

ANH ĐĂNG TUYẾN

HỦY NIÊM YẾT TỰ NGUYỆN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

PGS, TS. LÊ THỊ TUYẾT HOA
HUYỀN CẢNG SIÊU

NIÊM YẾT CHỨNG KHOÁN LÀ HOẠT ĐỘNG CHO PHÉP MỘT CHỨNG KHOÁN NHẤT ĐỊNH ĐƯỢC PHÉP GIAO DỊCH TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN. ĐÂY LÀ QUÁ TRÌNH MÀ SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN CHẤP THUẬN CHO CÔNG TY PHÁT HÀNH CỔ CHỨNG KHOÁN ĐƯỢC PHÉP YẾT GIÁ VÀ GIAO DỊCH TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN NẾU CÔNG TY ĐÓ ĐÁP ỨNG ĐẦY ĐỦ CÁC TIÊU CHUẨN NIÊM YẾT THEO LUẬT ĐỊNH. MỤC TIÊU CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP KHI NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN LÀ HUY ĐỘNG VỐN, TĂNG CƯỜNG THANH KHOẢN CHO CỔ PHIẾU CỦA DOANH NGHIỆP VÀ QUẢNG BÁ HÌNH ẢNH CỦA DOANH NGHIỆP.

Nhiều nghiên cứu trước đây cho rằng mục tiêu chính để các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK là tiếp cận các nguồn vốn từ các nhà đầu tư trên thị trường. Kim và Weisbach (2005) nhận định rằng huy động vốn là động lực chính để các doanh nghiệp lên sàn, qua đó, doanh nghiệp có thể cân bằng được cấu trúc vốn. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, số lượng cổ phiếu hủy niêm yết trên sàn ngày một tăng lên, từ năm 2013, số lượng cổ phiếu hủy niêm yết hàng năm đều trên 30 mã. Bên cạnh những trường hợp hủy niêm yết bắt buộc, những trường hợp hủy niêm yết tự nguyện tăng đáng kể. Điều này đã đặt ra câu hỏi về

nguyên nhân dẫn đến việc hủy niêm yết tự nguyện của các doanh nghiệp. Nghiên cứu việc hủy niêm yết tự nguyện của các doanh nghiệp cũng như phân tích đánh giá các nguyên nhân tác động là rất quan trọng, qua đó giúp các nhà quản trị doanh nghiệp có thêm góc nhìn về bài toán lợi ích và chi phí khi niêm yết trên sàn để đưa ra các biện pháp quản trị các công ty niêm yết một cách hiệu quả hơn.

1. Khái niệm hủy niêm yết tự nguyện

Hủy niêm yết là việc một doanh nghiệp có chứng khoán đăng ký giao dịch trên các sàn giao dịch chứng khoán không còn phải tuân

thủ các nghĩa vụ của một công ty niêm yết và hủy toàn bộ các chứng khoán khỏi hoạt động yết giá và giao dịch trên các sở giao dịch chứng khoán. Hủy niêm yết có hai loại là hủy niêm yết bắt buộc và hủy niêm yết tự nguyện.

Hủy niêm yết tự nguyện là việc một doanh nghiệp có chứng khoán đăng ký giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán đề nghị được hủy niêm yết toàn bộ các chứng khoán khỏi hoạt động giao dịch trên các sở giao dịch chứng khoán. Sau khi hủy niêm yết, doanh nghiệp không còn phải tuân thủ các nghĩa vụ của một công ty niêm yết.

Khi một doanh nghiệp hủy

niêm yết tự nguyện, doanh nghiệp có lợi ích và bất lợi gì?

2. Lợi ích đối với doanh nghiệp hủy niêm yết tự nguyện

Thoát khỏi những quy định từ phía thị trường: Những quy định mà các doanh nghiệp phải tuân thủ khi niêm yết chứng khoán trên Sở giao dịch chứng khoán như: phải nộp các loại phí và lệ phí để tiến hành chào bán cổ phần ra công chúng và duy trì hoạt động niêm yết trên sàn (chi phí tư vấn, bảo lãnh phát hành, phí tư vấn pháp lý, chi phí in ấn, phí kiểm toán, chi phí niêm yết, chi phí công bố thông tin định kỳ...). Công ty niêm yết còn phải tuân thủ chế độ công bố thông tin rộng rãi, nghiêm ngặt và chịu sự giám sát chặt chẽ hơn so với các doanh nghiệp khác. Ngoài ra, doanh nghiệp còn phải công khai các khoản lương thưởng cho các thành viên hội đồng quản trị và ban điều hành theo các quy chế báo cáo.

Giảm áp lực cho ban điều hành: Ví dụ như áp lực phải điều hòa vốn do giá cổ phiếu trên sàn biến động phụ thuộc vào nhiều nhân tố khác nhau, nhiều khi nằm ngoài sự kiểm soát của ban điều hành. Áp lực do trách nhiệm của Ban điều hành trước công chúng lớn hơn. Áp lực do việc chuyển nhượng vốn cổ phần của Ban điều hành bị hạn chế.

Quyền lực được tập trung: Phát hành cổ phiếu ra công chúng làm phân tán quyền sở hữu và có thể làm mất quyền kiểm soát công ty của các cổ đông sáng lập do hoạt động thôn tính công ty. Bên cạnh đó, cơ cấu về quyền sở hữu của công ty luôn luôn bị biến động do chịu ảnh hưởng của các giao dịch cổ phiếu hàng ngày. Việc hủy bỏ niêm yết sẽ giúp giảm nguy cơ này và tăng cường tập trung quyền lực.

Hạn chế được tác động của thị trường đến giá cổ phiếu: Khi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp bị suy giảm, giá cổ phiếu của công ty xuống thấp là điều khó tránh khỏi. Tuy nhiên, khi thị trường giá xuống, phản ứng của

nhà đầu tư trên thị trường có thể khiến thị giá của công ty giảm rất mạnh, thấp hơn nhiều so với giá trị thực của doanh nghiệp. Ban điều hành là những người biết rõ về giá trị thực của công ty nên khi công ty bị thị trường định giá quá thấp, quyết định hủy niêm yết tự nguyện sẽ được đưa ra.

3. Bất lợi đối với doanh nghiệp hủy niêm yết tự nguyện

Khả năng tiếp cận nguồn vốn hạn chế

Thị trường chứng khoán được xem như là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho các doanh nghiệp, giúp tài trợ cho dự án mới, làm giảm đòn bẩy tài chính, làm tăng giá trị doanh nghiệp của mình bằng cách điều chỉnh chi phí sử dụng vốn về mức tối ưu. Quyết định hủy niêm yết tự nguyện sẽ khiến cho doanh nghiệp không còn cơ hội để tiếp cận được nguồn vốn dồi dào này. Hơn nữa, một khi doanh nghiệp đã hủy niêm yết, việc lên sàn trở lại sẽ khó khăn hơn do niềm tin từ nhà đầu tư dành cho những cổ phiếu có tiền sử hủy niêm yết bị suy giảm.

Giảm khả năng thanh khoản của cổ phiếu

Một trong những lý do để công ty phát hành cổ phiếu ra công chúng và niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán là để những nhà đầu tư ban đầu bao gồm các nhà đầu tư tư nhân và các quỹ đầu tư có điều kiện thoái vốn nhờ sự thiết lập giá cổ phiếu và tăng thanh khoản cho

cổ phiếu công ty. Việc niêm yết cổ phiếu trên sàn còn làm giảm đáng kể chi phí giao dịch. Đối với những công ty mà cổ phiếu có thanh khoản kém, phân bù rủi ro thanh khoản sẽ tăng, mức giá mà nhà đầu tư chấp nhận để mua cổ phiếu sẽ thấp hơn. Tuy nhiên, một khi doanh nghiệp đã quyết định hủy niêm yết, cổ phiếu của công ty sẽ không còn được giao dịch trên sàn chứng khoán, tính thanh khoản của cổ phiếu sẽ bị giảm xuống.

Tác động không tích cực đến hình ảnh của doanh nghiệp

Việc rút niêm yết có thể sẽ tạo hình ảnh xấu trong lịch sử doanh nghiệp, điều này sẽ tạo ra trở ngại lớn trong hoạt động kinh doanh sau này. Hủy niêm yết sẽ làm đánh mất hình ảnh và vị thế gây dựng của doanh nghiệp, làm giảm niềm tin của nhà đầu tư.

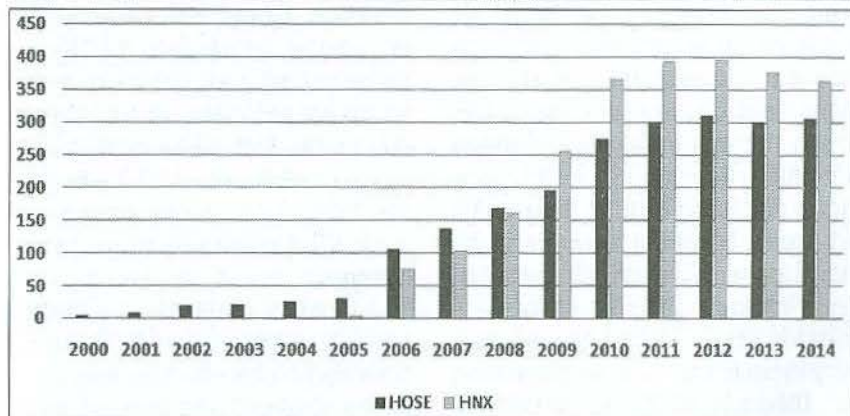
4. Tình hình hủy niêm yết tự nguyện của doanh nghiệp trên TTCK Việt Nam

Trong suốt chiều dài hoạt động, TTCK Việt Nam từ 02 doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu lúc ra đời, tính đến tháng 12/2015 đã có 82 cổ phiếu, 8 chứng chỉ quỹ trên hai sàn, sàn thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn Hà Nội (HNX).

Tuy nhiên, kể từ năm 2012, tính hấp dẫn của TTCK đối với các doanh nghiệp đã suy giảm biểu hiện ở số lượng doanh nghiệp niêm yết mới ở hai sàn giảm rõ rệt, thêm vào đó là số lượng doanh nghiệp hủy niêm yết trên sàn tăng

Biểu đồ: Số lượng doanh nghiệp niêm yết trên TTCK VN

(Nguồn: cophieu68.com/stats_market_size.php)



đột ngột. Năm 2009, 3 doanh nghiệp đầu tiên rời sàn, số lượng doanh nghiệp rời sàn trong năm 2013 là 37 doanh nghiệp, năm 2014 là 34 doanh nghiệp và năm 2015 là 35 doanh nghiệp. Bên cạnh những trường hợp hủy niêm yết bắt buộc, những trường hợp hủy niêm yết tự nguyện tăng đáng kể, trong năm 2013 ngoài trường hợp bị hủy niêm yết bắt buộc, có 13 doanh nghiệp hủy niêm yết tự nguyện.

Bảng: Số lượng doanh nghiệp hủy niêm yết tự nguyện trên TTCK Việt Nam

(Nguồn: cophieu68.com/stats_market_size.php)

Năm	2012	2013	2014
HOSE	3	2	1
HNX	1	11	2
Tổng cộng	4	13	4

Tính đến năm 2014, trên sàn TP.HCM đã có 6 doanh nghiệp hủy niêm yết cổ phiếu tự nguyện, con số này trên sàn Hà Nội là 14, tổng cộng đã có 20 doanh nghiệp chủ động rời sàn. Năm 2015 tiếp tục chứng kiến sự rời sàn tự nguyện của 3 doanh nghiệp. Số lượng doanh nghiệp hủy niêm yết trên sàn Hà Nội cao gấp đôi so với sàn TP.HCM phần nào cho thấy chất lượng doanh nghiệp niêm yết là một trong những nhân tố ảnh hưởng đến việc chủ động rời sàn của các doanh nghiệp bởi chuẩn niêm yết trên sàn TP.HCM cao hơn so với chuẩn niêm yết trên sàn Hà Nội.

Nhìn chung, đa phần các doanh nghiệp hủy niêm yết tự nguyện có thời gian tồn tại trên sàn ngắn, có đến 14 doanh nghiệp có thời gian tồn tại trên sàn dưới 4 năm. Trong số 20 doanh nghiệp đã xin hủy niêm yết cổ phiếu tự nguyện, vào thời điểm cuối năm 2014, bên cạnh 9 doanh nghiệp tồn tại dưới dạng sáp nhập vào công ty khác, 4 doanh nghiệp đã giải thể, chỉ có 5

doanh nghiệp đang giao dịch trên sàn UpCoM, còn lại 11 doanh nghiệp không niêm yết trên sàn UpCoM. Trong 11 doanh nghiệp trên, có 6 doanh nghiệp thực hiện chào mua công khai cổ phiếu của cổ đông để đưa số lượng cổ đông xuống dưới 100 và hủy đăng ký là công ty đại chúng. Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp khi rời sàn rất thấp. Tình thanh khoản của cổ phiếu giảm đáng kể so với khi niêm yết trên thị trường chính. Các cổ đông rơi vào tình cảnh lúng túng, việc mua bán cổ phiếu trở nên hết sức khó khăn do nhiều công ty sau khi hủy niêm yết tự nguyện không muốn chuyển sang giao dịch trên sàn UPCoM.

5. Nguyên nhân hủy niêm yết tự nguyện của các doanh nghiệp

Tự nguyện hủy niêm yết có thể xuất phát từ nhiều nguyên nhân, nhưng nhìn chung đều xuất từ chỗ các công ty niêm yết nhận thấy thị trường chứng khoán đã không còn mang lại lợi ích cho họ như trước.

Kết quả kinh doanh giảm sút

Trong số 20 doanh nghiệp xin hủy niêm yết cổ phiếu tự nguyện, có 9 doanh nghiệp trong tình trạng thua lỗ trong những năm cuối trước khi hủy niêm yết. Trong đó có 5 doanh nghiệp đứng trước nguy cơ bị hủy niêm yết bắt buộc do thua lỗ hai năm liên tiếp nên chủ động xin hủy niêm yết để bảo vệ hình ảnh doanh nghiệp trong mắt các nhà đầu tư.

Thanh khoản của cổ phiếu thấp

Mục tiêu doanh nghiệp niêm yết trên TTCK là để tạo thanh khoản cho cổ phiếu, nhưng lại không được đáp ứng do thanh khoản của thị trường trong những năm qua ở mức rất thấp. Lượng giao dịch cổ phiếu của các công ty xin hủy niêm yết tự nguyện chỉ khoảng vài nghìn cổ phiếu mỗi phiên.

Giá cổ phiếu giảm sút ở mức đe dọa

Trong một cuộc thăm dò ý kiến với các lãnh đạo doanh nghiệp về việc doanh nghiệp sẽ làm gì khi giá cổ phiếu tụt dốc, rất nhiều ý kiến

cho rằng, nếu giá cổ phiếu bị đánh giá thấp, thì họ sẵn sàng xin hủy niêm yết để giữ giá. Thực vậy, khi giá cổ phiếu xuống quá thấp, sẽ gây bất lợi trong các mối quan hệ đối tác kinh doanh, gây khó khăn cho doanh nghiệp trong huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Trong số 20 doanh nghiệp xin hủy niêm yết cổ phiếu tự nguyện, có đến 17 doanh nghiệp có thị giá cổ phiếu dưới 10.000đ.

Nguyên nhân khác

Nếu như cách đây vài năm, các doanh nghiệp tự nguyện rời sàn chủ yếu do hoạt động sản xuất kinh doanh thua lỗ, thì một vài năm trở lại đây, lý do hủy niêm yết của các doanh nghiệp khá phong phú thậm chí trong đó có cả những doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tương đối tốt. Các công ty quyết định hủy niêm yết vì những lý do khác nhau như: hủy niêm yết để tái cấu trúc lại công ty, hủy niêm yết để huy động vốn từ nhà đầu tư nước ngoài hoặc hủy niêm yết do những vướng mắc từ thị trường và những vướng mắc về những nghĩa vụ của công ty niêm yết làm cản trở hướng phát triển của công ty. Ví dụ: Mekophar là công ty đầu tiên hủy niêm yết tự nguyện trên sàn TP.HCM không phải vì kinh doanh thua lỗ hay vi phạm quy chế. Hủy niêm yết để thoái hết vốn nước ngoài trong cơ cấu cổ đông rồi xin giấy phép kinh doanh cho hoạt động bán buôn bán lẻ dược phẩm. Gần đây nhất là câu chuyện xin hủy niêm yết tự nguyện của Công ty Cổ phần Nhựa Tân Tiến (TTP). Mặc dù báo cáo tài chính cho thấy Nhựa Tân Tiến vẫn kinh doanh có lời và khá ổn định, nhưng Công ty vẫn xin hủy niêm yết với lý do tập trung vào việc tái cơ cấu doanh nghiệp nhằm nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh.

6. Khuyến nghị

6.1 Đối với các doanh nghiệp niêm yết

Đối với các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK, việc hủy niêm yết cho dù tự nguyện hay là bắt buộc đều dẫn tới những bất lợi lớn cho

doanh nghiệp. Vì vậy các doanh nghiệp niêm yết cần phải:

Thận trọng và cân nhắc chi phí cơ hội của huy động vốn tự nguyện

Việc rút khỏi TTCK tập trung sẽ làm đánh mất cơ hội huy động vốn trung và dài hạn từ thị trường, ngoài ra việc rút khỏi sàn sẽ khiến doanh nghiệp đối mặt với nhiều sự nghi ngờ, uy tín và niềm tin của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp sẽ bị giảm sút, hình ảnh của doanh nghiệp sẽ bị mờ nhạt đi. Mặt khác, huy động vốn sẽ gây khó khăn cho các cổ đông nhỏ của công ty trong việc chuyển nhượng cổ phiếu, từ đó ảnh hưởng tới thanh khoản của cổ phiếu.

Chiến lược phát triển của công ty cần gắn với niêm yết chứng khoán

Đối với công ty chưa niêm yết, ban lãnh đạo cần có tầm nhìn xa hơn về chiến lược phát triển của công ty để phân tích những lợi ích và chi phí của việc niêm yết mang lại. Việc niêm yết đem lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp bao gồm việc tiếp cận được nguồn vốn dồi dào từ thị trường, tăng thanh khoản cho cổ phiếu và cơ hội để quảng bá hình ảnh công ty được rộng rãi. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp cần lựa chọn thời điểm thuận lợi để niêm yết chứng khoán, trong điều kiện thị trường đi xuống, việc huy động vốn từ niêm yết chứng khoán sẽ khó khăn

hơn so với khi thị trường đi lên, ngoài ra việc niêm yết chứng khoán trong thị trường khó khăn có thể làm giảm giá cổ phiếu của doanh nghiệp và ảnh hưởng đến hình ảnh của doanh nghiệp trong mắt nhà đầu tư, đối tác.

Nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Các doanh nghiệp niêm yết cần phải có các kế hoạch phát triển bền vững, có phương án sử dụng vốn hiệu quả. Việc có mặt trên TTCK sẽ giúp doanh nghiệp được nhiều nhà đầu tư biết đến, doanh nghiệp cần có sự phối hợp với các phương tiện truyền thông để đưa tin tức về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, những chiến lược và dự án đầu tư của doanh nghiệp. Một khi doanh nghiệp được nhiều nhà đầu tư biết đến, khả năng giá cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ được đánh giá đúng và được nhiều người giao dịch, qua đó góp phần tăng thanh khoản và giá cổ phiếu của doanh nghiệp.

6.2 Đối với các cơ quan quản lý

Sở giao dịch chứng khoán là thị trường chứng khoán có tổ chức, là thị trường bình đẳng và minh bạch cho các nhà đầu tư tổ chức và cá nhân, nơi thể hiện tính đại chúng cao. Vì vậy, hoạt động huy động vốn, đặc biệt là huy động tự nguyện sẽ gây tác động không tích cực đến thị trường, đến các cổ đông. Đòi

hỏi các cơ quan quản lý phải có quy định, quy trình và kiểm soát chặt chẽ việc thực hiện các quy định đó đối với việc huy động vốn tự nguyện nhằm bảo vệ quyền lợi cổ đông của những công ty huy động vốn và ổn định thị trường chứng khoán... Cụ thể là: (i) Doanh nghiệp muốn huy động vốn phải bỏ phiếu biểu quyết để hỏi ý kiến cổ đông, đặc biệt là các cổ đông nhỏ. (ii) Phải có đơn đề nghị hủy bỏ niêm yết và giải trình lý do hủy niêm yết một cách cụ thể. (iii) Phải có phương án để đảm bảo quyền lợi dành cho cổ đông không phải là cổ đông lớn của công ty sau khi hủy bỏ niêm yết. (iv) Bắt buộc phải giao dịch trên sàn UpCom sau khi hủy niêm yết (nếu là công ty đại chúng).

Năm 2015, Chính phủ đã ban hành Nghị định 60/2015/NĐ-CP với các quy định về hoạt động huy động vốn tự nguyện. Bộ Tài chính cũng đã ban hành Thông tư 180/2015/TT-BTC có hiệu lực từ ngày 1/1/2016 thay thế cho Thông tư 01/2015/TT-BTC. Các quy định có nhiều điểm mới và nội dung chặt chẽ hơn, cho thấy các nhà quản lý rất quan tâm đến các hoạt động huy động vốn tự nguyện, quan tâm đến việc bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư, tạo cơ hội giao dịch chứng khoán an toàn và thuận lợi cho nhà đầu tư, đồng thời công khai, minh bạch hoạt động của doanh nghiệp ■



Hoạt động huy động vốn, đặc biệt là huy động tự nguyện sẽ gây tác động không tích cực đến thị trường, đến các cổ đông

ANH: BÀNG TUYẾN

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Ủy Ban Chứng khoán, *Giáo trình những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán(2002)*. Nhà xuất bản Chính trị quốc gia.
2. Báo cáo thường niên sở giao dịch chứng khoán TPHCM 2014, 2013, 2012
3. <http://finance.vietstock.vn/NHW-ctcp-ngo-han.htm>
4. <http://baodatviet.vn/kinh-te/tai-chinh/huy-niem-yet-tu-nguyen-3042490/>
5. <http://www.taichinhdiendieu.vn/Home/Nam-2014-so-cong-ty-niem-yet-co-phieu-tang/20154/142220.dfs>
6. Kim, W., Weisbach M., 2005. *Do firms go public to raise capital?. SSRN Working paper*