

# Tiểu luận

## PHƯƠNG THỨC CÁC DOANH NGHIỆP PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

Trong chương này chúng tôi sẽ trình bày các thủ tục phát hành chứng khoán doanh nghiệp. Trước tiên, chúng tôi trình bày cách các công ty non trẻ huy động vốn mạo hiểm để đạt đến thời điểm có thể cung ứng cổ phần của mình ra công chúng lần đầu. Sau đó chúng tôi đề cập đến cách các công ty có thể phát hành thêm cổ phần ra công chúng bằng một tổng cung ứng tiền mặt. Cuối cùng chúng tôi trình bày các thủ tục cho một đợt phát hành riêng.

### **I.Vốn mạo hiểm:**

Các quỹ đầu tư vốn mạo hiểm có mục đích giúp doanh nghiệp đang tăng trưởng vượt qua giai đoạn thành niên còn vụng về trước khi đủ lớn để trở thành một công ty cổ phần. Đối với các doanh nghiệp thành công, hầu như sẽ có một lúc doanh nghiệp cần có một nguồn vốn lớn hơn và vì vậy quyết định phát hành lần đầu cổ phần ra công chúng.

Vào ngày 20/04/2013 George và Mildred gặp Chip Norton để ăn mừng việc thành lập Marvin Enterprises. Ba doanh nhân này đã huy động được 100.000\$ từ tiền tiết kiệm và vay cá nhân ở ngân hàng và đã mua một triệu cổ phần trong công ty mới. Đầu tư ở giai đoạn 0 này, tài sản của công ty là 90.000\$ trong ngân hàng (10.000\$ đã được dùng để chi trả cho các chi phí pháp lý và các chi phí khác để thành lập công ty), cộng với ý tưởng cho một sản phẩm mới là gargle blaster dùng cho hộ gia đình.

Tài khoản ngân hàng của Marvin Enterprises cứ cạn dần theo tiến độ thiết kế và thử nghiệm. Các ngân hàng địa phương không coi ý tưởng của Marvin là một thế chấp. Vì vậy, doanh nghiệp cần thêm vốn cổ phần. Việc chuẩn bị một kế hoạch kinh doanh là bước cần thiết đầu tiên.

Hầu hết các doanh nhân đều có thể thêu dệt một câu chuyện có vẻ tin được về công ty của mình. Nhưng việc thuyết phục một nhà tư bản mạo hiểm rằng kế hoạch kinh doanh của bạn có cơ sở vững chắc cũng khó như việc xuất bản quyển tiểu thuyết đầu tay. Các giám đốc của Marvin đã đưa ra luận điểm là họ đã sẵn sàng và làm tất cả để thực hiện kế hoạch. Không những họ đã đổ hết tiền tiết kiệm của mình vào công việc mà còn thế chấp toàn bộ tài sản.

Phản trình bày của Marvin đã tạo được ấn tượng tốt đối với công ty First Meriam Partners. Công ty First Meriam đã đồng ý mua 1 triệu cổ phần với giá 1\$/cổ phần. Sau lần tài trợ giai đoạn đầu này, bảng cân đối kế toán theo giá trị thị trường công ty Marvin như sau:

#### **Bảng cân đối kế toán giai đoạn hai của công ty Marvin**

**(Giá trị thị trường, đơn vị tính triệu đôla)**

|                                  |     |     |  |
|----------------------------------|-----|-----|--|
| Tiền mặt từ vốn cổ phần mới      | \$1 | \$1 | Vốn cổ phần mới từ vốn mạo hiểm                      |
| Tài sản khác, hầu hết là vô hình | 1   | 1   | Vốn cổ phần ban đầu do các nhà doanh nghiệp nắm giữ. |
| Giá trị                          | \$2 | \$2 | Giá trị  |

Bằng cách chấp nhận một định giá theo tiền tệ 2 triệu đôla, First Meriam đã tin tưởng đặt một giá trị 1 triệu đôla cho ý tưởng của các doanh nhân và cam kết của họ đối với doanh nghiệp. Công ty cũng trao cho các doanh nhân này 900.000 đôla tiền lãi trên giấy tờ đối với 100.000 đôla đầu tư ban đầu của họ. Đổi lại, các doanh nhân này phải nhượng lại phân nửa công ty cho First Meriam và chấp nhận đại diện của First Meriam vào hội đồng quản trị của công ty.

Nếu ban giám đốc của Marvin đã đòi hỏi các hợp đồng làm việc chặt chẽ và lương bổng hậu hĩnh, hẳn họ đã thấy việc huy động vốn mạo hiểm không dễ chút nào. Họ có thể nhận tiền từ phần tăng giá của cổ phần họ đang nắm giữ. Nếu Marvin thất bại, họ sẽ không được gì vì First Meriam đã mua cổ phần ưu đãi được thiết kế để tự động chuyển sang cổ phần thường và nếu công ty Marvin thành công trong việc cung ứng lần đầu ra công chúng hay liên tục phát sinh lợi nhuận nhiều hơn mức lợi nhuận mục tiêu đã ấn định. Nhưng nếu Marvin thất bại, First Meriam là người đầu tiên có trái quyền đối với các tài sản còn lại. Việc này còn làm tăng thêm phần thua thiệt cho ban quản lý công ty.

Các nhà tư bản mạo hiểm ít khi đưa tất cả số tiền cho công ty. Ở mỗi giai đoạn, họ sẽ cung cấp vừa đủ số tiền để công ty đi đến “trạm kiểm soát” chính kế tiếp. Vào mùa xuân năm 2015, sau khi đã thiết kế và chạy thử một nguyên mẫu, Marvin sẽ được hỗ trợ cho yêu cầu thêm tiền để sản xuất thử và tiếp thị thử. Tài trợ cho giai đoạn hai là 4 triệu đôla, trong đó 1,5 triệu từ nhà tài trợ ban đầu là First Meriam và 2,5 triệu từ hai thành viên góp vốn mạo hiểm khác và các nhà đầu tư cá nhân giàu có khác. Bảng cân đối kế toán ngay sau giai đoạn hai này như sau:

**Bảng cân đối kế toán giai đoạn hai của công ty Marvin**

(Giá trị thị trường, đơn vị tính triệu đôla)

|                                  |      |      |  |
|----------------------------------|------|------|--|
| Tiền mặt từ vốn cổ phần mới      | \$4  | \$4  | Vốn cổ phần mới giai đoạn 2                          |
| Tài sản cố định                  | 1    | 5    | Vốn cổ phần từ giai đoạn đầu                         |
| Tài sản khác, hầu hết là vô hình | 9    | 5    | Vốn cổ phần ban đầu do các nhà doanh nghiệp nắm giữ. |
| Giá trị                          | \$14 | \$14 | Giá trị  |

Bây giờ, định giá tiền tệ là 14 triệu đôla, First Meriam đã gia tăng đầu tư ban đầu của mình lên 5 triệu và các nhà sáng lập cũng ghi thêm một lãi trên giấy tờ là 4 triệu.

Ở giai đoạn một, không biết rõ là Mervin có thể đạt đến giai đoạn hai hay không; nếu nguyên mẫu không hoạt động được, First Meriam có thể từ chối không đổ thêm tiền vào và hậu quả là doanh nghiệp đóng cửa. Hoặc First Meriam có thể ứng tiền giai đoạn hai với số tiền ít hơn với các điều kiện ít thuận lợi hơn. Hội đồng quản trị cũng có thể cho George, Mildred và Chip thôi việc và tuyển dụng người khác.

Cứ mỗi 10 đầu tư mạo hiểm giai đoạn đầu, chỉ có 2 hoặc 3 doanh nghiệp có thể sống còn, và 1 có thể thành công vượt bậc như Marvin Enterprise. Có 2 quy luật về thành công trong đầu tư vốn mạo hiểm:

1. Đừng e ngại bất trắc mà bỏ qua cơ hội; chấp nhận một xác suất thành công thấp. Nhưng cũng đừng bỏ vốn vào một doanh nghiệp trừ khi bạn có thể thấy được cơ may của một công ty cổ phần lớn trong một thị trường sinh lời. Việc đầu tư dài hạn sẽ không có ý nghĩa trừ khi nó sẽ đem lại một món lợi lớn nếu bạn thắng.

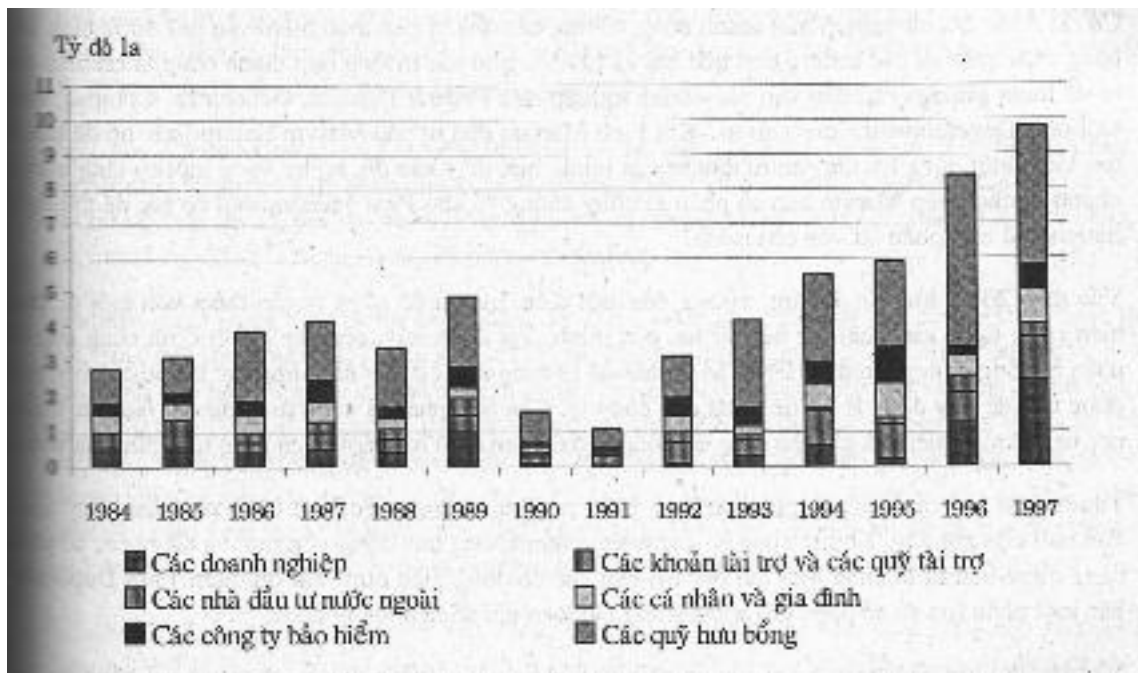
2. Cắt giảm tổn thất, nhận diện sớm tổn thất, và nếu bạn không thể giải quyết được vấn đề - bằng cách thay thế ban giám đốc chẳng hạn- không đổ thêm tiền vào.

Tài trợ hạng hai cho giai đoạn thứ ba đã được dàn xếp, sản xuất thực sự bắt đầu đúng lịch trình, và gargle blasters được các nhà phê bình âm nhạc khắp thế giới hoan nghênh. Marvin Enterprises được cung ứng ra công chúng ngày 03/02/2019. Một khi cổ phần công ty được giao dịch, lãi trên giấy tờ của First Meriam và các nhà sáng lập công ty trở thành tài sản hữu hình.

### **Thị trường vốn mạo hiểm:**

Các doanh nhân đã làm phát sinh một luồng liên tục các doanh nghiệp mới phát hành thành công trong ít nhất một thế kỷ. Một số công ty mới đã xoay sở được để tăng trưởng bằng chính nguồn lực của mình. Bằng cách vay mượn và tạo nên nguồn vốn trong nội bộ. Các công ty khác tìm kiếm đầu tư vốn cổ phần từ bên ngoài, thường từ các gia đình giàu có hay các doanh nghiệp thành đạt. Vì vậy, vốn mạo hiểm đã rất phổ biến trong một thời gian.

**Hình 1: Cam kết vốn mạo hiểm chỉ dành cho các doanh nghiệp tự độc lập**



Ngày nay, Mỹ đã có một thị trường vốn mạo hiểm phát triển tốt trong đó các chuyên gia thành lập các tổ chức hợp danh, tập hợp nguồn vốn từ nhiều nhà đầu tư khác nhau, tìm kiếm các công ty mới thành lập để đầu tư vào, và làm việc với các công ty này khi các công ty cố gắng tăng trưởng thành các công ty được giao dịch ngoài công chúng. Như hình 1 cho thấy: trong năm 1997 các tổ chức hợp danh này đã huy động được khoảng 10 tỷ đôla. Lưu ý là các số tiền lớn do các quỹ hưu bổng đóng góp.

Có vẻ như chính phủ khắp thế giới tin rằng nếu như họ không can thiệp vào, các doanh nghiệp mới khởi sự nhưng có tiềm năng thường bị thất bại do thiếu hụt tài chính. Vì vậy, họ tìm cách cung cấp tài chính có trợ cấp cho các công ty non trẻ. Ở Mỹ, chính phủ cung cấp các khoản vay rẻ cho các công ty đầu tư kinh doanh nhỏ (SBIC) để các công ty này đem cho các doanh nhân mà họ thấy xứng đáng vay lại. SBIC chiếm một góc chuyên ngành nhỏ trong các thị trường vốn mạo hiểm.

Ở các nước lục địa Châu Âu, các thị trường vốn mạo hiểm đã phát triển chậm hơn ở Mỹ. Nhưng điều này đang thay đổi và đầu tư vào các doanh nghiệp kỹ thuật cao mới phát triển ở Châu Âu đã bắt đầu phát triển nhanh. Cùng lúc đó, thị trường chứng khoán Châu Âu mới mọc lên rất nhanh theo mô hình Nasdaq và chuyên về giao dịch cổ phần của các doanh nghiệp trẻ, tăng trưởng nhanh.

## II. CUNG ỨNG RA CÔNG CHỨNG LẦN ĐẦU

### 2.1 Giới thiệu

Có ít các DN mới thành công nhưng các nhà Tư Bản mạo hiểm vẫn giữ được bình tĩnh bằng cách quên đi các trường hợp thất bại và tự nhắc nhở các trường hợp thành công là các nhà đầu tư đã tham gia ngay từ đầu vào các Doanh nghiệp như Federal Express,

Genetech... Khi First Meriam đầu tư vào Marvin Enterprise, họ đã không tìm kiếm một dòng lợi tức cao từ đầu tư của mình, mà thay vào đó, họ hy vọng cho một sự tăng trưởng nhanh sẽ cho phép Marvin bán cổ phần ra công chúng và cho First Meriam một cơ hội để thu được tiền mặt từ một phần lãi vốn của mình.

Vào năm 2019, Marvin đã tăng trưởng đến một điểm mà tại đó Công ty cần thêm vốn mới để thực hiện công nghệ sản xuất thế hệ thứ hai của mình. Tại điểm này, công ty quyết định cung ứng cổ phần ra công chúng lần đầu (IPO). Một phần sẽ là **cung ứng cơ bản lần đầu**- tức là các cổ phần mới được bán để huy động thêm tiền mặt cho Công ty. Còn một phần là **cung ứng lần thứ hai** – tức là các nhà Tư bản mạo hiểm và các nhà sáng lập Công ty đang tìm cách bán một số cổ phần hiện hữu của mình.

Thường thì khi các Công ty phát hành cổ phần ra công chúng, việc phát hành chỉ nhằm huy động vốn mới cho Công ty. Nhưng cũng có các trường hợp không huy động vốn mới và tất cả các cổ phần đang được bán ra là cung ứng lần thứ hai của các cổ đông hiện hữu. VD: năm 1998 Dupont đã bán một phần lớn số cổ phần của mình trong Donoco với số tiền 4,4 tỷ đô-la

Một số IPO lớn nhất xảy ra khi các Chính phủ bán hạ cổ phần của mình trong các Công ty. VD chính phủ Anh đã huy động được 9 tỷ đô-la từ việc bán cổ phần trong British Gas, trong khi cung ứng lần thứ hai của Chính phủ Nhật trong Nippon Telegraph and Telephone thu được gần 13 tỷ đô-la.

Đối với trường hợp Công ty Marvin, việc bán cổ phần ra công chúng còn đem lại nhiều lợi ích khác. Giá trị thị trường của Công ty sẽ cung cấp một số đo có sẵn về thành quả của Công ty và sẽ cho phép Marvin tương thưởng cho Ban Giám đốc của mình bằng các quyền chọn mua cổ phần. Do thông tin về công ty sẽ trở nên phổ biến rộng rãi, Marvin có thể đa **dạng hóa các nguồn tài chính** của mình và cắt giảm được **chi phí vay**. Các lợi ích này cao hơn chi phí phát hành ra công chúng và các chi phí tiếp theo của việc quản lý của một Công ty cổ phần và giao tiếp, liên hệ với các cổ đông.

Thay vì bán cổ phần ra công chúng, nhiều doanh nhân thành công có thể quyết định bán đứt cho một doanh nghiệp lớn hơn hay tiếp tục điều hành một cách thành công các Công ty tư doanh, không đăng ký trên thị trường chứng khoán.

## **2.2 Dàn xếp một cung ứng ra công chúng lần đầu**

Một khi Marvin đã quyết định bán cổ phần ra công chúng, việc đầu tiên cần làm là **lựa chọn nhà bao tiêu**. Các nhà bao tiêu giống như các “bà mối” tài chính cho một phát hành mới. Thường họ đóng một vai trò **3 mặt**: **Trước tiên** họ cung cấp cho công ty với các **tư vấn về thủ tục và tư vấn về tài chính**, **sau đó họ mua phát hành**, và **cuối cùng là bán lại cho công chúng**. Sau khi thảo luận, Marvin đã chọn Klein Merrick làm **nhà bao tiêu chính**. Klein Merrick chịu **trách nhiệm thành lập** và **quản lý một tổ hợp** các nhà bao tiêu **mua và bán lại** phát hành này.

Cùng với Klein Merrick và các công ty luật và kế toán, Marvin chuẩn bị một **hồ sơ đăng ký** để trình cho Ủy Ban chứng khoán và Thị trường chấp thuận (SEC). **Hồ sơ** này là **một tài liệu chi tiết và đồ sộ** trong đó **trình bày thông tin về tài trợ** đề xuất và **lịch sử công ty, tình hình hoạt động hiện tại** và các **kế hoạch** trong tương lai.

Các **phần quan trọng nhất** trong **hồ sơ đăng ký** được phân phối cho các nhà đầu tư **dưới hình thức một cáo bạch** (prospectus). (Phụ lục B- cáo bạch của Marvin). Các cáo bạch thật sự sẽ phải đi sâu vào chi tiết hơn ở mỗi đề mục, và cũng cho bạn một nhận thức về sự hỗn hợp giữa các thông tin có giá trị và thông tin rùm rà, dư thừa khác. Cáo bạch của Marvin cũng minh họa việc SEC đã cảnh giác các nhà đầu tư về các nguy hiểm về việc mua cổ phần này.

Ngoài việc đăng ký phát hành với SEC, Marvin cũng cần kiểm tra xem phát hành này có tuân thủ đúng cái gọi là “luật bầu trời xanh”, tức luật bảo vệ nhà đầu tư của mỗi tiểu bang để điều phối việc bán chứng khoán trong vòng tiểu bang đó.

### **2.3 Bán cổ phần Marvin**

Trong khi chờ đợi hồ sơ đăng ký được chấp thuận, Marvin và các nhà bao tiêu bắt đầu chuẩn bị việc **định giá phát hành**. Trước tiên họ xem xét **tỷ số giá thu nhập P/E** của cổ phần **của các đối thủ cạnh tranh** chính của Marvin. Sau đó họ làm việc qua một số các **tính toán dòng chiết khấu** đều nhắm đến một giá trị thị trường là 70USD/ 1 cổ phần.

Marvin và Klein Merrick đã sắp xếp một **buổi “biểu diễn lưu động”** để nói chuyện với các **nhà đầu tư tiềm năng về công ty mình**. Các nhà đầu tư đã phát biểu các phản ứng của họ đối với phát hành và cho các nhà bao tiêu biết số lượng cổ phần họ muốn mua. Một số cho biết giá tối đa mà họ sẵn lòng trả còn một số khác nói rằng họ chỉ muốn đầu tư thật nhiều tiền vào công ty Marvin ở bất cứ giá phát hành nào được chọn. Mặc dù các nhà đầu tư không bị ràng buộc về các ý định này của họ, họ biết rằng, nếu họ đã muốn có tên trong danh sách mua bán của các nhà bao tiêu, họ nên thận trọng không thất hứa đối với các quan tâm đã biểu lộ. Các nhà bao tiêu cũng không bị ràng buộc phải đối xử với tất cả các nhà đầu tư ngang nhau. Và như thế một số người muốn mua cổ phần của Marvin đã thất vọng về phân bổ mà họ nhận được sau đó.

Ngay sau khi được SEC thông qua, Marvin và các nhà bao tiêu đã họp lại để ấn định giá phát hành. Các nhà đầu tư đã rất nhiệt tình trước câu chuyện mà công ty đã phải kể và rõ ràng là họ sẵn sàng trả cao hơn giá 70USD để mua cổ phần. Các Giám đốc của Marvin đã nghiêng về phương án định mức giá cao nhất có thể được, nhưng các nhà bao tiêu thận trọng hơn. Không chỉ vì lí do họ muốn còn thừa lại một số cổ phần không bán được do đã ước tính quá cao mức cầu của nhà đầu tư mà họ cũng lập luận rằng cần

định giá thấp ở một mức độ nào đó để khuyến khích các nhà đầu tư mua cổ phần. Vì vậy, Marvin và các nhà bao tiêu đã dung hòa ở mức giá phát hành là 80USD.

Mức cầu đối với cổ phần đã đáp ứng đúng như dự kiến. Các nhà bao tiêu nhận được lệnh mua gần gấp đôi số lượng cổ phần cung ứng đã gia tăng và vào cuối tuần lễ thứ nhất, các cổ phần được giao dịch với giá 95USD. Phát hành đã mang lại cho Ban Giám Đốc Marvin 16 triệu đô la tiền mặt trước khi trừ chi phí và 800.000 cổ phần mà họ giữ lại trị giá  $800.000 \times 95 = 76$  triệu đô-la.

#### **2.4. Vai trò của nhà bao tiêu**

Chúng tôi đã mô tả các nhà bao tiêu của Marvin đóng một vai trò ba mặt: cung cấp tư vấn, mua phát hành mới và bán lại cho công chúng. **Đổi lại, họ nhận được chi trả dưới hình thức một chênh lệch giá; tức là, họ được phép mua các cổ phần với giá thấp hơn giá cung ứng mà các cổ phần bán cho nhà đầu tư.** Trong các trường hợp có nhiều rủi ro hơn, nhà bao tiêu thường nhận thêm các đền bù không phải là tiền mặt, như là các đặc quyền dài hạn mua cổ phần để mua thêm cổ phần thường trong tương lai. **Đôi khi, một phát hành mới cổ phần thường được xem như đặc biệt rủi ro, nhà bao tiêu có thể không muốn ký một cam kết cố định và sẽ chỉ xử lý phát hành trên cơ sở “nỗ lực tối đa” hay “tất cả hoặc không”.**

Vi phát hành của Marvin tương đối lớn, việc bán phát hành do một tổ hợp các nhà bao tiêu xử lý. Tên của các thành viên của tổ hợp được liệt kê trong các bạch và cũng được đăng tải trên báo chí tài chính trong một quảng cáo “Cáo thị bán chứng khoán”.

Như đã biết, các nhà đầu tư đổ xô đến mua cổ phần Marvin, nhưng như có thể thấy ở trang hai cáo bạch của Marvin, **nếu phát hành không thành công, các nhà bao tiêu không thể bán cổ phần với giá cung ứng, lúc đó tổ hợp sẽ giải thể và các thành viên phải tự bán các chứng khoán của mình càng nhiều càng tốt.**

Hầu hết các công ty chỉ thỉnh thoảng mới huy động vốn mới, các nhà bao tiêu thì làm việc của mình quanh năm. Vì vậy các nhà bao tiêu chính thức thường rất thận trọng với danh tiếng của mình và sẽ không điều hành một phát hành mới trừ khi họ tin rằng các dữ liệu được trình bày một cách công bằng với các nhà đầu tư. Như vậy, ngoài việc điều hành bán một phát hành, trên thực tế các nhà bao tiêu còn đóng dấu chấp thuận trên phát hành này. Việc ký hậu ngầm này có thể rất có giá trị đối với một công ty được bán ra thị trường lần đầu như Marvin.

Việc bao tiêu thành công đòi hỏi năng lực tài chính, kinh nghiệm đáng kể và một danh tiếng ổn định. Cột đầu tiên trong bảng 20.1 cho thấy việc bao tiêu ở Mỹ do các Ngân hàng đầu tư chính và một vài ngân hàng thương mại lớn chế ngự. Nhà bao tiêu



lớn nhất năm 1997 là Merrill Lynch. Là một nhà bao tiêu chính, Merrill đã giúp huy động được 208 tỷ USD nợ và vốn cổ phần ở Mỹ.

Phần bên tay mặt của Bảng 20.1 cho thấy khi chúng khoán được tiếp thị ra quốc tế, tổ hợp bao tiêu thường bao gồm một số nhà bao tiêu nước ngoài. Các chi nhánh của Ngân hàng thương mại Mỹ và Luân đôn cũng tham gia bao tiêu các phát hành trái phiếu quốc tế, trong khi các Ngân hàng mẹ ở Mỹ bị đạo luật Glass – Steagall hạn chế bao tiêu các phát hành trái phiếu nội địa.

**Tuy nhiên, việc bao tiêu không phải lúc nào cũng dễ dàng.** Ngày 15.10.1987, chính phủ Anh hoàn tất các dàn xếp để bán số cổ phần của BP do chính phủ nắm giữ với giá 3.3 bảng/cổ phần. Phát hành khổng lồ này trị giá đến hơn 12 tỷ USD và được một nhóm quốc tế các nhà bao tiêu tiếp thị ra một số nước. Bốn ngày sau khi việc bao tiêu được thỏa thuận, cuộc khủng hoảng tháng 10 đã làm cho giá cổ phần khắp thế giới tụt giảm đột ngột. Các nhà bao tiêu đã kêu gọi chính phủ Anh hủy bỏ việc phát hành nhưng không thành công. Vào ngày kết thúc cung ứng giá cổ phần của BP đã sụt xuống còn 2.96 bảng và các nhà bao tiêu đã lỗ hơn 1 tỷ bảng.

Bảng 20.1 – Các nhà bao tiêu hàng đầu trong năm 1997. Giá trị bao gồm cả phát hành nợ và vốn cổ phần (Đvt: tỷ USD)

| Mỹ                          |                      | Các thị trường quốc tế     |                      |
|-----------------------------|----------------------|----------------------------|----------------------|
| Nhà bao tiêu                | Giá trị<br>Phát hành | Nhà bao tiêu               | Giá trị<br>phát hành |
| Merrill Lynch               | \$ 208               | Merrill Lynch              | \$ 37                |
| Salomon Smith Barney        | 167                  | Goldman Sachs              | 32                   |
| Morgan Stanley Dean Witter  | 140                  | SBC Warburg Dillon Read    | 29                   |
| Goldman Sachs               | 137                  | Deutsche Morgan Grenfell   | 29                   |
| Lehman Brother              | 121                  | Credit Suisse First Boston | 27                   |
| JP Morgan                   | 104                  | JP Morgan                  | 24                   |
| Credit Suisse First Boston  | 68                   | Morgan Stanley Dean Witter | 23                   |
| Bear, Stearns               | 58                   | ABN AMRO Hoare Govett      | 22                   |
| Donaldson Lufkin & Jenrette | 46                   | Lehman Brother             | 18                   |

|                     |          |                     |        |
|---------------------|----------|---------------------|--------|
| Chase Manhattan     | 33       | Paribas             | 18     |
| Tất cả nhà bao tiêu | \$ 1.293 | Tất cả nhà bao tiêu | \$ 496 |

## 2.5. Chi phí của một phát hành mới

**Phát hành** của Marvin kéo theo các chi phí hành chính rất lớn. Việc chuẩn bị hồ sơ đăng ký và các cáo bạch liên quan đến Ban Giám đốc, cố vấn pháp lý, các kế toán viên cũn như các nhà bao tiêu và các cố vấn của họ. Ngoài ra doanh nghiệp còn phải trả chi phí đăng ký chứng khoán mới, chi phí in ấn và gửi tài liệu... Bạn có thể thấy ở trang đầu của cáo bạch của Marvin (phụ lục B) các chi phí hành chính này lên đến 820.000 đô-la.

**Chi phí quan trọng thứ hai** của phát hành Marvin là **bao tiêu**. Chúng ta đã thấy rằng các nhà bao tiêu kiếm lợi bằng cách mua phát hành của công ty với một chiết khấu tính trên giá mà họ bán ra công chúng Trong trường hợp Marvin, khoản chênh lệch giá này lên đến 4.5triệu đô-la, tương đương với 6.25% của tổng số tiền phát hành.

**Phát hành của Marvin còn tốn kém ở một cách khác.** Do giá cung ứng thấp hơn giá trị thực của cổ phần phát hành, các nhà đầu tư mua phát hành được 1 khoản hồi từ phần chịu thiệt của các cổ đông ban đầu.

**Các chi phí do định dưới giá** (underpricing) này tuy **ngầm**, không biểu hiện nhưng dù sao cũng là **chi phí thực tế**. Với các IPO, chúng thường **cao hơn** tất cả các chi phí **phát hành**. Bất cứ khi nào một công ty bán cổ phần ra công chúng lần đầu, các nhà **bao tiêu rất khó phán đoán** xem các nhà đầu tư sẽ **sẵn lòng trả bao nhiêu** để mua cổ phần. **Đôi khi** họ phán đoán sai mức cầu một cách nghiêm trọng. VD như khi cáo bạch cho cung ứng ra công chúng lần đầu của cổ phần Netscape được in ấn lần đầu, các nhà bao tiêu định rằng công ty sẽ bán 3.5triệu cổ phần với giá giữa 12\$ và 14\$ mỗi cổ phần. Tuy nhiên do sức hấp dẫn của hệ thống trình duyệt Intel của hệ thống Netscape quá lớn, các nhà bao tiêu đã tăng số cổ phần có sẵn lên 5triệu và ấn định giá phát hành là 28\$. Sáng hôm sau, số lượng lệnh đặt mua lớn đến nỗi việc giao dịch bị chậm 1.5h và khi giao dịch bắt đầu, cổ phần được bán với giá 71\$, gấp 5 lần ước tính của các nhà bao tiêu.

Chúng tôi thừa nhận rằng phát hành của Netscape là một thành công không bình thường nhưng các nhà nghiên cứu đã tìm thấy rằng khắp thế giới, nhà đầu tư nào mua với giá phát hành đạt được lợi nhuận rất cao trong các tuần lễ kế tiếp. VD, một cuộc nghiên cứu của Ibbotson, Sinderlar và Ritter về 10.000 phát hành mới từ năm 1960—1992, cho thấy mức định dưới giá bình quân là 15%.

Bạn có thể nghĩ rằng các **cổ đông không bán thích bán cổ phần** của họ **thấp hơn** giá thị trường nhưng nhiều ngân hàng đầu tư và các nhà đầu tư định chế đầu tư lập luận rằng định dưới giá là vì lợi ích của công ty phát hành.. Theo họ, một giá cung ứng thấp cho lần cung ứng đầu tiên làm tăng giá cổ phần khi được giao dịch sau đó trên thị trường và nâng cao khả năng huy động thêm vốn của công ty sau này. Nhưng những người hoài nghi phản ứng rằng các ngân hàng đầu tư ủng hộ mức giá cung ứng thấp vì mức giá này giúp giảm thiểu rủi ro còn thừa các cổ phần không bán được và giúp họ được lòng các khách hàng được phân bổ cổ phần.

## **2.6 Cái giá của người chiến thắng.**

Có thêm một lý do nữa cho việc phát hành mới có thể được định giá dưới giá thị trường Ví dụ bạn đã thành công trong việc mua một bức tranh tại một cuộc bán đấu giá các tác phẩm nghệ thuật. Bạn có hài lòng không? Đúng là bây giờ bạn sở hữu bức tranh, tức là đã đạt được điều bạn muốn, nhưng rõ ràng những người khác tại cuộc bán đấu giá đều nghĩ là bức tranh đáng giá thấp hơn mức mà bạn trả. Nói cách khác, thành công của bạn cho thấy có thể bạn đã trả giá hơi.

Vấn đề này gọi là cái giá phải trả cho người chiến thắng Người trả giá cao nhất trong một cuộc bán đấu giá hầu hết đều đã đánh giá quá cao giá trị của món đồ và trừ khi những người trả giá nhận biết nguy cơ này, thường họ điều chỉnh mức đặt giá của mình một cách tương ứng

Khi bạn đặt mua một phát hành mới chứng khoán, hầu như bạn phải chịu vấn đề tương tự. Ví dụ bạn quyết định đặt mua bất cứ phát hành mới cổ phần thường nào. Bạn sẽ thấy rằng bạn không gặp phiền phức gì trong việc mua cổ phần trong các phát hành mà không ai khác muốn mua; nhưng khi phát hành đó hấp dẫn, các nhà bao tiêu sẽ không đủ cổ phần để chia cho mọi người và số cổ phần bạn nhận được sẽ ít hơn số cổ phần mà bạn muốn mua. Kết quả là chiến lược kiếm tiền của bạn sẽ trở thành thua lỗ. Nếu bạn thông minh, bạn sẽ chỉ tham gia trò chơi này nếu có một mức định dưới giá lớn.

Như vậy, ở đây chúng ta có **thêm một lý do hợp lý** cho việc **định giá dưới giá thị trường** của các phát hành mới. Các **nhà đầu tư không có thông tin, không thể phân biệt được phát hành nào là hấp dẫn**, thường có nguy cơ nhận lãnh cái giá phải trả của người chiến thắng này. Các công ty và các nhà bao tiêu của họ biết rõ điều này và cần định giá thấp hơn giá trị trường bình quân để hấp dẫn các nhà đầu tư không có thông tin.

## **III. CÁC THỦ TỤC PHÁT HÀNH MỚI KHÁC**

Trong trường hợp cung ứng ra công chúng lần đầu của Marvin, các nhà bao tiêu sử dụng giấy báo có quan tâm của nhà đầu tư để lập thành một danh sách các lệnh mua thích hợp. Lệnh này giúp họ định giá khi phát hành. Thủ tục lập danh sách này được sử

dụng hầu hết ở Mỹ và thị trường vốn quốc tế. Tuy nhiên, các doanh nghiệp và chính phủ ở các nước khác nhau sử dụng rất nhiều phương pháp khác nhau để bán chứng khoán của mình. Hai phương pháp chính để bán chứng khoán là qua một cung ứng giá cố định hay một cuộc bán đấu giá.

**VD:** Khi một công ty ở Anh cung ứng lần đầu ra công chúng doanh nghiệp này thường ấn định giá bán và quảng cáo số lượng cổ phần cung ứng. Nếu giá được đặt mua quá cao, các nhà đầu tư sẽ không đặt mua tất cả cổ phần đang cung ứng và các nhà bao tiêu sẽ bị buộc sẽ mua các cổ phần không bán được. Ngược lại, nếu giá được định quá thấp các đơn đăng ký mua sẽ vượt quá số lượng cổ phần cung ứng và các nhà đầu tư chỉ nhận được một phần số lượng cổ phần đặt mua. Cung ứng giá cố định thường làm cho nhà đầu tư dễ gánh chịu *cái giá phải trả của người chiến thắng*.

+ *Phương pháp bán chứng khoán mới khác là qua đấu giá.* Trong trường hợp này, các nhà đầu tư được mời nộp hồ sơ đấu giá, ghi rõ số lượng chứng khoán muốn mua và giá cả. Các chứng khoán sẽ được bán cho người trả giá cao nhất. Hầu hết các chính phủ, kể cả bộ tài chính Mỹ, bán trái phiếu của mình qua đấu giá

+ *Phương pháp lập danh sách* được dùng ở Mỹ để bán nợ và vốn cổ phần có phần nào giống một cuộc bán đấu giá, vì do các người mua tiềm năng công bố họ sẵn sàng mua bao nhiêu cổ phần ở mức giá cho sẵn. Tuy nhiên, các đặt mua này thường không có tính ràng buộc và chỉ được dùng như 1 hướng dẫn để định giá phát hành. Như vậy, giá phát hành trong các trường hợp này thường được định giá thấp hơn giá cần để phát hành và các nhà bao tiêu thường phân bổ cổ phần cho khách hàng thân tín của họ.

### **\*Loại đấu giá**

**Giả dụ:** Chính phủ muốn bán đấu giá 4 triệu trái phiếu và có ba người mua tiềm năng đặt giá dự thầu như sau:

| <b>Nhà đầu tư</b> | <b>Giá đặt mua<br/>(USD/ Trái phiếu)</b> | <b>Số lượng đặt mua</b> |
|-------------------|--|-------------------------|
| A                 | 1.020                                    | 1.000.000               |

|   |       |           |
|---|-------|-----------|
| B | 1.000 | 3.000.000 |
| C | 980   | 2.000.000 |

Như vậy, nhà đầu tư A và B đã mua hết trái phiếu cung ứng và C không mua được gì cả. Ở đây ta xem xét cái giá mà hai người chiến thắng (A và B) phải trả là gì?

Câu trả lời này tùy thuộc việc bán này là một cuộc *bán đấu giá theo giá phân biệt* hay một cuộc *bán đấu giá theo giá đồng nhất*.

+ Trường hợp *bán đấu giá theo giá phân biệt* thì mỗi người thắng được yêu cầu thanh toán theo giá đặt mua. Còn *bán đấu giá theo giá đồng nhất* thì lại khác nó tùy thuộc vào quan điểm của người đặt mua A và B, chẳng hạn A đặt giá 990\$/Trái phiếu thì kết quả là đấu giá này là giá 990 \$/trái phiếu. Điều này có vẻ như các doanh thu từ một cuộc đấu giá theo giá đồng nhất thấp hơn theo đấu giá theo giá phân biệt. Tuy nhiên, đấu giá theo giá đồng nhất làm giảm thiểu được cái giá phải trả của người chiến thắng. Đôi khi cuộc đấu giá làm giảm cái giá phải trả của người chiến thắng bằng cách cho phép những người đấu giá không có thông tin dự đấu không cạnh tranh, nghĩa là họ chỉ họ chỉ đặt số lượng muốn mua mà không đặt giá kết quả là họ có thể nhận được đủ phần cổ phần đặt mua của mình với giá bình quân của giá do những người đấu giá cạnh tranh trả.

#### IV. CÁC TỔNG CUNG ỨNG TIỀN MẶT CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN

Đối với hầu hết các công ty, lần phát hành chứng khoán ra công chúng đầu tiên ít khi là lần cuối cùng. Khi các công ty tăng trưởng, hầu hết đều phải phát hành thêm nợ và vốn cổ phần. Các công ty cổ phần có thể phát hành chứng khoán hoặc bằng bán cho các nhà đầu tư bên ngoài hoặc bằng một phát hành đặc quyền chỉ giới hạn cho các cổ đông hiện hữu.

##### Các tổng cung ứng tiền mặt và đăng ký sẵn

Khi một doanh nghiệp làm một tổng cung ứng tiền mặt của nợ hay vốn cổ phần, doanh nghiệp phải thực hiện các thủ tục giống như khi cung ứng chứng khoán ra công chúng lần đầu. Nói cách khác, doanh nghiệp đăng ký phát hành với Ủy ban chứng khoán và thị trường và sau đó bán phát hành cho một nhà bao tiêu (hay một tổ hợp các nhà bao tiêu), người này lại bán chứng khoán ra công chúng.

Trong năm 1982, Ủy ban chứng khoán và thị trường đã ban hành luật 145, cho phép các công ty lớn đệ nạp hồ sơ đăng ký chung cho các kế hoạch tài trợ của công ty mình cho 2 năm sắp tới. Phát hành, hay các phát hành, thực sự có thể được thực hiện với thêm một ít hồ sơ có liên quan, bất cứ khi nào doanh nghiệp cần tiền mặt hay nghĩ là có thể phát hành chứng khoán với một giá hấp dẫn. Điều này được gọi là *đăng ký sẵn* (self registration) - hồ sơ đăng ký để sẵn trên kệ, có thể được lấy xuống và sử dụng khi cần.

Hãy nghĩ xem với tư cách là một giám đốc tài chính, bạn có thể sử dụng đăng ký sẵn như thế nào. Giả dụ công ty bạn đang cần đến 200 triệu đô la nợ dài hạn trong vòng năm tới chẳng hạn. Công ty có thể đệ trình một hồ sơ đăng ký cho số tiền này. Sau đó, công ty được chấp thuận trước để phát hành 200 triệu đô la nợ, nhưng không bị bắt buộc phải phát hành một xu nào. Công ty cũng không cần phải làm việc qua các nhà bao tiêu cụ thể nào; hồ sơ đăng ký có thể ghi tên một hay nhiều nhà bao tiêu mà công ty nghĩ có thể làm việc với họ, nhưng sau này, các nhà bao tiêu khác có thể thay thế các nhà bao tiêu này.

Bây giờ bạn có thể yên tâm và chỉ phát hành nợ khi cần, nhiều hay ít tùy bạn muốn. Giả dụ Merrill Lynch tình cờ biết một công ty bảo hiểm có sẵn 10 triệu đô la để đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Điện thoại của bạn reo. Merrill Lynch đề nghị mua 10 triệu đô la trái phiếu của công ty bạn, được định giá để cho một lợi tức 8 ½% chẳng hạn. Nếu thấy giá này tốt, bạn nói “đồng ý” và thế là giao dịch đã xong, chỉ cần thêm một ít hồ sơ giấy tờ. Sau đó Merrill bán trái phiếu lại cho công ty bảo hiểm, hy vọng giá cao hơn giá họ đã mua một chút, như vậy là thu được lợi nhuận dành cho nhà trung gian.

Còn có thể có một giao dịch khác: Giả dụ bạn nhận được một khoản khác thời cơ lãi suất tạm thời thấp. Bạn mời đấu thầu 100 triệu trái phiếu. Một vài giá đặt thầu có thể đến từ các ngân hàng đầu tư lớn với tư cách riêng lẻ; một số khác từ các tổ hợp lâm thời. Nhưng đó không phải là vấn đề của bạn, nếu giá đúng, bạn chỉ cần nắm ngay giao dịch tốt nhất được cung ứng

Như vậy đăng ký sẵn đem đến cho các nhà doanh nghiệp rất nhiều lợi thế mà trước đây họ không có:

- + Chứng khoán có thể được phát hành từng số lượng nhỏ mà không làm phát sinh thêm các chi phí giao dịch
- + Chứng khoán có thể được phát hành trong một thời hạn thông báo ngắn.
- + Có thể ấn định thời điểm cho các phát hành chứng khoán để tận dụng “các điều kiện thị trường” (mặc dù bất kỳ một giám đốc tài chính nào có thể nhận diện được một cách xác thực các điều kiện thị trường thuận lợi đều có thể kiếm được nhiều tiền hơn bằng cách rời bỏ công việc tại công ty để trở thành một nhà giao dịch cổ phiếu hay cổ phần)
- + Công ty phát hành có thể chắc chắn là các nhà bao tiêu sẽ tranh nhau để bao tiêu cho phát hành của mình. Trên thực tế công ty có thể bán đấu giá các chứng khoán của mình.

Không phải tất cả các công ty có đủ tư cách đăng ký sẵn trên thực tế đều sử dụng phương cách này cho tất cả các phát hành của họ ra công chúng. Đôi khi các công ty tin rằng có thể có lợi hơn khi thực hiện một phát hành lớn qua các kênh truyền thống nhất là khi chúng khoán sắp được phát hành có một vài đặc trưng khác thường nào đó hay khi công ty tin rằng mình cần có sự tư vấn hay dấu ấn chấp thuận của ngân hàng đầu tư đối với phát hành. *Kết quả là đăng ký sẵn thường ít được sử dụng cho các phát hành cổ phần thường hay chứng khoán chuyển đổi được hơn là cho các phát hành trái phiếu doanh nghiệp.*

### **Phát hành chứng khoán quốc tế**

Các công ty đã thành đạt không bị giới hạn vào thị trường vốn ở Mỹ; họ cũng có thể bán chứng khoán ở các thị trường vốn quốc tế. Các thủ tục phát hành cũng tương tự như các thủ tục áp dụng ở Mỹ. Ta cần lưu ý hai điểm sau đây:

Nếu phát hành không được cung ứng ra công chúng ở Mỹ, không cần phải đăng ký với Ủy ban chứng khoán và thị trường. Tuy nhiên, công ty vẫn phải cung cấp một cáo bạch hay thông báo cung ứng

Một thương vụ bán trái phiếu ra quốc tế thường mang hình thức một thương vụ mua đứt (bought deal), trong trường hợp này một hay một vài nhà bao tiêu mua toàn bộ phát hành. Các thương vụ mua đứt cho phép các công ty phát hành trái phiếu với một thời hạn thông báo rất ngắn.

Các phát hành nợ lớn hiện nay thường bị chia nhỏ ra, với một phần bán ở thị trường nợ quốc tế và một phần đăng ký và bán ở Mỹ. Phát hành vốn cổ phần cũng vậy. Thí dụ, trong năm 1922, Wellcome Trust, một tổ chức từ thiện Anh, đã quyết định bán một phần cổ phần trong Wellcome Group. Để xử lý thương vụ này, tổ chức đã chi trả khoảng 140 triệu đô la cho một nhóm 120 nhà bao tiêu khắp thế giới. Các nhà bao tiêu này tập hợp các đặt giá từ các nhà đầu tư quan tâm và gửi đến Robert Fleming một ngân hàng thương mại London, ngân hàng này sẽ lập danh sách những người tham dự đấu giá. Các nhà đầu tư được xếp theo các phân loại cụ thể đặc biệt như các cổ đông hiện hữu hay những người đã nộp đặt giá sớm, được xếp trước, trong khi những người sau đó đã cắt giảm đặt giá hay đã bán cổ phần Wellcome thì sẽ bị hạ cấp

Vào cuối kỳ phát hành dài ba tuần lễ, Wellcome Trust đã có thể xem đường cong biểu diễn mức cầu để biết có bao nhiêu nhà đầu tư cổ phần sẵn lòng mua ở mức giá nào. Từ nguồn thông tin này, tổ chức từ thiện đã quyết định bán 270 triệu cổ phần, với doanh thu ròng vào khoảng 3 tỷ đô la. Cuối cùng, có khoản 1.100 định chế và 30.000 cá nhân đã mua các cổ phần. Vào khoảng 40% của phát hành được bán bên ngoài nước Anh, chủ yếu là Mỹ, Nhật, Pháp và Đức.

Các cổ phần của nhiều công ty hiện đã được đăng ký và giao dịch ở các thị trường chứng khoán quốc tế chính. British Telecom được giao dịch ở thị trường chứng khoán New York, Sony, Fiat, Telefonos de Mexico, v.v. cũng vậy. Nhiều trong số các công ty cũng giao dịch ở các thị trường chứng khoán hải ngoại, Citicorp, một trong những ngân

hàng lớn nhất của Mỹ, giao dịch ở New York, London, Amsterdam, Tokyo, Zurich, Toronto, và Frankfurt cũng như nhiều thị trường chứng khoán nhỏ hơn.

Cổ phần của một số công ty hoàn toàn không giao dịch ở ngay nước mình. Thí dụ, năm 1998, Radcom Ltd., một nhà sản xuất Do Thái về thiết bị thử nghiệm mạng đã huy động 30 triệu đô la bằng một cung ứng ra công chúng lần đầu ở Mỹ. Cổ phần của công ty này không giao dịch ở Do Thái. Công ty này cho rằng mình có thể có được một giá tốt hơn và các giao dịch tiếp theo năng động hơn ở New York.

### Các chi phí của một tổng cung ứng tiền mặt

Bất cứ khi nào một doanh nghiệp thực hiện một cung ứng tiền mặt của chứng khoán, doanh nghiệp này sẽ phải gánh chịu các chi phí phát hành chính lớn. Doanh nghiệp cũng cần đền bù cho các nhà bao tiêu bằng cách bán chứng khoán cho họ với giá thấp hơn giá mà họ dự kiến nhận được từ các nhà đầu tư.

Bảng 20.2 liệt kê các chênh lệch giá bao tiêu cho một số các phát hành mới trong năm 1998, bao gồm cung ứng ra công chúng lần đầu (IPO) lớn nhất từ trước đến giờ ở Mỹ: Dupont bán một phần cổ phần của mình trong Conoco. Như ta thấy trong bảng này, có lợi thế do quy mô trong phát hành chứng khoán; Chênh lệch giá của nhà bao tiêu giảm khi quy mô phát hành tăng. Chênh lệch giá cho chứng khoán nợ còn thấp hơn, dưới 1% cho các phát hành lớn, nhưng cũng cho thấy lợi thế do quy mô.

Bảng 20.2 Tổng chênh lệch bao tiêu của các phát hành chọn lọc năm 1998. Chi phí được tính theo phần trăm của tổng doanh thu

| LOẠI              | CÔNG TY                        | Số lượng phát hành (triệu đô la) | Chênh lệch bao tiêu (%) |
|-------------------|--------------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| IPO               | Hypertension Diagnostics, Inc. | \$9,3                            | 8,485%                  |
| IPO               | Actuate Software Corp.         | 33,0                             | 7,0                     |
| IPO               | Enterprise Product Partners    | 264,0                            | 6,364                   |
| IPO               | Equant NV                      | 282,2                            | 5,25                    |
| IPO               | Conoco                         | 4.403,5                          | 3,99                    |
| Có sẵn thị trường | Coulter Pharmaceuticals        | 60,0                             | 5,48                    |
| Có sẵn thị trường | Stillwater Mining              | 61,5                             | 5,0                     |
| Có sẵn thị trường | Metronet communications Corp.  | 232,6                            | 4,999                   |
| Có sẵn thị trường | Staples, Inc                   | 446,6                            | 3,25                    |
| Có sẵn thị trường | Safeway, Inc                   | 1.125                            | 2,75                    |
| Có sẵn thị trường | Media One Group                | 1.511,3                          | 2,735                   |
| Nợ                |                                |                                  | 0,175                   |



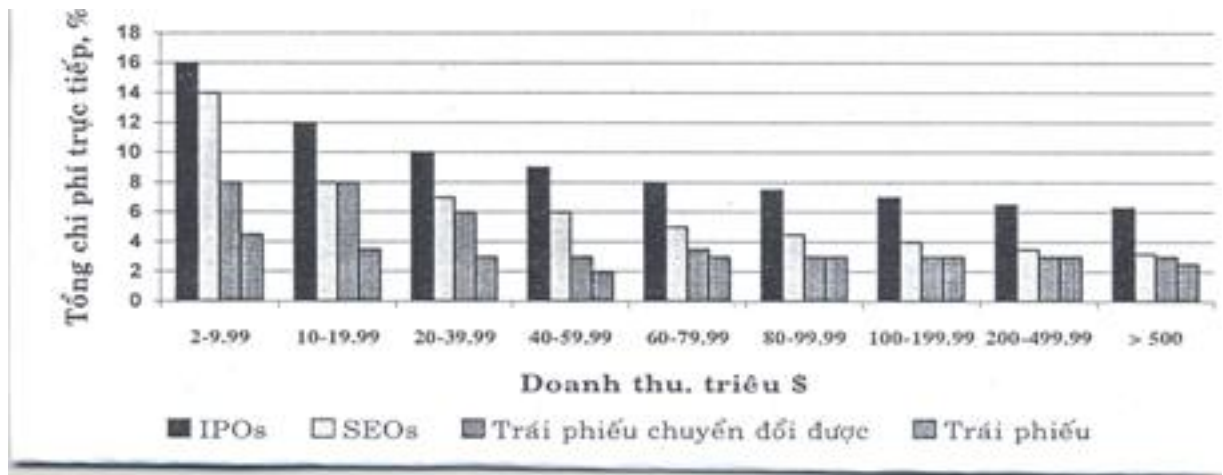
|   |                                 |       |       |
|---|---------------------------------|-------|-------|
| Giấy nợ 2 năm                                 |                                 | 100   | 0,884 |
| Trái khoán công ty 30 năm                     | General Motor Acceptance Corp   | 200   | 0,628 |
|   |                                 | 300   | 0,753 |
| Giấy nợ 6 năm                                 | Bausch & Lomb, Inc.             | 400   | 3,0   |
| Giấy nợ thứ cấp 15 năm                        | Aramark Corp.                   | 490   |       |
| Trái phiếu chuyển đổi được có lãi suất bằng 0 | Banque Paribas                  |       | 0,151 |
| Giấy nợ 10 năm                                | Aspect Telecommunications       | 1.500 |       |
|   | Federal home Loan Mortgage Corp |       |       |

### Phản ứng thị trường trước các phát hành cổ phần

Các nhà kinh tế đã nghiên cứu về phát hành cổ phần thường nói chung đã tìm thấy là công bố về phát hành đã đưa đến một sụt giảm giá cổ phần. Đối với phát hành công nghiệp ở Mỹ, tỷ lệ sụt giảm này vào khoảng 3%. Trong khi tỷ lệ này nghe có vẻ không có gì to tát lắm, sụt giảm trong giá trị thị trường cũng tương đương tính bình quân, với gần 1/3 tổng số tiền mới được huy động của phát hành.

Điều gì đang xảy ra ở đây? Theo một cách nhìn thì giá của cổ phần bị sụt chỉ vì lý do đơn giản là viễn cảnh có thêm nguồn cung. Mặt khác, có ít dấu hiệu cho thấy mức độ sụt giá gia tăng cùng với quy mô của phát hành. Có một giải thích khác có vẻ thích hợp hơn với các dữ kiện.

**Hình 20.3** Tổng chi phí trực tiếp theo % của tổng doanh thu. Tổng chi phí trực tiếp cho các IPO, các cung ứng vốn cổ phần có sẵn thị trường hiện hữu (SEO), các trái phiếu có thể chuyển đổi, và trái phiếu thẳng (straight bond) gồm có chênh lệch bao tiêu và các chi phí trực tiếp khác. Tóm lược một nghiên cứu của Lee, Lochhead, Ritter và Zhao về tổng chi phí phát hành (chênh lệch giá cộng với các chi phí hành chính) cho nhiều ngành phát hành giữa 1990 và 1999



Giả dụ là bà giám đốc tài chính của một chuỗi các nhà hàng rất lạc quan về triển vọng của công ty mình. Theo quan điểm của bà, giá cổ phần của công ty quá thấp. Tuy nhiên, công ty muốn phát hành cổ phần để tài trợ việc bành trướng vào tiểu bang mới Bắc California. Bà cần phải làm gì? Tất cả các giải pháp lựa chọn đều có trở ngại của nó. Nếu công ty bán cổ phần thường, việc này sẽ làm các nhà đầu tư mới được lợi trong khi các cổ đông cũ chịu thiệt. Khi các nhà đầu tư đến để chia sẻ sự lạc quan của giám đốc tài chính, giá cổ phần sẽ tăng, và giá hời cho các nhà đầu tư mới sẽ là điều hiển nhiên.

Nếu giám đốc tài chính có thể thuyết phục các nhà đầu tư chấp nhận cách nhìn màu hồng về tương lai, thì các cổ phần mới có thể bán với một giá công bằng. Nhưng việc này không dễ dàng chút nào. Các tổng giám đốc và các giám đốc tài chính nếu chỉ công bố bằng miệng “Tôi rất lạc quan” thì sẽ có rất ít tác dụng mà họ phải công bố những thông tin chi tiết hơn. Nhưng việc cung cấp thông tin chi tiết về các kế hoạch kinh doanh và dự báo lợi nhuận thì lại tốn kém và cũng là một nguồn trợ giúp rất lớn cho các đối thủ cạnh tranh.

Giám đốc tài chính có thể tính toán lại quy mô hay trì hoãn việc bành trướng cho đến khi giá cổ phần của công ty hồi phục. Như vậy sẽ quá tốn kém, nhưng là tốn kém hợp lý nếu giá cổ phần bị định dưới giá quá nhiều và một phát hành cổ phần là nguồn tài trợ duy nhất.

Nếu một giám đốc tài chính biết rằng cổ phần của công ty được định giá quá cao, tình thế sẽ đảo ngược lại. Nếu doanh nghiệp bán cổ phần mới với một giá cao, việc này sẽ giúp các cổ đông hiện tại trong khi các cổ đông mới chịu thiệt. Các giám đốc rất sẵn lòng phát hành cổ phần ngay cả khi tiền mới huy động được chỉ dùng để gửi vào ngân hàng.

Các nhà đầu tư có thể dự đoán rằng các công ty thường thích phát hành cổ phần hơn khi nghĩ là cổ phần được định giá cao và các giám đốc lạc quan có thể hủy bỏ hoặc trì hoãn các phát hành. Vì vậy, khi một phát hành vốn cổ phần được công bố, họ giảm giá cổ phần một cách phù hợp. Như vậy, sụt giảm trong giá cổ phần vào thời điểm phát hành mới có thể không liên quan gì đến nguồn cung gia tăng mà chỉ liên quan đến thông tin mà phát hành này cung cấp.

Comett và Tehranian đã phát minh ra một thử nghiệm tự nhiên chứng minh được điểm này. Họ xem xét một mẫu các phát hành cổ phần của các ngân hàng thương mại. Một số các phát hành này không tự nguyện vì làm theo lệnh của giới thẩm quyền về ngân hàng để đáp ứng các tiêu chuẩn vốn quy định. Số còn lại là các phát hành thông thường, tự nguyện nhằm để huy động tiền cho nhiều mục đích doanh nghiệp khác nhau. Các phát hành không tự nguyện thường tạo ra một sụt giảm trong giá cổ phần thấp hơn ở các phát hành tự nguyện, điều này làm cho giải thích nêu trên hoàn toàn có ý nghĩa. Nếu phát hành nằm ngoài tự do quyết định của giám đốc, công bố phát hành không chuyển tải một thông tin nào về quan điểm của giám đốc đối với triển vọng của công ty.

Hiện nay hầu hết các nhà kinh tế tài chính đều diễn dịch sụt giảm giá từ công bố phát hành vốn cổ phần như hiện nay như là một hiệu ứng thông tin và không phải là kết quả của việc tăng thêm nguồn cung. Nhưng với một phát hành cổ phần ưu đãi hay nợ thì sao? Các phát hành này có cung cấp cho các nhà đầu tư thông tin về triển vọng công ty giống như phát hành vốn cổ phần không? Một giám đốc bi quan có thể có khuynh hướng phát hành nợ trước khi các nhà đầu tư nhận biết thông tin xấu, nhưng bạn có thể đem lại bao nhiêu lợi nhuận cho các cổ đông của bạn khi bán nợ được định giá quá cao? Có thể là 1 hay 2%. Các nhà đầu tư biết rằng một giám đốc bi quan có nhiều động lực khuyến khích để phát hành vốn cổ phần hơn là cổ phần ưu đãi hay nợ. Vì vậy, khi các công ty công bố một phát hành ưu đãi hay nợ, có một sụt giảm vừa đủ để có thể nhận biết trong giá cổ phần.

## **V. BÁN RIÊNG VÀ PHÁT HÀNH RA CÔNG CHÚNG**

### **Phát hành chứng khoán**

*Khái niệm về phát hành chứng khoán:* Việc chào bán lần đầu tiên chứng khoán mới gọi là phát hành chứng khoán. Nếu đợt phát hành dẫn đến việc đưa một loại chứng khoán của một tổ chức lần đầu tiên ra công chúng thì gọi là phát hành lần đầu ra công chúng (IPO).

Nếu việc phát hành đó là việc phát hành bổ sung bởi tổ chức đã có chứng khoán cùng loại lưu thông trên thị trường thì gọi là đợt phát hành chứng khoán bổ sung. Tuy nhiên, không phải mọi đối tượng đều được phát hành chứng khoán mà chỉ những chủ thể phát hành mới có được quyền này.

**Phương thức phát hành chứng khoán:** Có 2 phương thức phát hành chứng khoán trên thị trường sơ cấp. Đó là phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng.

*Phát hành riêng lẻ (Private Placement):* Là việc công ty phát hành chào bán chứng khoán của mình trong phạm vi một số người nhất định (thông thường là cho các nhà đầu tư có tổ chức có ý định nắm giữ chứng khoán một cách lâu dài) như công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí... với những điều kiện hạn chế chứ không phát hành rộng rãi ra công chúng.

Các ngân hàng đầu tư cũng có thể tham gia vào việc phát hành riêng lẻ với tư cách nhà phân phối để hưởng phí phát hành. Đa số các đợt phát hành trái phiếu đều thực hiện dưới hình thức phát hành riêng lẻ, việc phát hành cổ phiếu thường - cổ phiếu phổ thông ít khi được thực hiện dưới hình thức này.

*Phát hành chứng khoán ra công chúng:* là việc phát hành trong đó chứng khoán có thể chuyển nhượng được bán rộng rãi ra công chúng cho một số lượng lớn người đầu tư nhất định (trong đó phải dành một tỷ lệ cho các nhà đầu tư nhỏ) và khối lượng phát hành phải đạt một mức nhất định.

*Ý nghĩa của việc phân biệt giữa phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng*

Việc phân biệt phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng là để xác định những người phát hành rộng rãi ra công chúng phải là những công ty có chất lượng cao, hoạt động sản xuất kinh doanh tốt, nhằm bảo vệ cho công chúng đầu tư nói chung nhất là những nhà đầu tư nhỏ thiếu hiểu biết. Đồng thời, đây cũng là điều kiện để xây dựng một thị trường chứng khoán an toàn, công khai và có hiệu quả.

Việc phát hành chứng khoán riêng lẻ thông thường chịu sự điều chỉnh của Luật Công ty. Chứng khoán phát hành dưới hình thức này không phải là đối tượng được niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán sơ cấp.

Bất cứ khi nào một công ty phát hành ra công chúng, công ty cũng phải đăng ký phát hành với UBCK và thị trường Công ty có thể tránh được quá trình tốn kém này bằng cách bán chứng khoán riêng. Không có định nghĩa chặt chẽ nào về một bán riêng, nhưng Ủy ban chứng khoán và thị trường đã khẳng định rằng chứng khoán chỉ nên bán cho khoảng không quá một tá các nhà đầu tư có kiến thức.

Một trong những trở ngại của bán riêng là nhà đầu tư không thể bán lại chứng khoán dễ dàng. Tuy nhiên, các định chế như các công ty bảo hiểm nhân thọ đầu tư lượng tiền khổng lồ vào nợ doanh nghiệp cho dài hạn và ít quan tâm về tính thanh khoản của chứng khoán nợ này. Do vậy, một thị trường bán riêng năng động đã phát triển cho nợ doanh nghiệp. Thường thì thị trường này được thương thảo trực tiếp giữa công ty và nhà cho vay nhưng nếu phát hành quá lớn đến mức một định chế không thể tiếp tục được, thường một công ty sẽ nhờ một ngân hàng đầu tư lập một cáo bạch và nhận diện khách hàng tiềm năng.

Như bạn dự kiến, việc dàn xếp một bán riêng ít tốn kém hơn một phát hành ra công chúng. Đây là một lợi thế đặc biệt cho các công ty thực hiện phát hành nhỏ hơn.

Trong những năm 1990, Ủy ban chứng khoán và thị trường đã nói lỏng bớt các hạn chế về những người có thể mua và giao dịch chứng khoán không đăng ký. Luật 144A mới cho phép các định chế tài chính lớn (được gọi là người mua định chế có đủ tư cách) giao dịch các chứng khoán không đăng ký giữa họ với nhau. Luật 144A được thiết kế để làm gia tăng tính thanh khoản và giảm thiểu lãi suất và chi phí phát hành cho các bán

riêng. Luật này phần lớn nhắm đến các doanh nghiệp nước ngoài bị các yêu cầu đăng ký ở Mỹ cản trở. Ủy ban chứng khoán và thị trường lập luận rằng các doanh nghiệp như vậy sẽ hoan nghênh cơ hội để phát hành cổ phần và trái phiếu không đăng ký và có thể được các định chế tài chính Mỹ lớn giao dịch tự do.

Các phát hành theo luật 144A đã trở lên phổ biến, đặc biệt là với các nhà phát hành nước ngoài. Vào năm 1997, giá trị của các phát hành mới theo luật 144A đã đạt đến 254 tỷ đôla và lớn hơn thị trường bán riêng truyền thống; cũng có gia tăng trong khối lượng các giao dịch thứ cấp trong phát hành theo luật 144A ./