tư về năng lực cũng như khả năng lãnh đạo của CEO, từ đó làm giảm sự không chắc chắn của các đợt IPO và giảm mức độ định dưới giá. Về dài hạn, việc CEO có nhiều năm quản lý được kỳ vọng sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

TENURE: đo lường bằng số năm nắm

giữ vị trí giám đốc điều hành của CEO tại doanh nghiệp tính đến thời điểm doanh nghiệp IPO. Baysinger and Hoskisson (1990) nghiên cứu thấy nhiệm kỳ của CEO càng dài thì CEO sẽ có được nhiều thông tin và hiểu biết về bản chất và các hoạt động đặc thù của doanh nghiệp, từ đó có khả năng điều hành tốt hơn và đưa ra những quyết định chính xác nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy, nghiên cứu kỳ vọng nhiệm kỳ dài sẽ làm giảm mức độ định dưới giá và làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai.

PRE_CEO: biến ảo nhận giá trị 1 nếu CEO của doanh nghiệp trước đây đã từng nắm giữ vị trí CEO tại một doanh nghiệp khác, nhận giá trị 0 nếu CEO của doanh nghiệp chưa từng nắm giữ vị trí CEO trước đây. Việc CEO đã từng nắm giữ vị trí tương đương tại các doanh nghiệp khác là một tín hiệu tốt đối với các nhà đầu tư về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, từ đó làm giảm mức độ định dưới giá.

FIN_CEO: biến ảo nhận giá trị 1 nếu CEO từng làm việc trong các lĩnh vực tài chính, có nền tảng về tài chính, kế toán, kiểm toán, tin dụng, ngân hàng, nhận giá trị 0

nếu CEO của doanh nghiệp có nền tảng chuyên môn khác. Mặc dù các CEO được xem là có kiến thức chung về nhiều mảng, nhưng họ vẫn thường có chuyên môn nhất định vào một lĩnh vực nào đó. Finkle (1998) tìm thấy mối quan hệ thuận chiều giữa việc CEO có chuyên môn về tài chính và hiệu quả của đợt phát hành IPO. Finkle (1998) lý giải CEO có chuyên môn về tài chính có thể đóng vai trò kết nối giữa các tổ chức tài chính tín dụng và doanh nghiệp, tăng khả năng gọi vốn cũng như tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

DUALITY: biến ảo nhận giá trị 1 nếu CEO của doanh nghiệp đồng thời nắm giữ vị trí chủ tịch Hội đồng thành viên/ Hội đồng quản trị, nhận giá trị 0 nếu CEO của doanh nghiệp không nắm giữ vị trí này. Việc nắm giữ đồng thời cả 2 vị trí này cho phép CEO nắm quyền kiểm soát lớn trong doanh nghiệp, do vậy có thể ảnh hưởng đến tính độc lập và hiệu quả của hội đồng thành viên cũng như ban lãnh đạo công ty. CEO có thể có những quyết định thiên vị và thiếu tính khách quan. Theo Dalton và cộng sự (1998), điều này có thể khiến các thành viên lãnh đạo khác cảm thấy không thoải mái trong việc nói ra ý kiến của mình về quyết định của CEO, từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, xét trên khía cạnh khác, việc nắm giữ đồng thời cả 2 vị trí này sẽ có thể tạo ra sự thống nhất và lãnh đạo hiệu quả. Baliga và cộng sự (1996) cho rằng điều này sẽ giúp làm giảm rủi ro về sự khác biệt trong mục tiêu giữa CEO và hội đồng thành viên, vì lúc này CEO sẽ là cầu nối giữa hội đồng thành viên và ban quản lý, đồng thời cũng giảm thiểu rủi ro có xung đột giữa CEO và chủ tịch hội đồng thành viên. Do vậy, một số nhà nghiên cứu lại cho rằng việc CEO nắm giữ vị trí chủ tịch Hội đồng thành viên sẽ mang lại kết quả tích cực cho doanh nghiệp.

Bảng 1. Tổng hợp các dấu kỳ vọng của các biến độc lập

Biến độc lập	Dấu kỳ vọng mô hình (1)	Dấu kỳ vọng mô hình (2)
EXP_YEAR	-	+
TENURE	-	+
PRE_CEO	-	+
FIN_CEO	-	+
DUALITY	+/-	+/-

Trong đó: +: tương quan thuận chiều ; -: tương quan nghịch chiều

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 dưới đây trình bày một số đặc điểm của các biến trong mô hình hồi quy.

Có thể thấy, hiện tượng định dưới giá và hoạt động kém hiệu quả trong dài hạn có xuất hiện với các đợt IPO tại Việt Nam. Mức độ định dưới giá rất cao, giá trị trung bình là 107,3% và dao động lớn, cho thấy hoạt động định giá cổ phiếu ở Việt Nam vẫn còn thiếu chính xác, chịu nhiều tác động khác. Cùng với đó là sự thiếu thông tin đầy đủ về doanh nghiệp cũng như đợt IPO, dẫn đến nhà đầu tư thiếu cái nhìn khách quan nhất về doanh nghiệp. 12 tháng sau IPO, hiện tượng doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả xảy ra với giá trị trung bình của biến $BHAR_m$ là -23,4%. Về các biến độc lập, EXP_YEAR đạt trung bình 18,7 năm cho thấy tại Việt Nam, các CEO thường phải có khá nhiều kinh nghiệm để được, bổ nhiệm lên chức vụ giám đốc điều hành. Thời gian nắm giữ vị trí CEO tại doanh nghiệp trung bình là 3,4 năm, một con số không quá lớn, trong

đó giá trị nhỏ nhất bằng 0, tức là doanh nghiệp tiến hành thay đổi vị trí CEO trước khi tiến hành IPO. Về 3 biến định tính, nhóm tác giả tiến hành tự tính toán và nhận thấy, có 29% CEO từng nắm giữ vị trí CEO tại các doanh nghiệp khác, 21% CEO có chuyên môn về tài chính và có đến 45% CEO nắm giữ cả vị trí CEO lẫn chủ tịch hội đồng thành viên. Việc CEO nắm giữ đồng thời vị trí chủ tịch Hội đồng thành viên thường diễn ra ở các doanh nghiệp nhà nước.

Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng xem xét đến sự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình (Bảng 3).

Bảng 3 cho thấy, đa số các biến không có sự tương quan đáng kể nào khi hệ số tương quan đều nhỏ hơn nhỏ hơn $|0,5|$, nên giữa các biến không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng. Hệ số tương quan cao nhất là giữa biến EXP_YEAR (số năm kinh nghiệm) và $TENURE$ (nhiệm kỳ làm CEO). Điều này khá dễ hiểu với trường hợp các CEO đã gắn bó với doanh nghiệp từ lâu và trải qua nhiều

Bảng 2. Tóm tắt các đặc điểm của các biến trong mô hình hồi quy

Biến	Số lượng mẫu	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
BHAR1	38	1,073	1,956	-0,584	10,318
BHAR _m	38	-0,234	,359	-1,467	0,657
EXP_YEAR	38	18,658	7,186	5	34
TENURE	38	3,395	3,009	0	12
PRE_CEO	38	0,289	0,460	0	1
FIN_CEO	38	0,211	0,413	0	1
DUALITY	38	0,447	0,504	0	1

Nguồn. Nhóm tác giả tự tính toán bằng phần mềm Stata 13

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình

	EXP_YEAR	TENURE	PRE_CEO	FIN_CEO	DUALITY
EXP_YEAR	1,000				
TENURE	0,436	1,000			

	EXP_YEAR	TENURE	PRE_CEO	FIN_CEO	DUALITY
PRE_CEO	0,079	0,032	1,000		
FIN_CEO	0,116	-0,156	-0,045	1,000	
DUALITY	0,073	0,112	0,242	0,055	1,000

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng phần mềm Stata 13

vị trí khác nhau và vị trí thấp hơn trước khi được bổ nhiệm trở thành CEO.

4.1. Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới việc định dưới giá phát hành lần đầu ra công chúng

Kết quả kiểm định ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới việc định dưới giá cổ phiếu IPO tại Việt Nam giai đoạn 2005- 2017 được trình bày ở Bảng 4.

Biến EXP_YEAR

Bảng 4. Kết quả ước lượng phương trình hồi quy ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới việc định dưới giá phát hành lần đầu ra công chúng tại Việt Nam giai đoạn 2005- 2017

Biến	Đấu kỳ vọng	Hệ số hồi quy
Hằng số		0,548 (1,28)
EXP_YEAR		0,687 (1,31)
TENURE		-0,193 (-1,33)
PRE_CEO		-1,045 (-1,75)*
FIN_CEO		-1,222 (-1,73)*
DUALITY	+/-	1,024 (1,43)
R ²	0,186	
Thống kê F	3,35*	

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng phần mềm Stata 13

Ghi chú:

- biểu thị cho ý nghĩa thống kê ở mức 10%
- Số trong ngoặc đơn là giá trị thống kê

Biến EXP_YEAR trái với kỳ vọng ban đầu khi có tương quan cùng chiều với mức độ định dưới giá cổ phiếu, tức là CEO càng có nhiều năm kinh nghiệm làm ở vị trí quản lý thì lại càng làm tăng mức độ định dưới giá. Điều này có thể là do các nhà đầu tư không đánh giá cao việc CEO nhiều năm làm quản lý. Tuy nhiên, kết quả chỉ ra rằng, biến này không có giá trị thống kê. Chính vì thế, nghiên cứu chưa khẳng định tính xác thực cho giả thiết này.

Biến TENURE

Đúng như kỳ vọng, biến TENURE có tương quan ngược chiều với mức độ định dưới giá cổ phiếu. Có thể nhận định rằng, việc CEO đã giữ vị trí này một thời gian có thể tạo ra sự ổn định nhất định về chính sách của doanh nghiệp, do vậy các nhà đầu tư có thể theo dõi các hoạt động trong quá khứ của doanh nghiệp để đưa ra các nhận định chính xác hơn về triển vọng của doanh nghiệp, giảm bớt sự không chắc chắn và giảm mức độ định dưới giá. Tuy nhiên, kết quả cho thấy không có ý nghĩa thống kê giữa biến TENURE và mức độ định dưới giá.

Biến PRE_CEO

Biến PRE_CEO cho kết quả tương quan ngược chiều đúng như kỳ vọng ở mức ý nghĩa thống kê 10%. Như vậy, các nhà đầu tư đánh giá cao việc CEO doanh nghiệp đã từng nắm giữ vị trí tương tự. nhận định rằng CEO có thể áp dụng các kinh nghiệm thực tiễn khi nắm giữ vị trí CEO ở doanh nghiệp trước đó vào doanh nghiệp hiện tại. Các nhà đầu tư cũng có thể tìm hiểu hoạt

động của doanh nghiệp trước đó để đánh giá năng lực của CEO, do vậy làm giảm được mức độ không chắc chắn.

Biến FIN_CEO

Biến FIN_CEO cho kết quả giống như kỳ vọng với tương quan ngược chiều ở mức ý nghĩa 10%. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Finkle (1998). Có thể thấy rằng việc CEO có chuyên môn về lĩnh vực tài chính được các nhà đầu tư đánh giá tích cực. Việc CEO có chuyên môn tài chính phân nào thể hiện các quyết định chính sách của công ty sẽ được xem xét kỹ lưỡng về mặt tài chính để đảm bảo sẽ đem lại lợi nhuận cho công ty, từ đó làm tăng giá trị thu về cho các nhà đầu tư. Do vậy, sự không chắc chắn về triển vọng của doanh nghiệp được giảm bớt, từ đó làm giảm mức độ định dưới giá cổ phiếu.

Biến DUALITY

Biến DUALITY có mối quan hệ thuận chiều với mức độ định dưới giá, cho thấy việc CEO nắm giữ luôn chức vụ chủ tịch hội đồng thành viên không giúp các nhà đầu tư giảm bớt mức độ không chắc chắn về đợt phát hành lần đầu ra công chúng của doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả hồi quy cho thấy không có ý nghĩa thống kê giữa biến DUALITY và mức độ định dưới giá, do vậy nghiên cứu chưa đủ cơ sở để chứng thực lập luận trên.

R^2 là 0,186 cho thấy các biến độc lập trong mô hình (1) giải thích được 18,6% cho biến phụ thuộc, cho thấy các đặc điểm của CEO dường như không có ảnh hưởng nhiều tới mức độ định dưới giá của đợt IPO.

4.2. Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau IPO

Kết quả kiểm định ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau 12 tháng IPO được trình bày ở Bảng 5.

Biến EXP_YEAR

Biến EXP_YEAR đúng với kỳ vọng ban đầu khi có tương quan cùng chiều với hiệu quả của doanh nghiệp sau IPO, tức là CEO có nhiều năm kinh nghiệm làm ở vị trí quản lý sẽ giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Điều này khá tương đồng với các nghiên cứu trước đây. Ở vị trí quản lý lâu năm không chỉ giúp CEO tăng kinh nghiệm và còn cải thiện khả năng lãnh đạo cũng như ra các quyết định chính xác hơn, do đó tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả chỉ ra rằng, biến này không có giá trị thống kê trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 5. Kết quả ước lượng phương trình hồi quy ảnh hưởng của đặc điểm giám đốc điều hành tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau IPO giai đoạn 2005- 2017

Biến	Dấu kỳ vọng	Hệ số hồi quy
Hằng số		-0,355 (-1,29)
EXP_YEAR	+	0,010 (0,94)
TENURE	+	-0,003 (-0,17)
PRE_CEO	+	-0,127 (-0,95)
FIN_CEO	+	-0,139 (-1,95)*
DUALITY	+/-	0,014 (0,11)
R^2		0,073
Thống kê F		2,08*

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng phần mềm Stata 13

Ghi chú:

- biểu thị cho ý nghĩa thống kê ở mức 10%
- Số trong ngoặc đơn là giá trị thống kê t

Biến TENURE

Trái với kỳ vọng, biến TENURE có tương quan ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sau IPO. Việc một người ở vị trí CEO của một doanh nghiệp tuy có thể làm tăng kinh nghiệm, nhưng có thể dẫn tới khả năng mất tinh thần sáng tạo của doanh nghiệp do thiếu góc nhìn mới. Về lâu dài, điều này có thể ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp do không thể đưa ra thị trường các sản phẩm, dịch vụ mới phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng. Tuy nhiên, kết quả cũng cho thấy không có ý nghĩa thống kê giữa biến TENURE và mức độ định dưới giá.

Biến PRE_CEO

Tương tự với biến TENURE, biến PRE_CEO cho kết quả tương quan ngược chiều trái với kỳ vọng và cũng không có ý nghĩa thống kê. Có thể lý giải là việc CEO từng nắm giữ vị trí tương tự ở doanh nghiệp khác tuy có thể tăng kinh nghiệm nhưng cũng có thể có khả năng CEO sẽ áp dụng những chính sách quyết định tương tự như ở doanh nghiệp cũ, điều có thể hiệu quả ở doanh nghiệp cũ nhưng lại không phát huy tác dụng khi áp dụng ở doanh nghiệp hiện tại.

Biến FIN_CEO

Biến FIN_CEO cho kết quả giống như kỳ vọng với tương quan thuận chiều ở mức ý nghĩa 10%. Như vậy, việc CEO có chuyên môn tài chính có thể giúp làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp do các chính sách quyết định sẽ được xem xét kỹ lưỡng hơn về mặt tài chính, khả năng sinh lợi của dự án.

Biến DUALITY

Biến DUALITY có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sau IPO, cho thấy việc CEO nắm

giữ luôn chức vụ chủ tịch hội đồng thành viên có thể tăng sự thống nhất về tổ chức trong doanh nghiệp, thống nhất trong mục tiêu và việc ra quyết định, từ đó giúp làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả hồi quy cho thấy không có ý nghĩa thống kê giữa biến DUALITY và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sau IPO, do vậy nghiên cứu chưa đủ cơ sở để chứng thực lập luận trên.

R^2 là 0,073 cho thấy các biến độc lập trong mô hình chỉ giải thích được 7,3% cho biến phụ thuộc, một mức khá nhỏ. Như vậy, các đặc điểm của CEO không có ảnh hưởng nhiều tới hiệu quả dài hạn của đợt IPO.

Qua việc kiểm định 2 mô hình, có thể nhận thấy, đặc điểm của CEO đóng vai trò không quá quan trọng trong việc quyết định hiệu quả của việc IPO cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này có thể giải thích là do có rất nhiều yếu tố khác ảnh hưởng lên đợt IPO có thành công không hay doanh nghiệp có hoạt động hiệu quả không mà cả CEO lẫn bản thân doanh nghiệp đều không thể kiểm soát được như các yếu tố thị trường, chính sách của nhà nước cũng như tâm lý của nhà đầu tư. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu từ 2 mô hình vẫn tạo được cơ sở cho thấy đặc điểm của CEO vẫn có những tác động nhất định, đặc biệt là việc CEO có chuyên môn tài chính cũng như kinh nghiệm, hiểu biết về doanh nghiệp cũng như thị trường.

Bên cạnh đó, cần lưu ý một đặc điểm của mẫu nghiên cứu là số lượng các doanh nghiệp nhà nước chiếm chủ yếu với tỷ lệ hơn 70%. Tại các doanh nghiệp nhà nước, việc bổ nhiệm giám đốc/tổng giám đốc thường theo các quyết định bổ nhiệm của các cơ quan chủ quản như Bộ và các cơ quan ngang Bộ, Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp. Đồng thời,

hoạt động, chiến lược của doanh nghiệp bao gồm cả các quyết định về IPO cũng chịu nhiều ảnh hưởng của cơ quan chủ quản, khiến cho vai trò trung tâm của CEO bị hạn chế.

Mặt khác, tại Việt Nam, các thông tin liên quan đến doanh nghiệp tại thời điểm IPO vẫn khá hạn chế với các nhà đầu tư, trong đó có các thông tin chi tiết về đặc điểm CEO. Tính tin cậy của những thông tin này cũng không cao. Do vậy, các nhà đầu tư ít có xu hướng dựa vào đặc điểm, chuyên môn của CEO trong việc định giá cổ phiếu và ra quyết định đầu tư.

5. Kết luận

Nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của đặc điểm CEO tới hiệu quả của việc IPO cũng như hiệu quả của công ty sau khi tiến hành IPO với mẫu nghiên cứu là 38 công ty thực hiện hoạt động IPO và được niêm yết trên 2 sàn chứng khoán HNX và HOSE trong giai đoạn từ năm 2005 đến hết năm 2017. Kết quả từ mô hình hồi quy cho thấy:

Hiệu quả hoạt động của các đợt IPO được nghiên cứu đo lường bằng mức độ định giá dưới giá cổ phiếu và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp 12 tháng sau IPO. Có thể thấy rằng mức độ định giá dưới giá IPO không bị tác động quá nhiều bởi các đặc điểm cá nhân của CEO. Tuy nhiên, các nhà đầu tư vẫn đánh giá cao

và có cái nhìn tích cực về triển vọng của doanh nghiệp nếu CEO có thể chứng minh được năng lực thông qua một số chỉ báo như từng có kinh nghiệm làm giám đốc điều hành ở công ty trước, hay có chuyên môn về lĩnh vực tài chính. Về hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau IPO cũng không phụ thuộc nhiều vào đặc điểm của CEO. Điều này có thể lý giải bởi sự tham gia của các cơ quan chủ quản trong hoạt động của các doanh nghiệp cũng hạn chế vai trò của CEO trong việc ra các quyết sách chiến lược. Bên cạnh đó, sự thiếu thông tin và thông tin không đáng tin cậy cũng khiến các nhà đầu tư không dựa nhiều vào đặc điểm CEO để định giá cổ phiếu doanh nghiệp.

Qua đó, cũng có thể thấy, có rất nhiều yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả của đợt IPO bao gồm các yếu tố thị trường như độ nhạy cảm của thị trường, vấn đề phát triển nóng; các yếu tố liên quan đến doanh nghiệp như khả năng sinh lợi, dòng tiền, tuổi của doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp, giá trị sổ sách và các yếu tố liên quan đến đặc điểm của đợt phát hành như giá chào bán, quy mô đợt phát hành, độ trễ niêm yết hay tỷ lệ mua vượt mức... Trong dài hạn, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cũng phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác như thị trường, các chính sách của Chính phủ, nhu cầu của khách hàng hay áp lực cạnh tranh đến từ các doanh nghiệp khác. ■

Tài liệu tham khảo

1. Baliga, B. R., Moyer, R. C. & Rao, R. S. (1996). 'CEO Duality and firm performance. What's the fuss?'. *Strategic Management Journal*, 17(1), 41-53
2. Baysinger, B. & Hoskisson, R. E. (1990). 'The Composition of Boards of Directors and Strategic Control Effects on Corporate Strategy'. *The Academy of Management Review*, 15(1), 72-87.
3. Begley, T.M. (1995). 'Using founder status, age of firm and company growth rate as the basis for distinguishing entrepreneurs from managers of smaller businesses'. *Journal of Business Venturing*, 10, 249-263.
4. Certo, T., Daily, C. & Dalton, D. (2002). 'Signaling Firm Value through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings'. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26(2), 33-50

5. Cohen, B. D & Dean, T. J. (2005). 'Information asymmetry and investor valuation of IPOs: Top management team legitimacy as a capital market signal'. *Strategic Management Journal*, 26(7), 683-690
6. Dalton, D. T., Daily, C. V., Ellstrand, A. E. & Johnson, J. L. (1998). 'Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance'. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290.
7. Finkle, T. A. (1998). 'The relationship between Boards of Directors and Initial Public Offerings in the Biotechnology Industry'. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(3), 5-29.
8. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure'. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
9. Loughran, T. & Ritter, J. R. (1995). 'The new issues puzzle'. *The Journal of Finance*, 50(1), 23-52
10. Ogdén, J. P., Jen, F. C. & O'Conor, P. F. (2003). 'Advanced Corporate Finance. Policies and Strategies'. New York: Pearson.
11. Thorsell, A. & Isaksson, A. (2014). 'Directors Experience and the Performance of IPOs: Evidence from Sweden'. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 81(1), 3-24

tiếp theo trang 74

cho vay có tác động ngược chiều đến lợi nhuận, và quy mô cho vay thành viên có ý nghĩa bổ sung cho tác động ngược chiều của rủi ro tín dụng đến lợi nhuận. Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng QTDND cần thực hiện tốt việc quản lý các khoản cho vay khách hàng để kiểm soát tốt rủi ro tín dụng, qua đó tối thiểu hóa hoặc triệt tiêu những tác động tiêu cực của rủi ro tín dụng nhằm đảm bảo mục tiêu lợi nhuận của QTDND, có thể là chuẩn hóa nội dung và quy trình thẩm định trước cho vay, hay tăng cường các biện pháp khác nhau trong việc kiểm tra sử dụng vốn, hay công tác lưu trữ thông tin lịch sử giao dịch của khách hàng vay,... Đặc biệt hơn là QTDND cần tập trung tăng cường mở rộng quy mô cho vay thành viên để góp phần kiểm soát tốt hơn rủi ro tín dụng và khi đó lợi nhuận sẽ gia tăng đáng kể hơn. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn gợi ý rằng QTDND cần tận dụng tích cực lợi thế kinh tế về quy mô, tăng cường các biện pháp quản lý chi phí (chẳng hạn như tinh giản bộ máy quản lý, sắp xếp hợp lý các phòng ban,...) nhằm tiết kiệm chi phí để qua đó thực hiện được mục tiêu gia tăng lợi nhuận ■

tiếp theo trang 65

ro đối với hoạt động tín dụng chuyên biệt: thực hiện các nghiên cứu chuyên sâu về các mô hình quản trị rủi ro đối với hoạt động tín dụng tiêu dùng, cho thuê tài chính, bao thanh toán; tổ chức các hội thảo, chia sẻ thông tin và kinh nghiệm từ các tổ chức quốc tế để các TCTD PNH trong nước có thể tiếp nhận và gợi mở mô hình phát triển mới.

- Phát triển các yếu tố hạ tầng cần thiết để tạo thuận lợi cho các công ty TC và công ty CTTC phát triển các mô hình quản trị rủi ro chuyên biệt: như phát triển cơ sở hạ tầng thông tin về khách hàng (bao gồm cả cá nhân và doanh nghiệp), các tổ chức hoạt động trong lĩnh vực thông tin tín dụng (hiện gần như chỉ có một mình CIC hoạt động trong lĩnh vực này). ■