

Phương thức dựng sổ và việc áp dụng khi chào bán cổ phần trong cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước tại Việt Nam

Trần Thanh Thu*, Đào Hồng Nhung



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Cổ phần hoá, thoái vốn nhà nước tiếp tục là một trong những trụ cột quan trọng của chiến lược phát triển kinh tế giai đoạn 2020-2030. Trong vòng ba năm trở lại đây, để đẩy nhanh tiến trình cổ phần hoá và thoái vốn nhà nước, Chính phủ đã và đang hoàn thiện khung khổ pháp lý cho hoạt động này. Một trong những điểm mới nổi bật là những quy định về việc áp dụng phương thức dựng sổ khi chào bán cổ phần Nhà nước trong cổ phần hoá và thoái vốn nhà nước năm 2018. Dựng sổ là một cơ chế xác định giá chứng khoán hiệu quả trên thị trường sơ cấp và được khuyến nghị áp dụng tại hầu hết các thị trường. Tuy nhiên, tại thị trường Việt Nam, thống kê của Sở Giao Dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) cho thấy trong vòng bốn tháng sau khi văn bản hướng dẫn áp dụng phương thức dựng sổ trong chào bán cổ phần nhà nước được ban hành, 17 thông báo chào bán cổ phần lần đầu hoặc thoái vốn nhà nước đều thực hiện dưới hình thức đấu giá theo lô hoặc chào bán cạnh tranh. Điều này cho thấy, đấu giá cổ phần hoặc ấn định giá cố định là những phương thức chào bán cổ phần phổ biến tại Việt Nam. Đồng thời, áp dụng PTDS trong thực tiễn đòi hỏi sự điều chỉnh nhất định so với lý thuyết. Bài viết làm rõ những ưu và nhược điểm của PTDS so với hai phương thức chào bán cổ phần còn lại, kinh nghiệm áp dụng PTDS tại một số quốc gia và đưa ra một số kiến nghị về việc áp dụng PTDS vào cổ phần hoá và thoái vốn nhà nước tại Việt Nam. Với kỳ vọng PTDS sẽ tạo ra một cơ chế xác định giá minh bạch, hiệu quả, nâng cao khả năng thành công của thương vụ chào bán cổ phần nhà nước, bài viết chỉ ra những điểm cần làm rõ hoặc điều chỉnh trong những quy định hiện hành về PTDS của Chính phủ, bao gồm (i) giá khởi điểm và biên độ giá; (ii) thời gian công bố thông tin và mở sổ lệnh; (iii) mục tiêu của đợt chào bán; (iv) huỷ kết quả dựng sổ; (v) lựa chọn tổ chức bảo lãnh phát hành.

Từ khoá: Cổ phần hoá, Doanh nghiệp nhà nước, Phương thức dựng sổ, Đấu giá cổ phần, Việt Nam

Học viện Tài chính Hà Nội, Việt Nam

Liên hệ

Trần Thanh Thu, Học viện Tài chính Hà Nội, Việt Nam

Email: tranthanhthu308@gmail.com

Lịch sử

- Ngày nhận: 13/09/2019
- Ngày chấp nhận: 20/11/2019
- Ngày đăng: 07/7/2020

DOI: 10.32508/stdjelm.v4i3.634



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



GIỚI THIỆU VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU

Theo Ritter & Welch khi chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng, có ba phương pháp xác định giá là đấu giá, chào bán với mức giá cố định, và phương thức dựng sổ¹. Trước năm 1990, phương pháp giá cố định được sử dụng phổ biến tại các quốc gia ngoài Mỹ. Tuy nhiên, trong vòng hai thập kỷ gần đây, PTDS đang dần trở nên phổ biến. Sự phổ biến của PTDS so với hai phương thức định giá IPO còn lại xuất phát từ nhiều lý do song quan trọng nhất vẫn là tính chính xác trong xác định giá cổ phần và lợi ích dài hạn mang lại cho công ty chào bán. Tuy nhiên, phương thức dựng sổ cũng chứa đựng những hạn chế nhất định như tình trạng hạ giá cổ phần hay hành vi trục lợi của tổ chức bảo lãnh phát hành, đặc biệt trong điều kiện thị trường chứng khoán chưa phát triển.

Sherman & Jagannathan tiến hành cuộc điều tra toàn cầu về xu hướng sử dụng các phương pháp định giá khi IPO và chỉ ra rằng 20/45 quốc gia trong mẫu sử dụng đấu giá IPO². Ngoại trừ Pháp, Israel, Đài Loan, và Mỹ, đấu giá IPO bị cấm hoàn toàn ở các quốc gia

trong mẫu. Tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương, theo Jagannathan, Jirnyi, Sherman, Úc là quốc gia đầu tiên áp dụng PTDS vào năm 1993, tiếp đó là Hong Kong và Thái Lan năm 1994, Nhật Bản, Hàn Quốc, New Zealand năm 1997. Trong khu vực ASEAN, tính đến năm 2012, chỉ có duy nhất Việt Nam là chưa áp dụng PTDS khi IPO³.

Phương thức dựng sổ chính thức được luật hoá và có hiệu lực ở Việt Nam ngày 01/01/2018 sau khi Chính phủ ban hành nghị định 126/2017/NĐ-CP về chuyển doanh nghiệp nhà nước và công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ thành công ty cổ phần. Hướng dẫn chi tiết về PTDS được quy định trong Thông tư số 21/2019/TT-BTC ban hành ngày 11/04/2019. Như vậy, việc áp dụng PTDS tại Việt Nam gắn liền với hoạt động cổ phần hoá và thoái vốn nhà nước. Sau quyết định số 58/2016/QĐ-TTg của Thủ tướng chính phủ ban hành danh mục doanh nghiệp phải thoái vốn nhà nước tính đến 2020, hoạt động cổ phần hoá và thoái vốn nhà nước tại Việt Nam thực sự có bước chuyển mình.

Trích dẫn bài báo này: Thu T T, Nhung D H. **Phương thức dựng sổ và việc áp dụng khi chào bán cổ phần trong cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước tại Việt Nam**. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 4(3):777-785.

Năm 2017 là năm thoái vốn thành công với thương vụ bán phần vốn nhà nước tại Công ty cổ phần sữa Việt Nam (VNM) và Công ty cổ phần rượu bia nước giải khát Sài Gòn (SAB). Tuy nhiên, phương thức chào bán cổ phần trong cả hai thương vụ này đều là chào bán cạnh tranh trên Sở giao dịch chứng khoán với mức giá chào bán cổ phần lần đầu không thấp hơn giá của 30 phiên giao dịch gần nhất trên thị trường. Tính đến T6/2019, khi phương thức dựng sổ chính thức được áp dụng tại Việt Nam, chưa có một doanh nghiệp nào áp dụng PTDS khi chào bán cổ phần trên các Sở giao dịch. Một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng sự khác biệt giữa PTDS với các phương thức chào bán khác và tư duy ngại thay đổi của doanh nghiệp tạo ra rào cản khi áp dụng PTDS tại Việt Nam^a. Điều này đồng nghĩa với việc Chính phủ cần có những quy định cụ thể, rõ ràng, và phù hợp về PTDS nhằm khuyến khích áp dụng phương thức này. Trong khuôn khổ của bài viết này, nhóm tác giả đưa ra một số kiến nghị nhằm điều chỉnh hoặc làm rõ hơn những quy định hiện tại về PTDS, việc áp dụng PTDS trong cổ phần hoá và thoái vốn nhà nước tại Việt Nam. Để thực hiện mục tiêu này, nhóm tác giả lần lượt làm rõ các nội dung (i) giới thiệu chung về PTDS; (ii) ưu và nhược điểm của PTDS; (iii) Áp dụng tại một số quốc gia; (iv) phương thức dựng sổ tại Việt Nam; (v) một số kiến nghị về việc áp dụng PTDS trong CPH và thoái vốn nhà nước tại Việt Nam.

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ PHƯƠNG PHÁP DỰNG SỔ (BOOK-BUILDING METHOD)

Giá cổ phần khi chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng (IPOs) có thể được xác định thông qua đấu giá, chào bán với mức giá cố định, và PTDS. Trước năm 1990, phương pháp giá cố định được sử dụng phổ biến ở các quốc gia ngoài Mỹ. Tuy nhiên, PTDS đang dần chiếm ưu thế trong vòng hai thập kỷ gần đây. Thay vì ấn định một mức giá nhất định cho các cổ phần chào bán, công ty phát hành đưa ra một khoảng giá chào bán. Căn cứ vào khoảng giá này, các nhà đầu tư sẽ quyết định xem họ muốn mua cổ phần tại mức giá nào trong giới hạn khi đặt mua cổ phần. Mức giá cuối cùng sẽ được ấn định dựa trên cung và cầu về cổ phần (Ausubel, 2002; Garg, 2013).

Mức giá thấp nhất được gọi là giá sàn (the floor price) và mức giá cao nhất được gọi là giá đỉnh (the cap

^a Bản vốn bằng phương thức dựng sổ, lo vương...tư duy cũ
<https://bizlive.vn/tai-chinh/ban-von-bang-phuong-thuc-dung-so-lo-vuong-tu-duy-cu-3480932.html>
<http://thoibaotaichinhvietnam.vn/pages/chung-khoan/2019-04-26/phuong-phap-dung-so-giai-phap-de-tang-su-thanh-cong-cho-cac-phien-ipo-va-ban-von-nha-nuoc-70634.aspx%20https://hnx.vn/vi-vn/chi-tiet-tin-60004269-0.html>

price). Mức giá mà tại đó cổ phần được phân phối là mức giá ngưỡng (the cut off price).

Trong PTDS, số lượng và giá của cổ phần được phát hành sẽ được quyết định dựa trên sự trả giá của các cổ đông tiềm năng thông qua tổ chức bảo lãnh phát hành⁴. Theo phương thức này, giá cổ phần được quyết định dựa trên những nhân tố như cầu thực tại nhiều mức giá khác nhau của cổ phần trên thị trường, định giá của công ty phát hành, giá nội tại của cổ phiếu được phát hành, sự thành công của “roadshow”, quá trình và mức độ phản hồi của cầu tại các mức giá chào bán. PTDS thường không dành cho các nhà đầu tư riêng lẻ mà chủ yếu dành cho các nhà đầu tư tổ chức và các khách hàng của tổ chức bảo lãnh phát hành.

ƯU VÀ NHƯỢC ĐIỂM CỦA PHƯƠNG THỨC DỰNG SỔ SO VỚI CÁC PHƯƠNG THỨC CHÀO BÁN CỔ PHẦN KHÁC

Những ưu điểm của phương thức dựng sổ

Dễ dàng thu hút nhà đầu tư tổ chức và chuyên nghiệp

Những nhà đầu tư tổ chức và chuyên nghiệp có xu hướng ưa thích PTDS hơn phương thức đấu giá (PTĐG) bởi theo PTDS họ được phân bổ nhiều cổ phần ở mức giá ưu đãi hơn. Đồng thời, những điểm bất lợi của PTĐG cổ phần đã làm giảm động lực tham gia vào các phiên đấu giá của nhà đầu tư tổ chức⁵. Giá cổ phần tại phiên đấu giá có thể không chính xác do tính bất cân xứng về thông tin giữa các nhà đầu tư. Nhà đầu tư đặt giá quá cao không chỉ dịch chuyển giá khỏi mức giá đúng mà còn lấy đi cổ phần từ những nhà đầu tư đặt giá đúng. Đối với phương thức chào bán cố định, những nhà đầu tư chuyên nghiệp cũng không được nhận phần đền bù cho thông tin của họ. Do vậy, áp dụng PTDS trong chào bán cổ phần giúp công ty phát hành dễ dàng thu hút sự chú ý của nhà đầu tư tổ chức và chuyên nghiệp so với hai phương thức chào bán còn lại.

Giảm khả năng thành công của đợt chào bán

PTDS cho phép công ty phát hành giảm thiểu rủi ro không có cầu hoặc không chắc chắn về cầu, cũng như kiểm soát lợi nhuận ròng thu được từ đợt phát hành. Đối với PTDS, công ty phát hành hợp tác với những nhà đầu tư, tìm kiếm thêm nhà đầu tư khi mức độ quan tâm ban đầu thấp, và khuyến khích những nhà đầu tư thường xuyên. Đồng thời, việc kiểm soát sự phân bổ cổ phần cho phép tổ chức bảo lãnh phát hành giảm thiểu rủi ro cho công ty phát hành bằng cách

đảm bảo rằng những người tham gia đợt chào bán sẽ theo dõi những giao dịch của họ. Thêm vào đó, việc công bố đầy đủ, chính xác, và hiệu quả những thông tin về công ty phát hành đóng vai trò quan trọng trong thu hút các nhà đầu tư tiềm năng³.

Đảm bảo lợi ích dài hạn của đợt phát hành

Một trong những nhân tố có thể ảnh hưởng đến quyết định có thực hiện đấu giá hay không là số lượng cổ phần chào bán⁶. Nếu mục tiêu của công ty phát hành là 100% số cổ phần, giá là nhân tố quan trọng nhất, đặc biệt là việc đạt được mức giá cao nhất. Tuy nhiên, nếu công ty chỉ muốn bán một tỷ lệ nhất định, giá không phải là vấn đề ưu tiên hàng đầu. Thay vào đó, công ty phát hành sẽ chú trọng đến sự quan tâm mà thị trường dành cho cổ phần bởi cổ phiếu sẽ được tiếp tục đưa ra công chúng. PTDS mang lại lợi ích dài hạn khi xét đến yếu tố này do giá được dựa phần lớn vào cầu song không chỉ có riêng cầu. Đấu giá kiểu Hà Lan thuần túy^{6b} không đảm bảo các nhà phân tích sẽ theo dõi chứng khoán và mang lại lợi ích trong dài hạn cho công ty phát hành bởi cầu là nhân tố duy nhất tác động đến giá trong PTĐG.

Cung cấp cơ chế thiết lập giá chính xác hơn PTĐG

Điểm bất lợi lớn nhất của đấu giá cổ phần là nó cho phép các nhà đầu tư chọn chiến lược thao túng giá cổ phần. Nhà đầu tư có thể đặt mức giá cao hơn giá trị nội tại thực sự của cổ phần nhằm tăng khả năng mua được cổ phần. Chiến lược này có thể dẫn đến tình trạng trả giá quá mức khi mức giá cân bằng cao hơn mức giá đấu. Nhà đầu tư cũng có thể trả quá thấp, hoặc đặt giá ở mức giá thấp hơn giá trị mà họ nhận thức về cổ phiếu. Ngoài ra, nhà đầu tư có thể đặt giá cho một lượng cổ phần nhiều hơn nhu cầu mua và làm cho giá đấu thấp hơn mức giá trị nội tại của cổ phần. PTDS cho phép cơ chế thiết lập giá chính xác hơn PTĐG do cầu và giá cổ phần được quyết định dựa trên thông tin thị trường. Khi thị trường càng trở nên chuyên nghiệp, đấu giá kiểu Hà Lan càng trở nên kém phổ biến.

^b Đấu giá kiểu Hà Lan thuần túy là hình thức đấu giá mà nhà đầu tư chọn mức giá ưa thích và khối lượng đặt mua căn cứ và sự đánh giá cá nhân đối với giá trị cổ phiếu. Tổ chức phát hành đưa ra mức giá dựa trên số lượng cổ phần mà họ muốn bán và những mức giá đấu nhận được cho số cổ phần chào bán. Tổ chức phát hành không chào bán cổ phần tại những mức giá khác nhau, thay vào đó, một mức giá cố định được thiết lập dựa trên cầu. Nếu cầu thấp, mức giá bán sẽ được thiết lập tại mức giá kết thúc thấp hơn và ngược lại. Giá là kết quả cạnh tranh trực tiếp của các mức giá đấu và không có sự tham gia của các ngân hàng đầu tư vào đợt chào bán

Những nhược điểm của phương thức dựng số PTDS làm gia tăng vấn đề hạ giá cổ phần so với PTĐG

Hạ giá cổ phần là hiện tượng thường xuất hiện tại các thương vụ IPO do sự mâu thuẫn về mặt lợi ích giữa công ty phát hành và tổ chức bảo lãnh phát hành⁷. Đối với mỗi đợt chào bán, công ty phát hành mong muốn bán được cổ phần ở mức giá cao nhất trong khi tổ chức bảo lãnh phát hành có xu hướng giảm giá cổ phần nhằm đảm bảo bán hết số cổ phần. Vai trò của tổ chức bảo lãnh phát hành trong đợt chào bán càng quan trọng, vấn đề hạ giá cổ phần càng trở nên nghiêm trọng. Trong PTDS, tổ chức bảo lãnh phát hành đóng vai trò then chốt và xuyên suốt, từ việc công bố thông tin, xác định giá trị cổ phần cho đến khi hoàn tất việc phân phối cổ phần. Mặt khác, các tổ chức bảo lãnh phát hành có thể phân phối cổ phần với mức giá thấp hơn cho những khách hàng quan trọng và thân thiết nhờ việc tạo sức ép lên công ty phát hành⁸.

Đối với PTĐG, sự tham gia của tổ chức bảo lãnh phát hành chỉ dừng lại ở hoạt động thu thập thông tin về cầu cổ phần từ thị trường. Trong một phiên đấu giá kiểu Hà Lan thuần túy, không có sự tham gia của tổ chức bảo lãnh phát hành vào việc định giá cổ phần. Nhà đầu tư chọn mức giá ưa thích và số lượng cổ phần đặt mua trực tiếp dựa trên đánh giá cá nhân về giá trị cổ phần. Thay vì chào bán cổ phần tại những mức giá khác nhau, công ty phát hành thiết lập một mức giá dựa trên cầu về cổ phiếu. Nếu cầu thấp, mức giá bán sẽ được thiết lập tại mức giá kết thúc thấp hơn và ngược lại nếu cầu cao. Quá trình này cho thấy giá là kết quả cạnh tranh trực tiếp của các mức giá đấu và thông tin về cầu cổ phần sẽ chính xác hơn là PTDS. Do vậy, hiện tượng hạ giá cổ phần được hạn chế trong PTĐG kiểu Hà Lan⁶.

Sử dụng PTDS khiến chi phí của đợt phát hành cao

Một trong những chức năng của các tổ chức bảo lãnh phát hành là tạo ra sự nhận thức về cổ phiếu chào bán thông qua quá trình công bố thông tin và những nỗ lực bán của họ^{6,9}. Nhờ vào mạng lưới khách hàng, tổ chức bảo lãnh phát hành có thể tạo ra nhiều sự quan tâm hơn trong đấu giá kiểu Hà Lan (đặc biệt là trong đấu giá kiểu Hà Lan thuần túy). Kết quả của việc tăng cầu sẽ làm tăng số tiền thu về cho các tổ chức bảo lãnh phát hành, hay nói cách khác, gia tăng chi phí của đợt phát hành.

Những hành vi trục lợi của tổ chức bảo lãnh phát hành

Hành vi trục lợi xuất phát từ việc tổ chức bảo lãnh phát hành có quyền kiểm soát việc phân bổ cổ phần cho các nhà đầu tư¹⁰. PTDS dễ dẫn đến vấn đề *spinning* - phân bổ cổ phiếu chuyển đổi IPO cho những khách hàng hiện tại đổi lại hoa hồng cao hơn cho hoạt động kinh doanh trong tương lai của tổ chức bảo lãnh phát hành hoặc *laddering* - gây áp lực đến nhà đầu tư mua cổ phiếu IPO để mua nhiều cổ phần với mức giá cao hơn khi cổ phiếu bắt đầu được giao dịch^{2,6,9}.

Hạn chế sự tham gia của nhà đầu tư cá nhân

Trong PTDS, việc phân phối phụ thuộc vào các tổ chức bảo lãnh phát hành, và nhà đầu tư cá nhân không thể tham gia một cách trực tiếp. Điều này có thể giới hạn sự tiếp cận của các nhà đầu tư cá nhân. Nghiên cứu tại Ấn Độ^c chỉ ra rằng sau khi PTDS được giới thiệu, mức độ sở hữu cổ phần của cá nhân và hộ gia đình giảm sút. Thị trường vốn chủ thuộc về các nhà đầu tư tổ chức như các quỹ tương hỗ, doanh nghiệp, các định chế tài chính trong nước. Kết quả điều tra cho thấy 58% nhà đầu tư cho rằng sự phân bổ cổ phần trong PTDS có tác động tiêu cực đến nhà đầu tư nhỏ lẻ. Vào tháng 4 năm 2000, SEBI đã điều chỉnh PTDS toàn bộ thành 60% cho nhà đầu tư tổ chức và tối thiểu 15% cho nhà đầu tư không phải là tổ chức với mức đặt mua trên 1.000 cổ phần, 25% còn lại được phân bổ cho nhà đầu tư nhỏ với khối lượng đặt mua không quá 100 cổ phần. Có 48.2% nhà đầu tư cho rằng hạn mức cho nhà đầu tư nhỏ lẻ nên được gia tăng.

PTĐG công bằng hơn PTDS khi xét đến mức độ tiếp cận của các nhà đầu tư⁶. Tuy nhiên, không hẳn sự công bằng về mặt cơ hội đã tạo ra tính hiệu quả của thị trường. Những nhà đầu tư nhỏ lẻ có thể bóp méo giá do thiếu thông tin và làm giảm tính hiệu quả của thị trường¹¹. Thêm vào đó, những nhà phân tích hành vi của các nhà đầu tư nhấn mạnh rằng mô hình đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân rất dễ biến động do tác động của tâm lý bầy đàn. Những nhà đầu tư cá nhân thường không quan tâm đến việc đọc những thông tin được công bố và được thông báo thông tin bởi chi phí cho những việc này vượt qua lợi ích mà họ nhận được⁸.

VIỆC ÁP DỤNG PTDS TẠI MỘT SỐ QUỐC GIA TRÊN THẾ GIỚI

Tại Nhật Bản, từ năm 1989, đấu giá hỗn hợp là phương thức duy nhất thực hiện IPO tại Nhật Bản. Theo quy định về quy trình đấu giá hỗn hợp, số lượng

cổ phần đặt mua tối đa là 5.000 cổ phần với giá trị không quá 10 triệu Yên. Do những giới hạn này, nhà đầu tư tổ chức thường không tham gia đấu giá IPO. Vai trò của tổ chức bảo lãnh phát hành bị giới hạn. Giá được đặt trên những thông tin trong bản cáo bạch. Tuy nhiên, bản cáo bạch là một bức ảnh chụp nhanh không phản ánh đầy đủ tình hình của công ty phát hành bởi nó không cung cấp thông tin về tài sản trí tuệ, chiến lược, hoặc những thông tin khác có thể đem lại lợi thế cạnh tranh.

Khi Nhật Bản lần đầu giới thiệu PTDS vào tháng 9/1997, PTĐG vẫn được tiếp tục sử dụng bên cạnh PTDS. Trong PTDS kiểu Nhật, giá chào mua không cần phải có sự liên kết với giá trị của những công ty được so sánh. Việc giới thiệu PTDS tại Nhật được xem như là cải cách to lớn trong lĩnh vực tài chính khi Nhật Bản tăng cường khả năng tiếp cận thị trường vốn cho những doanh nghiệp còn non trẻ và nhiều rủi ro. Trong PTDS, tổ chức bảo lãnh phát hành đóng vai trò then chốt trong việc đưa ra giá chào mua và chỉ có 03 công ty lớn cung cấp dịch vụ này.

PTDS tại Nhật cho phép phân biệt những cổ phần chất lượng cao với những cổ phần chất lượng thấp, giảm thiểu chi phí bỏ lỡ cơ hội đầu tư do thiếu vốn, song lại dẫn đến tình trạng đầu tư quá mức vào thông tin¹². Do vậy, lựa chọn PTDS cần xem xét đến tổng chi phí của đợt phát hành, vấn đề bỏ lỡ cơ hội đầu tư và lợi ích từ việc đầu tư vào thông tin. Những doanh nghiệp nhỏ và nhiều rủi ro phải chịu chi phí dựng sổ cao hơn những doanh nghiệp lớn và hoạt động ổn định. PTDS kiểu Nhật phù hợp với những thị trường mà quy mô phát hành dự kiến lớn và những công ty phát hành nhỏ có sự khác biệt, khó định giá, chi phí cho việc bỏ lỡ cơ hội đầu tư cao. Trong một thị trường có sự hạn chế thông tin giữa công ty phát hành và nhà đầu tư, quy mô phát hành nhỏ nhưng doanh nghiệp phát hành có triển vọng và dễ dàng định giá chính xác với những thông tin công khai, nên lựa chọn PTĐG.

Tại Philippines, theo Ayala, trước năm 1998, các công ty tại Philippines có thể lựa chọn chào giá cố định, đấu giá, hoặc kết hợp hai phương thức trên khi tiến hành chào bán cổ phần lần đầu¹³. PTDS lần đầu tiên được áp dụng khi chào bán Philippines Seven Corporation (SEVN) vào tháng 2/1998. Tổ chức bảo lãnh phát hành tập hợp thông tin từ những nhà đầu tư tổ chức chủ yếu và quyết định khoảng giá độc lập - mức giá mà họ kỳ vọng về đợt IPO. Sau đó, tổ chức bảo lãnh phát hành tiến hành các buổi công bố thông tin trong vòng từ 1 đến 2 tuần, các buổi họp trực tiếp với nhà đầu tư được lựa chọn nhằm biết được mức độ ưa thích, nhu cầu của các nhà đầu tư, và khoảng giá nên được thiết lập. Cầu càng cao thì mức giá càng gần với cận trên. Trong một vài trường hợp ngoại

^cTheo https://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/16135/3/13/13_chapter%206.pdf

lệ, tổ chức bảo lãnh phát hành có thể phải chọn để tạo ra một khoảng giá mới nếu cầu cao hơn hoặc thấp hơn nhiều so với dự kiến. Nếu cầu quá thấp, công ty phát hành có thể chọn không phát hành, do vậy, giá kết thúc đợt IPO thường là giá trong khoảng kỳ vọng hoặc cao hơn. Với PTDS tại Philippines, mức giá chào bán cần có sự liên kết với giá so sánh được của công ty. Thêm vào đó, sự khác biệt lớn nhất của PTDS là nó cho phép tổ chức bảo lãnh phát hành có sự kiểm soát lớn hơn đối với việc phân bổ cổ phần. Trong các phương thức khác, cổ phần được phân bổ theo tỷ lệ, tuy nhiên, PTDS cho phép tổ chức bảo lãnh phân bổ tùy ý. Điều này thúc đẩy các nhà đầu tư đưa ra mức đầu giá chính xác nhằm nhận được sự phân bổ cổ phần với giá thấp hơn.

PTDS trở nên phổ biến ở Philippines nhờ giảm chi phí và vấn đề hạ giá cổ phần. Tuy nhiên, không phải tất cả các công ty đều lựa chọn PTDS khi IPO. Thông thường, những công ty có quy mô vốn lớn trên 10.000 mmPhp có xu hướng sử dụng PTDS cao hơn những công ty có quy mô vốn nhỏ hơn. Những công ty có nhiều lao động, lịch sử hoạt động dài, quy mô doanh thu lớn, lợi nhuận dồi dào, tốc độ tăng trưởng doanh thu ổn định có xu hướng sử dụng PTDS. Ngược lại, doanh nghiệp còn non trẻ, quy mô nhỏ, chưa ổn định về doanh thu và lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng biến động có xu hướng ít sử dụng PTDS. PTDS gia tăng chức năng huy động vốn của thị trường chứng khoán, tăng tính minh bạch, đặc biệt là minh bạch thông tin tài chính của các công ty trên TTCK Philippines.

Tại Trung Quốc, những quy định về giá IPO tại Trung Quốc có sự thay đổi lớn trong quá khứ. Trước tháng 12/1996, giá IPO được cố định tại 15 lần mức EPS dự kiến. Tuy nhiên, EPS dự kiến là con số chủ quan và do vậy dẫn đến sự khác biệt về giá. Từ tháng 1/1997, EPS dự kiến được cụ thể hoá bằng mức EPS bình quân của ba năm trước đó. Tuy nhiên, có những quan điểm phản biện cho rằng phương thức này không phản ánh chính xác cầu thị trường và do vậy, từ tháng 3/1998, EPS lịch sử được thay bằng EPS dự kiến và P/E được tiếp tục ở mức 15.

Tháng 3/1999, PTDS được giới thiệu tại Trung Quốc. Tuy nhiên, chỉ có giá chào bán được thoả thuận còn quy mô phát hành vẫn tuân theo hệ thống hạn mức của Ủy ban điều hành chứng khoán Trung Quốc (CSRC). Như vậy, việc thay đổi cơ chế giá IPO khá hạn chế. Đồng thời, hệ số P/E điều chỉnh trở lên đến 40. Điều này cho thấy khi hệ thống hạn mức được thiết lập trên thị trường IPO, một lượng cầu lớn cho những đợt phát hành mới không được đáp ứng dẫn đến lợi nhuận ban đầu của IPO khá cao. Vào năm 2001, hệ thống phân bổ hạn mức cuối cùng đã chuyển sang hệ thống phê chuẩn, quy mô phát hành không

bị giới hạn. Phương thức định giá IPO chuyển sang PTDS song mức giá luôn bị giới hạn bởi P/E 20. Việc giới hạn mức giá cho thấy PTDS này không khác biệt nhiều so với mức giá cố định với P/E 20.

Đến năm 2005, PTDS chính thức được sử dụng ở Trung Quốc khi Ủy ban điều hành chứng khoán Trung Quốc ban hành tài liệu “Những chú ý về việc thử nghiệm cơ chế giá dựa vào phương thức định số cho việc chào bán cổ phần lần đầu tại Trung Quốc”. Tài liệu này chỉ rõ chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng đối với chứng khoán loại A được định giá bằng quy trình định số, nơi mà những nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp được mời để tư vấn mức giá IPO phù hợp. Việc ban hành tài liệu này là nhằm đưa ra những thông tin chính xác hơn về mức giá chào bán và giải quyết vấn đề hạ giá cổ phần vào ngày giao dịch; tăng cường sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức vào quá trình tạo lập giá và nâng cao khả năng thiết lập giá của họ. Năm 2009, phương pháp này được thay thế bởi một hình thức khác gọi là PTDS vào mùa hè.

Theo Fei PTDS tại Trung Quốc bao gồm hai phiên, phiên định số sơ bộ và phiên công bố¹⁴. Công ty phát hành và tổ chức bảo lãnh phát hành đăng ký với CSRC và thực hiện bản cáo bạch. Khi CSRC thông qua đăng ký, bản cáo bạch sẽ được chuyển đến các tổ chức, những người tham gia vào phiên định số sơ bộ. Những tổ chức này được lựa chọn bởi ngân hàng đầu tư từ những tổ chức đầu giá chuyên nghiệp, không ít hơn 20 và phải đảm bảo trình độ theo quy định của CSRC. Trong phiên định số sơ bộ, việc thương lượng giá được tiến hành và mức giá được thiết lập căn cứ vào kết quả thương lượng. Tổ chức bảo lãnh phát hành sau đó tiến hành công bố thông tin, cung cấp khoảng giá và tổng lượng đặt mua từ những tổ chức có năng lực trong vòng khoảng giá và cuối cùng thiết lập mức giá chào bán căn cứ vào cầu. Cổ phần được tổ chức bảo lãnh phát hành phân bổ căn cứ vào quy mô đặt mua. Sau khi định số, phần cổ phiếu còn lại sẽ được phân phối cho nhà đầu tư đại chúng trên Internet tại một mức giá cố định, thường là mức giá chào bán. Việc phân bổ cổ phần theo PTDS sẽ được đóng sau 3 tháng. Có thể thấy, phương thức định giá mới cho cổ phiếu loại A của Trung Quốc là PTDS kết hợp với chào giá cố định theo như phân loại của Sherman⁸. Những cuộc cải cách liên tục vào các năm 1999, 2005, 2009 cho thấy nỗ lực giảm bớt sự can thiệp của chính phủ vào việc thiết lập giá.

Như vậy, những ưu điểm của PTDS so với các phương thức chào bán cổ phần khác chính là lý do dẫn đến sự phổ biến của PTDS trên toàn thế giới trong vòng hai thập kỷ gần đây. Không có một công thức chung nào cho việc áp dụng PTDS thành công trong thực tiễn bởi sự khác biệt về (1) thị trường tài chính; (2) tính minh

bach, công khai của TTCK; (3) sự can thiệp của nhà nước vào TTCK; (4) đặc điểm của công ty phát hành và mục tiêu đợt phát hành; (5) chi phí chuyển đổi trên thị trường vốn. Đây cũng là những nhân tố cần xét đến khi giới thiệu PTDS tại Việt Nam, đặc biệt là khi chào bán cổ phần lần đầu trong CPH các DNNN.

QUY ĐỊNH VỀ PTDS KHI CHÀO BÁN CỔ PHẦN LẦN ĐẦU VÀ THOẠI VỐN NHÀ NƯỚC TẠI VIỆT NAM VÀ MỘT SỐ KIẾN NGHỊ VỀ VIỆC ÁP DỤNG TRONG THỰC TIỄN

Sau sự sụp đổ của các tập đoàn kinh tế giai đoạn 2002-2010, tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước bước vào giai đoạn đẩy nhanh tiến trình cổ phần hoá và thoái vốn nhà nước. Đây được xem là những trọng tâm chiến lược của chương trình tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước nhằm nâng cao hiệu quả vốn nhà nước, tạo sân chơi bình đẳng giữa các thành phần kinh tế, tăng cường sức cạnh tranh cho toàn bộ nền kinh tế. Kết quả cổ phần hoá và thoái vốn từ năm 2013 trở lại đây đã minh chứng cho những nỗ lực này của Chính phủ. Theo Đặng Tiến Quyết, số lượng các DNNN đã giảm từ 796 DN năm 2013 xuống còn 526 DN năm 2017¹⁵. Giai đoạn 2011-2016, Chính phủ đã cổ phần hoá 571 doanh nghiệp và bộ phận doanh nghiệp với giá trị phần vốn nhà nước là 214.779 tỷ đồng. Tại công văn số 991/TTg - ĐMDN ngày 10/7/2017, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt danh sách 127 DNNN sẽ CPH giai đoạn 2017 – 2020. Cụ thể, năm 2017 cổ phần hóa 44 doanh nghiệp; năm 2018 cổ phần hóa 64 doanh nghiệp; năm 2019 cổ phần hóa 18 doanh nghiệp và năm 2020 cổ phần hóa 01 doanh nghiệp. Tuy nhiên, năm 2017 chỉ có 48/69 DN báo cáo tình hình thực hiện bán cổ phần lần đầu; 7/48 DN không hoàn thành kế hoạch bán; có những doanh nghiệp bán được rất ít như Tổng công ty Phát điện (3%); Tổng công ty Sông Đà (0.8%); Tập đoàn cao su Việt Nam (21%); CT TNHH MTV Lệ Ninh Quảng Bình (4%). Trong số 10 DN được phê duyệt phương án CPH năm 2018, có 2 DN báo cáo tình hình bán cổ phần lần đầu và chỉ có 01 DN thành công. Phương thức đấu giá cổ phần qua SGDCK là phương thức chào bán cổ phần phổ biến. Giai đoạn 2016-31/8/2018, có 225 doanh nghiệp thực hiện đấu giá qua SGD chứng khoán với tỷ lệ thành công trung bình 56%. Trong 10 tháng đầu năm 2018, tỷ lệ thành công trung bình đạt 52% song có những phiên chỉ đạt 3% (Tổng công ty Phát điện 3). Các đợt đấu phần lớn không thu hút được nhà đầu tư nước ngoài ngoại trừ các doanh nghiệp có quy mô vốn lớn. Thặng dư từ CPH và thoái vốn đạt 145,6 ngàn tỷ song chủ yếu có được từ bán VNM và SABECO.

Như vậy, một trong những yếu tố quan trọng thúc đẩy CHP và thoái vốn là đảm bảo sự thành công của các đợt chào bán cổ phần. Nghị định 126/NĐ-CP ngày 16/11/2017 đã bổ sung phương thức dựng sổ vào những phương thức bán cổ phần lần đầu mà DNNN được phép sử dụng. Thông tư số 21/2019/TT-BTC “Hướng dẫn việc bán cổ phần lần đầu và chuyển nhượng vốn nhà nước theo phương thức dựng sổ” đã đưa ra những hướng dẫn chi tiết về phương thức này. Việc giới thiệu về PTDS có ý nghĩa lớn đối với tiến trình cổ phần hoá DNNN và thoái vốn nhà nước tại Việt Nam bởi những lý do sau:

Thứ nhất, thông qua việc giới thiệu PTDS, kết hợp quan điểm của doanh nghiệp phát hành, tổ chức bảo lãnh phát hành, và nhà đầu tư, mức giá IPO trở nên khách quan và chính xác hơn. Việc công bố thông tin doanh nghiệp rộng rãi và tuân thủ quy trình dựng sổ rõ ràng tạo môi trường đầu tư minh bạch và hiệu quả trong dài hạn bởi cả tổ chức bảo lãnh phát hành và nhà đầu tư đều chịu sự giám sát của thị trường.

Thứ hai, PTDS cung cấp cho nhà đầu tư tổ chức nhiều sức mạnh hơn trong việc định giá IPO, khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư chiến lược vào thương vụ chào bán cổ phần.

Thứ ba, áp dụng PTDS tuân theo một quy trình dựng sổ chuyên nghiệp đòi hỏi sự chuyên nghiệp của nhà bảo lãnh phát hành từ quản trị nội bộ, nguồn khách hàng, kênh phân phối và năng lực marketing trong dài hạn. Đây chính là những yếu tố then chốt giúp tăng cường năng lực cạnh tranh của các tổ chức bảo lãnh phát hành tại Việt Nam, đưa thị trường chứng khoán trở thành kênh huy động vốn hiệu quả của doanh nghiệp.

Những kỳ vọng về tác động tích cực của PTDS đối với sự thành công của các đợt chào bán cổ phần lần đầu khi CPH các DNNN tại Việt Nam là hoàn toàn phù hợp về mặt lý thuyết. Tuy nhiên, do Thông tư 21/2019/TT-BTC chính thức có hiệu lực từ 03/06/2019, chưa có đủ số liệu cụ thể để đánh giá chính xác tác động của PTDS. Những kiến nghị sau đây của nhóm tác giả dựa trên sự kết hợp những kinh nghiệm quốc tế với các quy định về PTDS hiện hành của Việt Nam. Với những điều kiện (i) thị trường vốn chủ sở hữu chưa phát triển, vốn vay chiếm 70% thị trường vốn; (ii) rủi ro vĩ mô cao và tính thanh khoản của thị trường thấp; (iii) tính minh bạch và tuân thủ của các công ty thấp; (iv) sự can thiệp của Nhà nước vào thị trường cao; (v) quy mô thị trường nhỏ, áp dụng PTDS trong chào bán cổ phần lần đầu khi CPH các DNNN cần có những điều chỉnh nhất định về mặt chính sách, cụ thể là:

Thứ nhất, những quy định hiện hành về PTDS khi chào bán cổ phần lần đầu chưa có những hướng dẫn

chi tiết về mức giá khởi điểm, giá mở sổ, biên độ giá và giá phân phối. Một trong những khó khăn lớn nhất của các DNNN khi xây dựng phương án cổ phần hoá là xác định giá trị doanh nghiệp và định giá bán khởi điểm cổ phần. Với nguyên tắc bảo toàn vốn nhà nước, giá trị doanh nghiệp phải được xác định đầy đủ và chính xác trên cơ sở kết hợp các phương pháp định giá khác nhau với sự tham gia của các tổ chức định giá chuyên nghiệp. Tuy nhiên, việc xác định giá khởi điểm từ góc nhìn của DNNN và các tổ chức định giá có thể sai khác với đánh giá từ phía thị trường. Đồng thời, việc quy định biên độ giá dựng sổ không quá 20% giá khởi điểm tạo ra giới hạn trên về giá dựng sổ dễ dẫn đến tình trạng hạ giá cổ phần khi các tổ chức bảo lãnh phát hành chọn mức giá dựng sổ thấp hơn mức giá mà thị trường sẵn sàng chi trả. Trong trường hợp này, có thể đưa ra quy định về phiên dựng sổ sơ bộ nhằm có được những đánh giá tốt hơn về phản ứng thị trường trước khi đưa ra phiên dựng sổ chính thức. Bên cạnh đó cần có doanh nghiệp so sánh làm căn cứ để đưa ra mức giá khởi điểm phù hợp. Để tránh thất thoát vốn nhà nước trong bán cổ phần lần đầu, cần có quy định về cận dưới của giá dựng sổ. Cần tăng cường vai trò của tổ chức bảo lãnh phát hành trong việc định giá chào bán cổ phần cuối cùng.

Thứ hai, về việc giới thiệu đợt chào bán, công bố thông tin và thời gian mở sổ lệnh. Đây là một trong những nội dung quan trọng quyết định sự thành công của một đợt chào bán cổ phần do bất cân xứng về thông tin trên thị trường. Theo quy định hiện hành, thời gian mở sổ lệnh là 05 phiên giao dịch, từ 9h30 đến 11h30 mỗi phiên. Như vậy, tính từ thời điểm mở sổ, nhà đầu tư có thể đặt lệnh trong 5 ngày làm việc. Nếu tính từ thời điểm giới thiệu đợt chào bán và công bố thông tin thì tổng thời gian để nhà đầu tư có được thông tin và đặt lệnh là khoảng 15 ngày. Khoảng thời gian này chưa đủ dài để nhà đầu tư có thể có được những đánh giá chuẩn xác về doanh nghiệp phát hành. Mặt khác, những thông tin được công bố chỉ là những thông tin được phép công khai của doanh nghiệp, rất khó để thuyết phục nhà đầu tư tổ chức hoặc nhà đầu tư chiến lược. Do vậy, cần xem xét nới rộng thời gian dựng sổ, phân thời gian dựng sổ thành phiên sơ bộ, phiên chính thức, và phiên điều chỉnh để giảm thiểu chi phí chuyển đổi và gia tăng xác suất thành công của đợt chào bán.

Thứ ba, doanh nghiệp chào bán cần xác định mục tiêu của đợt chào bán để xác định xem liệu PTDS có phải là một sự lựa chọn phù hợp khi chào bán cổ phần lần đầu. Trong phương án cổ phần hoá, doanh nghiệp phát hành đã có giá chào bán và tỷ lệ chào bán cho từng đợt chào bán. Tỷ lệ chào bán cổ phần ngoài việc phụ thuộc vào quy định về tỷ lệ sở hữu

nhà nước tại các ngành nghề kinh doanh còn chịu sự chi phối của chiến lược phát triển của doanh nghiệp phát hành. Nếu việc đa dạng hoá sở hữu là ưu tiên của doanh nghiệp phát hành, PTDS ưu tiên nhà đầu tư công chúng là sự lựa chọn phù hợp. Trong trường hợp này, doanh nghiệp cần tăng cường công bố thông tin và hỗ trợ nhà đầu tư công chúng trong quá trình mở sổ lệnh để đảm bảo mức hấp thụ tối đa của cầu. Nếu doanh nghiệp có những chiến lược kinh doanh dài hạn đòi hỏi sự tham gia của nhà đầu tư chiến lược, doanh nghiệp nên áp dụng PTDS ưu tiên nhà đầu tư chiến lược. Tuy nhiên, những đòi hỏi khắt khe về nhà đầu tư chiến lược tại ND 126/2017/NĐ-CP, đặc biệt là đối với những lĩnh vực kinh doanh nhạy cảm, dễ dẫn đến dựng sổ không thành công. Mặt khác, việc tìm kiếm từ 02 nhà đầu tư chiến lược để đảm bảo đủ điều kiện dựng sổ cũng không dễ dàng thực hiện được. Trong trường hợp này, PTDS từng phần nên được áp dụng để đảm bảo không bỏ lỡ cơ hội có được nhà đầu tư chiến lược và vẫn đảm bảo kết quả đợt chào bán.

Thứ tư, quy định về huỷ kết quả dựng sổ. Dựng sổ không thành công là khi không đảm bảo đủ tỷ lệ nhà đầu tư và số lượng đặt mua tối thiểu. Ngay khi dựng sổ thất bại, kết quả dựng sổ bị huỷ, doanh nghiệp phát hành thực hiện điều chỉnh phương án cổ phần hoá hoặc tiến hành dựng sổ lại. Quy định này chứa đựng một số hạn chế (i) PTDS là một phương thức bán cổ phần đòi hỏi tính chuyên nghiệp, sự tham gia của nhiều bên, đi kèm với nó là chi phí phát hành cao. Chi phí chào bán cao làm tăng chi phí cổ phần hoá, gây tổn thất ngân sách nhà nước. Do vậy, cần có sự sàng lọc doanh nghiệp phát hành trước khi phê duyệt phương án chào bán cổ phần lần đầu theo PTDS; (ii) nên cho phép tổ chức bảo lãnh phát hành có phương án điều chỉnh giá dựng sổ (phiên điều chỉnh) nếu kết quả dựng sổ lần đầu bị huỷ; (iii) việc điều chỉnh phương án cổ phần hoá chỉ nên điều chỉnh tỷ lệ chào bán thay vì điều chỉnh giá khởi điểm bởi thông tin này có thể nhận được những phản hồi tiêu cực về thị trường, đặc biệt trong trường hợp định giá cổ phần quá cao so với giá trị thị trường. Cũng cần có quy định về việc điều chỉnh trên cơ sở thông tin thu thập được từ các phiên dựng sổ trước đó.

Thứ năm, về lựa chọn tổ chức bảo lãnh phát hành. Do đặc thù của PTDS, tổ chức bảo lãnh phát hành đóng vai trò then chốt trong sự thành công của đợt chào bán. Tuy nhiên, luôn luôn tiềm ẩn những mâu thuẫn về động cơ và lợi ích giữa tổ chức bảo lãnh phát hành với doanh nghiệp phát hành. Việc giảm thiểu những xung đột lợi ích này có ý nghĩa quan trọng trong việc cắt giảm chi phí phát hành, ngăn chặn hành vi trục lợi của tổ chức bảo lãnh phát hành, đảm bảo uy tín của công ty phát hành, nâng cao hiệu quả của đợt

chào bán. Tổ chức bảo lãnh phát hành cần được lựa chọn căn cứ vào uy tín, ngành nghề tư vấn, năng lực quản trị, mạng lưới khách hàng, khả năng xử lý khủng hoảng thông tin, và mức độ phủ rộng của mạng lưới thông tin.

KẾT LUẬN

PTDS được xem là vượt trội hơn so với PTĐG và chào giá cố định khi xét đến mức độ tập hợp thông tin và tính chính xác của giá. Với PTDS, tổ chức bảo lãnh phát hành có sự kiểm soát hoàn toàn sự phân bổ cổ phần và việc phân bổ cổ phần dựa vào thông tin thu nhận từ các nhà đầu tư trên thị trường. Việc áp dụng PTDS trong IPO đang trở thành xu hướng toàn cầu bởi nó khắc phục được những nhược điểm của PTĐG và chào giá cố định. Tuy nhiên, điều này không đồng nghĩa với việc PTDS không có những mặt tồn tại. Việc áp dụng PTDS là một vấn đề đang được xem xét tại thị trường Việt Nam, đặc biệt là đối với hoạt động chào bán cổ phần khi thực hiện cổ phần hoá tại các DNNN. Do vậy, áp dụng PTDS trong chào bán cổ phần lần đầu khi cổ phần hoá DNNN tại Việt Nam đòi hỏi xem xét ưu, nhược điểm của PTDS, kinh nghiệm của một số thị trường nhằm có được những điều chỉnh cần thiết đảm bảo mục tiêu của cổ phần hoá DNNN.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

PTDS: Phương thức dựng số

DNNN: Doanh nghiệp nhà nước

PTĐG: Phương thức đấu giá

DN: Doanh nghiệp

IPO: Initial Public Offering

BB: Book Building

CT TNHH MTV: Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên

SGDCK: Sở giao dịch chứng khoán

CPH: Cổ phần hoá

TUYÊN BỐ XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Nhóm tác giả xin cam đoan rằng không có bất kì xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo

TUYÊN BỐ ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

Tác giả Trần Thanh Thu chịu trách nhiệm chính về toàn bộ nội dung của bài báo

Tác giả Đào Hồng Nhung chịu trách nhiệm về phần nội dung “Việc áp dụng PTDS tại một số quốc gia trên thế giới”

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ritter RJ, Welch IVO. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance* August. 2002;57(4):1795–1828. Available from: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>.
2. Sherman AE. Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions with Endogenous Entry. AFA 2003 Washington, DC Meetings. 2004.
3. Jagannathan R, Jirnyi A, Sherman AE. Why Don't Issuers Choose IPO Auction? The Complexity of Indirect Mechanisms. NBER Working Paper. 2010;p. 16214. Available from: <https://doi.org/10.3386/w16214>.
4. Garg AK. Book Building Process: A modern way of issuing securities. *BEST: International Journal of Management, Information Technology and Engineering*. 2013;1(3):95–104.
5. Sherman AE, Jagannathan R. Why Do IPO Auctions Fail? National Bureau of Economic Research, Inc. NBER Working Papers. 2006;12151. Available from: <https://doi.org/10.3386/w12151>.
6. Anand A. Is the Dutch Auction IPO a Good Idea? Yale Law & Economics Research Paper. 2005;p. 320. Available from: <https://doi.org/10.2139/ssrn.794464>; <https://ssrn.com/abstract=794464>.
7. Rock K. Why new issues are underpriced? *Journal of Financial Economics*. 1986;15:187–212. Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90054-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1).
8. Sherman AE. IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building. 2000; Available from: <https://doi.org/10.2139/ssrn.235928>.
9. Degeorge F, Derrien F, Womack KL. Analyst Hype in Ipos: Explaining the Popularity of Bookbuilding. *The Review of Financial Studies*. 2007;20(4):1021–1058. Available from: <https://doi.org/10.1093/revfin/hhm010>; <https://ssrn.com/abstract=1151160>.
10. Ausubel L. Implications of Auction Theory for New Issues Market. Unpublished paper. 2002; Available from: <https://doi.org/10.1353/pfs.2002.0002>.
11. Jones J, Lehn K, Mulherin JH. Institutional Ownership of Equity: Effects on Stock Market Liquidity and Corporate Long-Term Investments, in A.W. Sametz, ed. *Institutional Investing: The Challenges And Responsibilities Of The 21st Century*. 1991;.
12. Kutsuna K, Smith R. Why Does Book Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan. *Review of Financial Studies*. 2004;17(4):1129–1166. Available from: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg049>.
13. Ayala GA. Price is Book-built: Decision to Use Book-building Pricing Mechanism for IPOs in the Philippines. *CMC Senior Theses*. 2016;.
14. Fei J. Has the Introduction of Bookbuilding Increased the Efficiency of China's IPO Pricing. *Dissertations and Theses Collection*. 2009;.
15. Quyết DT. Thực trạng và giải pháp thúc đẩy cơ cấu lại, đổi mới, nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhà nước. *Kỷ yếu diễn đàn thúc đẩy quá trình đổi mới và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước 2018*. 2018;.

Book building and its application in offering shares of equitized State-owned enterprises in Vietnam

Tran Thanh Thu*, Dao Hong Nhung



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

ABSTRACT

Equitization and divestment continue to be one of the crucial pillars of the economic development strategy over the period 2020-2030. The Vietnamese Government has been completing the legal framework to speed up the process of privatization and divestment over the past 3 years. One of the highlights is the regulation on the application of Book Building (BB) Method to offer state shares in 2018. BB, an effective mechanism to determine the price on the primary market, is encouraged to apply on most markets. However, according to Hanoi Stock Exchange, for four months since Circular 21/2019/BTC-TT was released, 17 announcements of IPOs or divestment of state capital were whole lot sale auction or competitive offering. This implies the popularity of fixed price and discriminatory auction in Vietnam. Moreover, applying BB in Vietnam requires certain adjustments to theories. This paper presents the advantages and disadvantages of BB over fixed price and auction, reviews BB experiences of some economies, and make recommendations on the application of BB in offering state shares in Vietnam. Given that BB is expected to create a transparent and effective pricing mechanism and enhance the success of state share offering, this study indicates some points that need clarifying or adjusting to the current regulation, including (i) initial price and price range; (ii) time for disclosing information and opening order books; (iii) objectives of BB; (iv) cancel the results of BB; (v) selection of underwriters.

Key words: Equitization, State-Owned Enterprises, Book Building, Auction, Vietnam

Academy of Finance, Vietnam

Correspondence

Tran Thanh Thu, Academy of Finance, Vietnam

Email: tranthanhthu308@gmail.com

History

- Received: 13/09/2019
- Accepted: 20/11/2019
- Published: 07/7/2020

DOI : 0.32508/stdjelm.v4i3.634



Copyright

© VNU-HCM Press. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Cite this article : Thu T T, Nhung D H. **Book building and its application in offering shares of equitized State-owned enterprises in Vietnam.** *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 4(3):777-785.