

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

**NGUYỄN THỊ LOAN**

**HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH  
CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP  
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: **Kinh tế Công nghiệp**  
Mã số: **62.31.09.01**

**LUẬN ÁN TIẾN SỸ KINH TẾ**

*Người hướng dẫn khoa học:*

1. PGS.TS. Ngô Kim Thanh
2. TS. Nguyễn Sơn

**HÀ NỘI, NĂM 2009**

## LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan luận án này là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Số liệu, kết quả nghiên cứu đề cập trong luận án là trung thực và có nguồn gốc trích dẫn rõ ràng.

*Hà nội, ngày 06 tháng 12 năm 2009*

*Người cam đoan*

*Nguyễn Thị Loan*

Trang phụ bìa

Lời cam đoan

## MỤC LỤC

Danh mục các ký hiệu, các chữ viết tắt

Danh mục bảng

Danh mục hình

<b>PHẦN MỞ ĐẦU</b> .....	<b>1</b>
<b>1. Tính cấp thiết của đề tài luận án</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu</b> .....	<b>2</b>
<b>3. Mục đích nghiên cứu của luận án</b> .....	<b>8</b>
<b>4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu</b> .....	<b>8</b>
<b>5. Phương pháp nghiên cứu</b> .....	<b>8</b>
<b>6. Những đề xuất và đóng góp của luận án</b> .....	<b>9</b>
<b>7. Kết cấu của luận án</b> .....	<b>10</b>
<b>Chương 1 - NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN</b> .....	<b>11</b>
<b>1.1. Tổng quan về thị trường chứng khoán</b> .....	<b>11</b>
<b>1.1.1. Khái niệm về thị trường chứng khoán</b> .....	<b>11</b>
<b>1.1.2. Phân loại thị trường chứng khoán</b> .....	<b>13</b>
1.1.2.1. Phân loại theo hàng hoá .....	13
1.1.2.2. Phân loại theo quá trình luân chuyển vốn .....	14
1.1.2.3. Phân loại theo hình thức tổ chức của thị trường .....	15
<b>1.1.3. Vai trò của thị trường chứng khoán</b> .....	<b>15</b>
<b>1.1.4. Các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán</b> .....	<b>18</b>
1.1.4.1. Chính phủ .....	18
1.1.4.2. Nhà phát hành .....	19
1.1.4.3. Nhà đầu tư .....	19
1.1.4.4. Các trung gian tài chính .....	19
<b>1.1.5. Các hoạt động cơ bản của thị trường chứng khoán</b> .....	<b>20</b>
1.1.5.1. Các hoạt động trên thị trường sơ cấp .....	20
1.1.5.2. Hoạt động của thị trường thứ cấp.....	20
<b>1.2. Tổng quan về hoạt động tài chính của DNCN trên TTCK</b> .....	<b>22</b>
<b>1.2.1. Doanh nghiệp công nghiệp và vai trò của DNCN</b> .....	<b>22</b>
1.2.1.1. Khái niệm doanh nghiệp công nghiệp.....	22
1.2.1.2. Các loại hình doanh nghiệp công nghiệp .....	24
1.2.1.3. Vai trò của doanh nghiệp công nghiệp.....	25
<b>1.2.2. Hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp trên TTCK</b> ....	<b>27</b>
1.2.2.1. Hoạt động phát hành chứng khoán.....	28
1.2.2.2. Hoạt động trả cổ tức, trái tức.....	47
1.2.2.3. Hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán .....	49

1.2.3. Bản chất hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán.....	52
1.2.4. Tác động của hoạt động tài chính đối với doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam. ....	54
1.2.4.1. Những tác động tích cực. ....	54
1.2.4.2. Những tác động tiêu cực. ....	56
1.3. Các nhân tố thúc đẩy hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán.....	58
1.3.1. Các nhân tố bên ngoài.....	58
1.3.1.1. Khuôn khổ pháp lý. ....	58
1.3.1.2. Chính sách của Chính phủ.....	59
1.3.1.3. Thị trường chứng khoán tập trung. ....	60
1.3.1.4. Định chế tài chính trung gian. ....	62
1.3.1.5. Tổ chức tư vấn về luật. ....	63
1.3.1.6. Đối tượng đầu tư. ....	64
1.3.1.7. Những nhân tố khác. ....	65
1.3.2. Các nhân tố thuộc bản thân doanh nghiệp công nghiệp. ....	67
1.3.2.1. Chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp. ....	67
1.3.2.2. Chu kỳ kinh doanh, triển vọng tăng trưởng, cạnh tranh của ngành và môi trường kinh doanh. ....	68
1.3.2.3. Hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của tổ chức phát hành. ....	70
1.3.2.4. Năng lực của đội ngũ lãnh đạo và quản lý doanh nghiệp. ....	71
1.3.2.5. Uy tín của doanh nghiệp. ....	72
1.4. Kinh nghiệm hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán của một số tập đoàn công nghiệp lớn trên thế giới. ....	73
1.4.1. Tập đoàn General Motors (GM) của Mỹ.....	73
1.4.2. Tập đoàn PetroChina của Trung Quốc.....	75
1.4.3. Tập đoàn Airbus của Châu Âu.....	76
1.4.4. Bài học kinh nghiệm cho các DNCN Việt Nam.....	77
<b>Chương 2 - THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM.....</b>	<b>80</b>
2.1. Thực trạng sự hình thành và phát triển của TTCK.....	80
2.1.1. Thực trạng hệ thống các văn bản pháp luật cho hoạt động TTCK ở Việt Nam.....	80
2.1.2. Thực trạng hàng hoá của TTCK tập trung ở Việt Nam.....	81
2.1.2.1. Thị trường cổ phiếu.....	81
2.1.2.2. Thị trường trái phiếu và chứng chỉ quỹ.....	84
2.1.3. Thực trạng hoạt động giao dịch chứng khoán.....	86
2.1.3.1. Hoạt động giao dịch tại SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh.....	86
2.1.3.2. Hoạt động giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.....	91
2.1.3.3. Hoạt động giao dịch trên thị trường phi tập trung OTC.....	93
2.1.3.4. Hoạt động giao dịch trên thị trường Upcom.....	95

<b>2.1.4. Thực trạng hoạt động của các tổ chức trung gian và các hoạt động phụ trợ khác.</b> .....	<b>97</b>
2.1.4.1. Công ty chứng khoán. ....	97
2.1.4.2. Công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán. ....	98
2.1.4.3. Hoạt động lưu ký, đăng ký, thanh toán bù trừ. ....	100
2.1.4.4. Hoạt động kiểm toán. ....	100
2.1.4.5. Hoạt động quản lý, thanh tra giám sát thị trường. ....	101
<b>2.1.5. Đánh giá sự phát triển của thị trường chứng Việt Nam trong thời gian qua.</b> .....	<b>101</b>
<b>2.2. Thực trạng hoạt động tài chính của các DNCN trên TTCK ở VN...</b>	<b>103</b>
<b>2.2.1. Khái quát về các DNCN Việt Nam và quá trình cổ phần hoá các DNCN Việt Nam</b> .....	<b>103</b>
2.2.1.1. Khái quát về các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam. ....	103
2.2.1.2. Quá trình cổ phần hoá các DNCN Việt Nam. ....	106
<b>2.2.2. Thực trạng hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.</b> .....	<b>109</b>
2.2.2.1. Thực trạng phương pháp định giá, giá trị DNCN khi phát hành cổ phiếu ra công chúng. ....	109
2.2.2.2. Thực trạng hoạt động phát hành chứng khoán. ....	115
2.2.2.3. Thực trạng hoạt động trả cổ tức, trái tức. ....	133
2.2.2.4. Thực trạng hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán. ....	137
<b>2.2.3. Đánh giá hoạt động tài chính của các DNCN trên TTCK ở VN...</b>	<b>143</b>
2.2.3.1. Đánh giá khái quát SWOT trên TTCK của DNCN. ....	143
2.2.3.2. Đánh giá hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên Thị trường chứng khoán ở Việt Nam. ....	144
<b>Chương 3 - GIẢI PHÁP THỨC ĐẨY HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM.</b> .....	<b>172</b>
<b>3.1. Định hướng phát triển các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam đến năm 2020.</b> .....	<b>172</b>
<b>3.2. Giải pháp thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.</b> .....	<b>176</b>
<b>3.2.1. Các giải pháp đối với doanh nghiệp công nghiệp.</b> .....	<b>176</b>
3.2.1.1. Giải pháp nâng cao chất lượng công tác định giá doanh nghiệp khi phát hành cổ phiếu ra công chúng. ....	176
3.2.1.2. Giải pháp xây dựng phương án phát hành cổ phiếu hiệu quả. ....	179
3.2.1.3. Giải pháp xây dựng hình thức trả cổ tức hiệu quả. ....	181
3.2.1.4. Giải pháp nâng cao tính minh bạch về thông tin doanh nghiệp. ....	182
3.2.1.5. Giải pháp đa dạng các hình thức huy động vốn qua thị trường chứng khoán. ....	184
3.2.1.6. Giải pháp nghiên cứu thị trường chứng khoán và khai thác thông tin chứng khoán. ....	185
3.2.1.7. Giải pháp nghiên cứu thành lập Bộ phận đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và xây dựng danh mục đầu tư tối ưu. ....	187

3.2.1.8. Giải pháp đào tạo đội ngũ cán bộ đầu tư kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp. ....	193
3.2.1.9. Giải pháp nâng cao năng lực và trình độ quản trị doanh nghiệp. ....	194
3.2.1.10. Giải pháp đầu tư công nghệ thông tin phục vụ cho hoạt động kinh doanh chứng khoán trong doanh nghiệp công nghiệp. ....	196
3.2.1.11 Giải pháp quản lý rủi ro khi doanh nghiệp công nghiệp tham gia thị trường chứng khoán. ....	197
<b>3.2.2. Các giải pháp phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam. ....</b>	<b>199</b>
3.2.2.1. Giải pháp hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến thị trường chứng khoán trước ngưỡng cửa suy thoái của TTCK. ....	199
3.2.2.2. Giải pháp ổn định thị trường chứng khoán trước sự suy thoái của nền kinh tế trong nước. ....	203
3.2.2.3. Giải pháp tạo lập hàng hoá trên thị trường chứng khoán. ....	204
3.2.2.4. Giải pháp phát triển các tổ chức kinh doanh và hỗ trợ thị trường. ....	206
3.2.2.5. Giải pháp phát triển hình thức bảo hiểm cho các công ty chứng khoán. ....	211
3.2.2.6. Giải pháp phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm. ....	212
3.2.2.7. Giải pháp phát triển các sản phẩm thị trường chứng khoán phái sinh. ....	214
<b>3.3. Kiến nghị và đề xuất. ....</b>	<b>218</b>
3.3.1. Kiến nghị đối với Chính phủ. ....	218
3.3.2. Kiến nghị với các Bộ, Ngành, Chính quyền địa phương và cơ quan quản lý chức năng. ....	220
3.3.3. Đối với các doanh nghiệp. ....	222

## **DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ**

### **DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO**

#### **PHỤ LỤC 1**

#### **PHỤ LỤC 2**

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CÁC CHỮ VIẾT TẮT

TTCK	: Thị trường chứng khoán
DNCN	: Doanh nghiệp công nghiệp
OTC	: Phi tập trung
SGDCK OTC	: Thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung
UBCKNN	: Ủy ban chứng khoán Nhà nước
SGDCK TP HCM	: Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
SGDCK	: Sở giao dịch chứng khoán
SGDCKHN	: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
TTLKCK	: Trung tâm lưu ký chứng khoán
DNNN	: Doanh nghiệp Nhà nước
NASDAQ	: Thị trường chứng khoán Phi tập trung Mỹ
CPH	: Cổ phần hóa
CP	: Cổ phần
ĐMTN	: Định mức tín nhiệm
TCTC	: Tổ chức tài chính

## DANH MỤC BẢNG

	Trang
Bảng 1: Tình hình tài chính của GM 03 năm gần nhất	83
Bảng 2: Tình hình tài chính của Petro China 03 năm gần nhất	85
Bảng 3: Tình hình tài chính của Airbur China 03 năm gần nhất	86
Bảng 4: Tình hình cổ phần hoá DNCN Việt Nam theo quy mô vốn nhà nước	117
Bảng 5: Doanh thu của 100 công ty cổ phần	152
Bảng 6: Lợi nhuận của 100 doanh nghiệp công nghiệp	153



## DANH MỤC HÌNH

	Trang
Hình 2.1: Biểu đồ số lượng các doanh nghiệp niêm yết qua các năm	92
Hình 2.2: Biểu đồ giá trị cổ phiếu niêm yết của các DN trên TTCK	92
Hình 2.3: Biểu đồ giá trị vốn hoá của thị trường chứng khoán qua các năm	93
Hình 2.4: Biểu đồ khối lượng trái phiếu niêm yết qua các năm	95
Hình 2.5: Biểu đồ số lượng phiên giao dịch của HOSE	97
Hình 2.6: Biểu đồ số lượng tài khoản của nhà đầu tư chứng khoán	98
Hình 2.7: Biểu đồ khối lượng giao dịch chứng khoán trên HOSE	99
Hình 2.8: Biểu đồ giá trị giao dịch chứng khoán trên HOSE	99
Hình 2.9: Biểu đồ số phiên giao dịch trên Hasc	101
Hình 2.10: Biểu đồ khối lượng giao dịch cổ phiếu trên Hasc	102
Hình 2.11: Biểu đồ giá trị cổ phiếu giao dịch trên Hasc	102
Hình 2.12: Biểu đồ Tổng giá trị trái phiếu giao dịch trên Hasc	103
Hình 2.13: Biểu đồ phát triển công ty chứng khoán qua các năm	108
Hình 2.14: Biểu đồ phát triển công ty quản lý quỹ qua các năm	109
Hình 2.15: Biểu đồ số lượng các doanh nghiệp công nghiệp qua các năm	113
Hình 2.16: Biểu đồ DNCN cổ phần hoá qua các năm	117
Hình 2.17: Biểu đồ số lượng DNCN phát hành lần đầu ra công chúng	124
Hình 2.18: Biểu đồ tổng giá trị cổ phần phát hành lần đầu của các DNCN qua các năm	125
Hình 2.19: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2003	125
Hình 2.20: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2003	126
Hình 2.21: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2004	126
Hình 2.22: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2004	127
Hình 2.23: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2005	128
Hình 2.24: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2005	129
Hình 2.25: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2006	129

Hình 2.26: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2006	130
Hình 2.27: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2007	131
Hình 2.28: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2007	131
Hình 2.29: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2008	132
Hình 2.30: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2008	132
Hình 2.31: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu 6 tháng đầu năm 2009	133
Hình 2.32: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu 6 tháng đầu năm 2009	133
Hình 2.33: Biểu đồ số lượng cổ phần nắm giữ của SAM	134
Hình 2.34: Biểu đồ cơ cấu cổ phần nắm giữ của SAM	135
Hình 2.35: Biểu đồ giá trị cổ phiếu phát hành thêm của các DNCN	135
Hình 2.36: Biểu đồ giá trị cổ phiếu phát hành thêm phân theo ngành của các DNCN	136
Hình 2.37: Biểu đồ khối lượng cổ phần nắm giữ của các cổ đông REE	137
Hình 2.38: Biểu đồ cơ cấu cổ phần nắm giữ của các cổ đông REE	138
Hình 2.39: Biểu đồ số lượng các DNCN niêm yết trên TTCK	139
Hình 2.40: Biểu đồ giá trị cổ phiếu niêm yết của các DNCN trên TTCK	139
Hình 2.41: Biểu đồ trả cổ tức qua các năm	142
Hình 2.42: Biểu đồ cơ cấu trả cổ tức qua các năm	145
Hình 2.43: Biểu đồ tỷ lệ trả cổ tức qua các năm	146
Hình 2.44: Biểu đồ số lượng các DNCN đầu tư kinh doanh chứng khoán	147
Hình 2.45: Biểu đồ giá trị và lợi nhuận đầu tư kinh doanh chứng khoán của DNCN	147
Hình 2.46: Biểu đồ giá trị đầu tư góp vốn	147
Hình 2.47: Biểu đồ thặng dư vốn thông qua phát hành cổ phiếu ra công chúng của DNCN qua các năm	150

## PHẦN MỞ ĐẦU

### **1. Tính cấp thiết của đề tài luận án.**

Thị trường chứng khoán (TTCK) là một bộ phận không thể thiếu trong hệ thống tài chính của các nước theo nền kinh tế thị trường, TTCK có một vai trò quan trọng đối với sự phát triển kinh tế của mỗi quốc gia. TTCK phát triển ở mức độ cao không những góp phần nâng cao năng lực sản xuất của các doanh nghiệp thông qua việc tạo môi trường chuyển nhượng vốn linh hoạt, phù hợp với các cơ hội đầu tư hấp dẫn, mà còn cho phép sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý của các công ty. TTCK cung cấp cho các nhà đầu tư một công cụ hữu ích cho việc ra các quyết định đầu tư tối ưu, phù hợp với thứ tự ưu tiên của nhà đầu tư về rủi ro hoặc lợi nhuận. Với quan điểm như vậy, TTCK cung cấp một bộ máy thể chế thích hợp cho việc huy động vốn của cá nhân và các tổ chức, sau đó phân bổ vốn cho các doanh nghiệp, cho các ngành nghề và lĩnh vực của nền kinh tế. Kinh nghiệm của các nước cho thấy, sự tham gia của các doanh nghiệp - với tư cách là chủ thể quan trọng trên thị trường chứng khoán, cung cấp các loại hàng hoá cho thị trường chứng khoán- có một ý nghĩa quan trọng trong việc làm tăng chất lượng và hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán. Mặt khác, với sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, đã tạo nguồn cung vốn dồi dào cho các doanh nghiệp. Thông qua thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp công nghiệp nói riêng đã thu hút được một lượng vốn đáng kể phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán trong thời gian qua diễn ra hết sức sôi động, bao gồm các hoạt động phát hành chứng khoán, hoạt động trả cổ tức, trái tức và hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán. Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp một mặt đã tạo lên sự sôi động của thị trường, giảm sự khan hiếm về hàng hoá và góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán. Mặt khác, hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán cũng là một kênh thu hút vốn cho các doanh nghiệp công nghiệp trong quá trình hoạt động kinh doanh, là một trong những phương thức để doanh nghiệp quảng

bá hình ảnh của mình đến với khách hàng, đối tác và các nhà đầu tư. Hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán còn là một hoạt động kinh doanh tiềm năng, mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho các doanh nghiệp. Trên thực tế, thời gian qua, các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam đã thu hút được nguồn vốn lớn trên thị trường chứng khoán cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình, số vốn thặng dư thu được do chênh lệch giá cổ phiếu bán ra là một nguồn vốn quan trọng để các doanh nghiệp thực hiện phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp còn nhiều hạn chế, các doanh nghiệp công nghiệp chưa thu hút được triệt để các nguồn vốn trên thị trường, hoạt động phát hành chứng khoán chưa đi đôi với hoạt động trả cổ tức, trái tức, hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán còn nhỏ lẻ, chưa mang tính chuyên nghiệp.

Có thể nói rằng, sự phát triển tương lai của thị trường chứng khoán cũng như sự phát triển của các doanh nghiệp công nghiệp phụ thuộc rất nhiều vào hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán. Việc thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp sẽ thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán vì các doanh nghiệp công nghiệp tham gia trên thị trường vừa với tư cách là nhà cung cấp hàng hoá cho thị trường chứng khoán, vừa với tư cách là nhà đầu tư kinh doanh chứng khoán.

Như vậy, việc nghiên cứu các giải pháp để thúc đẩy các hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán sẽ có ý nghĩa hết sức quan trọng và thực sự cần thiết đối với bản thân doanh nghiệp công nghiệp cũng như với thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn hiện nay. Xuất phát từ nhu cầu thực tế đó, tác giả luận án đã lựa chọn đề tài “ **Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam**” để tập trung nghiên cứu.

## **2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu.**

Vấn đề về hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp đã được đề cập rất nhiều trong các tài liệu, trong các báo cáo của Việt Nam và trên thế giới. Cũng có nhiều nghiên cứu ở các nước về tài chính doanh nghiệp và thị

trường chứng khoán, các nghiên cứu đều tập trung giải quyết các khía cạnh khác nhau trong hoạt động tài chính của doanh nghiệp và TTCK:

**Đứng trên góc độ quản trị nguồn vốn**, học giả Van Horne đã khẳng định:

Vai trò của quản trị tài chính doanh nghiệp hiện nay là vô cùng quan trọng và luôn luôn có sự vận động thay đổi. Nhà quản trị tài chính thành công ngoài việc điều hành quá trình luân chuyển vốn và dòng tiền còn phải là người thực hiện thu xếp một dòng vốn ổn định cho doanh nghiệp – mà không đâu khác là nguồn vốn dài hạn trong nền kinh tế qua phát hành cổ phiếu ra công chúng, hoặc trái phiếu công ty thay vì vay vốn tín dụng ngân hàng thuần túy [35].

**Đứng trên giác độ đánh giá rủi ro trong hoạt động tài chính của doanh nghiệp**, học giả Stephen Ross đã đề cập tới các khía cạnh tài chính doanh nghiệp trong cuốn *Fundamentals of Corporate Financial*, đã đề cập nhiều về nội dung huy động vốn:

Việc huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu và trái phiếu như chiếc bơm hút vốn và nghĩa vụ trả nợ được chia nhỏ giai đoạn và quy mô khiến việc sử dụng vốn trở nên hiệu quả và dài hạn. Ông khuyến khích các doanh nghiệp hạn chế tối đa nguồn vốn tín dụng dài hạn đặc biệt các doanh nghiệp công nghiệp có chu kỳ kinh doanh tương đối dài dẫn đến áp lực trả nợ lớn vào giai đoạn đáo hạn nợ hoặc chu kỳ kinh doanh khó khăn [32].

**Đứng trên giác độ nghiên cứu các yếu tố dẫn đến thành công của các doanh nghiệp lớn trong việc huy động vốn**, học giả Dennis W. Carlton, Jeffrey M. Perloff đã dẫn chứng lịch sử đất nước Mỹ trong lĩnh vực công nghiệp:

Ngành công nghiệp là một ngành tiêu tốn kinh phí đầu tư hàng đầu của tất cả các quốc gia trong quá trình phát triển. Sự thành công của nước Mỹ sau thế chiến thứ II một phần là nhờ áp dụng tư duy tạo lập thị trường chứng khoán nơi có thể thu hút rộng rãi các nguồn vốn ngắn và dài hạn. Đó là những thành công hàng đầu của các tập đoàn kinh tế quốc gia nhưng các hãng dầu lửa, chế tạo máy bay, ô tô như Exxon Mobil, General Motor,

Boewing... Các nhà hoạch định chính sách và quản trị doanh nghiệp đặc biệt trong lĩnh vực công nghiệp không thể quản lý các tổ chức công nghiệp này như với các thành phần kinh tế khác [30].

**Đứng trên giác độ xem xét vai trò của quá trình cổ phần hoá**, Giáo sư Stephen Martin đã khẳng định:

Nước Anh là một trong những phân xưởng công nghiệp hàng đầu và có lịch sử hình thành lâu đời nhất thế giới. Khó khăn trong mọi giai đoạn xây dựng và phát triển chính là tập trung tư bản. Thành công của chính phủ Anh là đã cổ phần hoá – IPOs các phân xưởng quốc doanh, kết quả thu được là một nền kinh tế tư bản tập trung, cùng có lợi cho mọi chủ thể, [33].

**Đứng trên giác độ đánh giá vai trò của thị trường chứng khoán đối với quá trình huy động vốn của doanh nghiệp** đã có nhiều nghiên cứu đánh giá về vấn đề này:

Lawrence S.Ritter đã khẳng định:

TTCK chính là kênh hút vốn quan trọng nhất, thị trường chứng khoán càng phát triển luồng vốn càng dễ dàng dịch chuyển đi từ nơi có hiệu quả thấp sang khu vực đem lại hiệu quả tốt hơn. Một điều có thể nhận thấy tổng hoà lưu lượng tiền của một nền kinh tế, mỗi thị trường tương đối là không thay đổi. Việc nhận biết được luồng tiền lưu thông, đặc biệt trên thị trường chứng khoán sẽ hỗ trợ các chủ thể tham gia tiếp cận được các nguồn vốn lớn, đại chúng và ổn định” [31].

Trong Báo cáo thường niên năm 2008 của Uỷ ban Chứng khoán Hoa Kỳ, Bà Mary Schapiro - Chủ tịch Uỷ ban Chứng khoán Hoa Kỳ nói:

Thời kỳ 2001-2006 là thời kỳ sôi động nhất của TTCK Hoa Kỳ. Chỉ trong 6 năm, con số huy động vốn của các công ty qua TTCK Mỹ bằng tất cả thời gian trước trở về và tăng trưởng lợi nhuận của các công ty đạt mức trung bình 16%/năm, so với mức tăng trưởng trung bình 9% của 6 năm liền trước. Điều này thể hiện vai trò và chức năng huy động vốn hiệu quả của các doanh nghiệp thông qua thị trường chứng khoán [34].

Thủ tướng nước Cộng hoà dân chủ nhân dân Trung Quốc – Ôn Gia Bảo vẫn xác định rõ vai trò của TTCK đối với nền kinh tế, Ông phát biểu rằng: “Chúng ta đang trong thời kỳ khó khăn nhất của nền kinh tế khủng hoảng nhưng không có nghĩa Trung Quốc sẽ không duy trì và ổn định TTCK. Việc huy động vốn, IPOs của các doanh nghiệp thậm chí cần đẩy mạnh hơn nữa, tạo đà cho giai đoạn phục hồi phía trước”.

Gần đây nhất ngày 8/5/2009, Giám đốc điều hành - Giáo sư Kinh tế tài chính của Ngân hàng Thụy sỹ Credit Suisse's tại Ấn Độ phát biểu:

TTCK Ấn Độ sẽ không thể phát triển, các doanh nghiệp sẽ không thể cải thiện hoạt động kinh doanh nếu không thu hút được dòng vốn mới. Chúng tôi tính thử một bài toán, ước tính chỉ riêng các công ty niêm yết tại TTCK Ấn Độ huy động thành công 10-15 tỷ USD trong một vài tháng nữa (2009), trong năm sau (2010) nguồn vốn đó sẽ sinh lời cho hệ thống các doanh nghiệp này là 6 tỷ USD (~ 50%). Vì vậy, chúng tôi khuyến khích các doanh nghiệp trong ngành công nghệ nên tận dụng tối đa mọi cơ hội trên TTCK để ổn định kinh doanh.

Ở Việt Nam tuy thị trường chứng khoán mới ra đời từ năm 2000 và chỉ thực sự bùng nổ từ năm 2006, nhưng có thể thấy sự bùng nổ của TTCK đã tác động lớn đến hoạt động tài chính của các doanh nghiệp. Nếu như trong nhiều nghiên cứu trước đây về hoạt động tài chính của doanh nghiệp, nhiều tác giả chỉ gói gọn trong hoạt động quản lý tài chính bên trong doanh nghiệp. GS.TS. Nguyễn Đình Phan, GS.TS. Nguyễn Kế Tuấn đã đưa ra những giải pháp để quản lý tài chính trong công nghiệp hiệu quả, tuy nhiên, không khẳng định làm thế nào để huy động được nguồn vốn để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp công nghiệp. Trong khi đó, giáo trình “kinh tế doanh nghiệp” năm 1997 của Trung tâm Pháp – Việt Trường Đại học kinh tế Quốc dân đã đề cập đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp được phân ra làm ba chu trình: Chu trình thứ nhất, chu trình sản xuất kinh doanh, liên quan đến việc sản xuất sản phẩm và cung cấp dịch vụ đưa ra thị trường. Chu trình thứ hai, chu trình đầu tư, cho phép doanh nghiệp mua sắm, và đổi mới thiết bị nhằm đảm bảo chu trình sản xuất. Cuối cùng là chu trình thứ ba, chu trình tài chính, đảm bảo mối liên quan

giữa hai chu trình thông qua việc cho phép doanh nghiệp sử dụng những nguồn tài chính cần thiết trong ngắn hạn cũng như dài hạn để đảm bảo hoạt động sản xuất bình thường và có thể đảm bảo sự phát triển sản xuất doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng chưa đề cập đến làm thế nào để thúc đẩy hoạt động tài chính của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán.

Và phải đến khi có sự bùng nổ của TTCK trong năm 2006 thì mới có những nghiên cứu sâu hơn về hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Năm 2006, TS. Nguyễn Minh Kiều, đã đưa ra những khái niệm, lý thuyết những vấn đề căn bản về tài chính doanh nghiệp phù hợp và có khả năng ứng dụng vào Việt Nam. Đặc biệt TS đã nghiên cứu và đưa ra phương pháp định giá và quyết định đầu tư đối với chứng khoán nợ, chứng khoán vốn; phương pháp phân tích quyết định đầu tư dự án, thuê tài sản, đầu tư tài sản lưu động. Kế đến, TS cũng đưa ra những công cụ phân tích để ra những quyết định liên quan đến nguồn vốn và chính sách cổ tức của doanh nghiệp, dẫn dắt lãnh đạo doanh nghiệp tiếp cận một cách có hệ thống với lý thuyết M&M về cơ cấu vốn.

Cùng với năm này TS. Trần Đăng Khâm đã nghiên cứu *“Giải pháp thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trong tiến trình xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán”*. Cụ thể TS đã nghiên cứu Các trung gian tài chính là một chủ thể quan trọng của thị trường chứng khoán với tư cách là nhà phát hành chứng khoán, nhà kinh doanh chứng khoán và là thành viên hỗ trợ cho hoạt động của thị trường chứng khoán thông qua các nghiệp vụ đại lý, bảo lãnh phát hành, tư vấn và môi giới đầu tư, cho vay chứng khoán và cho vay để mua chứng khoán, thanh toán và quản lý chứng khoán quản lý danh mục đầu tư và quản lý quỹ đầu tư. TS nghiên cứu thực trạng, đánh giá những kết quả đạt được, những hạn chế của các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại, các công ty tài chính, các quỹ đầu tư khi tham gia thị trường chứng khoán với tư cách làm đại lý chứng khoán, bảo lãnh phát hành, tư vấn và môi giới đầu tư, cho vay cầm cố, ứng trước chứng khoán....Từ đó TS đã đưa ra các giải pháp làm thế nào để thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trong tiến trình xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán.



Tiếp đó năm 2007, PGS.TS. Bùi Kim Yên, đã giải đáp một loạt các câu hỏi theo thứ tự logic trong giáo trình “Thị trường chứng khoán”: trước hết, thị trường chứng khoán được hình thành khi nào? thứ hai, Cơ cấu, chức năng và vai trò của thị trường chứng khoán ra sao? thứ ba, thế nào là chứng khoán? thứ tư, làm thế nào để phát hành chứng khoán ra công chúng? và cuối cùng làm cách nào để các chứng khoán được giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán?

Đứng trên góc độ cơ quan quản lý nhà nước với vai trò là nhà tạo lập thị trường năm 1997, TS. Nguyễn Sơn là người đầu tiên nghiên cứu *“Lựa chọn mô hình và các bước đi thích hợp để thành lập thị trường chứng khoán ở Việt Nam”*. Là một chuyên gia đầu ngành trong lĩnh vực chứng khoán ở Việt Nam, TS là người được nghiên cứu thực tiễn về mô hình thị trường chứng khoán của các nước trên thế giới như Mỹ, Bỉ, Thụy Sĩ, Hà Lan, Nhật Bản, Trung Quốc ... từ đó TS đã nghiên cứu, lựa chọn mô hình và bước đi thích hợp để thành lập thị trường chứng khoán ở Việt Nam. Nghiên cứu này đã được hoàn thành vào năm 2001 và ứng dụng thực tiễn vào việc thành lập thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

Đi sâu về hoạt động phát hành chứng khoán của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán, năm 2005, TS. Đoàn Thanh Tùng đã nghiên cứu *“Thúc đẩy phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng tại Việt Nam”*. Cùng với kinh nghiệm thực tế, TS đã nghiên cứu, phân tích, đánh giá thực trạng các doanh nghiệp phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng và đưa ra giải pháp thúc đẩy phát hành lần đầu ra công chúng tại Việt Nam.

Xác định rõ vai trò của TTCK là một kênh dẫn vốn quan trọng của nền kinh tế, Thủ tướng chính phủ Nguyễn Tấn Dũng đã phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020 là:

Phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc thị trường vốn Việt Nam, trong đó thị trường chứng khoán đóng vai trò chủ đạo; từng bước đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính, góp phần đắc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế; đảm bảo tính công khai, minh bạch, duy trì trật tự, an toàn, hiệu quả, tăng cường quản lý, giám sát thị trường; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động

hội nhập thị trường tài chính quốc tế. Phần đầu đến năm 2020, thị trường vốn Việt Nam phát triển tương thị trường các nước trong khu vực.

Như vậy, có thể thấy chưa có nhiều nghiên cứu tập trung về các hoạt động tài chính của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Do vậy, những vấn đề đặc thù đối với hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam cả về lý luận và thực tiễn hiện nay chưa được đề cập nhiều trong các công trình nghiên cứu trước đó mà nghiên cứu sinh được biết.

### **3. Mục đích nghiên cứu của luận án.**

- Nghiên cứu các vấn đề lý luận cơ bản về thị trường chứng khoán và hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

- Phân tích và đánh giá thực trạng hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam, phân tích các nguyên nhân làm hạn chế hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán.

- Đề xuất các giải pháp nhằm thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

### **4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.**

- Đối tượng nghiên cứu: Hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp (*hoạt động phát hành chứng khoán, hoạt động trả cổ tức, trái tức và hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán*) trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam

- Phạm vi nghiên cứu:

+ *Phạm vi lý thuyết*: Những lý luận cơ bản về hoạt động tài chính của các DNCN trên thị trường chứng khoán.

+ *Phạm vi ngành*: Các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

+ *Phạm vi địa lý*: ở Việt Nam

### **5. Phương pháp nghiên cứu.**

Luận án này sử dụng các phương pháp thống kê, phương pháp phân tích chuỗi giá trị, phương pháp thu thập thông tin chính là: (1) nghiên cứu tại bàn, kế thừa, (2) phỏng vấn bán cấu trúc.

- Nghiên cứu tại bàn, kế thừa.

Để tổng hợp bối cảnh làm cơ sở cho luận án này, tác giả sẽ tìm hiểu kỹ lưỡng các nguồn thông tin thứ cấp về các doanh nghiệp công nghiệp ở Việt Nam hiện nay, kể cả các doanh nghiệp công nghiệp đã cổ phần hoá và niêm yết trên thị trường chứng khoán cũng như những doanh nghiệp chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán. Trước hết tác giả xem xét các số ít nghiên cứu và báo cáo về vấn đề này như: Kế hoạch phát triển kinh tế xã hội năm 2006-2010”; báo cáo “Thực trạng công tác cổ phần hoá các doanh nghiệp công nghiệp (năm 2006)”; báo cáo “Tình hình doanh nghiệp dân doanh và định hướng phát triển giai đoạn 2008-2010”; báo cáo “thường niên của UBCKNN hàng năm (2000-2007). Sau đó các tờ báo được tham khảo như: “Doanh nghiệp” của Hiệp hội doanh nghiệp TP Hà Nội, Hà nội mới, Diễn đàn doanh nghiệp, Vietnam Economic Times, Vietnam Investment Review....Ngoài ra tác giả tham khảo số liệu công bố tại các trang Web.

- Khảo sát, phỏng vấn chuyên gia.

Tác giả sẽ tiến hành khảo sát các tập đoàn kinh tế, các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Tác giả cũng sẽ tiến hành 25 cuộc phỏng vấn, dự tính 15 cuộc với 15 lãnh đạo doanh nghiệp công nghiệp, 10 lãnh đạo của các doanh nghiệp khác tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh, 02 cuộc phỏng vấn với các quan chức địa phương thông qua việc sử dụng câu hỏi bán cấu trúc.

Bên cạnh phương pháp phân tích kinh nghiệm thực tiễn của một số tập đoàn kinh tế tại một số nước có điều kiện tương đồng, Luận án đặc biệt chú trọng tham khảo các tài liệu nghiên cứu, các mô hình lý thuyết và thực nghiệm về hoạt động tài chính của các DNCN trên thị trường chứng khoán đã được chứng minh và áp dụng thành công của các học giả uy tín trong và ngoài nước. Đặc biệt, trong phần đánh giá tổng quát về hoạt động tài chính của các DNCN trên thị trường chứng khoán, Luận án sử dụng mô hình SWOT để phân tích nhằm làm rõ điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và thách thức đối với hoạt động tài chính của các DNCN trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

## **6. Những đề xuất và đóng góp của luận án.**

Luận án này có ý nghĩa to lớn cả về tính khoa học và thực tiễn. Về tính khoa học luận án sẽ tập hợp một cách có hệ thống các vấn đề liên quan đến Hoạt

động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp, xác định xem hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán như thế nào là hiệu quả dựa trên những nghiên cứu của thế giới và Việt Nam. Trên cơ sở tập hợp những lý luận này, tác giả sẽ giúp doanh nghiệp có những giải pháp thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp nhằm khai thác tính kinh tế dựa vào hoạt động của thị trường chứng khoán. Đây sẽ là một đóng góp của tác giả về mặt khoa học trong việc đưa các lý luận vào áp dụng trong thực tiễn cho các doanh nghiệp.

Luận án cũng có những đóng góp quan trọng về mặt thực tiễn. Việc đưa ra những giải pháp thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán là một động lực thúc đẩy các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán, nâng cao năng lực cạnh tranh từ đó giúp cho các doanh nghiệp công nghiệp khẳng định được vai trò của mình trong việc tạo ra sức mạnh tổng hợp trong cộng đồng các doanh nghiệp Việt Nam.

Các giải pháp đối với doanh nghiệp công nghiệp và các giải pháp phát triển thị trường chứng khoán mà tác giả đề cập đến trong nghiên cứu này nhằm khai thác hiệu quả kinh tế của các doanh nghiệp công nghiệp đối với hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán.

## **7. Kết cấu của luận án.**

Luận án gồm 225 trang. Ngoài phần mở đầu, kết luận, phụ lục và các chữ viết tắt, tài liệu tham khảo, nội dung của luận án được chia làm 3 Chương, cụ thể như sau:

Chương 1: Cơ sở lý luận và thực tiễn về hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán.

Chương 2: Thực trạng hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

Chương 3: Giải pháp thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

Phần cuối là kết luận và các kiến nghị liên quan đến giải pháp thúc đẩy hoạt động tài chính của các DNCN trên TTCK ở Việt Nam.

## Chương 1

### NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

#### 1.1. Tổng quan về thị trường chứng khoán.

##### 1.1.1. Khái niệm về thị trường chứng khoán.

Thị trường chứng khoán ra đời từ rất lâu và được xem là đặc trưng cơ bản, là biểu tượng của nền kinh tế hiện đại. Ngày nay, hầu hết các nước đều có thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán trở thành một bộ phận không thể thiếu của nền kinh tế thị trường.

Có nhiều quan niệm khác nhau về Thị trường Chứng khoán, đa số các nhà kinh tế đều cho rằng “ *thị trường chứng khoán được đặc trưng bởi thị trường vốn* ”, là nơi diễn ra hoạt động mua, bán vốn thời hạn ít nhất là trên một năm [7]. Như vậy, theo khái niệm này thì thị trường chứng khoán chỉ bao gồm các hoạt động giao dịch đối với các công cụ tài chính dài hạn như trái phiếu Chính phủ, cổ phiếu và trái phiếu công ty, còn lại các giao dịch đối với các công cụ ngắn hạn ở thị trường tiền tệ như tín phiếu Kho bạc, chứng chỉ tiền gửi ngân hàng, v.v..., sẽ không thuộc phạm vi hoạt động của thị trường chứng khoán.

Vào thế kỷ từ 15 đến thế kỷ 18, tại hầu hết các trung tâm giao dịch ở Châu Âu, đối tượng mua bán phổ biến và chủ yếu là các hình thức trái phiếu Chính phủ, ngoài ra ở một số trung tâm khác gồm cả các phiếu nợ dài hạn của các công ty. Những công cụ tài chính này chính là các công cụ nợ trung và dài hạn thuộc phạm vi của thị trường vốn. Sang đến thế kỷ 19, với sự phát triển mạnh mẽ của hình thức công ty cổ phần do những ưu thế tuyệt đối của mô hình công ty loại này, đối tượng mua bán chiếm tỷ trọng tuyệt đối và nhộn nhịp nhất tại các Sở giao dịch chứng khoán là cổ phiếu. Như vậy, trong giai đoạn đầu hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán, tại hầu hết các trung tâm giao dịch ở các nước Châu Âu, Bắc Mỹ và các nước khác, đối tượng mua bán chủ yếu là các loại trái phiếu Chính phủ, trái phiếu công ty và cổ phiếu. Tuy nhiên, tại những nơi khác ngoài các trung tâm giao dịch nói trên, các giấy tờ có giá với thời hạn ngắn hơn vẫn được mua đi bán lại bởi công chúng, các doanh nghiệp và các trung gian tài chính. Đặc biệt, đến giai đoạn hiện nay, các loại công cụ tài chính ngắn hạn (các công cụ nợ có thời hạn dưới một năm) như tín phiếu kho bạc, tín phiếu ngân

hàng, chứng chỉ tiền gửi, v.v..., được coi như là hàng hoá của thị trường chứng khoán và được giao dịch rất nhộn nhịp. Những giao dịch này cũng là một bộ phận quan trọng của hệ thống thị trường tài chính của các nước trên thế giới. Các công cụ nợ ngắn hạn nói trên cũng là chứng khoán và luôn có tính thanh khoản rất cao, chúng không chỉ là công cụ hiệu quả trong việc đáp ứng khả năng thanh toán ngân sách Nhà nước, các doanh nghiệp cũng như các trung gian tài chính, phù hợp với các nhà đầu tư không ưa thích mạo hiểm, mà giá cả của chúng tương đối nhạy cảm trên thị trường trong điều kiện tự do hoá lãi suất, chính vì vậy, các công cụ này được mua bán rất nhộn nhịp trên thị trường. Như vậy, nếu quan niệm thị trường chứng khoán là nơi mua bán vốn với thời hạn ít nhất là trên một năm sẽ không phản ánh đầy đủ các hoạt động của thị trường chứng khoán, vô hình dung đã bỏ qua một mảng hoạt động giao dịch mua bán các công cụ tài chính ngắn hạn khá quan trọng và có xu hướng ngày càng phát triển trong nền kinh tế hiện đại, đặc biệt là ở các nước phát triển.

Cũng có quan điểm cho rằng thị trường chứng khoán là nơi diễn ra các hoạt động mua bán tất cả các loại giấy tờ có giá [11]. Với quan điểm này cũng không phù hợp, vì phạm vi quá rộng so với hoạt động thực tế của thị trường chứng khoán, bởi lẽ không phải bất cứ loại giấy tờ có giá nào cũng được coi là chứng khoán, chỉ có những giấy tờ có giá xác định vốn đầu tư (tư bản đầu tư), xác nhận quyền sở hữu hoặc quyền đòi nợ hợp pháp, bao gồm các điều kiện về thu nhập và tài sản trong một thời hạn nào đó và có khả năng chuyển nhượng mới được gọi là chứng khoán.

Nói một cách khách quan, đầy đủ, chính xác và phù hợp với hoạt động thực tế của thị trường chứng khoán nói chung trên thế giới, thì thị trường chứng khoán được định nghĩa là một thị trường mà ở nơi đó người ta mua bán, chuyển nhượng, trao đổi chứng khoán nhằm mục đích kiếm lời. Tuy nhiên, đó có thể là TTCK tập trung hoặc phi tập trung. Chứng khoán được hiểu là các giấy tờ có giá hay bút toán ghi sổ, nó cho phép chủ sở hữu có quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản của tổ chức phát hành. Các quyền yêu cầu này có sự khác nhau giữa các loại chứng khoán, tùy theo tính chất sở hữu chúng. Chẳng hạn, với chứng khoán nợ, như trái phiếu, chủ sở hữu có quyền được nhận lãi định kỳ và nhận toàn bộ giá trị cam kết, sau một thời hạn nhất định, từ giá trị tài sản của tổ chức phát hành.

Khác với chứng khoán nợ, cổ phiếu xác nhận quyền sở hữu của cổ đông đối với một phần tài sản khi công ty được bán đi, kèm theo với một phần lợi nhuận do tài sản đó làm ra [8]. Ngoài ra, cổ đông còn có quyền tham gia quản lý công ty thông qua quyền tham gia và bỏ phiếu tại Đại hội đồng cổ đông, quyền mua trước đối với cổ phiếu phát hành thêm. Với các đặc trưng này, chứng khoán được xem là các tài sản tài chính mà giá trị của nó phụ thuộc vào giá trị kinh tế cơ bản của các quyền của chủ sở hữu đối với tổ chức phát hành.

Hàng hoá trên thị trường chứng khoán bao gồm tất cả các công cụ tài chính mang lại quyền đòi nợ - trái phiếu và tín phiếu; các công cụ tài chính có tính chất tham gia sở hữu - cổ phiếu [12]. Chứng khoán có thể là công cụ tài chính dài hạn trên thị trường vốn mà cũng có thể là các công cụ tài chính ngắn hạn trên thị trường tiền tệ. Chủ thể tham gia trên thị trường chứng khoán bao gồm người phát hành, nhà đầu tư và những định chế trung gian tài chính tham gia kinh doanh, cung cấp dịch vụ và thực hiện điều tiết giám sát thị trường. Các phương thức giao dịch trên thị trường chứng khoán rất đa dạng nhưng đều mang những đặc điểm chung là tính cạnh tranh hoàn hảo và tính liên tục.

*Như vậy, theo tác giả, quan niệm về thị trường chứng khoán là một thị trường mà ở nơi đó người ta mua bán, chuyển nhượng, trao đổi chứng khoán nhằm mục đích kiếm lời sẽ phản ánh đầy đủ tất cả các hoạt động giao dịch của các chủ thể tham gia cũng như tất cả các loại chứng khoán được mua bán, trao đổi trên các bộ phận thị trường.*

### **1.1.2. Phân loại thị trường chứng khoán.**

Tuỳ theo mục đích nghiên cứu, người ta có thể phân loại thị trường chứng khoán theo các tiêu chí khác nhau. Tuy nhiên, theo tác giả có ba cách phân loại phổ biến nhất hiện nay đang được sử dụng đó là: Phân loại theo hàng hoá, phân loại theo hình thức tổ chức thị trường và phân loại theo quá trình luân chuyển vốn:

#### **1.1.2.1. Phân loại theo hàng hoá.**

Theo các loại hàng hoá được mua bán trên thị trường chứng khoán, người ta có thể phân thị trường chứng khoán thành thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu và thị trường các công cụ phái sinh.

Thị trường trái phiếu là thị trường mà hàng hoá được mua bán tại đó là các trái phiếu [9]. Trái phiếu thường có thời hạn xác định, có thể là trung hạn và dài

hạn, những nhà đầu tư không ưa thích mạo hiểm thường thích tham gia thị trường trái phiếu.

Thị trường cổ phiếu là nơi giao dịch, mua bán, trao đổi các giấy tờ xác nhận cổ phần đóng góp của cổ đông. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty và phải chịu trách nhiệm trong phần đóng góp của mình. Cổ phiếu sẽ cho phép họ có quyền yêu cầu đối với lợi nhuận sau thuế của công ty cũng như đối với tài sản của công ty khi tài sản này được đem bán. Cổ phiếu không có thời hạn xác định.

Thị trường các công cụ phái sinh là nơi các chứng khoán phái sinh được mua và bán. Tiêu biểu cho các công cụ này là hợp đồng kỳ hạn (Future Contracts), hợp đồng quyền chọn (Options) [9]. Thị trường này ngày càng trở nên quan trọng đối với các nhà quản lý tài chính. Nó cung cấp các công cụ phòng vệ hữu hiệu, đồng thời cũng là công cụ đầu cơ lý tưởng cho các nhà đầu tư.

Ba thị trường trên là ba thành tố cơ bản cấu thành lên thị trường chứng khoán, tùy thuộc vào sự phát triển của mỗi nền kinh tế, các thị trường này sẽ có sự phát triển khác nhau, đối với những nền kinh tế phát triển, thị trường các công cụ dẫn suất sẽ rất phát triển, tuy nhiên đối với thị trường chứng khoán mới mẻ như Việt Nam thì thị trường này lại rất trầm lắng.

#### **1.1.2.2. Phân loại theo quá trình luân chuyển vốn.**

Dựa vào quá trình luân chuyển vốn, thị trường được phân thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

Thị trường sơ cấp hay còn gọi là thị trường cấp 1 (Primary Market) là thị trường phát hành các chứng khoán. Tại thị trường này, giá cả chứng khoán là giá phát hành, việc mua bán chứng khoán trên thị trường sơ cấp làm tăng vốn cho nhà phát hành. .

Thị trường thứ cấp là thị trường giao dịch mua bán, trao đổi những chứng khoán đã được phát hành nhằm mục đích kiếm lời, di chuyển vốn đầu tư hay di chuyển tài sản xã hội.

Thị trường sơ cấp sẽ là kênh thu hút vốn quan trọng cho các doanh nghiệp cũng như Chính phủ thông qua việc phát hành chứng khoán. Trong khi đó thị



trường thứ cấp sẽ làm tăng tính thanh khoản của các loại chứng khoán được phát hành.

### **1.1.2.3. Phân loại theo hình thức tổ chức của thị trường.**

Nếu dựa vào cách thức tổ chức của thị trường, ta có thể phân chia thị trường chứng khoán thành các Sở giao dịch (Stock Exchange) và thị trường giao dịch phi tập trung (Over – The – Counter Market).

Đối với các Sở giao dịch, người mua và người bán (hoặc đại lý, môi giới của họ) gặp nhau tại một địa điểm nhất định để tiến hành giao dịch mua bán, trao đổi chứng khoán. Chính vì vậy, theo tác giả còn có thể gọi Sở giao dịch chứng khoán là thị trường tập trung, đây sẽ là nơi giao dịch mua bán, trao đổi các chứng khoán của các công ty lớn, hoạt động có hiệu quả [9]. Sở giao dịch chứng khoán được quản lý một cách chặt chẽ bởi Ủy ban chứng khoán nhà nước, các giao dịch chịu sự điều tiết của Luật Chứng khoán và thị trường chứng khoán.

*“Thị trường giao dịch phi tập trung là thị trường không có địa điểm tập trung những người môi giới, những người kinh doanh chứng khoán như ở Sở giao dịch chứng khoán, không có khu vực giao dịch cụ thể, hoạt động diễn ra ở mọi lúc mọi nơi, vào thời điểm và tại chỗ mà những người có nhu cầu mua bán chứng khoán gặp gỡ nhau. Đây là loại thị trường bậc cao, được tự động hóa cao độ, hàng ngàn hãng môi giới trong cả nước giao dịch mua bán chứng khoán với nhau thông qua hệ thống điện thoại và hệ thống vi tính nối mạng”* [16]. TTCK phi tập trung là thị trường mà các giao dịch mua bán chứng khoán không diễn ra tại một thời điểm tập trung nhất định, giá cả giao dịch chứng khoán được xác lập thông qua cơ chế thỏa thuận giữa người mua và người bán có sự tham gia tích cực của các nhà tạo lập thị trường. Hàng hóa giao dịch trên thị trường chủ yếu là chứng khoán chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường tập trung, các giao dịch được thực hiện thông qua mạng điện tử diện rộng, có sự quản lý chặt chẽ của Nhà nước và các tổ chức tự quản.

### **1.1.3. Vai trò của thị trường chứng khoán.**

Thị trường chứng khoán đóng một vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy quá trình phát triển kinh tế. Không có nền kinh tế nào có thể phát triển thịnh vượng mà không có thị trường chứng khoán. Vai trò của thị trường chứng khoán được thể hiện trên các giác độ sau:

**Thứ nhất,** thị trường chứng khoán là kênh thu hút vốn rất quan trọng cho nền kinh tế nói chung và các doanh nghiệp nói riêng, thông qua việc cung cấp các công cụ chuyển nguồn tiết kiệm thành đầu tư và cho phép sử dụng các nguồn lực khan hiếm này một cách có hiệu quả. Do các công cụ của thị trường chứng khoán có tính thanh khoản rất cao, trên cơ sở đó có thể tạo điều kiện cho việc tích tụ, tập trung và phân phối vốn trung hạn và dài hạn trong nền kinh tế. Ở Hàn Quốc, thị trường chứng khoán đã đóng vai trò không nhỏ đối với sự tăng trưởng kinh tế trong hơn ba mươi năm cho tới cuối thập kỷ 90. Đối với Việt Nam, mặc dù thị trường chứng khoán còn rất non trẻ, nhưng năm 2007, tổng vốn hoá thị trường đạt mức 490.000 tỷ đồng, tương đương 43% GDP. Thông qua thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp có thể thu hút được một lượng vốn rất lớn cho hoạt động kinh doanh của mình, giúp doanh nghiệp có khả năng đầu tư phát triển sản xuất kinh doanh.

**Thứ hai,** thị trường chứng khoán góp phần nâng cao hiệu quả kinh tế. Để có được cơ hội phát hành chứng khoán kêu gọi vốn đầu tư và đặc biệt để chứng khoán phát hành ra được niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán, các công ty phải hoạt động kinh doanh có hiệu quả và có tình hình tài chính lành mạnh. Thị trường chứng khoán là nhân tố thúc đẩy và củng cố hạch toán kinh tế, nâng cao hiệu quả và tính hợp pháp, hợp lệ trong quá trình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Khi thực hiện thu hút vốn thông qua thị trường chứng khoán, doanh nghiệp bắt buộc phải thực hiện hoạt động sản xuất kinh doanh một cách có hiệu quả để có thể thu hút được các công chúng đầu tư đến với doanh nghiệp. Thông qua thị trường chứng khoán, một mặt doanh nghiệp huy động được vốn, mặt khác cũng thu hút thêm các nhà đầu tư mới tham gia vào quản lý doanh nghiệp. Đây là động lực của tăng trưởng, là cơ sở cho sự cạnh tranh lành mạnh giữa các ngành.

**Thứ ba,** Thị trường chứng khoán tạo điều kiện cho việc tách bạch giữa sở hữu và quản lý. Khi quy mô doanh nghiệp tăng lên, môi trường kinh doanh trở nên phức tạp hơn, nhu cầu về quản lý chuyên trách cũng tăng theo. Thị trường chứng khoán tạo điều kiện cho việc tiết kiệm vốn và chất xám. Thị trường chứng khoán cũng tạo điều kiện thúc đẩy quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước.

**Thứ tư,** thị trường chứng khoán làm tăng hiệu quả của quá trình quốc tế hoá, việc mở cửa thị trường chứng khoán làm tăng tính lỏng và cạnh tranh trên thị trường quốc tế. Điều này cho phép các công ty có thể huy động nguồn vốn rẻ hơn, tăng cường đầu tư từ nguồn tiết kiệm bên ngoài, đồng thời tăng cường khả năng cạnh tranh quốc tế và mở rộng các cơ hội kinh doanh của các công ty trong nước.

**Thứ năm,** thị trường chứng khoán tạo cơ hội cho Chính phủ huy động các nguồn lực tài chính mà không tạo áp lực về lạm phát, đồng thời tạo các công cụ cho việc thực hiện chính sách tài chính tiền tệ của Chính phủ. Là một kênh dẫn chuyển vốn trong nền kinh tế, thị trường chứng khoán trở thành một công cụ điều tiết của Chính phủ thông qua việc kiểm soát, tác động đến cơ cấu và tổng đầu tư của nền kinh tế, điều chỉnh nhịp độ tăng trưởng, sản lượng, mặt bằng giá cả và giải quyết các vấn đề về lao động, tỷ lệ thất nghiệp.

**Thứ sáu,** thị trường chứng khoán cung cấp một dự báo tuyệt vời về các chu kỳ kinh doanh trong tương lai, cung cấp thông tin phản ánh tình hình về sự phát triển của nền kinh tế. Việc thay đổi giá chứng khoán có xu hướng đi trước chu kỳ kinh doanh. Chức năng thông tin này cho phép Chính phủ cũng như các công ty đánh giá kế hoạch đầu tư cũng như việc phân bổ các nguồn lực của họ. Thị trường chứng khoán cũng có thể tạo điều kiện cho việc tái cấu trúc nền kinh tế.

**Thứ bảy,** thị trường chứng khoán thúc đẩy các công ty làm ăn có hiệu quả, sổ sách, báo cáo tài chính rõ ràng, minh bạch. Từ đó, tạo thói quen công khai hoá thông tin, đổi mới quản lý để lành mạnh hoá tình hình tài chính, góp phần trong sạch hoá môi trường kinh doanh trong xã hội.

Mặc dù thị trường chứng khoán có nhiều tác động tích cực tới nền kinh tế, tuy nhiên, cũng phải thừa nhận rằng thị trường chứng khoán cũng có những tác động tiêu cực. Như chúng ta đã biết, thị trường chứng khoán hoạt động trên cơ sở thông tin hoàn hảo. Song tại các thị trường mới nổi, thông tin không được chuyển tải đầy đủ và như nhau tới các nhà đầu tư. Việc quyết định giá cả, mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư không dựa trên cơ sở thông tin và xử lý thông tin. Như vậy, giá cả chứng khoán không phản ánh giá trị kinh tế cơ bản của công ty và không trở thành cơ sở để phân phối một cách có hiệu quả các nguồn lực.

Một tác động tiêu cực khác của thị trường chứng khoán là các hành vi đầu cơ tài chính, gây rối loạn thị trường chứng khoán và làm tổn thất chung cho quyền lợi người mua và người bán, có thể gây ra hậu quả không nhỏ đối với nền kinh tế.

Bên cạnh nạn đầu cơ là các hoạt động nội gián. Một số cá nhân lợi dụng thông tin nội bộ của các đơn vị kinh tế hoặc gian lận trong quá trình tham gia đấu giá để kinh doanh chứng khoán cho lợi ích riêng của họ, gây thiệt hại cho các nhà đầu tư khác.

Ngoài ra, thị trường chứng khoán có thể làm phát triển những mặt trái của nền kinh tế thị trường. Với việc mua cổ phiếu của các doanh nghiệp lớn trong nước có thể giữ được một tỷ lệ khống chế để thôn tính lẫn nhau, gây cạnh tranh không lành mạnh trong sản xuất kinh doanh. Thị trường chứng khoán cũng góp phần làm phân hoá các tầng lớp dân chúng trong cộng đồng, khoảng cách thu nhập giữa người giàu và người nghèo ngày càng lớn. Ngoài ra, nếu không có sự quản lý và kiểm soát một cách có hiệu quả đối với thị trường chứng khoán, nền kinh tế sẽ phải chịu những ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường tài chính quốc tế.

Như vậy, có thể nói rằng, thị trường chứng khoán có một vai trò hết sức quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế nói chung cũng như sự phát triển của các doanh nghiệp nói riêng, với sự phát triển mạnh mẽ và bền vững của thị trường chứng khoán sẽ là một nhân tố quan trọng thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế. Vấn đề đặt ra với mỗi một doanh nghiệp là phải tận dụng được những điểm mạnh của thị trường chứng khoán cho sự phát triển của mình.

#### **1.1.4. Các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán.**

Thị trường chứng khoán là một thực thể phức tạp mà ở đó có sự tham gia của rất nhiều các chủ thể khác nhau, theo quan điểm của tác giả, các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán bao gồm:

##### **1.1.4.1. Chính phủ.**

Chính phủ tham gia vào thị trường chứng khoán với hai tư cách:

**Thứ nhất**, Chính phủ với tư cách là người tổ chức và quản lý thị trường mà đại diện ở đây là Ủy ban chứng khoán Nhà nước, cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Ngoài ra, còn có các tổ chức khác

như Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính, các Bộ chủ quản cũng có vai trò quan trọng trong hoạt động quản lý đối với các thành viên tham gia thị trường.

**Thứ hai,** Chính phủ tham gia thị trường như là một nhà phát hành và kinh doanh chứng khoán. Để tài trợ cho các dự án đầu tư hoặc chi tiêu dùng, Chính phủ có thể phát hành chứng khoán để huy động vốn. Trái phiếu Chính phủ, Tín phiếu kho bạc là loại hàng hoá chủ đạo của thị trường chứng khoán.

#### **1.1.4.2. Nhà phát hành.**

Nhà phát hành là chủ thể quan trọng của thị trường chứng khoán, nhà phát hành bao gồm các tổ chức thực hiện việc huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán, gồm: Chính phủ, chính quyền địa phương (đây là nhà phát hành trái phiếu chính phủ và trái phiếu địa phương) và các công ty (đây là nhà phát hành cổ phiếu và trái phiếu công ty).

#### **1.1.4.3. Nhà đầu tư.**

Nhà đầu tư là những người thực sự mua bán chứng khoán trên thị trường chứng khoán. Theo tác giả, nhà đầu tư được chia làm hai loại: Nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức.

Nhà đầu tư cá nhân là những người có vốn nhàn rỗi tạm thời, tham gia mua bán trên thị trường chứng khoán nhằm mục đích kiếm lời. Tuy nhiên, trong đầu tư thì lợi nhuận và rủi ro tương quan tỷ lệ thuận. Chính vì vậy, các nhà đầu tư cá nhân luôn phải lựa chọn các hình thức đầu tư phù hợp với khả năng cũng như chấp nhận rủi ro của mình.

Nhà đầu tư có tổ chức hay còn gọi các định chế đầu tư, thường xuyên mua bán chứng khoán với số lượng lớn. Một số nhà đầu tư chuyên nghiệp chính trên thị trường chứng khoán là các công ty đầu tư, các công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư. Đầu tư thông qua các tổ chức có ưu điểm nổi bật là có thể đa dạng hoá danh mục đầu tư và các quyết định đầu tư được thực hiện bởi các chuyên gia có kinh nghiệm. Một bộ phận quan trọng của các tổ chức đầu tư là các công ty tài chính.

#### **1.1.4.4. Các trung gian tài chính.**

Các trung gian tài chính là một chủ thể quan trọng của thị trường chứng khoán với tư cách là nhà phát hành chứng khoán, nhà kinh doanh chứng khoán và là thành viên hỗ trợ cho hoạt động của thị trường chứng khoán thông qua các nghiệp vụ đại lý, bảo lãnh phát hành, tư vấn và môi giới đầu tư, cho vay chứng

khoán và cho vay để mua chứng khoán, thanh toán và quản lý chứng khoán quản lý danh mục đầu tư và quản lý quỹ đầu tư. Các trung gian tài chính bao gồm các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại, các công ty tài chính, các quỹ đầu tư...

Trong số bốn chủ thể trên thì Chính phủ là chủ thể định hướng và quản lý thị trường, trong khi đó, các nhà phát hành sẽ là những chủ thể cung cấp hàng hoá cho thị trường để các nhà đầu tư thực hiện mua bán chứng khoán. Bên cạnh đó các trung gian tài chính sẽ là nhân tố hỗ trợ cho hoạt động của các nhà phát hành và các nhà đầu tư.

### **1.1.5. Các hoạt động cơ bản của thị trường chứng khoán.**

Có thể nói rằng, các hoạt động của thị trường chứng khoán diễn ra rất đa dạng và phức tạp, tuy nhiên, có thể khái quát hoạt động của thị trường bao gồm:

#### **1.1.5.1. Các hoạt động trên thị trường sơ cấp.**

Hoạt động trên thị trường sơ cấp bao gồm phát hành chứng khoán và chuẩn bị đưa chứng khoán vào giao dịch ở thị trường thứ cấp. Tại thị trường sơ cấp, những doanh nghiệp có nhu cầu về vốn sẽ phát hành các loại chứng khoán để thu hút vốn và các loại chứng khoán này sẽ được mua bán lần đầu tiên. Trên thị trường sơ cấp, vốn từ các nhà đầu tư sẽ chuyển sang nhà phát hành thông qua việc nhà đầu tư mua các chứng khoán mới phát hành. Việc mua bán diễn ra giữa chủ thể phát hành chứng khoán với các tổ chức tài chính, các doanh nghiệp, các nhà đầu tư cá nhân [12]. Thực chất là các chủ thể phát hành chứng khoán chuyển giao chứng cho các tổ chức đại diện phát hành hay các trung gian tài chính. Để số chứng khoán này có thể được đưa vào giao dịch trên thị trường thứ cấp đòi hỏi phải có sự đánh giá, phân loại theo những tiêu thức khác nhau. Một số chứng khoán hội đủ các tiêu chuẩn theo quy định của Nhà nước sẽ được lựa chọn quảng cáo và được niêm yết tại Sở giao dịch, số còn lại không đủ tiêu chuẩn sẽ được giao dịch trên thị trường phi tập trung. Như vậy, theo tác giả, hoạt động chủ yếu của thị trường sơ cấp là những hoạt động phát hành, quảng bá và chuẩn bị đưa loại chứng khoán vào giao dịch.

#### **1.1.5.2. Hoạt động của thị trường thứ cấp.**

Khác với hoạt động của thị trường sơ cấp, hoạt động thị trường thứ cấp diễn ra rất đa dạng phong phú và phức tạp với sự tham gia của đầy đủ các chủ thể và thông qua tất cả các phương thức giao dịch khác nhau. Hoạt động thị

trường thứ cấp thông qua hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán và hoạt động của thị trường phi tập trung.

*a. Hoạt động tại Sở giao dịch chứng khoán.*

Hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán diễn ra trên sàn giao dịch, tại đây các nhà môi giới tại sàn của các tổ chức kinh doanh chứng khoán là thành viên của Sở sẽ tiến hành thương lượng và đấu giá để mua bán các chứng khoán trên cơ sở các lệnh đặt hàng của khách hàng được chuyển đến. Người tổ chức thực hiện các cuộc đấu giá tại sàn giao dịch là các chuyên gia chứng khoán.

Với sự phát triển vượt bậc của ngành công nghệ thông tin, tại các sàn giao dịch, những phương tiện thủ công với các phương thức giao dịch và đấu giá truyền thống đã dần được thay bằng những phương tiện hiện đại với các phương thức giao dịch và đấu giá tự động. Dù hoạt động theo phương thức nào, thì bất cứ một hoạt động giao dịch tại sở giao dịch chứng khoán cũng phải tuân theo các nguyên tắc cơ bản sau:

Nguyên tắc cạnh tranh (đấu giá) quy định rằng giá cả của chứng khoán phải được hình thành thông qua đấu giá, thương lượng giữa các nhà môi giới mua và môi giới bán trên cơ sở quan hệ cung cầu của loại chứng khoán đó trên thị trường, hoàn toàn không có sự áp đặt về giá [9]. Nguyên tắc này đảm bảo cho việc hình thành giá cả một cách khách quan, phù hợp với thị trường và tránh được những sai lầm mang tính chất cá nhân, chủ quan gây ra hậu quả nghiêm trọng cho thị trường và toàn bộ cộng đồng nhà đầu tư.

Nguyên tắc trung gian đòi hỏi “những người muốn mua hay muốn bán chứng khoán không tiến hành giao dịch trực tiếp với nhau mà phải thông qua các nhà trung gian môi giới. Mục đích của nguyên tắc này là đảm bảo cho thị trường chứng khoán hoạt động một cách ổn định, lành mạnh, hợp pháp, và bảo vệ quyền lợi chính đáng của nhà đầu tư, đồng thời tránh được những hiện tượng tiêu cực trong kinh doanh chứng khoán như giá chứng khoán và các hành vi lừa đảo khác.

Nguyên tắc công khai đòi hỏi tất cả các hoạt động trên thị trường chứng khoán đều phải đảm bảo tính công khai, minh bạch. Nguyên tắc này đảm bảo cho các nhà đầu tư được cung cấp thông tin đầy đủ, trung thực như nhau, tạo điều kiện cho họ đưa ra các quyết định sử dụng số vốn của mình một cách hiệu quả,

đồng thời đảm bảo cho thị trường hoạt động một cách lành mạnh, chống các hoạt động tiêu cực và nội gián.

*b. Hoạt động của thị trường phi tập trung (OTC).*

Thị trường OTC là một loại thị trường chứng khoán xuất hiện sớm nhất. Thị trường được mang tên này từ khi chứng khoán được mua bán thẳng qua quầy của các ngân hàng, các công ty chứng khoán hay các tổ chức tương tự. Thị trường sau đó phát triển bao gồm một mạng lưới các nhà môi giới và tự doanh chứng khoán mua bán với nhau và với các nhà đầu tư, diễn ra ở bất kỳ địa điểm thuận lợi nào và không có một địa điểm tập trung của các bên mua bán chứng khoán như đối với thị trường sở giao dịch. Cơ chế xác lập giá là thương lượng giá giữa bên mua và bên bán, khác với cơ chế đấu giá tập trung như thị trường sở giao dịch. Việc thoả thuận giá được thực hiện giữa các nhà kinh doanh chứng khoán với nhau. Giá được hình thành qua thương lượng riêng nên thường phụ thuộc vào từng nhà kinh doanh chứng khoán và tại một thời điểm có nhiều mức giá được hình thành. Chứng khoán được giao dịch trên thị trường chủ yếu là chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên sở giao dịch, có độ rủi ro cao hơn so với chứng khoán trên thị trường tập trung.

Như vậy, hoạt động của thị trường sơ cấp sẽ là cơ sở cho hoạt động thị trường thứ cấp, thông qua thị trường thứ cấp sẽ làm tăng tính thanh khoản của các hàng hoá được phát hành trên thị trường sơ cấp. Hoạt động của Sở giao dịch là hoạt động chính và sôi nổi nhất của thị trường thứ cấp.

## **1.2. Tổng quan về hoạt động tài chính của DNCN trên TTCK.**

### **1.2.1. Doanh nghiệp công nghiệp và vai trò của DNCN.**

#### **1.2.1.1. Khái niệm doanh nghiệp công nghiệp.**

Công nghiệp là ngành sản xuất vật chất quan trọng, hoạt động chủ yếu của ngành công nghiệp bao gồm: khai thác tài nguyên thiên nhiên tạo ra nguồn nguyên liệu nguyên thủy, hoạt động chế biến các loại sản phẩm của công nghiệp khai thác và của nông, lâm, ngư nghiệp thành các loại sản phẩm khác nhau và hoạt động dịch vụ sửa chữa. Để thực hiện các hoạt động đó, dưới sự tác động của phân công lao động xã hội, trên cơ sở phát triển của khoa học công nghệ, trong nền kinh tế quốc dân đã hình thành lên hệ thống các ngành công nghiệp: khai thác, chế biến và dịch vụ sửa chữa. Doanh nghiệp công nghiệp là những tổ chức thực hiện các hoạt động chủ yếu đó.



Doanh nghiệp công nghiệp là một bộ phận cấu thành của hệ thống doanh nghiệp, theo Luật Doanh nghiệp năm 2005, được Quốc hội khoá VI, kỳ họp thứ 8 thông qua ngày 29 tháng 11 năm 2005, Doanh nghiệp được định nghĩa là tổ chức kinh tế có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch ổn định, được đăng ký kinh doanh theo quy định của pháp luật nhằm mục đích thực hiện các hoạt động kinh doanh. Hoạt động kinh doanh hiểu theo nghĩa chung là việc sử dụng những điều kiện đã và có thể có nhằm mục đích sinh lợi, nó được thực hiện thông qua các hoạt động: sản xuất sản phẩm, buôn bán sản phẩm và thực hiện các dịch vụ khác. Theo luật doanh nghiệp năm 2005 thì hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được hiểu là việc thực hiện liên tục một, một số hoặc tất cả các công đoạn của quá trình đầu tư, từ khai thác, chế biến đến tiêu thụ sản phẩm hoặc cung ứng dịch vụ trên thị trường nhằm mục đích sinh lợi [14].

Từ định nghĩa trên, theo quan điểm của tác giả có thể hiểu, doanh nghiệp công nghiệp, trước hết là một bộ phận cấu thành của hệ thống doanh nghiệp, là một tổ chức kinh tế có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch ổn định, được đăng ký kinh doanh theo quy định của pháp luật nhằm mục đích thực hiện các hoạt động kinh doanh. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của các doanh nghiệp công nghiệp bao gồm các hoạt động khai thác, chế biến (hay còn gọi là sản xuất) và dịch vụ sửa chữa.

Xét trong tổng thể của quá trình tái sản xuất xã hội, hoạt động khai thác là hoạt động khởi đầu toàn bộ của quá trình sản xuất công nghiệp. Hoạt động khai thác bao gồm rất nhiều hoạt động như khai thác dầu khí, khai thác than, khai thác khoáng sản... Chế biến là hoạt động sử dụng các tác động cơ học, lý học, hoá học và sinh học làm thay đổi hình thức, tính chất, kích thước của các nguyên vật liệu nguyên thủy để tạo ra các sản phẩm trung gian và tiếp tục chế biến ra các sản phẩm cuối cùng để đưa vào sử dụng trong sản xuất hoặc sinh hoạt. Từ một hoặc nhiều nguyên vật liệu, hoạt động chế biến có thể tạo ra một hoặc nhiều loại sản phẩm có giá trị sử dụng khác nhau. Sửa chữa là một loại hoạt động dịch vụ quan trọng, dịch vụ sửa chữa công nghiệp ra đời sau hoạt động khai thác và chế biến, sự ra đời và phát triển dịch vụ sửa chữa giữ vị trí quan trọng trong quá trình sản xuất.

### **1.2.1.2. Các loại hình doanh nghiệp công nghiệp.**

Dựa vào các tiêu thức khác nhau, người ta có thể phân chia doanh nghiệp công nghiệp thành các loại hình khác nhau, tuy nhiên, theo tác giả có một số cách phân chia chính như sau:

#### ***a. Căn cứ vào hình thức pháp lý của doanh nghiệp:***

Theo Luật doanh nghiệp 2005 của Việt Nam, phân chia doanh nghiệp thành những loại hình doanh nghiệp cụ thể:

- Doanh nghiệp tư nhân một chủ: là doanh nghiệp do một cá nhân làm chủ và chịu trách nhiệm bằng toàn bộ tài sản của mình về mọi hoạt động của doanh nghiệp.

- Công ty hợp doanh: là doanh nghiệp có từ hai thành viên trở lên là chủ sở hữu chung của công ty, trong đó có ít nhất một thành viên hợp danh (phải là cá nhân) chịu trách nhiệm bằng toàn bộ tài sản của mình về các nghĩa vụ của công ty. Thành viên góp vốn chỉ chịu trách nhiệm về các khoản nợ của công ty trong phạm vi số vốn đã góp vào công ty.

- Công ty trách nhiệm hữu hạn: là doanh nghiệp do một hoặc một số tổ chức, cá nhân góp vốn thành lập và chỉ chịu trách nhiệm về các khoản nợ của công ty trong phạm vi số vốn góp vào công ty. Số lượng thành viên tối đa của công ty là 50 thành viên.

- Công ty cổ phần: Là doanh nghiệp trong đó vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau (gọi là cổ phần) và có ít nhất 03 thành viên là tổ chức hoặc cá nhân cùng góp vốn và chỉ chịu trách nhiệm về các khoản nợ của công ty trong phạm vi phần vốn góp [14].

***b. Căn cứ vào quy mô của doanh nghiệp***, người ta chia doanh nghiệp ra thành doanh nghiệp có quy mô lớn, vừa và nhỏ. Tiêu thức để phân loại doanh nghiệp theo quy mô chủ yếu dựa vào vốn, lao động, doanh thu của doanh nghiệp và tùy từng nền kinh tế khác nhau mà việc phân loại khác nhau. Hiện nay, ở Việt Nam, phân loại doanh nghiệp theo quy mô dựa vào vốn và lao động, được chia ra thành:

- Doanh nghiệp quy mô lớn: là doanh nghiệp có vốn đăng ký trên 10 tỷ đồng hoặc số lao động trung bình hàng năm trên 300 người.

- Doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ: là doanh nghiệp có số vốn đăng ký không quá 10 tỷ đồng và số lao động trung bình hàng năm không quá 300 người.

*c. Căn cứ vào ngành kinh tế - Kỹ thuật*, người ta chia doanh nghiệp theo ngành sản xuất công nghiệp chính của doanh nghiệp. Tùy theo cấp độ phân ngành công nghiệp mà việc phân loại doanh nghiệp cũng được tiến hành khác nhau. Ở Việt Nam, theo phân ngành công nghiệp ở cấp độ 1 như sau:

- Doanh nghiệp công nghiệp khai thác;
- Doanh nghiệp công nghiệp chế biến;
- Doanh nghiệp công nghiệp sản xuất và phân phối điện, nước, khí đốt.

Việc phân chia các doanh nghiệp thành các loại hình khác nhau có ý nghĩa rất quan trọng trong việc quản lý và thúc đẩy sự phát triển của các loại hình doanh nghiệp, bởi lẽ với mỗi loại hình doanh nghiệp khác nhau sẽ có những đặc điểm kinh tế, kỹ thuật đặc trưng riêng, vì vậy cần phải có những giải pháp riêng phù hợp cho từng loại hình doanh nghiệp.

### **1.2.1.3. Vai trò của doanh nghiệp công nghiệp.**

Nói đến nền kinh tế quốc dân chúng ta phải nói đến ba lĩnh vực chính: Công nghiệp, nông nghiệp và dịch vụ. Sự phát triển của công nghiệp là thước đo trình độ phát triển của nền kinh tế. Trong thời kỳ quá độ xây dựng nền kinh tế hàng hoá nhiều thành phần, theo định hướng xã hội chủ nghĩa, thì con đường công nghiệp hoá và hiện đại hoá là bước đi đúng đắn nhất mà Đảng và Nhà nước đã lựa chọn. Công nghiệp hoá là nấc thang tất yếu lịch sử mà bất kỳ một quốc gia nào muốn đạt tới trình độ một quốc gia phát triển đều phải trải qua. Trong điều kiện của tiến bộ khoa học – công nghệ hiện nay, công nghiệp hoá gắn liền với hiện đại hoá. Đối với nước ta, chỉ có thực hiện công nghiệp hoá, hiện đại hoá mới có thể thoát khỏi tình trạng một nước nông nghiệp lạc hậu, khắc phục được nguy cơ tụt hậu. Phát triển công nghiệp là nội dung cơ bản, là điều kiện quyết định để thực hiện thắng lợi công nghiệp hoá, hiện đại hoá. Công nghiệp có vai trò quan trọng như vậy bởi vì công nghiệp sản xuất ra tư liệu sản xuất để trang bị kỹ thuật cho nền kinh tế quốc dân, mà không ngành nào có thể thay thế được. Tốc độ thực hiện tiến bộ khoa học công nghệ phụ thuộc trực tiếp vào trình độ phát triển công nghiệp và cơ cấu ngành công nghiệp. Hơn nữa, công nghiệp chế biến nông, lâm, hải sản làm tăng giá trị của nông sản, thúc đẩy nông nghiệp phát triển. Công nghiệp còn sản xuất ra phần lớn hàng tiêu dùng phục vụ cho đời sống và xuất khẩu.

Từ những phân tích ở trên, theo quan điểm của tác giả, vai trò của doanh nghiệp công nghiệp đối với nền kinh tế quốc dân thể hiện ở những điểm sau:

**Thứ nhất**, sự ra đời và phát triển của các doanh nghiệp công nghiệp sẽ định hướng về tổ chức sản xuất và tổ chức quản lý cho các ngành kinh tế quốc dân. Đặc trưng của các doanh nghiệp công nghiệp là sử dụng hàm lượng công nghệ cao, luôn luôn phải đổi mới, nâng cao trình độ trang bị kỹ thuật và phân công lao động. Chính vì vậy, các doanh nghiệp công nghiệp luôn đi đầu về tổ chức sản xuất xã hội, về phân công lao động xã hội, về trình độ kỹ thuật và về quan hệ sản xuất. Sự đi đầu này của các doanh nghiệp công nghiệp định hướng và chi phối sự phát triển trình độ tổ chức sản xuất của các ngành khác, bởi lẽ:

Các doanh nghiệp công nghiệp tạo ra các kiểu mẫu về tổ chức sản xuất và về phân công lao động xã hội nhằm bảo đảm hiệu quả cao nhất vừa thích ứng với trình độ kỹ thuật được nâng cao, vừa thúc đẩy nâng cao trình độ kỹ thuật của sản xuất. Thông qua quá trình chuyên môn hoá và đa dạng hoá, các doanh nghiệp công nghiệp vừa tạo ra nhu cầu và thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp thuộc các ngành khác cũng như thúc đẩy sự phát triển nông nghiệp theo hướng tập trung chuyên canh, tạo nông sản hàng hoá với khối lượng lớn, chất lượng cao và chi phí thấp.

Thông qua quá trình đổi mới công nghệ sản xuất, đổi mới kỹ thuật, thúc đẩy sự phân công lao động, các doanh nghiệp công nghiệp đã tạo ra những điều kiện để ứng dụng những thành tựu khoa học công nghệ tiên tiến, mặt khác cũng tạo ra những tác nhân thúc đẩy phát triển khoa học công nghệ cho các ngành kinh tế khác.

**Thứ hai**, các doanh nghiệp công nghiệp tạo ra những điều kiện vật chất để thực hiện yêu cầu trang bị và trang bị lại kỹ thuật cho tất cả các ngành kinh tế quốc dân. Như phần trên đã trình bày, các doanh nghiệp công nghiệp bao gồm các doanh nghiệp thuộc nhóm công nghiệp nặng (nhóm A) và các doanh nghiệp công nghiệp thuộc nhóm công nghiệp nhẹ (nhóm B). Sản phẩm và khả năng phát triển của các doanh nghiệp công nghiệp nặng (cơ khí, điện năng, hoá chất...) có ảnh hưởng rất lớn đến phạm vi và trình độ trang bị kỹ thuật của các ngành kinh tế quốc dân. Bởi vì, trong nền kinh tế quốc dân, doanh nghiệp công nghiệp là nơi duy nhất sản xuất và cung ứng các loại tư liệu sản xuất phục vụ thực hiện các nội

dung của tiến bộ khoa học công nghệ. Chính vì vậy, sự phát triển của các doanh nghiệp công nghiệp nặng sẽ tạo ra những tư liệu sản xuất quan trọng cho sự phát triển của các ngành khác. Không chỉ cung cấp các tư liệu sản xuất cho các ngành sản xuất khác, các doanh nghiệp còn hướng dẫn các ngành kinh tế sử dụng các tư liệu sản xuất và các điều kiện vật chất để các ngành sản xuất khác phát huy tác dụng trong việc tăng năng suất lao động, thúc đẩy sự phát triển bền vững của các ngành kinh tế khác.

**Thứ ba**, doanh nghiệp công nghiệp là nhân tố chủ yếu góp phần thực hiện những nhiệm vụ kinh tế - xã hội của đất nước. Sản phẩm của các doanh nghiệp công nghiệp đóng góp phần lớn vào tổng thu nhập quốc dân của nền kinh tế, cung cấp tư liệu sản xuất và tư liệu tiêu dùng cho nền kinh tế. Sự phát triển mạnh mẽ của các doanh nghiệp công nghiệp ở các vùng miền của đất nước đã kéo theo sự giao lưu trao đổi hàng hoá giữa các vùng lãnh thổ, làm giảm dần sự chênh lệch về kinh tế và xã hội giữa các vùng của đất nước. Sự phát triển về quy mô, tốc độ và trình độ khoa học kỹ thuật còn làm thay đổi căn bản tính chất lao động của các ngành, thay đổi cơ cấu lao động xã hội theo hướng tiến bộ.

Như vậy có thể khẳng định rằng, hoạt động của các doanh nghiệp công nghiệp có một vai trò hết sức quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế. Một nền kinh tế phát triển luôn luôn đi liền với một nền công nghiệp hiện đại.

### **1.2.2. Hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp trên TTCK.**

Hoạt động tài chính của doanh nghiệp là những hoạt động liên quan đến những quan hệ giá trị giữa doanh nghiệp với các chủ thể trong nền kinh tế. Có thể khái quát hoạt động tài chính của doanh nghiệp trên các khía cạnh sau:

**Thứ nhất**, Hoạt động liên quan đến quan hệ giữa doanh nghiệp với Nhà nước. Các hoạt động này phát sinh khi doanh nghiệp thực hiện nghĩa vụ thuế đối với Nhà nước, hoặc khi Nhà nước góp vốn vào doanh nghiệp [17].

**Thứ hai**, Các hoạt động liên quan đến mối quan hệ giữa doanh nghiệp với thị trường tài chính, đây là các hoạt động doanh nghiệp tìm kiếm các nguồn tài trợ và các hoạt động đầu tư tài chính khác. Trên thị trường tài chính, để huy động vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp có thể thực hiện vay ngân hàng hoặc phát hành cổ phiếu, trái phiếu. Đối với các hoạt động đầu tư tài chính trên thị trường tiền tệ, doanh nghiệp có thể thực hiện các hoạt động như gửi tiền

vào ngân hàng để lấy lãi hoặc đầu tư góp vốn liên doanh liên kết, đầu tư mua bán chứng khoán để nhằm mục đích thu lợi nhuận.

**Thứ ba,** Các hoạt động liên quan đến quan hệ giữa doanh nghiệp với các thị trường khác như thị trường hàng hoá, thị trường dịch vụ, thị trường sức lao động. Đây là những hoạt động mà doanh nghiệp tiến hành mua sắm máy móc thiết bị, nhà xưởng, tìm kiếm lao động. Thông qua các hoạt động này doanh nghiệp có thể xác định được nhu cầu hàng hoá và dịch vụ cần thiết cung ứng, trên cơ sở đó, doanh nghiệp hoạch định ngân sách đầu tư, kế hoạch sản xuất, tiếp thị nhằm thoả mãn nhu cầu khách hàng.

**Thứ tư,** Các hoạt động liên quan đến mối quan hệ trong nội bộ doanh nghiệp, đây là các mối quan hệ giữa các bộ phận sản xuất kinh doanh, giữa công nhân và doanh nghiệp, giữa quyền sử dụng vốn của doanh nghiệp với quyền sở hữu vốn, các mối quan hệ này được thể hiện thông qua hàng loạt các chính sách của doanh nghiệp như chính sách cổ tức, chính sách đầu tư, chính sách cơ cấu vốn, chi phí...

Như vậy, hoạt động tài chính là một hoạt động rất sôi động của doanh nghiệp công nghiệp, có ảnh hưởng rất quan trọng đến sự tồn tại của mỗi doanh nghiệp. Trên thị trường chứng khoán, hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp được biết đến với ba hoạt động chính, đó là: Hoạt động phát hành chứng khoán, hoạt động trả cổ tức, trái tức và hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán.

#### **1.2.2.1. Hoạt động phát hành chứng khoán.**

Hoạt động tài chính cơ bản và sôi động nhất của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường là hoạt động phát hành chứng khoán. Việc thiếu vốn sản xuất, kinh doanh là điều thường thấy trong hoạt động kinh doanh của một doanh nghiệp. Không phải lúc nào doanh nghiệp cũng có thể dễ dàng giải quyết vấn đề thiếu vốn bằng cách vay ngân hàng. Khi đã có thị trường chứng khoán, một cách khá đơn giản và không mất quá nhiều thời gian là huy động vốn trên thị trường chứng khoán (thị trường sơ cấp) thông qua việc phát hành chứng khoán. Mặt khác, khi muốn mở rộng sản xuất, đầu tư vào trang thiết bị, máy móc, cơ sở vật chất thì doanh nghiệp phải cần những khoản vốn lớn và thường mất rất nhiều năm để thu hồi vốn. Trong những trường hợp như vậy ngân hàng thường ít mặn

mà trong việc cho vay. Do vậy, vay dài hạn trên thị trường chứng khoán là cách tốt nhất.

Thực chất hoạt động phát hành chứng khoán là hoạt động huy động vốn của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường vốn, thông qua hoạt động phát hành cổ phiếu và trái phiếu, các doanh nghiệp sẽ thu hút được một nguồn vốn quan trọng cho quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp [17]. Chứng khoán mà công ty phát hành bao gồm cổ phiếu và trái phiếu.

Theo ý kiến tác giả, có hai hình thức phát hành chứng khoán trên thị trường chứng khoán đó là phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng.

#### **1.2.2.1.1. Phát hành chứng khoán riêng lẻ.**

Phát hành chứng khoán riêng lẻ là việc công ty phát hành trực tiếp bán chứng khoán của mình trong phạm vi nhỏ các nhà đầu tư, thường là bán cho các tổ chức đầu tư hay một số các nhà đầu tư cá nhân có tiềm lực kinh tế lớn, với những điều kiện hạn chế và không tiến hành một cách rộng rãi ra công chúng.

Để xem xét một đợt phát hành có phải là phát hành riêng lẻ hay không là căn cứ vào các tiêu chí như đối tượng đầu tư, số lượng các nhà đầu tư tham gia mua cổ phiếu và phương thức thực hiện chào bán cổ phiếu. Trong một đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ, đối tượng tham gia mua chứng khoán chủ yếu là tổ chức đầu tư, ngân hàng, các quỹ, các công ty bảo hiểm và các tổ chức khác. Các tổ chức này mua chứng khoán để nhằm mục đích chính là đầu tư chứ không phải để thực hiện bán lại ngay. Ngoài ra, cũng có một số cá nhân có tiềm lực kinh tế, cũng là đối tượng tham gia mua chứng khoán trong những đợt phát hành riêng lẻ. Số lượng các nhà đầu tư tham gia mua cổ phiếu, kể cả tổ chức và cá nhân, được giới hạn trong một phạm vi tương đối hẹp. Phát hành riêng lẻ không được phép thực hiện quảng cáo chào bán rộng rãi.

Theo ý kiến tác giả, mục đích của doanh nghiệp khi lựa chọn hình thức phát hành chứng khoán riêng lẻ là muốn duy trì việc kiểm soát công ty trong phạm vi nhỏ các thành viên. Hầu hết các doanh nghiệp nhỏ đều có xu hướng được tổ chức theo mô hình như vậy. Phương thức phát hành chứng khoán riêng lẻ thường được áp dụng trong các trường hợp sau: doanh nghiệp đang ở giai đoạn đầu phát triển, doanh nghiệp cổ phần mang tính chất gia đình, doanh nghiệp phát hành không có quy mô lớn hoặc những doanh nghiệp có mặt hàng

kinh doanh đặc thù mà lãnh đạo của công ty thấy rằng các nhà đầu tư bên ngoài không có lợi.

#### **1.2.2.1.2. Phát hành chứng khoán ra công chúng.**

##### ***a. Nội dung của hoạt động phát hành chứng khoán ra công chúng.***

Phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng là việc một doanh nghiệp công nghiệp lần đầu tiên thực hiện phát hành chứng khoán của mình tới công chúng đầu tư ở bên ngoài công ty và phương thức thực hiện để chào bán chứng khoán phải tiến hành công khai trên các phương tiện thông tin đại chúng. Phát hành chứng khoán gồm có phát hành cổ phiếu và phát hành trái phiếu:

- Việc phát hành cổ phiếu ra công chúng bao gồm hai loại: Phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) và chào bán sơ cấp [12]. Phát hành lần đầu ra công chúng là việc phát hành trong đó cổ phiếu của công ty lần đầu tiên được bán rộng rãi cho công chúng đầu tư. Nếu cổ phần được bán lần đầu cho công chúng nhằm tăng vốn thì đó là IPO sơ cấp, còn khi cổ phần đợi bán lần đầu từ số cổ phần hiện hữu thì đó là IPO thứ cấp. Chào bán sơ cấp là đợt phát hành cổ phiếu bổ sung của công ty đại chúng cho rộng rãi công chúng đầu tư.

- Việc phát hành trái phiếu ra công chúng được thực hiện bằng một phương thức duy nhất đó là chào bán sơ cấp.

Phát hành chứng khoán ra công chúng được thực hiện thông qua hai hình thức đó là phát hành chứng khoán thông qua bảo lãnh và phát hành không thông qua bảo lãnh. Phát hành chứng khoán thông qua bảo lãnh là phương thức phát hành mà đơn vị phát hành sẽ thuê một tổ chức trung gian làm chức năng bảo lãnh phát hành. Tổ chức này chịu trách nhiệm và bảo đảm cho đợt chào bán được thành công. Phát hành chứng khoán không thông qua bảo lãnh phát hành là phương thức phát hành cổ phiếu mà đơn vị phát hành trực tiếp bán cho đối tượng đầu tư không cần thông qua bên thứ ba.

##### ***b. Điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng.***

Ở tất cả các quốc gia trên thế giới, các công ty thực hiện việc phát hành chứng khoán ra công chúng đều phải đáp ứng các yêu cầu, tiêu chuẩn cao của các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán và phải hoàn thành nhiều thủ tục khá phức tạp trước và sau khi phát hành chứng khoán ra công chúng. Các điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng bao gồm:

- *Điều kiện liên quan đến doanh nghiệp phát hành.*



Tiêu chuẩn mà các doanh nghiệp phải đáp ứng trước khi được phép phát hành chứng khoán ra công chúng được chia ra làm hai nhóm các tiêu chuẩn bao gồm: nhóm các tiêu chuẩn định lượng và nhóm các tiêu chuẩn định tính. Đối với hầu hết các nước, Ủy ban chứng khoán quốc gia là cơ quan duy nhất có trách nhiệm ban hành các tiêu chuẩn áp dụng cho các công ty muốn phát hành chứng khoán.

Nhóm các tiêu chuẩn định lượng bao gồm: Các công ty phải có quy mô nhất định, ở Việt Nam, tại điều 12 của Luật chứng khoán có quy định, một doanh nghiệp muốn thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng phải có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ mười tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán; Công ty phải hoạt động có hiệu quả trong một năm liên tục trước khi xin phép phát hành ra công chúng [15]. Luật chứng khoán của Việt Nam còn quy định không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán. Đối với việc chào bán trái phiếu thì doanh nghiệp phải thoả thuận đáp ứng điều kiện không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên một năm; Tổng giá trị của đợt phát hành phải đạt quy mô nhất định; Một tỷ lệ nhất định của đợt phát hành chứng khoán phải được bán cho một số lượng quy định công chúng đầu tư; Các thành viên sáng lập của công ty phải cam kết nắm một tỷ lệ nhất định vốn cổ phần của công ty trong một khoảng thời gian quy định.

Các tiêu chuẩn định tính bao gồm: Các nhà quản lý công ty, bao gồm thành viên ban giám đốc điều hành và hội đồng quản trị phải có trình độ và kinh nghiệm quản lý công ty; Cơ cấu tổ chức của công ty phải hợp lý và phải vì lợi ích của các nhà đầu tư. Có nghĩa là cơ cấu công ty phải hạn chế ở mức độ cao nhất những xung đột liên quan đến quyền lợi của các bên liên quan, xung đột giữa chủ sở hữu và nhà quản lý; Các báo cáo tài chính, bản cáo bạch và các tài liệu cung cấp thông tin của công ty phải có độ tin cậy cao nhất, các báo cáo tài chính của công ty phải được kiểm toán bởi các tổ chức kiểm toán có uy tín; Công ty phải có phương án khả thi về việc sử dụng vốn thu được từ đợt phát hành.

Tại Việt Nam, tiêu chuẩn mà các tổ chức phát hành chứng khoán ra công chúng được quy định tại Điều 12, Luật chứng khoán, được Quốc hội nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam, khoá XI, kỳ họp thứ 9 thông qua ngày 29 tháng 6 năm 2006.

Với sự phát triển mạnh mẽ của các công ty thuộc các ngành công nghệ trong thời gian qua đã làm thay đổi các yêu cầu về định tính và định lượng đối với một công ty phát hành chứng khoán ra công chúng. Nhiều thị trường quốc tế đã áp dụng những điều chỉnh hết sức linh hoạt như giảm yêu cầu về vốn điều lệ, không nhất thiết phải có lãi trong một vài năm đầu hoạt động cho các công ty thuộc lĩnh vực công nghệ cao để cho phép các công ty này được phát hành chứng khoán ra công chúng.

*- Điều kiện khác liên quan đến doanh nghiệp.*

Để đảm bảo cho đợt phát hành được thành công, bên cạnh các yêu cầu của cơ quan quản lý phát hành, doanh nghiệp thường phải cân nhắc một số điều kiện liên quan đến doanh nghiệp như:

Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp phải cao hơn so với tốc độ trung bình của ngành. Một doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng vượt trội hơn so với tốc độ tăng trưởng chung của ngành sẽ có lợi thế hấp dẫn so với doanh nghiệp chỉ đạt mức độ trung bình hay không đạt được tốc độ phát triển chung của ngành khi tiến hành phát hành chứng khoán ra công chúng. Khi xem xét đến tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, chỉ tiêu lợi nhuận và doanh số luôn được coi là những chỉ tiêu rất quan trọng để quyết định thời điểm doanh nghiệp có đủ độ chín để trở thành công ty đại chúng hay không.

Tiếp theo là triển vọng của doanh nghiệp phải đảm bảo tiếp tục duy trì trong tương lai. Không có doanh nghiệp nào dám thực hiện việc trở thành công ty đại chúng nếu như không nhìn thấy được khả năng duy trì được tốc độ cùng khả năng phát triển sau khi phát hành.

Mức độ hấp dẫn của các sản phẩm hay loại hình dịch vụ đối với khách hàng cũng là vấn đề các doanh nghiệp phải cân nhắc khi quyết định trở thành công ty đại chúng. Để đảm bảo thành công cho đợt chào bán, sản phẩm hay dịch vụ của doanh nghiệp phải thu hút được sự chú ý của công chúng đầu tư. Sự đánh giá của thị trường hay thái độ của công chúng đầu tư đối với sản phẩm và dịch vụ của doanh nghiệp thường dễ dàng nhận biết thông qua những số liệu về kết quả kinh doanh của công ty tại những thời điểm trước khi phát hành.

Việc doanh nghiệp có đội ngũ lãnh đạo và quản lý có chất lượng cũng là một yếu tố rất quan trọng đối với doanh nghiệp khi trở thành công ty đại chúng. Để thu hút được sự chú ý của các nhà đầu tư, đội ngũ lãnh đạo phải chứng tỏ

được khả năng điều hành và quản lý của mình. Ngoài ra, để thuyết phục sự tin tưởng của các nhà đầu tư, đội ngũ này phải chứng tỏ rằng bản thân họ cũng có quyền lợi được gắn chặt chẽ với tương lai của công ty. Muốn làm được điều này, đội ngũ lãnh đạo của công ty phát hành phải có trách nhiệm trong mọi khâu công việc từ đáp ứng các yêu cầu của việc đăng ký, tổ chức các chương trình để gặp gỡ với các tổ chức đầu tư phân tích, cung cấp các báo cáo và thông tin tài chính cho cả cơ quan quản lý phát hành và cho công chúng đầu tư.

*- Những điều kiện liên quan đến thị trường.*

Nhu cầu của thị trường về chứng khoán có vai trò quan trọng đến việc quyết định phát hành chứng khoán của doanh nghiệp. Nhu cầu này thường không ổn định và có nhiều biến động. Nó phụ thuộc vào các nhân tố như độ hấp thụ của thị trường, điều kiện của nền kinh tế, sự thay đổi của khoa học công nghệ và các nhân tố khác. Khi thị trường đang trên đà phát triển chứng khoán phát hành của các doanh nghiệp sẽ nhận được hưởng ứng mạnh mẽ từ phía các nhà đầu tư. Ngược lại, nếu thị trường đang ở giai đoạn trầm lắng, chào bán chứng khoán trở nên khó khăn, có nhiều nguy cơ không thể bán hết số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành. Vì thế các doanh nghiệp phải hết sức thận trọng chọn thời điểm để phát hành ra thị trường. Cần luôn luôn có những phương án thay thế, và trong nhiều trường hợp cần thiết phải thay đổi kế hoạch phát hành để đợt chào bán của mình được thành công.

Khả năng để doanh nghiệp có thể triển khai các hình thức tạo vốn khác. Doanh nghiệp sẽ cân nhắc việc lựa chọn hình thức phát hành chứng khoán ra công chúng để huy động vốn khi các hình thức huy động khác không đảm bảo hoặc có nhiều hạn chế khi sử dụng. Khi bắt đầu thành lập, giải pháp phổ biến đối với một công ty là huy động tài chính trong một nhóm nhỏ các thành viên, gồm những người thân hoặc bạn bè. Khi nhu cầu về vốn đòi hỏi nhiều thì cách thức huy động vốn ban đầu không còn khả năng đáp ứng, doanh nghiệp sẽ sử dụng hình thức huy động vốn khác. Các hình thức này rất đa dạng và phong phú như: Vay tín dụng, sử dụng vốn đầu tư mạo hiểm, phát hành riêng lẻ, phát hành chứng khoán ra công chúng.... Nếu tình trạng tài chính của doanh nghiệp không bị nợ quá nhiều, có thể tiếp tục lựa chọn hình thức cung cấp vốn ngắn hạn như vay tín dụng. Nhưng khi yêu cầu vốn trở thành vấn đề bức xúc và không thể đáp ứng

bằng các hình thức khác, doanh nghiệp sẽ phát hành chứng khoán để huy động vốn trên thị trường.

### **c. Bảo lãnh phát hành chứng khoán ra công chúng.**

Hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán chính là việc một tổ chức thứ ba (hoặc một nhóm tổ chức liên kết lại với nhau) giúp đơn vị phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán, phân phối chứng khoán và bình ổn giá chứng khoán trong giai đoạn đầu phát hành [12].

Có nhiều phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán ra công chúng, bao gồm: Cam kết chắc chắn, đơn vị bảo lãnh phát hành sẽ mua lại toàn bộ số chứng khoán của đợt phát hành để sau đó đem bán lại cho nhà đầu tư. Như vậy, đơn vị bảo lãnh phát hành đảm bảo mang lại chính xác tổng giá trị của đợt phát hành cho công ty phát hành. Mọi rủi ro của đợt phát hành sẽ do người bảo lãnh chịu. Bảo lãnh tối thiểu tối đa là phương thức mà đơn vị bảo lãnh phát hành phải cam kết bán được số lượng chứng khoán nhất định theo một mức giá nhất định (giá sàn). Ngoài số lượng này, đơn vị bảo lãnh phát hành có thể tự do chào bán chứng khoán nhưng không được vượt quá mức giá cao nhất cho phép (giá trần). Nếu số lượng chứng khoán bán ra thấp hơn mức tối thiểu đã được quy định thì toàn bộ đợt phát hành sẽ bị huỷ bỏ.

### ***Chủ thể bảo lãnh phát hành chứng khoán ra công chúng.***

Một doanh nghiệp muốn phát hành chứng khoán ra công chúng thường thuê một tổ chức trung gian làm chức năng bảo lãnh cho đợt phát hành. Nhiệm vụ của tổ chức bảo lãnh phát hành là tư vấn, phân phối chứng khoán và giữ vai trò chính trong các hoạt động phát hành. Tại các thị trường phát triển như Mỹ và Tây Âu, các tổ chức dạng này thường có khả năng thực hiện được nhiều dịch vụ: từ tư vấn về sáp nhập, thu tóm doanh nghiệp, tìm kiếm nguồn tài chính, trực tiếp giao dịch hay đóng vai trò trung gian trong giao dịch chứng khoán, cho đến triển khai nghiên cứu thị trường...

Để thực hiện đợt bảo lãnh phát hành tốt theo tác giả cần phải:

**Thứ nhất,** Phân tích và đánh giá khả năng phát hành: Trước khi hợp đồng bảo lãnh được ký kết, tổ chức bảo lãnh thường đóng vai trò như là một nhà tư vấn tài chính cho doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp nhận được nhu cầu về vốn cho việc sản xuất và kinh doanh, tổ chức bảo lãnh sẽ cùng với doanh nghiệp thành lập nhóm nghiên cứu tiền khả thi để chuẩn bị phát hành. Nhóm chuẩn bị

này sẽ bao gồm các nhân viên phân tích của tổ chức bảo lãnh và các cán bộ của tổ chức phát hành. Việc phân tích được thực hiện ở những khía cạnh sau: Tình hình hoạt động của doanh nghiệp, tình hình tài chính, tình hình thị trường tài chính trong nước và quốc tế, tình hình thị trường các sản phẩm chính, các khía cạnh pháp lý của đợt phát hành. Việc phân tích đánh giá ban đầu này nhằm cung cấp những thông tin cần thiết cho Hội đồng quản trị và đại hội đồng cổ đông ra quyết định phát hành.

**Thứ hai,** Chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành: Sau khi hội đồng quản trị ra quyết định phát hành và lựa chọn tổ chức bảo lãnh, hợp đồng bảo lãnh phát hành sẽ được ký kết giữa đại diện hợp pháp của tổ chức phát hành và tổ chức bảo lãnh. Việc chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành cần có sự tham gia của các chuyên gia tài chính, kế toán và pháp luật. Luật pháp của hầu hết các nước trên thế giới đều quy định tổ chức bảo lãnh phải chịu trách nhiệm liên đới đối với hồ sơ xin phép phát hành của tổ chức phát hành. Sau đó tổ chức bảo lãnh tiến hành thành lập tổ hợp bảo lãnh. Tổ chức bảo lãnh chính phải quyết định quy mô tổ hợp và xác định các ngân hàng đầu tư tham gia. Ngoài việc thiết lập tổ hợp bảo lãnh, tổ chức bảo lãnh chính có thể thành lập nhóm bán, bao gồm các đại lý phân phối.

**Thứ ba,** Định giá đợt chào bán được tiến hành tại cuộc họp giữa tổ chức phát hành và tổ chức bảo lãnh chính. Định giá trong đợt phát hành IPO khác với đợt chào bán chứng khoán đã có thị trường giao dịch. Trong đợt IPO, bản cáo bạch sơ bộ đưa ra khung giá dự tính. Giá đưa ra dựa trên giá trị của tổ chức phát hành do tổ chức bảo lãnh chính tính toán. Khi giá trị của tổ chức phát hành được xác định, giá của chứng khoán chào bán được tính toán bằng cách lấy giá trị của công ty chia cho số cổ phiếu chào bán ra công chúng. Xác định trị giá thực của tổ chức phát hành là một công việc nhạy cảm nhất mà tổ chức bảo lãnh chính phải tiến hành trong đợt chào bán chứng khoán ra công chúng.

Trong định giá chứng khoán lần đầu ra công chúng, đơn vị bảo lãnh phát hành thường sử dụng các phương pháp sau đây:

**Phương pháp giá trị tài sản thuần:**

Phương pháp này quan niệm doanh nghiệp giống như một hàng hoá thông thường, giá trị của một doanh nghiệp được tính bằng tổng giá trị thị trường của số tài sản mà doanh nghiệp đang sử dụng vào sản xuất kinh doanh.

**Công thức xác định:**

$$V = V_A - V_B.$$

Trong đó: V: Giá trị của doanh nghiệp.

$V_A$ : Giá trị thị trường của tổng tài sản doanh nghiệp

$V_B$ : Giá trị thị trường của nợ.

Phương pháp đã chỉ ra những tài sản cụ thể cấu thành giá trị doanh nghiệp, giá trị của các tài sản là căn cứ cụ thể có tính chất pháp lý rõ ràng nhất về khoản thu nhập mà người mua chắc chắn sẽ nhận được khi sở hữu doanh nghiệp, nó khẳng định số tiền người mua bỏ ra luôn luôn được đảm bảo bằng một lượng tài sản có thực. Đó cũng là mức giá thấp nhất, là cơ sở đầu tiên mà các bên có liên quan đưa ra trong quá trình đàm phán về giá bán của doanh nghiệp.

Những doanh nghiệp nhỏ, số tài sản không nhiều, việc đánh giá tài sản không đòi hỏi nhiều kỹ thuật phức tạp hay những doanh nghiệp có giá trị yếu tố vô hình không đáng kể, các doanh nghiệp có chiến lược kinh doanh không rõ ràng, thiếu căn cứ xác định các khoản thu nhập trong tương lai thì đây là phương pháp thích hợp nhất.

**Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF:**

Phương pháp này dựa trên một nguyên lý cơ bản là “tiền có giá trị theo thời gian, một đồng đầu tư vào doanh nghiệp này có mức sinh lời khác với một đồng đầu tư trong doanh nghiệp khác”. Do đó, giá trị của doanh nghiệp được xác định bằng các luồng thu nhập dự kiến doanh nghiệp đó thu được trong tương lai được quy về giá trị hiện tại bằng cách chiết khấu chúng bằng một mức lãi suất chiết khấu phù hợp với mức độ rủi ro của doanh nghiệp đó.

Khi các nhà đầu tư mua cổ phần của một công ty phát hành cổ phần lần đầu ra công chúng, các cổ đông sẽ gánh chịu tất cả các chi phí đầu tư trong tương lai và nhận tất cả lợi nhuận do việc đầu tư này mang lại. Dòng tiền thuần mà các cổ đông có được sau khi các khoản đầu tư tương lai được thực hiện đôi khi được hiểu là dòng tiền tự do (free cash flow - FCF). Các công ty tăng trưởng thường đầu tư nhiều hơn ngoài nguồn vốn khấu hao mà họ có được. Nói cách khác những công ty thực hiện đầu tư thuần. Khi thu nhập vượt hơn khoản đầu tư thuần thì dòng tiền tự do sẽ dương và cổ tức thanh toán sẽ vượt quá giá trị của mỗi cổ phần phát hành mới. Khi lợi nhuận thấp hơn khoản đầu tư thuần, dòng tiền tự do sẽ âm và giá trị cổ phần mới sẽ lớn hơn mức cổ tức được trả.

Nếu các cổ động hiện tại mua tất cả những cổ phần mà công ty phát hành thì họ sẽ nhận được dòng tiền tự do. Khi đó giá trị công ty có thể tính theo công thức:

$$\begin{aligned} PV(\text{công ty}) &= PV(\text{dòng tiền tự do}) \\ &= PV(\text{thu nhập} - \text{giá trị đầu tư thuần}). \end{aligned}$$

Phương pháp chiết khấu dòng tiền giải quyết được hầu hết các vướng mắc trong việc xin xác định lợi thế thương mại và tiềm năng giá trị của doanh nghiệp. Việc hạn chế áp dụng phương pháp sẽ một phần ảnh hưởng đến độ chính xác của giá trị doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp đang làm ăn có lãi và có thương hiệu, thị phần trên thị trường.

### **Phương pháp so sánh:**

Một trong những kỹ thuật phổ biến nhất là so sánh công ty cần định giá với các công ty tương tự có thể so sánh được và cổ phiếu giao dịch trên thị trường.

Sử dụng phương pháp tương tự để định giá doanh nghiệp đòi hỏi 2 kỹ năng: nghệ thuật và khoa học. Thứ nhất cần phải xác định công ty đại chúng nào tương tự nhất với công ty đang xét và đang xét quyết định sử dụng sử dụng các mức giá nào của cổ phiếu ở các công ty đại chúng để tính giá trị thị trường của công ty đang xét là cả một vấn đề. Công thức tính giá trị theo dòng ngân lưu đã chiết khấu chỉ giúp đưa ra một khởi đầu hữu ích. Chúng dựa trên cơ sở là các công ty tương tự nhau thì các rủi ro về kinh doanh và tài chính cũng tương tự nhau. Các rủi ro này phải là tương tự nhau cho nên nói chung, ta có thể sử dụng tỷ lệ chiết khấu như nhau cho các công ty.

Trước tiên chúng ta phải xem xét các chỉ số về suất sinh lời của vốn đầu tư, ROE, tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần, tỷ lệ tăng trưởng của công ty đang xét với những công ty được chọn làm công ty so sánh. Từ đó có những đánh giá cụ thể về doanh nghiệp đang xét.

Tiếp đó, ta xem xét các nhân tố biểu diễn giá trị của những công ty tương đồng. Nói chung mỗi nhân tố cho biết các nhà đầu tư sẵn lòng trả bao nhiêu cho mỗi USD để có được thu nhập như hiện nay hay một USD của vốn đầu tư của công ty tương đồng. Các chỉ số được xét có thể là:

- Hệ số giá trên thu nhập (P/E)

- Giá trị thị trường của công ty / EBIT (1- t)
- Giá trị thị trường của vốn cổ đông/ giá trị sổ sách của công ty.
- Giá trị thị trường của công ty/ giá trị sổ sách của công ty.

Từ những số liệu có được, ta tiến hành các so sánh giữa công ty đang xét với những công ty tương tự. Hai nhân tố về giá trị đầu thường là tốt hai nhân tố sau bởi vì chúng có liên hệ với giá trị thị trường của thu nhập hơn là các tài sản. Thông thường các nhà đầu tư quan tâm tới thu nhập dự kiến khi mua cổ phiếu của công ty chứ không phải các tài sản mà công ty sở hữu. Giữa hai nhân tố đầu, nhân tố thứ hai có lẽ là tốt hơn, bởi vì khác với thu nhập, EBIT (1- t) không bị biến đổi theo cách mà doanh nghiệp được tài trợ vốn

Sẽ là hợp lý nếu quan niệm rằng những nhân tố về giá trị nào có tính ổn định qua các công ty tương đồng thì sẽ được coi trọng hơn. Nếu tính được giá trị của một nhân tố nào đó 10% ở mọi công ty tương đồng, ta có thể cho rằng nó có tính tin cậy hơn về giá trị có số lượng thay đổi từ 1 đến 30. Mặc dù, phương pháp so sánh tương đồng có những ưu điểm riêng như: công việc đánh giá có thể tiến hành một cách khá đơn giản bởi sử dụng các giá trị, các tiêu thức của một doanh nghiệp khá đơn giản bởi sử dụng các giá trị, các tiêu thức của một doanh nghiệp khác hay của ngành làm cơ sở cũng như chi phí thấp và được hoàn thành trong một thời gian ngắn.

Nhưng đã nói ở phần đầu của phương pháp này, việc vận dụng phương pháp so sánh tương đồng trong thực tế bao gồm cả yếu tố “nghệ thuật”. Vì thế, phương pháp này có thể cho mức độ chính xác thấp bởi không thể loại bỏ được yếu tố chủ quan trong quá trình đánh giá. Khi tình cảm cá nhân hay sự định kiến chi phối thì kết quả đánh giá có mức độ chính xác rất thấp. Hơn nữa, trong nhiều trường hợp, phương pháp so sánh không tỏ ra hữu hiệu bởi những điều kiện và đặc điểm của các doanh nghiệp thường rất khác nhau.

#### **Phương pháp lợi nhuận thặng dư:**

Đây là một phương pháp được kết hợp được cả hai yếu tố tài sản và lợi nhuận khi định giá doanh nghiệp. Về mặt kỹ thuật, việc tính toán cũng không có gì phức tạp. Tuy nhiên cũng có những lầm lẫn xảy ra khi áp dụng phương pháp này làm sai lệch giá trị doanh nghiệp. Tỷ suất sinh lợi được áp dụng đối với tài



sản hữu hình và tài sản vô hình có thể không chính xác. Phương pháp tốt nhất là sử dụng những tỷ suất hiện hữu trong ngành qua các thời kỳ để đánh giá.

Cần phải đánh giá hết những ưu đãi của Nhà nước đối với doanh nghiệp IPO nếu có để điều chỉnh trên báo cáo thu nhập. Số liệu lợi nhuận trên báo cáo tài chính phải được điều chỉnh lại cho thích hợp. Trước hết là bảng cân đối kế toán, vì ta chỉ đo lường giá trị thị trường hợp lý của các tài sản cho nên nếu giá thị trường khác với giá trị thể hiện trên bảng cân đối kế toán, một sự điều chỉnh bắt buộc sẽ được thực hiện.

Mặt khác, khi điều chỉnh các khoản mục trên bảng cân đối kế toán phải phân biệt rõ đâu là tài sản hoạt động, tức tài sản có tham gia vào hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, đâu là tài sản không hoạt động. Các khoản nợ trên bảng cân đối kế toán bao gồm các khoản nợ ngắn hạn và dài hạn được loại ra khi định giá doanh nghiệp. Các khoản nợ thể hiện trên bảng cân đối kế toán liên quan đến việc quyết định cấu trúc nguồn vốn và đòn cân nợ của doanh nghiệp, phải trừ ra để phản ánh giá trị thực của tài sản. Các khoản mục trong báo cáo thu nhập cũng được điều chỉnh để phản ánh hợp lý lợi nhuận mong đợi trong tương lai. Các khoản thu nhập và chi phí không gắn liền với hoạt động sản xuất kinh doanh chính phải được loại trừ, những khoản này bao gồm thu nhập do kinh doanh chứng khoán, đầu tư vào bất động sản... chi phí trả lại tiền vay phải được cộng trở lại vào thu nhập.

Việc tái cấu trúc bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập để phản ánh giá trị hiện tại chỉ là bước khởi đầu, chưa phản ánh đầy đủ giá trị doanh nghiệp. Tiếp theo, người định giá phải biết được tài sản lưu động thường và tài sản cố định thuần được đầu tư bằng những nguồn tài trợ ngắn hạn hay dài hạn để xác định giá thị trường hiện tại của nó. Tuy nhiên, cần xem xét ít nhất là lợi nhuận của 3 năm trong quá khứ để từ đó tính ra lợi nhuận bình quân làm căn cứ định giá. Đối với những doanh nghiệp IPO mà lợi nhuận trong quá khứ luôn tăng trưởng đều qua các năm, và khả năng này vẫn còn tiếp diễn trong tương lai thì cách tốt nhất để phản ánh mức lợi nhuận bình quân là dùng phương pháp hồi quy tuyến tính hoặc nếu có tính phức tạp quá thì sử dụng cách tính bình quân gia quyền, như thế mới phản ánh chính xác giá trị của doanh nghiệp.

Phương pháp này rất dễ sử dụng khi định giá doanh nghiệp, nó cung cấp một dãy số những giá trị mà người mua và người bán có thể thương lượng để đạt được giá trị hợp lý.

### **Phương pháp P/E:**

Chỉ số P/E: P/E là chỉ số được tính bằng cách chia giá cổ phiếu (P) cho thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS).

$$P/E = \frac{\text{Giá cổ phiếu}}{EPS} \quad \text{Trong đó: } EPS = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\sum \text{Tổng số cổ phiếu lưu hành}}$$

Chỉ số P/E càng cao có nghĩa là nhà đầu tư kỳ vọng thu nhập của loại chứng khoán đó trong tương lai càng cao. Tuy nhiên điều này không phải lúc nào cũng đúng, chỉ số P/E đôi khi là biểu hiện của việc doanh nghiệp kinh doanh kém hiệu quả dẫn đến EPS thấp là cho P/E cao.

Chỉ số P/E là một công cụ quý giá, bởi trong nền kinh tế thường diễn ra hoạt động đầu tư để đổi lấy hy vọng vào những khoản thu nhập lợi nhuận và/hoặc giá trị thặng dư tương lai. Việc nhà đầu tư biết được giá trị của lượng vốn bỏ ra để có được những khoản thu nhập liên tục là điều hết sức quan trọng.

P/E thường được các nhà đầu tư sử dụng do cách tính dễ dàng và đơn giản nên phương pháp này được sử dụng nhiều nhất và dùng để so sánh với các cổ phiếu cùng ngành để xem cổ phiếu đó đắt hay rẻ.

Khi một công ty IPO thì cách đơn giản và nhanh nhất là dùng P/E của ngành và nhân với lợi nhuận của doanh nghiệp cần bán hoặc cổ phiếu thì ta sẽ được giá trị của doanh nghiệp đó.

### **Phương pháp EVA (Economic Value Added):**

EVA là phương pháp đo lường giá trị thặng dư của doanh nghiệp được tạo ra từ việc đầu tư vào một dự án hay một danh mục các dự án. EVA được tính như là kết quả của lợi nhuận tăng thêm từ việc đầu tư và nguồn vốn đầu tư vào các dự án đó:

$$\begin{aligned} EVA &= (ROI - WACC) * \text{Tổng vốn sử dụng} \\ &= EBIT(1 - t) - (\text{tổng vốn sử dụng} * WACC). \end{aligned}$$

Trong đó: EVA là giá trị kinh tế tăng thêm

ROI là lợi nhuận trên vốn đầu tư

WACC là chi phí sử dụng vốn trung bình.

Trong công thức trên có ba yếu tố cơ bản chúng ta cần biết để tính EVA; đó là lợi nhuận thu được từ những vụ đầu tư, chi phí sử dụng vốn và số vốn đã được đầu tư.

Vốn đầu tư vào tài sản hiện đại trong doanh nghiệp là bao nhiêu? Câu trả lời dễ nhận thấy là dùng giá trị thường của doanh nghiệp, nhưng giá trị thị trường bao gồm không chỉ vốn đầu tư vào tài sản hiện tại mà còn vào sự tăng trưởng mong đợi trong tương lai. Vì chúng ta muốn đánh giá giá trị của tài sản hiện tại, chúng ta chỉ cần đo lường giá trị của những tài sản này. Do có quá nhiều khó khăn trong việc đo lường giá trị thị trường của tài sản hiện hữu nên hầu hết các nhà định giá đều sử dụng giá trị sổ sách như một sự thay thế cho giá trị thị trường được yêu cầu. Vì vậy, khi áp dụng phương pháp này cần có sự điều chỉnh cho phù hợp, đó là chuyển thuê hoạt động sang nợ, vốn hoá chi phí nghiên cứu phát triển và xoá bỏ tác động của chi phí lịch sử. Doanh nghiệp càng lâu đời thì những điều chỉnh để giá trị sổ sách của vốn đầu tư trở thành ước lượng hợp lý của tài sản hiện hữu càng nhiều.

Để xác định ROI, ta cần ước lượng thu nhập hoạt động sau thuế của doanh nghiệp do việc đầu tư đem lại. Một lần nữa, việc hạch toán thu nhập hoạt động của bộ phận kế toán nên được điều chỉnh đối với tài sản thuê hoạt động và những chi phí nghiên cứu phát triển, chi phí lịch sử để tính ROI.

Yếu tố thứ ba, và cũng là cuối cùng cần cho việc ước lượng EVA là chi phí sử dụng vốn. Trong cả hai phương pháp DCF và EVA, chi phí sử dụng vốn được đo lường dựa trên giá trị thị trường của nợ và vốn chủ sở hữu hơn là giá trị sổ sách.

#### **Thứ tư, Phân phối chứng khoán ra công chúng.**

Sau khi hồ sơ xin phép phát hành được uỷ ban chứng khoán nhà nước công bố có hiệu lực, tổ chức bảo lãnh phát hành cùng các đại lý phân phối tiến hành nhận phiếu đặt mua, xử lý các phiếu đặt mua, nhận tiền đặt cọc và lập sổ phân phối chứng khoán. Sau đó là thực hiện việc khoá sổ, vào thời điểm khoá sổ, các tổ chức bảo lãnh có nghĩa vụ thanh toán cho tổ chức phát hành trị giá chứng khoán theo giá IPO trừ đi hoa hồng bảo lãnh. Tổ chức bảo lãnh có nghĩa vụ thanh toán cho tổ chức phát hành vào ngày khoá sổ ngay cả khi chưa hoàn thành việc phân phối. Trước khi khoá sổ, mỗi tổ chức bảo lãnh sẽ thông báo cho tổ

chức bảo lãnh chính những thông tin cần thiết để chuẩn bị chứng chỉ cho số chứng khoán đã bán. Sau khi tập hợp được những thông tin cần thiết, tổ chức bảo lãnh chính chuyển các thông tin đó tới nơi đặt in để chuẩn bị các chứng chỉ. Sau khi chuẩn bị xong, các chứng chỉ đó được gửi tới đại lý chuyên nhượng của tổ chức phát hành. Đại lý chuyên nhượng điền các thông tin cần thiết để hoàn thiện chứng chỉ, ký và gửi các chứng chỉ đó tới công ty đăng ký. Việc thanh toán được thực hiện vào thời điểm khoá sổ đồng thời với việc chuyển giao các chứng chỉ.

Việc tất toán tài khoản cho các tổ chức bảo lãnh: Tổ chức bảo lãnh có nghĩa vụ thanh toán chứng khoán vào thời điểm khoá sổ mặc dù việc chào bán có thể chưa hoàn thành. Nếu đợt phân phối không thành công, các tổ chức bảo lãnh phải nắm giữ các chứng khoán không phân phối hết như đã cam kết. Theo quy định của Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán Mỹ (NASD), tổ chức bảo lãnh chính phải tất toán tất cả các tài khoản cho các tổ chức bảo lãnh trong vòng 90 ngày sau khi khoá sổ.

**Thứ năm, Bình ổn và điều hoà thị trường,** các tổ chức bảo lãnh có thể gặp phải khó khăn trong việc phân phối chứng khoán nếu giá chứng khoán đó trên thị trường giảm xuống dưới giá IPO trước khi hoàn thành việc phân phối. Để giảm thiểu khó khăn này, tổ chức bảo lãnh chính có thể ổn định giá IPO bằng cách mua chứng khoán vào tài khoản của tổ hợp. Việc ổn định có thể được thực hiện trên bất kỳ thị trường nào mà chứng khoán chào bán được giao dịch. Khi thực hiện mua để ổn định, người mua phải thông báo cho nơi nhận lệnh rằng việc mua này nhằm mục đích ổn định, không phải là giao dịch thị trường mở. Tổ hợp bảo lãnh chỉ được đặt mua để ổn định trên một thị trường với cùng mức giá.

#### **d. Phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng.**

Phương thức chào bán chứng khoán chính là cách thức thể hiện mối quan hệ giữa đơn vị phát hành và nhà đầu tư trong quá trình chuyển giao chứng khoán phát hành tới các nhà đầu tư. Hiệu quả và mức độ thành công của đợt chào bán chứng khoán ra công chúng phụ thuộc rất nhiều vào cách lựa chọn phương thức bán cho phù hợp. Có rất nhiều phương thức chào bán, theo tác giả gồm các phương thức sau:

**Phương thức giá cố định:** Nguyên tắc thực hiện của phương thức giá cố định là đơn vị phát hành sẽ định trước mức giá chào bán chứng khoán. Việc phân

phối chứng khoán sau đó sẽ căn cứ vào các lệnh đặt mua của các nhà đầu tư theo nguyên tắc người mua phải đặt trước một phần hay toàn bộ giá trị của chứng khoán đã đăng ký [8]. Phương thức giá cố định thường được thực hiện theo hình thức rộng rãi không phân biệt các đối tượng đầu tư nên còn có những tên gọi khác như phương pháp chào bán công khai hay chào bán phổ thông. Trong phương thức giá cố định, giá chào bán chứng khoán phát hành được thoả thuận và thống nhất giữa tổ chức phát hành và tổ chức thực hiện bảo lãnh phát hành trước khoảng một tuần tính tới thời điểm chứng khoán được chính thức phát hành. Thời hạn một ngày trước ngày phát hành, những nhà đầu tư sẽ phải hoàn tất việc đăng ký số lượng chứng khoán đặt mua theo giá đã xác định. Nếu số lượng đăng ký mua lớn hơn nhiều so với khả năng cung cấp thì chứng khoán sẽ được phân phối cho nhà đầu tư theo tỷ lệ đã đăng ký.

**Phương thức đấu giá:** Nguyên tắc chung thực hiện phương thức đấu giá là bên phát hành sẽ tiếp nhận các giá đăng ký mua dưới dạng đăng ký kín. Sau khi kết thúc thời gian đăng ký, phía phát hành sẽ công bố kết quả về giá và số lượng được chấp thuận. Trong phương thức đấu giá có các hình thức đấu giá sau:

**Đấu thầu một giá:** Trên cơ sở các nguyên tắc chung của đấu giá, phía phát hành (tổ chức phát hành hay tổ chức bảo lãnh phát hành) sẽ tổng hợp và công bố một mức giá cố định được áp dụng chung cho tất cả các nhà đầu tư đã thắng thầu.

**Đấu thầu nhiều mức giá:** Nhà đầu tư được phép đặt nhiều mức giá khác nhau, tương ứng với mỗi mức giá là số lượng cổ phiếu đăng ký mua. Sau khi thời gian đăng ký kết thúc, tổ chức phát hành hoặc tổ chức bảo lãnh phát hành sẽ tập hợp đăng ký theo thứ tự ưu tiên cho giá đăng ký cao nhất và người trúng thầu sẽ phải thanh toán đúng như giá đã đăng ký. Tại mức giá trúng thầu, nếu cầu lớn hơn cung thì chứng khoán được phân theo tỷ lệ số lượng đặt mua của các nhà đầu tư đặt tại mức giá đó.

**Đấu thầu không bình đẳng:** Là hình thức đấu thầu mà giá được chọn để thanh toán sẽ thấp hơn giá có khả năng thanh toán của thị trường. Nói một cách khác là giá bán của chứng khoán được xác định dưới mức cao nhất mà tại đó cho phép tất cả số chứng khoán phát hành được bán hết. Dĩ nhiên, trong trường hợp

sử dụng phương thức đấu thầu này thì số lượng chứng khoán phân phối đến nhà đầu tư theo tỷ lệ đăng ký và trúng thầu.

**Phương thức lập sổ:** Theo phương thức lập sổ, doanh nghiệp phát hành và nhà bảo lãnh phát hành sẽ xác định một khung giá có thể được chấp thuận. Sau đó, trong thời gian được phép thực hiện chiến dịch vận động chào bán tới nhà đầu tư, tổ chức bảo lãnh phát hành sẽ tổ chức những buổi gặp gỡ với những nhà đầu tư tiềm năng để thăm dò khả năng về số lượng cũng như mức giá mà các nhà đầu tư có thể chấp nhận được. Những nội dung được trao đổi trong các cuộc gặp gỡ này chủ yếu nhằm diễn giải về mục đích đợt phát hành, các vấn đề xung quanh đợt chào bán nhưng không vượt quá phạm vi quy định của cơ quan quản lý phát hành. Các nhà đầu tư sẽ đăng ký số lượng chứng khoán và giá chấp thuận. Khi thời gian lập sổ kết thúc (thường vào khoảng 3-5 ngày trước khi phát hành), doanh nghiệp phát hành và đơn vị bảo lãnh phát hành sẽ quyết định giá bán cuối cùng trên cơ sở phân tích những thông tin có được từ các đăng ký của các nhà đầu tư. Khi đã thống nhất được giá bán, tổ chức bảo lãnh phát hành sẽ lựa chọn trong số các nhà đầu tư đã đăng ký mua để quyết định chứng khoán cho họ.

**Các phương thức chào bán khác:** Với sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán đã mở ra những hướng mới cho phép vận dụng kết hợp các phương thức chào bán chứng khoán. Phương thức sử dụng kết hợp các phương thức chào bán ngày càng được sử dụng rộng rãi trong các đợt chào bán chứng khoán. Nguyên tắc sử dụng hỗn hợp các phương thức là khoanh vùng những đối tượng hay giai đoạn phát hành để sử dụng hình thức phát hành khác nhau nhằm thu được hiệu quả cao nhất. Các dạng kết hợp có thể là phương thức đấu thầu kết hợp với phương thức chào bán giá cố định hoặc phương thức tạo sổ kết hợp với phương thức giá cố định.

Mỗi phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng đều có ảnh hưởng khác nhau đến việc hình thành giá chứng khoán. Mặc dù vai trò của đơn vị bảo lãnh phát hành luôn giữ vị trí trung tâm của đợt chào bán, nhưng ảnh hưởng do tác động của tổ chức này đến giá chào bán cuối cùng trong từng phương thức có những khác biệt rất rõ. Tuy nhiên, việc lựa chọn phương thức chào bán còn phụ thuộc vào luật pháp của mỗi quốc gia quy định.

### **1.2.2.1.3 Niêm yết chứng khoán.**

Để tăng tính thanh khoản cho chứng khoán phát hành, các DNCN phải thực hiện niêm yết chứng khoán trên thị trường. Đây là một hoạt động hỗ trợ cho việc huy động vốn của doanh nghiệp.

#### **a. Khái niệm.**

Niêm yết chứng khoán là thủ tục cho phép một chứng khoán nhất định được phép giao dịch trên sở giao dịch chứng khoán [17]. Cụ thể, đây là quá trình mà sở giao dịch chứng khoán chấp thuận cho doanh nghiệp phát hành có chứng khoán được phép niêm yết và giao dịch trên sở giao dịch chứng khoán nếu doanh nghiệp đó đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn về định lượng cũng như định tính mà sở giao dịch chứng khoán đề ra.

Hoạt động niêm yết chứng khoán của doanh nghiệp công nghiệp được hiểu là hoạt động của các doanh nghiệp công nghiệp chuẩn bị các thủ tục nhằm đáp ứng các yêu cầu của sở giao dịch chứng khoán để đưa chứng khoán của doanh nghiệp có đủ tiêu chuẩn vào đăng ký và giao dịch tại thị trường giao dịch tập trung.

Mục tiêu của các doanh nghiệp trong việc niêm yết chứng khoán là hỗ trợ thị trường hoạt động ổn định, xây dựng lòng tin của công chúng đối với thị trường chứng khoán bằng cách lựa chọn các chứng khoán có chất lượng cao để giao dịch.

#### **b. Phân loại niêm yết chứng khoán.**

Niêm yết lần đầu: Niêm yết lần đầu là việc cho phép chứng khoán của tổ chức phát hành được đăng ký niêm yết giao dịch chứng khoán lần đầu tiên sau khi phát hành ra công chúng (IPO), khi tổ chức phát hành đó đáp ứng được các tiêu chuẩn về niêm yết [8].

Niêm yết bổ sung: Là quá trình chấp thuận của Sở giao dịch chứng khoán cho một công ty niêm yết được niêm yết các cổ phiếu mới phát hành với mục đích tăng vốn hay vì các mục đích khác như sáp nhập, trả cổ tức, thực hiện các trái quyền hoặc thực hiện chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu.

Thay đổi niêm yết: Là hoạt động phát sinh khi doanh nghiệp niêm yết thay đổi tên giao dịch, khối lượng, mệnh giá hoặc tổng giá trị cổ phiếu được niêm yết của mình.

Niêm yết lại: Là việc cho phép một công ty phát hành được tiếp tục niêm yết trở lại các chứng khoán trước đây đã bị huỷ bỏ niêm yết vì các lý do không đáp ứng được các tiêu chuẩn duy trì niêm yết.

Niêm yết cửa sau: Là những trường hợp một tổ chức niêm yết chính thức sáp nhập, liên kết hoặc tham gia vào hiệp hội với một tổ chức, nhóm không niêm yết và kết quả là các tổ chức không niêm yết đó lấy được quyền kiểm soát tổ chức niêm yết.

### **c. Tiêu chuẩn niêm yết.**

Tiêu chuẩn niêm yết thông thường do sở giao dịch chứng khoán của mỗi quốc gia quy định, dựa trên cơ sở thực trạng của nền kinh tế. Tiêu chuẩn này bao gồm các điều kiện về tài chính của doanh nghiệp, chính sách khuyến khích hay hạn chế niêm yết... Tiêu chuẩn niêm yết thường được quy định dưới hai hình thức tiêu chuẩn định tính và tiêu chuẩn định lượng.

#### **Thứ nhất, tiêu chuẩn định lượng.**

Tiêu chuẩn đầu tiên quy định là thời gian hoạt động từ khi thành lập công ty: Công ty niêm yết phải có một nền tảng kinh doanh vững chắc và thời gian hoạt động liên tục trong một số năm nhất định tính đến thời điểm xin niêm yết. Thông thường đối với các thị trường truyền thống, công ty niêm yết phải có thời gian hoạt động tối thiểu 3-5 năm, hoặc cổ phiếu đã từng được giao dịch trên thị trường phi tập trung.

Tiêu chuẩn về quy mô và cơ cấu sở hữu cổ phần doanh nghiệp: Quy mô của một công ty niêm yết phải có đủ lớn để tạo nên tính thanh khoản tối thiểu cho chứng khoán của doanh nghiệp. Ví dụ, doanh nghiệp niêm yết tại thị trường giao dịch chứng khoán Việt Nam phải có vốn cổ phần tối thiểu 10 tỷ đồng, có cơ cấu vốn của các cổ đông bên ngoài công ty tối thiểu là 20% vốn cổ phần, cổ đông sáng lập phải nắm giữ tối thiểu 29% vốn cổ phần và phải nắm giữ trong vòng 3 năm không được phép bán ra kể từ ngày phát hành.

Tiêu chuẩn về lợi suất thu được từ vốn cổ phần: Xét đến mức sinh lời trên vốn đầu tư (cổ tức) phải cao hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng kỳ hạn một năm. Hoặc số năm hoạt động kinh doanh có lãi tính đến thời điểm xin niêm yết là 2-3 năm.



Ngoài ra còn có tiêu chuẩn về tỷ lệ nợ và sự phân bổ cổ đông: Xét đến tỷ lệ nợ trên tài sản ròng của doanh nghiệp, hoặc xét vốn khả dụng điều chỉnh trên tổng tài sản nợ của doanh nghiệp ở mức cho phép, nhằm đảm bảo duy trì tình hình tài chính lành mạnh của doanh nghiệp. Số lượng và tỷ lệ cổ phiếu do các cổ đông thiểu số nắm giữ (thông thường 1%) và các cổ đông lớn (5%); tỷ lệ cổ phiếu do cổ đông sáng lập và cổ đông ngoài công chúng nắm giữ mức tối thiểu.

**Thứ hai**, là tiêu chuẩn định tính.

Ngoài các tiêu chuẩn định lượng thì còn có các tiêu chuẩn định tính như đánh giá về triển vọng của doanh nghiệp, doanh nghiệp phải có triển vọng trong tương lai, phải có phương án khả thi về sử dụng vốn của đợt phát hành, các ý kiến đánh giá của kiểm toán về báo cáo tài chính của doanh nghiệp, cơ cấu tổ chức hoạt động của doanh nghiệp (hội đồng quản trị và ban giám đốc điều hành), lợi ích mang lại đối với ngành, nghề trong nền kinh tế quốc dân, tổ chức công bố thông tin...

#### **1.2.2.2. Hoạt động trả cổ tức, trái tức.**

##### **a. Khái niệm.**

Cổ tức được định nghĩa là phần lãi chia cho cổ đông của doanh nghiệp khi hoạt động kinh doanh đạt kết quả tốt sau một chu kỳ kinh doanh, thường là một năm. Nói một cách khác, cổ tức chính là số tiền hàng năm được trích từ lợi nhuận của tổ chức phát hành để trả cho mỗi cổ phiếu mà cổ đông đang nắm giữ.

Cổ tức cũng chính là sự chia sẻ lợi nhuận của doanh nghiệp cho các cổ đông, đưa lại cho cổ đông một phần vốn. Bên cạnh những chiến lược về quyền chọn, cổ tức được xem là cách duy nhất để nhà đầu tư lấy được lợi nhuận từ việc sở hữu cổ phiếu mà không phải bán chúng đi.

Trái tức là tiền lãi công bố đối với các loại trái phiếu khi được phát hành. Thông thường trái tức được thanh toán theo định kỳ nhất định. Trái tức thường được thể hiện dưới dạng tỉ suất trái tức, giống như lãi suất cho vay. Ví dụ: một trái phiếu \$1000 với tỉ suất trái tức 7% sẽ nhận được \$70 mỗi năm.

Khác với cổ tức, trái tức thường ổn định hơn cổ tức, vì cổ tức còn phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

##### **b. Các hình thức trả cổ tức, trái tức.**

\* Hình thức trả cổ tức.

Có hai hình thức trả cổ tức, bao gồm: Trả cổ tức bằng tiền mặt, trả cổ tức bằng cổ phiếu, Mỗi một hình thức trả cổ tức của các doanh nghiệp phụ thuộc vào chính sách tài chính của đơn vị, cụ thể được như sau:

**Thứ nhất**, hình thức chỉ trả cổ tức bằng tiền mặt, doanh nghiệp thực hiện trả một số tiền (%) hoặc số tiền cụ thể, tính trên số cổ phần nắm giữ của cổ đông. với hình thức này dễ tính toán và dễ thực hiện. Tuy nhiên, Công ty sẽ giảm quỹ tiền mặt, giảm năng lực tái đầu tư. Với Các DNCN vốn đã vay nợ lớn thì doanh nghiệp sẽ khó khăn về vốn.

**Thứ hai**, hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu, doanh nghiệp thực hiện chuyển đổi số lợi nhuận chưa phân phối hay các Quỹ/thặng dư thành cổ phần cho các cổ đông. Hình thức này rất thuận lợi cho doanh nghiệp duy trì được quỹ tiền mặt trong doanh nghiệp dùng tái đầu tư, giảm áp lực tài chính. Tuy nhiên, hình thức này gặp phải hạn chế là: phải thực hiện thêm các thủ tục về tăng vốn điều lệ, đăng ký lại đăng ký kinh doanh và áp lực lên các năm tiếp theo về cổ tức cho cổ đông do vốn điều lệ tăng.

Nếu trả cổ tức bằng tiền mặt thì doanh nghiệp phải được thực hiện bằng đồng Việt Nam và có thể được thanh toán bằng séc hoặc lệnh trả tiền gửi bằng bưu điện đến địa chỉ thường trú của cổ đông.

Nhìn chung, khi thị trường chứng khoán theo xu thế tăng, các cổ đông mong muốn được trả cổ tức bằng cổ phiếu và ngược lại thị trường giảm, họ lại mong muốn nhận cổ tức bằng tiền mặt.

\* Hình thức trả trái tức.

Tương tự như hình thức trả cổ tức, có hai hình thức trả trái tức đó là trả trái tức bằng tiền mặt và trả trái tức bằng trái phiếu chuyển đổi, mỗi hình thức trả trái tức đều có ưu nhược điểm đối với doanh nghiệp, cụ thể như sau:

**Thứ nhất**, hình thức trả trái tức bằng tiền mặt, doanh nghiệp thực hiện trả một số tiền (%) trên số trái phiếu phát hành. Hình thức này tương tự như vay nợ. Tuy nhiên, doanh nghiệp thực hiện trả lãi và gốc cuối kỳ thay vì hàng tháng như vay tín dụng.

**Thứ hai**, hình thức trả trái tức bằng trái phiếu chuyển đổi, doanh nghiệp thực hiện chuyển đổi số trái phiếu phát hành thành cổ phiếu (chuyển nợ thành vốn góp). Hình thức này doanh nghiệp duy trì được quỹ tiền mặt trong doanh nghiệp và tái đầu tư, giảm áp lực tài chính. Tuy nhiên, thủ tục thực hiện phức tạp

(hiện tại Việt Nam chưa có quy định cụ thể về trái phiếu chuyển đổi) và áp lực lên các năm tiếp theo về cổ tức cho cổ đông do vốn điều lệ tăng.

c. Phân tích và quyết định trả cổ tức, trái tức.

Giá trị của cổ tức được xác định theo từng năm tại Đại hội đồng cổ đông hàng năm của doanh nghiệp và được thông báo cho các cổ đông hoặc là bằng lượng tiền mặt mà cổ đông sẽ nhận được tính theo số cổ phiếu mà cổ đông đang sở hữu hay số phần trăm trong lợi nhuận của doanh nghiệp; Cổ tức là như nhau cho mọi cổ phiếu của cùng một loại, hoặc cổ phiếu ưu đãi hoặc cổ phiếu phổ thông (cổ phiếu thường). Sau khi đã được thông báo, cổ tức trở thành khoản phải trả của doanh nghiệp.

Cổ tức được tính toán chủ yếu trên cơ sở của lợi nhuận chưa sử dụng của doanh nghiệp cũng như triển vọng kinh doanh trong những năm kế tiếp. Phương án chia cổ tức được đề xuất bởi Hội đồng Quản trị và Ban Kiểm soát (Ủy ban, hay Hội đồng Kiểm soát), sau đó phải được thông qua trước Đại hội cổ đông hàng năm. Trường hợp phương án chia cổ tức được biểu quyết thông qua, thì chính sách chia cổ tức của năm đó chính thức được xác nhận và có hiệu lực. Một số doanh nghiệp cũng có chính sách chia cổ tức cho một giai đoạn nhiều năm, nhưng bản thân chính sách này cũng được thực thi chỉ trong một số điều kiện nhất định. Tuy nhiên, phần lớn các doanh nghiệp cố gắng duy trì tỷ lệ phân chia cổ tức không thay đổi, điều này giúp cho cổ đông có niềm tin đối với doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp có các kế hoạch tái đầu tư cổ tức, doanh nghiệp sẽ quyết định trả cổ tức bằng cổ phiếu.

Việc xác định trả trái tức của doanh nghiệp sẽ do doanh nghiệp quyết định căn cứ vào hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, dựa vào lãi suất huy động vốn của ngân hàng và nhu cầu của trái chủ. Trên cơ sở đó, doanh nghiệp xác định trái tức sẽ trả cho các trái chủ. Quyết định trả trái tức không cần phải thông qua Đại hội đồng cổ đông mà do Ban lãnh đạo của doanh nghiệp quyết định.

### **1.2.2.3. Hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán.**

#### **a. Khái niệm.**

Hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp là một loại hình đầu tư tài chính. Trong hoạt động này, doanh nghiệp mua các chứng khoán theo một danh mục đầu tư đa dạng, bao gồm cả các công cụ trên thị trường tiền và các công cụ trên thị trường vốn.

Đầu tư kinh doanh chứng khoán là hoạt động mua và bán các loại chứng khoán trên thị trường chứng khoán để kiếm lời. Kiếm lời trong hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán có thể là từ thu nhập từ cổ tức, trái tức, song cũng có thể là từ chênh lệch giá do kinh doanh chứng khoán mang lại. Mục tiêu của đầu tư kinh doanh chứng khoán là nhằm kiếm lời từ hai nguồn thu nhập nói trên. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán có mức độ rủi ro cao, có thể ảnh hưởng đến vấn đề an toàn về vốn trong đầu tư kinh doanh chứng khoán.

Đầu tư kinh doanh chứng khoán giúp doanh nghiệp có thể được hưởng quyền quản lý, quyền kiểm soát doanh nghiệp khác từ cổ phiếu. Các chứng khoán là các tài sản sinh lời có tính thanh khoản cao, có rủi ro lớn. Với giá trị nhỏ của các chứng khoán và sự đa dạng của các loại chứng khoán trên thị trường, danh mục đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp có thể dễ dàng được thiết kế theo các mức độ rủi ro khác nhau và dễ dàng thay đổi.

Do đặc điểm của tài sản đầu tư, hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán là hoạt động phức tạp, đòi hỏi doanh nghiệp phải có đội ngũ cán trình độ chuyên môn cao, am hiểu về thị trường.

### **b. Phân loại đầu tư kinh doanh chứng khoán.**

Tuỳ theo mục đích quản lý, hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của doanh nghiệp có thể được phân loại theo nhiều cách khác nhau. Có thể khái quát thành các loại hình đầu tư sau:

Trường hợp căn cứ vào công cụ đầu tư, có thể phân loại đầu tư kinh doanh chứng khoán của doanh nghiệp thành đầu tư trái phiếu Chính phủ, đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu của doanh nghiệp khác. Việc phân loại này có thể giúp các nhà quản lý xây dựng danh mục đầu tư với mức độ rủi ro phù hợp, trên cơ sở dễ dàng thay đổi kết cấu danh mục đầu tư.

Trường hợp phân loại theo mục đích đầu tư, có thể phân loại đầu tư chứng khoán thành đầu tư nhằm hưởng lợi tức và đầu tư nhằm nắm quyền quản lý kiểm soát công ty mà doanh nghiệp công nghiệp mua chứng khoán của công ty đó. Trong hoạt động đầu tư nhằm hưởng lợi tức, doanh nghiệp công nghiệp mua trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu do doanh nghiệp khác phát hành. Khi doanh nghiệp đầu tư kinh doanh chứng khoán với mục đích nắm quyền kiểm soát, doanh nghiệp có thể vừa đa dạng hoá tài sản, vừa phát triển

lĩnh vực kinh doanh mới thông qua thôn tính và sáp nhập. Việc phân loại này giúp cho các nhà quản lý có thể kiểm soát được hoạt động đầu tư theo các mục đích đã được xác định.

### **c. Phân tích và ra quyết định đầu tư kinh doanh chứng khoán.**

Để hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán được hiệu quả và đạt được các mục tiêu đã đề ra, các doanh nghiệp công nghiệp phải tiến hành phân tích chứng khoán và ra quyết định đầu tư. Phân tích chứng khoán là hoạt động quan trọng nhằm trợ giúp cho việc ra quyết định đầu tư. Việc phân tích chứng khoán sẽ phụ thuộc vào mục đích đầu tư chứng khoán.

Trong hoạt động đầu tư chứng khoán nhằm hưởng lợi tức, doanh nghiệp công nghiệp sẽ hoạt động như là nhà đầu tư chứng khoán, do vậy phương pháp phân tích chủ yếu được sử dụng là phương pháp phân tích cơ bản và phương pháp phân tích kỹ thuật.

**Thứ nhất,** Phương pháp phân tích cơ bản là phương pháp định giá cổ phiếu trên cơ sở nghiên cứu và phân tích các triển vọng của công ty như: triển vọng về thu nhập (cổ tức, tỷ lệ cổ tức...), dự đoán lãi suất thị trường, đánh giá rủi ro... Mục đích cuối cùng của phân tích cơ bản là xác định giá trị hiện tại của tất cả những thu nhập cho cổ đông đối với mỗi cổ phần và sau đó so sánh chúng với giá của chứng khoán đó. Nếu giá trị của chúng vượt quá thị giá của chúng thì doanh nghiệp nên mua chúng và ngược lại. Phương pháp phân tích cơ bản giúp doanh nghiệp có được kết cấu danh mục đầu tư phù hợp.

**Thứ hai,** Phương pháp phân tích kỹ thuật là việc nghiên cứu mối tương quan giữa cung và cầu về một loại hàng hoá, chẳng hạn như chứng khoán, hợp đồng quyền chọn (option), chứng chỉ quỹ đầu tư hay các hàng hoá khác... chủ yếu dựa trên việc xem xét, đánh giá về giá cả và khối lượng giao dịch của chúng. Phân tích kỹ thuật dựa vào việc theo dõi quá trình thay đổi giá chứng khoán trong quá khứ cũng như hiện tại để tìm ra sự vận động mang tính chu kỳ rồi từ đó giả thuyết rằng nó sẽ xảy ra trong tương lai. Phân tích kỹ thuật sử dụng biểu đồ hay các chương trình máy tính để xác định và đưa ra mô hình xu hướng biến động giá của chúng trên thị trường. Hầu hết việc phân tích này là nhằm đánh giá xu hướng biến động giá chứng khoán trong tương lai dựa trên biểu đồ và các dữ liệu khác. Khác với phân tích cơ bản, phân tích kỹ thuật không đề cập đến tình

hình tài chính của công ty và không đánh giá giá trị theo cách mà phân tích cơ bản làm. Tức là không dựa vào giá trị nội tại của chứng khoán để dự đoán giá chứng khoán mà dựa trên quan hệ cung cầu chứng khoán và các thông tin khác. Phương pháp phân tích kỹ thuật giúp doanh nghiệp lựa chọn được thời điểm và chiến lược mua và bán chứng khoán tùy theo diễn biến của thị trường.

Với mục đích nắm quyền quản lý, kiểm soát, việc phân tích được thực hiện chi tiết hơn đối với một doanh nghiệp được dự định thôn tính, sáp nhập, do đó chủ yếu sử dụng phương pháp phân tích tài chính. Trường hợp này gần giống với phương pháp lựa chọn dự án đầu tư thông thường. Các phân tích cần chỉ rõ thực trạng của doanh nghiệp thôn tính, sáp nhập và doanh nghiệp thôn tính, sáp nhập ở thời điểm hiện tại; dự báo các khả năng thay đổi trong tương lai đối với doanh nghiệp. Trên cơ sở các phân tích đó, lượng hoá thành các luồng tiền và đánh giá mức độ rủi ro của các luồng tiền đó. Các phương pháp lựa chọn được áp dụng là các phương pháp NPV, IRR...

### **1.2.3. Bản chất hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán.**

Thực chất của hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán của các doanh nghiệp là hoạt động huy động vốn, hoạt động trả cổ tức, trái tức và hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán nhằm mục đích thu lợi nhuận. Hoạt động huy động vốn của các doanh nghiệp công nghiệp được thể hiện qua hoạt động phát hành chứng khoán.

Khi có nhu cầu vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp sẽ thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng để bán cổ phiếu cho các nhà đầu tư bên ngoài, số tiền thu được do bán cổ phiếu (bao gồm cả số tiền thặng dư) doanh nghiệp có thể sử dụng vào mục đích sản xuất kinh doanh. Hàng năm, căn cứ vào kết quả sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp phải trả cổ tức cho nhà đầu tư, cổ tức có thể trả bằng nhiều hình thức, bằng tiền mặt hoặc bằng cổ phiếu, tùy theo nghị quyết của Đại hội đồng cổ đông quyết định. Sau khi phát hành cổ phiếu ra công chúng, doanh nghiệp sẽ thực hiện niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán tập trung khi có đủ các điều kiện do UBCKNN quy định.

Như vậy, việc phát hành cổ phiếu chính là việc bổ sung thêm vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng có thể

huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu, bản chất của hoạt động này chính là hoạt động đi vay. Sự khác nhau giữa hoạt động phát cổ phiếu và phát hành trái phiếu là ở chỗ trong hoạt động phát hành trái phiếu, doanh nghiệp sẽ phải trả nợ, trả lãi, phải xây dựng kế hoạch tài chính để đến kỳ đến hạn thanh toán trả nợ cho người nắm giữ trái phiếu. Trong khi đó phát hành cổ phiếu sẽ không phải trả nợ, nhưng phải trả lãi (hay còn gọi là cổ tức), tuy nhiên, lãi này không cố định và có thể ở nhiều hình thức, doanh nghiệp có thể linh hoạt chủ động điều chỉnh. Việc quyết định phân chia cổ tức sẽ do đại hội đồng cổ đông quyết định. Người nắm giữ cổ phiếu có thứ tự ưu tiên thanh toán cuối cùng khi doanh nghiệp bị phá sản. Hoạt động phát hành cổ phiếu nhằm huy động vốn có hạn chế là làm pha loãng quyền sở hữu của các cổ đông lớn, ngoài ra sử dụng vốn của doanh nghiệp trong hoạt động kinh doanh thì sẽ phải thực hiện các nghĩa vụ thuế.

Hoạt động phát hành cổ phiếu cũng gồm nhiều loại: phát hành lần đầu và phát hành thêm, trong đó hoạt động phát hành thêm cũng có hai loại: phát hành cổ phiếu mà không đi kèm với việc tăng nguồn tài chính và có đi kèm với việc tăng nguồn tài chính. Phát hành cổ phiếu mà không đi kèm với việc tăng nguồn tài chính có nghĩa là doanh nghiệp không thu tiền thêm từ cổ đông, phát hành cổ phiếu thưởng từ lợi nhuận giữ lại hoặc từ thặng dư vốn. Bản chất của việc phát hành này chỉ là chuyển một phần hay toàn bộ số dư (kế toán) từ tài khoản thặng dư vốn và lợi nhuận giữ lại sang tài khoản vốn điều lệ. Kết quả là sẽ có sự tăng lên của vốn điều lệ (và tăng số lượng cổ phiếu), giảm số dư kế toán của lợi nhuận giữ lại và thặng dư vốn mà giá trị doanh nghiệp vẫn không thay đổi. Phát hành thêm cổ phiếu đi kèm với việc tăng nguồn tài chính cho doanh nghiệp là việc doanh nghiệp thu tiền mua của các cổ đông trả cho việc nắm giữ cổ phần của doanh nghiệp. Tùy theo mục đích sử dụng vốn của mình doanh nghiệp sẽ quyết định việc bán bao nhiêu cổ phần cho hiệu quả nhất. Trong trường hợp này nguồn vốn của doanh nghiệp sẽ tăng.

Hoạt động trả cổ tức, trái tức: Mục đích cơ bản của bất kỳ hoạt động kinh doanh nào nhằm tạo ra lợi nhuận cho những chủ sở hữu và cổ tức là cách thức quan trọng để việc kinh doanh thực hiện được nhiệm vụ này. Khi công việc kinh doanh của doanh nghiệp tạo ra lợi nhuận, một phần lợi nhuận được tái đầu tư vào việc kinh doanh và lập các quỹ dự phòng, gọi là lợi nhuận giữ lại, phần lợi nhuận còn lại được trả cho các cổ đông, gọi là cổ tức.

Hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của doanh nghiệp công nghiệp thực chất là một dạng đầu tư tài chính nhằm mục đích thu lợi nhuận. Khi có tiền nhàn rỗi, doanh nghiệp có thể đầu tư theo chiều hướng: góp vốn liên doanh, liên kết, góp vốn thành lập các công ty con, hoặc mua, bán cổ phiếu trực tiếp trên thị trường tập trung hay thị trường OTC. Việc mua, bán cổ phiếu của doanh nghiệp có thể có nhiều mục đích, mua cổ phiếu để hưởng cổ tức, mua cổ phiếu để có quyền quản lý công ty mà doanh nghiệp đầu tư, mua cổ phiếu để bán nhằm mục đích thu lợi nhuận do chênh lệch giá cổ phiếu. Như vậy, bản chất của hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán chính là hoạt động đầu tư tài chính.

#### **1.2.4. Tác động của hoạt động tài chính đối với doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.**

##### **1.2.4.1. Những tác động tích cực.**

**Thứ nhất**, Hoạt động tài chính của doanh nghiệp là một kênh thu hút vốn quan trọng cho doanh nghiệp, khi có nhu cầu huy động vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp có thể dễ dàng thu hút được lượng vốn nhàn rỗi lớn từ các nhà đầu tư bên ngoài. Thông qua phát hành chứng khoán ra công chúng cho phép doanh nghiệp và nhà đầu tư của doanh nghiệp có cơ hội để đa dạng hoá danh mục đầu tư của mình. Quyết định trở thành công ty đại chúng làm tăng khả năng đa dạng hoá danh mục đầu tư của những cổ đông ban đầu. Quá trình đa dạng hoá danh mục đầu tư có thể được thực hiện một cách trực tiếp bằng cách bán bớt tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ của công ty để đầu tư vào các loại tài sản khác; hoặc có thể thực hiện một cách gián tiếp bằng cách mua ngay chứng khoán của doanh nghiệp khác khi doanh nghiệp tiến hành tăng vốn để đầu tư vào việc nắm giữ chứng khoán. Mặt khác, hoạt động phát hành chứng khoán, doanh nghiệp có thể thu được một nguồn thặng dư lớn do sự chênh lệch giá cổ phiếu, số vốn thặng dư này sẽ là điều kiện để doanh nghiệp có thể mở rộng sản xuất kinh doanh, mua sắm đổi mới thiết bị, công nghệ sản xuất.

Sau khi phát hành chứng khoán ra công chúng, doanh nghiệp lựa chọn quyền kiểm soát doanh nghiệp và có điều kiện để lựa chọn đội ngũ quản lý phù hợp. Chính việc trở thành công ty đại chúng là biện pháp giảm những vấn đề bất đồng thường nảy sinh trong mối quan hệ giữa cổ đông và người điều hành. Bản thân thị trường chứng khoán sẽ điều chỉnh chặt chẽ mối quan hệ này. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, cổ đông của các công ty đại chúng có thể nhận thức



được những thông tin qua sự biến động của giá chứng khoán trên thị trường để quyết định về chế độ đãi ngộ hay xử sự hợp lý với người được thuê quản lý điều hành công ty đó.

Khi phát hành chứng khoán ra công chúng, doanh nghiệp được hưởng nhiều ưu đãi, để khuyến khích doanh nghiệp trở thành công ty đại chúng, chính phủ các nước đều thực thi các biện pháp miễn thuế hoặc giảm thuế thu nhập cho doanh nghiệp trong thời gian đầu khi phát hành cổ phiếu ra công chúng. Vì thế, các doanh nghiệp này có nhiều lợi thế so với các công ty cổ phần khác. Ngoài ra, các chính sách ưu đãi khác như ưu tiên trong quan hệ tín dụng, ưu tiên trong thuê và sử dụng đất, ưu tiên việc dùng cổ phiếu để thế chấp hay ưu tiên được nhà nước hỗ trợ khi muốn quảng bá hình ảnh của công ty ra nước ngoài cũng là những ưu đãi hấp dẫn của công ty đại chúng so với các công ty cổ phần khác.

**Thứ hai,** Hoạt động tài chính của doanh nghiệp làm tăng tính thanh khoản thông qua hoạt động niêm yết chứng khoán: chứng khoán của các doanh nghiệp phát hành rộng rãi ra công chúng thường có tính thanh khoản cao. Ngược lại, chứng khoán của các doanh nghiệp không phải là công ty đại chúng thường được giao dịch một cách không chính thức và chỉ diễn ra với một số đối tác, điều này làm cho chi phí giao dịch chứng khoán của các doanh nghiệp không phải là đại chúng tăng cao, đặc biệt là với đối tác lần đầu tiên thực hiện giao dịch vì mất nhiều chi phí để tìm hiểu thông tin và do giá cả chứng khoán không có dịp cọ xát trên thị trường trước đó. Việc niêm yết chứng khoán còn giúp doanh nghiệp tăng uy tín, vị thế của doanh nghiệp đối với công chúng. Niêm yết sẽ tạo ra hình ảnh tốt của doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư, các chủ nợ, người cung ứng, các khách hàng và những người làm công, nhờ vậy, doanh nghiệp được niêm yết có thể đón nhận sự hưởng ứng, chấp nhận của các nhà đầu tư dành cho họ.

**Thứ ba,** Hoạt động trả cổ tức ảnh hưởng trực tiếp đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp, việc các doanh nghiệp niêm yết có tỷ lệ trả cổ tức hấp dẫn sẽ làm tăng nhu cầu của nhà đầu tư, dẫn đến làm tăng giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Mặt khác, việc công bố và thực hiện trả cổ tức với tỷ suất cao được xem như một việc phát tín hiệu về tình hình phát triển cũng như triển vọng khả quan của doanh nghiệp. Vì vậy, hoạt động trả cổ tức đã được xem như một công cụ đánh bóng hình ảnh, cũng như ảnh hưởng đến việc nâng giá trị doanh nghiệp một cách hiệu quả trên TTCK Việt Nam. Khi doanh nghiệp quyết định thời điểm trả cổ tức là

một thời cơ để thu gom cổ phiếu cho các nhà đầu tư. Điều này xuất phát từ hai lý do: một là, việc kỳ vọng sinh lợi từ việc đầu cơ trước khi thông tin được công bố. **Hai** là, sau khi thông tin được công bố thì các nhà đầu tư lại sử dụng các số liệu cổ tức cùng với các số liệu về lợi nhuận được công bố nhằm đánh giá, nhận xét, phân tích và định giá lại giá trị của doanh nghiệp; từ đó, họ sẽ đưa ra những quyết định đầu tư.

**Thứ tư**, Hoạt động tài chính của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán là một trong những hoạt động mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho doanh nghiệp. Thông qua hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán, góp vốn liên doanh liên kết, doanh nghiệp có thể mở rộng lĩnh vực kinh doanh của mình. Hoạt động mua, bán chứng khoán là một hoạt động tiềm năng mà các doanh nghiệp có thể khai thác trong giai đoạn thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh. Mặt khác, tạo ra sự đa dạng trong hoạt động đầu tư, bao gồm đa dạng hoá về lĩnh vực kinh doanh, đa dạng hoá về phương diện địa lý. Chính sự đa dạng hoá này tạo ra sự cân bằng về rủi ro trong danh mục tài sản của doanh nghiệp và tăng tính thanh khoản cho các tài sản, trên cơ sở đó, tạo sự mềm dẻo trong việc quản lý tài sản của doanh nghiệp công nghiệp. Các chứng khoán mà các doanh nghiệp công nghiệp mua cũng có thể được sử dụng như là các tài sản thế chấp cho các khoản vay ngân hàng. Đối với những doanh nghiệp có chiến lược, danh mục đầu tư tốt và đội ngũ cán bộ đầu tư chuyên nghiệp thì có thể hoạt động đầu tư cổ phiếu sẽ mang lại nguồn lợi nhuận đáng kể cho doanh nghiệp.

#### **1.2.4.2. Những tác động tiêu cực**

**Thứ nhất**, với việc thúc đẩy mạnh hoạt động phát hành cổ phiếu ra công chúng, doanh nghiệp sẽ phải giảm bớt quyền kiểm soát của doanh nghiệp cho các nhà đầu tư, khi các nhà đầu tư mua cổ phiếu của doanh nghiệp, họ sẽ tham gia cùng với lãnh đạo doanh nghiệp để kiểm soát hoạt động doanh nghiệp, doanh nghiệp sẽ không còn tự chủ quyết định mọi vấn đề trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, đặc biệt là những vấn đề quan trọng như định hướng, chiến lược kinh doanh. Những định hướng, chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp đều phải xin ý kiến và được Đại hội đồng cổ đông thông qua mới được tiến hành, chính vì vậy, đôi khi sẽ không đảm bảo tính kịp thời khi đưa ra quyết định kinh doanh.

**Thứ hai**, khi tham gia các hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán, doanh nghiệp sẽ phải mất thêm khoản chi phí không nhỏ và đầu tư nguồn lực vào đó để thực hiện các hoạt động này, chi phí để thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng và các chi phí về công bố thông tin cũng khá cao, điều đó sẽ dẫn đến việc tăng chi phí kinh doanh của doanh nghiệp.

**Thứ ba**, mặc dù hoạt động trả cổ tức có tác động tích cực, tuy nhiên hoạt động trả cổ tức cũng có những hạn chế nhất định như: thứ nhất, việc trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao sẽ tạo sức ép cho doanh nghiệp, hạn chế khả năng tích tụ vốn của doanh nghiệp để tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, tỷ trọng vốn vay ngân hàng có thể sẽ tăng lên và có khả năng mất cân đối các nguồn trả nợ nếu doanh nghiệp không thận trọng trong việc vay vốn hoặc việc đầu tư sẽ không được mạnh dạn. Thứ hai, với việc trả cổ tức bằng cổ phiếu làm cho số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp tăng lên, giá cổ phiếu sẽ giảm do các chỉ số tài chính như EPS giảm trong ngắn hạn, điều này dẫn đến áp lực cho việc trả cổ tức của doanh nghiệp trong tương lai.

**Thứ tư**, hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán là hoạt động có rủi ro rất lớn, đặc biệt là trong bối cảnh thị trường chứng khoán suy yếu, doanh nghiệp công nghiệp vốn có thể mạnh về sản xuất kinh doanh, tuy nhiên, lại có nhiều hạn chế về thị trường chứng khoán, không có nhiều kinh nghiệm và tiềm lực về vốn như các tổ chức tài chính do vậy, sẽ không có những phản ứng nhanh và kịp thời, thích ứng với những thay đổi bất thường của thị trường dẫn đến bị thua lỗ, ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Khi tham gia hoạt động đầu tư chứng khoán trên thị trường chứng khoán, sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, vì doanh nghiệp sẽ phải đầu tư cả tiền và nhân lực cho hoạt động này, thực tế có nhiều doanh nghiệp quá say xưa với hoạt động đầu tư chứng khoán mà quên đi cả công việc sản xuất kinh doanh vốn là sở trường của mình, vì thế doanh nghiệp mất dần ưu thế cạnh tranh so với các đối thủ cùng ngành.

**Thứ năm**, khi tham gia thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp sẽ phải thực hiện công bố thông tin theo quy định, điều này sẽ không tốt cho doanh nghiệp nếu xét về yếu tố đảm bảo bí mật thông tin đối với các đối thủ cạnh tranh, vì khi công bố thông tin, doanh nghiệp sẽ bị lộ nhiều thông tin quan trọng, đặc biệt các thông tin về tiềm lực tài chính cũng như tình hình sản xuất kinh doanh

của doanh nghiệp, điều này sẽ hạn chế nhiều trong quá trình cạnh tranh khi thực hiện kinh doanh của doanh nghiệp.

### **1.3. Các nhân tố thúc đẩy hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán.**

#### **1.3.1. Các nhân tố bên ngoài.**

##### **1.3.1.1. Khuôn khổ pháp lý.**

Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán là hoạt động phức tạp, mức độ rủi ro cao và có liên quan, chịu ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố kinh tế - xã hội khác nhau trong nước và trên thế giới. Vì vậy hoạt động này cần được phát triển trên một cơ sở pháp lý chặt chẽ và một môi trường kinh tế thuận lợi, đồng thời cũng đòi hỏi các chủ thể tham gia phải tuân thủ một cách nghiêm ngặt các quy định và nguyên tắc hoạt động của thị trường.

Việc quản lý thị trường cần phải được dựa trên một khuôn khổ pháp lý vững mạnh. Điều này đồng nghĩa với các quyết định được đưa ra trên cơ sở các tiêu chuẩn khách quan nhằm đạt được các mục tiêu đã định trước và hoàn toàn độc lập với những cân nhắc và ảnh hưởng bên ngoài. Tùy thuộc vào đặc điểm phát triển kinh tế xã hội, quy mô, hình thức tổ chức và phương thức của thị trường mà ban hành hệ thống pháp lý cho phù hợp. Nhìn chung, các nước trên thế giới đều có luật chứng khoán với các quy định về việc phát hành và đăng ký phát hành chứng khoán; tổ chức và hoạt động của sở giao dịch chứng khoán và các công ty chứng khoán; việc mua bán, giao dịch chứng khoán sau khi đã được phát hành trên thị trường sơ cấp; các quy định đối với các công ty niêm yết và các chủ thể được tham gia hoạt động kinh doanh trên thị trường chứng khoán; các quy định về chế độ đăng ký, báo cáo đối với sở giao dịch chứng khoán cũng như các quy định về chống đầu cơ, mua bán nội gián...

Trong hệ thống các văn bản pháp quy thì Luật là văn bản pháp quy có hiệu lực pháp lý cao nhất. Ở Việt Nam, Luật chứng khoán đã được Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam, khoá XI, kỳ họp thứ 9 thông qua ngày 29 tháng 6 năm 2006. Luật chứng khoán ra đời đã tạo ra khung pháp lý đầy đủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán, tạo kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế nói chung và các doanh nghiệp công nghiệp nói riêng. Sự ra đời của Luật chứng khoán phải đảm bảo sự đồng bộ, sự phù hợp với

các văn bản quy phạm pháp luật khác có liên quan, đặc biệt là Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư, Luật các tổ chức tín dụng, Luật kinh doanh bảo hiểm. Sự ra đời của Luật chứng khoán sẽ tạo cơ sở cho thị trường chứng khoán phát triển nhanh và ổn định. Các văn bản pháp luật khác về thị trường chứng khoán khi xây dựng đều phải dựa trên cơ sở Luật chứng khoán và phải thống nhất, phù hợp, tạo ra sự đồng bộ thống nhất, phù hợp trong các văn bản pháp luật về thị trường chứng khoán. Với tính ổn định và hiệu lực pháp lý cao, Luật chứng khoán cùng các văn bản pháp luật khác về thị trường chứng khoán sẽ tạo ra môi trường pháp lý thuận lợi cho sự vận hành và phát triển của thị trường chứng khoán nói chung và hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp nói riêng.

Vì hoạt động kinh doanh chứng khoán là hoạt động kinh doanh có điều kiện, do vậy trên cơ sở Luật Doanh nghiệp, Luật chứng khoán đã quy định cụ thể các điều kiện để được cấp phép hoạt động. Luật chứng khoán cũng quản lý cả chứng khoán niêm yết và chưa niêm yết. Phạm vi điều chỉnh và nội dung của Luật chứng khoán có ảnh hưởng quan trọng đến phạm vi lớn các đối tượng bao gồm các nhà đầu tư, các công ty chứng khoán, cơ quan quản lý quỹ cũng như chính bản thân thị trường.

Cùng với sự ra đời của Luật chứng khoán, cũng cần ban hành hàng loạt các những quy định, văn bản hướng dẫn để thực hiện, nhằm tạo ra một hành lang pháp lý chung và thống nhất cho hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp.

### **1.3.1.2. Chính sách của Chính phủ.**

Các chính sách của Chính phủ có ảnh hưởng rất lớn đến các hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp, vì vậy để hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán được phát triển bền vững và hiệu quả thì Chính phủ cần có những chính sách tạo điều kiện cho các hoạt động này được phát triển. Kinh nghiệm phát triển ở tất cả các nước cho thấy, đối với các ngành nghề mới hình thành, Chính phủ thường phải thực thi nhiều chính sách ưu đãi để khuyến khích sự tham gia của các tổ chức và cá nhân vào các lĩnh vực này. Phạm vi và mức độ ưu đãi còn tùy thuộc vào điều kiện phát triển kinh tế xã hội của từng quốc gia. Trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán, đặc biệt là tại các thị trường có nền kinh tế mới chuyển đổi từ một nền

kinh tế tập trung sang cơ chế thị trường như ở Việt Nam, Chính phủ cần có những chính sách để khuyến khích mọi tổ chức và cá nhân tích cực tham gia thị trường. Để thúc đẩy các doanh nghiệp công nghiệp tham gia phát hành, niêm yết chứng khoán và đầu tư kinh doanh chứng khoán trên thị trường chứng khoán, chính phủ thường áp dụng các chính sách về thuế, phí và lệ phí. Đây được xem như là công cụ quan trọng và hữu hiệu nhất vì các chính sách thuế, phí là những phương tiện hữu hiệu nhất thể hiện ý chí của Nhà nước. Chính phủ của nhiều nước cũng đã vận dụng biện pháp khuyến khích về thuế để tăng số lượng các công ty đại chúng.

Về đối tượng được hưởng chính sách ưu đãi về thuế cần được xây dựng theo nguyên tắc đảm bảo sự bình đẳng giữa các doanh nghiệp, trong đó có lưu ý để thực hiện ưu đãi hơn đối với các doanh nghiệp thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng và niêm yết chứng khoán. Đây là chính sách phù hợp nhằm thu hẹp những bất lợi của các doanh nghiệp đại chúng khi bắt buộc phải thực hiện các nghĩa vụ về công bố thông tin, về quản trị doanh nghiệp... so với các loại hình doanh nghiệp khác; đồng thời thể hiện rõ quan điểm huy động mọi nguồn lực cho đầu tư phát triển. Tạo sự bình đẳng giữa các tổ chức trong việc thực hiện nghĩa vụ thuế thông qua việc thống nhất điều kiện, mức ưu đãi và thời gian ưu đãi.

Chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp có ảnh hưởng quan trọng đối với hoạt động tài chính của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán, do vậy, chính sách liên quan đến phí, lệ phí doanh nghiệp khi thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng, và khi thực hiện niêm yết chứng khoán cũng cần được quan tâm từ phía Chính phủ.

Bên cạnh những ưu đãi về thuế, phí và lệ phí để khuyến khích các doanh nghiệp tham gia trên thị trường chứng khoán, Chính phủ cũng cần áp dụng đồng loạt các chính sách ưu đãi về đào tạo nguồn nhân lực, về chuyển giao kỹ thuật, về thông tin thị trường.

### **1.3.1.3. Thị trường chứng khoán tập trung.**

Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp phụ thuộc và ảnh hưởng rất nhiều vào sự phát triển của thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường chứng khoán tập trung. Phát hành cổ phiếu ra công chúng gắn liền với

việc cổ phiếu đó được giao dịch trên thị trường tập trung. Vì vậy, việc lựa chọn chính xác địa điểm giao dịch cho cổ phiếu được phát hành, hay sàn giao dịch, cũng là vấn đề được các công ty phát hành rất quan tâm. Ý nghĩa quan trọng của điều này được so sánh ngang bằng với ý nghĩa khi cân nhắc để lựa chọn đơn vị bảo lãnh phát hành, tổ chức tư vấn luật hay tổ chức kiểm toán.

Để đi đến quyết định lựa chọn sàn giao dịch đòi hỏi có sự cân nhắc rất thận trọng. Các sàn giao dịch không hoàn toàn được tổ chức giống nhau nên không có sàn giao dịch nào là tốt như nhau cho tất cả các loại cổ phiếu được giao dịch. Các sàn khác nhau về tiêu chuẩn niêm yết, về các yêu cầu bắt buộc phải duy trì trong suốt thời gian niêm yết, cũng như các nguyên tắc hay quy định về giao dịch, báo cáo thông tin hay phương thức thanh toán. Thực tế rất khác nhau giữa các sàn niêm yết dẫn đến những yêu cầu khác nhau về bản cáo bạch hoặc quy trình thực hiện bảo lãnh phát hành. Điều này đặt ra yêu cầu cho doanh nghiệp phát hành là cần phải lựa chọn sàn giao dịch cho phù hợp. Có hai nguyên tắc quan trọng cần cân nhắc khi lựa chọn sàn giao dịch chứng khoán phát hành là: **Thứ nhất**, thị trường đó phải hiệu quả nhất trên giác độ để thu hút sự quan tâm của công chúng đầu tư và những nhà môi giới chứng khoán. **Thứ hai**, thị trường đó phải phù hợp với bản thân công ty khi thực hiện các nghĩa vụ niêm yết. Thị trường niêm yết của chứng khoán phát hành sẽ quyết định đến chế độ công bố thông tin, báo cáo tài chính và chế độ quản trị công ty phải tuân thủ... Nói chung, một số câu hỏi cần được đặt ra khi lựa chọn địa điểm niêm yết chứng khoán là: Thị trường có cung cấp tính thanh khoản cao cho cổ phiếu niêm yết của công ty hay không? Thị trường có minh bạch hay không? Thị trường có đủ nhanh và hữu hiệu để giao dịch cổ phiếu hay không? Thị trường có tác dụng tăng thêm hình ảnh tích cực cho công ty hay nhà đầu tư hay không? Và cuối cùng là phải xem xét đến chất lượng dịch vụ và công nghệ mà thị trường sẽ đem lại.

Cần tổ chức thành các thị trường khác nhau để tạo cơ hội lựa chọn cho các công ty niêm yết. Các thị trường chứng khoán các nước đều đa dạng hình thức thị trường để đáp ứng được nhu cầu đa dạng của các công ty niêm yết và góp phần thúc đẩy doanh nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu của mình ra công chúng. Bên cạnh thị trường giao dịch bằng chính, luôn luôn có các thị trường giao dịch khác để phù hợp với lựa chọn của các công ty phát hành.

#### **1.3.1.4. Định chế tài chính trung gian.**

Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp không thể thiếu vai trò của các tổ chức tài chính trung gian và các tổ chức tài chính khác có vai trò hỗ trợ thị trường. Đó là các công ty chứng khoán, các tổ chức bảo lãnh phát hành, tổ chức kiểm toán độc lập, tổ chức tư vấn luật... Tính chuyên nghiệp và trình độ phát triển của các tổ chức này là động lực để thúc đẩy các doanh nghiệp thực hiện phát hành chứng khoán, niêm yết chứng khoán và đầu tư kinh doanh chứng khoán, đồng thời là yếu tố quan trọng để đảm bảo thành công của các hoạt động này.

##### **a. Công ty chứng khoán.**

Các công ty chứng khoán giữ vị trí quan trọng để thúc đẩy các doanh nghiệp thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng nhờ vai trò tham gia là tổ chức bảo lãnh trong các đợt chào bán [17]. Trước đây, tổ chức bảo lãnh phát hành thường do các ngân hàng đầu tư đảm nhiệm. Nhưng thời gian gần đây, các thị trường phát triển đều đã mở rộng các đối tượng tham gia bảo lãnh phát hành cho các đối tượng là các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán. Doanh nghiệp có thể tự tổ chức đợt phát hành chứng khoán của mình ra công chúng, nhưng sẽ gặp nhiều khó khăn và không chắc có thể thực hiện thành công đợt chào bán. Có rất nhiều những kinh nghiệm, bài học và cả thủ thuật mà chỉ có các tổ chức bảo lãnh chuyên nghiệp mới có thể phát huy được nhằm đảm bảo cho thành công của mỗi đợt chào bán. Khi là tổ chức bảo lãnh phát hành, Công ty chứng khoán tham gia chủ trì chào bán cổ phiếu ra công chúng. Để thực hiện bảo lãnh phát hành lần đầu ra công chúng cần chuẩn bị hồ sơ, đăng ký hồ sơ với cơ quan quản lý, thực hiện chiến dịch quảng cáo chào bán cổ phiếu, xác định giá cổ phiếu, phân phối cổ phiếu và cả việc hỗ trợ sau khi chào bán.

Các tổ chức bảo lãnh phát hành có tiềm lực kinh tế và kinh nghiệm sẽ góp phần đảm bảo thành công của đợt chào bán chứng khoán ra công chúng. Bằng những kinh nghiệm, các tổ chức bảo lãnh phát hành đóng góp kỹ năng và kinh nghiệm của mình trong các lĩnh vực như marketing, xác định giá chứng khoán, tổ chức phân phối chứng khoán và hỗ trợ các giao dịch sau khi phát hành. Tổ chức bảo lãnh phát hành hiểu rõ hơn ai hết về điều kiện thị trường và đặc tính của từng đối tượng đầu tư. Ngoài ra, tổ chức bảo lãnh phát hành còn giúp cung cấp các kinh nghiệm trong việc xử lý các mối quan hệ với các khách hàng đầu



tư, các công ty cạnh tranh và cả với các tổ chức phân tích tài chính. Tại các thị trường phát triển như Mỹ, tổ chức bảo lãnh phát hành được trao cho quyền lực tương đối rộng để đảm bảo đợt chào bán thành công. Tổ chức này tác động đến giá cả chứng khoán được giao dịch trên thị trường không chỉ bằng những quyết định giá chào bán và cách thức phân phối chứng khoán trong giai đoạn phát hành, mà còn tham gia trực tiếp vào việc mua bán chứng khoán sau khi phát hành nhằm ổn định thị trường. Với cách thức lựa chọn phương thức chào bán, đơn vị bảo lãnh phát hành không chỉ tạo ra sự khác biệt về giá bán cho các loại đối tượng đầu tư khác nhau mà còn có sự phân biệt cả về mặt số lượng đối với từng đối tượng đầu tư.

#### **b. Công ty kiểm toán độc lập.**

Chất lượng hoạt động của các công ty kiểm toán độc lập có vai trò thúc đẩy các doanh nghiệp thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng và thúc đẩy các hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán. Công ty kiểm toán không chỉ có trách nhiệm trong việc kiểm toán các báo cáo tài chính của công ty mà họ còn có trách nhiệm tìm hiểu một cách kỹ lưỡng các yêu cầu của cơ quan phát hành để chuẩn bị các hồ sơ phát hành theo đúng yêu cầu. Thông thường, một công ty kiểm toán độc lập được tổ chức theo dạng một công ty dịch vụ chuyên nghiệp. Điều này có nghĩa là công ty kiểm toán thường có nhiều loại hình dịch vụ có liên quan theo kiểu khép kín, bao gồm từ các dịch vụ về kiểm toán, về thuế, về cấu trúc tài chính, thậm chí cả tư vấn về nguồn nhân lực... Tùy theo yêu cầu của đơn vị phát hành, đơn vị được cung cấp dịch vụ có thể đóng nhiều vai khác nhau trong quy trình phát hành trước, trong và sau khi phát hành. Yêu cầu của việc lựa chọn công ty kiểm toán cho quy trình thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng là công ty đó phải có những hiểu biết về lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp và các vấn đề có liên quan; kinh nghiệm trong việc đáp ứng các yêu cầu của cơ quan quản lý phát hành, cũng như các yêu cầu của quy trình phát hành chứng khoán ra công chúng; có khả năng kiểm soát và đáp ứng được các yêu cầu phát sinh trong khi đăng ký hồ sơ phát hành và cả trong thời gian sau đó.

#### **1.3.1.5. Tổ chức tư vấn về luật.**

Sự tham gia của các tổ chức tư vấn về luật đóng góp không nhỏ vào thành công của hoạt động phát hành và niêm yết chứng khoán. Những vấn đề mà các công ty tư vấn có thể tham gia khi nào là thời điểm tốt nhất để doanh nghiệp thực

hiện chào bán chứng khoán ra công chúng và niêm yết chứng khoán, những kế hoạch cần phải xúc tiến để đợt chào bán thành công, những yêu cầu cần phải điều chỉnh trong hệ thống kế toán của doanh nghiệp, cho đến việc nghiên cứu cả khả năng và các điều kiện cho việc sáp nhập hay thu tóm doanh nghiệp và các vấn đề liên quan đến thuế. Càng nhiều kinh nghiệm của các nhà tư vấn khác nhau thì càng giúp cho đợt chào bán được thuận lợi. Kinh nghiệm về các vấn đề liên quan đến việc đăng ký với cơ quan quản lý phát hành sẽ giúp cho doanh nghiệp thực hiện tốt giai đoạn “chờ đợi” và tận dụng được các cơ hội xuất hiện trong giai đoạn này, giúp chuẩn bị các tài liệu cho các tổ chức phân tích, đào tạo kinh nghiệm quản lý và các nội dung sẽ được trình bày trong giai đoạn marketing chào bán. Kinh nghiệm về tổ chức các đại lý phân phối cũng có tác dụng cung cấp các kinh nghiệm trong quản lý và chuyển giao chứng khoán và các dịch vụ có liên quan. Mọi vấn đề về chuyển nhượng chứng khoán, trả cổ tức, phân phối chứng khoán đều rất cần đến vai trò của các tổ chức tư vấn. Những kinh nghiệm mà một tổ chức tư vấn có thể cung cấp còn bao gồm cả các vấn đề liên quan đến thời gian thực hiện, khả năng dự đoán các cạm bẫy hay những rủi ro tiềm ẩn. Vì vậy, vấn đề quan trọng đối với công ty là làm thế nào để thuê được những chuyên gia tư vấn độc lập có am hiểu về quy trình thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng, nhất là lại có những hiểu biết sâu sắc về phát hành trong những lĩnh vực chuyên ngành mà công ty đang hoạt động.

#### **1.3.1.6. Đối tượng đầu tư.**

Cho dù thị trường phát hành có được tổ chức tốt đến đâu nhưng nếu không tổ chức được nhu cầu đầu tư thì cũng không thể làm động lực để các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu của mình ra công chúng. Nhu cầu về đầu tư chứng khoán phụ thuộc vào các đối tượng tham gia đầu tư trên thị trường. Đối tượng đầu tư, hay công chúng đầu tư, được hiểu bao gồm cả những tổ chức đầu tư (pháp nhân) và những cá nhân đầu tư (thể nhân). Hai đối tượng này có đặc điểm khác nhau khi tham gia tác động vào bên cầu cổ phiếu của thị trường phát hành. Những tổ chức đầu tư khác biệt với những nhà đầu tư cá nhân ở phạm vi ảnh hưởng. Những tổ chức đầu tư là những khách hàng quan trọng trong đợt chào bán vì là những đối tượng đầu tư ổn định lâu dài. Ảnh hưởng của đối tượng này vào việc hình thành giá chứng khoán phát hành lại rất lớn. Tổ chức đầu tư thường có khả năng hấp thụ số lượng lớn chứng khoán phát hành. Các tổ chức

đầu tư cũng được coi là đội ngũ chuyên gia phân tích có nghề hơn nên giá cả do các tổ chức đưa ra mang tính chuyên nghiệp và sát với giá trị của chứng khoán chào bán. Những nhà đầu tư cá nhân thường ít có thể lực về kinh tế để thực hiện mua bán cổ phiếu nên phần nào không ảnh hưởng nhiều đến tính thanh khoản của thị trường trừ phi tất cả những cá nhân này đồng loạt tiến hành các hoạt động giống nhau vào cùng một thời điểm. Tuy nhiên, cần duy trì một số lượng nhà đầu tư cá nhân hợp lý để chống lại khả năng bị thôn tóm hay sáp nhập của doanh nghiệp.

Thị trường phát hành chứng khoán ra công chúng sẽ phát triển nếu nhu cầu về cổ phiếu phát hành được chú trọng phát triển. Muốn vậy, trước tiên cần phải tạo ra được ý muốn đầu tư trong xã hội, cụ thể là phải tạo ra được ý muốn mang số tiền sở hữu đầu tư vào thị trường chứng khoán. Nhưng muốn làm được điều này cần phải thực hiện rất nhiều các khâu công việc. Trong đó, quan trọng nhất là cần phải làm cho công chúng đầu tư thấy có lợi ích thực sự khi tham gia vào thị trường chứng khoán. Lợi ích cho người đầu tư rất đa dạng: Từ lãi suất, chênh lệch giá cho đến những ưu đãi khác có thể nhận được từ phía chính phủ. Ngoài ra cần phải nâng cao nhận thức cho công chúng đầu tư về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Công chúng đầu tư sẽ không thể tham gia thị trường nếu không có những hiểu biết nhất định về lĩnh vực chứng khoán. Cung cấp, trang bị những kiến thức cho công chúng đầu tư không chỉ để tạo niềm tin cho khách hàng mà còn thúc đẩy hành vi đầu tư của họ.

#### **1.3.1.7. Những nhân tố khác.**

Mối quan hệ giữa thị trường tài chính và thị trường tiền tệ được phát triển đồng bộ có ảnh hưởng đến việc khuyến khích các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu ra công chúng. Tại các thị trường phát triển, thị trường tài chính được phát triển một cách đồng bộ và có sự gắn kết rất chặt chẽ với thị trường tiền tệ. Nhưng ở các nước chưa phát triển, đặc biệt là đối với các nước có nền kinh tế chuyển đổi từ xã hội chủ nghĩa sang nền kinh tế thị trường, mối quan hệ này còn có nhiều bất cập. Biểu hiện rõ ràng nhất là thị trường vốn và thị trường tiền tệ thường chưa được ăn khớp với nhau. Điều này làm nảy sinh mâu thuẫn về cơ chế lãi suất. Thông thường lãi suất dài hạn phải cao hơn lãi suất ngắn hạn do lãi suất dài hạn chứa đựng yếu tố rủi ro nhiều hơn. Từ đó, đường cong lãi suất thị trường sẽ được xây dựng trên cơ sở lãi suất của thị trường hàng năm. Khi lãi suất thị

trường không tuân thủ theo những nguyên tắc này, cơ chế hình thành lãi suất tự nó có ảnh hưởng đến các doanh nghiệp thực hiện quyết định trở thành công ty đại chúng. Lãi suất huy động trên thị trường quá cao sẽ thu hút các nhà đầu tư gửi tiền tiết kiệm vào ngân hàng để hưởng lãi suất cao đồng thời lại rất an toàn. Thị trường vốn, chủ yếu là thị trường chứng khoán, chứa đựng nhiều rủi ro sẽ không hấp dẫn các nhà đầu tư. Trong bối cảnh như vậy, doanh nghiệp không dám thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng. Ngược lại, khi lãi suất trên thị trường quá thấp, việc vay ngân hàng trở thành giải pháp tối ưu để tìm kiếm nguồn vốn cho đầu tư. Như thế, doanh nghiệp sẽ không lựa chọn giải pháp phát hành cổ phiếu ra công chúng để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

Tại cùng thời điểm, số lượng các doanh nghiệp thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng cũng ảnh hưởng đến việc lựa chọn phát hành ra công chúng của các doanh nghiệp. Phát hành chứng khoán ra công chúng cũng biến động theo chu kỳ, nghĩa là có lúc sôi động, có lúc trầm lắng. Trong thuật ngữ tài chính, tương ứng với từng thời kỳ, các nhà khoa học gọi hiện tượng này là thị trường “nóng” hay “lạnh”. Một thị trường phát hành chứng khoán ra công chúng ở thời kỳ “nóng” sẽ có những biểu hiện đặc trưng chủ yếu là: Khối lượng chào bán chứng khoán nhiều, hiện tượng giá cao hơn giá trị rõ rệt, khối lượng đăng ký đặt mua chứng khoán cũng nhiều hơn và thường tập trung vào một số ngành. Ngược lại, khi thị trường được coi là “lạnh” nghĩa là có rất ít các công ty thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng, hiện tượng giá thoát ly khỏi giá trị cổ phiếu. Đặc trưng của thị trường mỗi thời kỳ ảnh hưởng đến động cơ phát hành chứng khoán của doanh nghiệp. Khi có nhiều chứng khoán được phát hành, hiện tượng giá chứng khoán thoát ly khỏi giá trị thường nhỏ hơn và ảnh hưởng trực tiếp đến các doanh nghiệp nếu động cơ của doanh nghiệp là muốn thu về giá trị phát hành lớn nhất. Ngược lại, ở những thời kỳ thị trường có quá ít các công ty thực hiện phát hành, chứng khoán trở nên đóng băng và tính thanh khoản không cao. Đối với những doanh nghiệp coi trọng việc tăng tính thanh khoản của chứng khoán thì đây không phải là thời điểm thích hợp cho thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng.

### **1.3.2. Các nhân tố thuộc bản thân doanh nghiệp công nghiệp.**

#### **1.3.2.1. Chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp.**

Chiến lược kinh doanh có vai trò hết sức quan trọng đối với sự tồn tại và phát triển của mỗi doanh nghiệp, vì vậy, các doanh nghiệp cần phải xây dựng cho mình một chiến lược kinh doanh phù hợp với từng điều kiện và hoàn cảnh cụ thể, đây chính là yêu cầu cần thiết đối với bất cứ một doanh nghiệp nào.

Chiến lược kinh doanh là phương hướng hoạt động của doanh nghiệp, quy định loại sản phẩm hoặc dịch vụ mà doanh nghiệp đảm nhận, quy mô kinh doanh, các nguồn lực sản xuất, khả năng sinh lợi cũng như triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Chiến lược được hiểu như là một kế hoạch tổng hợp toàn diện thống nhất của doanh nghiệp, đưa ra các xu hướng phát triển trong thời gian dài, khẳng định mục tiêu chủ yếu của doanh nghiệp, phân bổ những nguồn lực cơ bản của doanh nghiệp. Đưa ra những phương cách đối phó với những thay đổi bất trắc thường dễ gặp nhất của doanh nghiệp trong môi trường cạnh tranh.

Chiến lược kinh doanh giúp cho doanh nghiệp nắm bắt được các cơ hội thị trường và tạo được lợi thế cạnh tranh trên thị trường bằng cách vận dụng các nguồn lực có hạn của doanh nghiệp với kết quả cao, nhằm đạt được mục tiêu đề ra, giúp cho doanh nghiệp phải xem xét và xác định nên đi theo hướng nào? Một doanh nghiệp đề ra được chiến lược kinh doanh tốt, điều đó sẽ rất có lợi khi doanh nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng, sẽ làm tăng vị thế và uy tín của doanh nghiệp đối với công chúng đầu tư.

Mặt khác, chiến lược của doanh nghiệp là nhân tố định hình hoạt động tài chính của các doanh nghiệp. Đối với những doanh nghiệp có chiến lược mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh thông qua việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán thì hoạt động phát hành và niêm yết chứng khoán sẽ được ưu tiên phát triển, doanh nghiệp sẽ chú trọng vào hoạt động này, đặc biệt đối với doanh nghiệp muốn quảng bá hình ảnh của doanh nghiệp rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng.

Chiến lược kinh doanh giúp cho doanh nghiệp chuẩn bị tốt hơn để đối phó và làm chủ các diễn biến của thị trường, đặc biệt là đối với diễn biến phức tạp của thị trường chứng khoán. Chiến lược kinh doanh giúp giảm bớt rủi ro và tăng cường khả năng của các doanh nghiệp trong việc tận dụng các cơ hội kinh doanh khi chúng xuất hiện.

Có thể nói rằng, chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán, chiến lược kinh doanh có thể xem như là kim chỉ nam để định hướng cho hoạt động tài chính của doanh nghiệp, đối với những doanh nghiệp có chiến lược kinh doanh tốt, định hướng phát triển mạnh thì hoạt động tài chính của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán sẽ rất phát triển so với các doanh nghiệp khác.

### **1.3.2.2. Chu kỳ kinh doanh, triển vọng tăng trưởng, cạnh tranh của ngành và môi trường kinh doanh.**

**Chu kỳ kinh doanh của ngành** ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp. Mỗi ngành đều có khả năng phản ứng khác nhau với những thay đổi trong chu kỳ kinh doanh. Nếu ngành đang trong chu kỳ tăng trưởng thì đương nhiên công ty trong ngành cũng thế và ngược lại. Đối với những doanh nghiệp đang trong chu kỳ tăng trưởng sẽ thu hút được sự chú ý của công chúng đầu tư và có tiềm lực tài chính mạnh để tham gia các hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán.

**Triển vọng tăng trưởng của ngành** có liên quan chặt chẽ với chu kỳ kinh tế. Một ngành có triển vọng tăng trưởng mạnh có thể đem lại cho các doanh nghiệp trong ngành những thuận lợi. Những cơ hội này thể hiện ở tiềm năng mở rộng thị trường, khả năng cải thiện vị thế tài chính của các doanh nghiệp. Bởi thế các doanh nghiệp hoạt động trong những ngành có khả năng tăng trưởng cao sẽ có nhiều lợi thế cho hoạt động của mình, và tạo cho doanh nghiệp một giá trị gia tăng khi thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng.

**Cạnh tranh trong ngành:** Trong điều kiện toàn cầu hoá hiện nay, các doanh nghiệp đều phải đối mặt với tình hình cạnh tranh ngay trong ngành mình. Những thay đổi trong môi trường toàn cầu có thể tạo ra những cơ hội để mở rộng thị trường và cũng có thể tạo ra những đe dọa đối với thị phần quốc tế và trong nước của doanh nghiệp.

Cơ cấu thị trường và áp lực cạnh tranh trong ngành chịu ảnh hưởng trực tiếp của số lượng nhà cung cấp các nguyên liệu, bán thành phẩm chủ yếu cho ngành. Nếu các doanh nghiệp trong ngành có quyền lựa chọn giữa nhiều nhà cung ứng thì các doanh nghiệp sẽ được lợi thế và ngược lại. Mặt khác, nếu doanh nghiệp có thể tự cung ứng đầy đủ các loại nguyên liệu và bán thành phẩm chủ

yếu thì sẽ có một vị thế vững vàng khi thị trường có sự biến động về giá cả nguyên vật liệu.

**Môi trường kinh doanh của doanh nghiệp** chính là các yếu tố thị trường và sản phẩm của doanh nghiệp:

Sản phẩm của doanh nghiệp quyết định đến sức mạnh cạnh tranh doanh thu cũng như giá trị của doanh nghiệp đó. Khi đánh giá sản phẩm của doanh nghiệp cần đánh giá trên các phương diện như: tầm quan trọng của sản phẩm đối với xã hội, chu kỳ đời sống của sản phẩm, tiềm năng phát triển, chất lượng uy tín nhãn hiệu của sản phẩm.

Thị trường của doanh nghiệp là một yếu tố không kém phần quan trọng góp phần tạo nên giá trị doanh nghiệp. Để đánh giá thị trường doanh nghiệp, ta sẽ đánh giá quy mô thị trường tiềm năng, thị phần và chiến lược cạnh tranh của doanh nghiệp.

Các yếu tố nội tại bên trong doanh nghiệp ảnh hưởng lớn đến hoạt động định giá doanh nghiệp khi thực hiện IPO:

Hiện trạng về tài sản và công nghệ trong doanh nghiệp: Tài sản trong doanh nghiệp bao gồm tài sản cố định và tài sản lưu động. Do loại hình sản xuất hay kinh doanh khác nhau mà cơ cấu tài sản trong các doanh nghiệp cũng sẽ không giống nhau.

Hiện trạng tài sản cố định bao gồm cả khối lượng và trình độ công nghệ có ảnh hưởng rất lớn đến kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp từ đó ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Tài sản cố định càng lớn, càng hiện đại, càng làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Quan hệ giữa doanh nghiệp với các nhà cung cấp: Sự phong phú của các nguồn cung cấp, số lượng chủng loại các nguyên liệu có thể thay thế được cho nhau, khả năng đáp ứng lâu dài cho doanh nghiệp rồi mới kể đến tính kịp thời, chất lượng, giá cả của sản phẩm cung cấp cũng sẽ ảnh hưởng lớn đến quá trình định giá doanh nghiệp.

Trình độ tay nghề của người lao động: Trong các doanh nghiệp, trình độ tay nghề của người lao động càng cao tạo điều kiện cho việc sản xuất các sản phẩm đạt chất lượng, năng suất lao động cao, sản phẩm sản xuất ra nhiều với giá thành thấp. Vì vậy, người ta luôn cho rằng: Trình độ tay nghề của người lao động ảnh hưởng đến thành phẩm và từ đó ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

### **1.3.2.3. Hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của tổ chức phát hành.**

Để khuyến khích các doanh nghiệp thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng và niêm yết chứng khoán thì bản thân tổ chức phát hành phải có nhu cầu về huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán. Doanh nghiệp có nhu cầu về vốn có thể có nhiều lựa chọn khác nhau để đáp ứng nhu cầu vốn cho mình. Những lựa chọn đó là vay mượn từ bạn bè và người thân; huy động từ những cổ đông hiện hữu, sử dụng vốn đầu tư mạo hiểm, vay tín dụng của ngân hàng hay phát hành chứng khoán của mình ra công chúng. Mỗi hình thức đều có những ưu điểm và nhược điểm. Vay mượn từ người thân, bạn bè có nhiều hạn chế về số lượng. Huy động từ cổ đông hiện hữu cũng bị giới hạn nếu nhu cầu về vốn lớn. Vay tín dụng có thể làm thoả mãn nhanh cho nhu cầu vốn nhưng điều kiện kèm theo là phải có tài sản để thế chấp. Sử dụng vốn đầu tư mạo hiểm chỉ phù hợp cho các công ty phát hành thuộc các ngành có tốc độ phát triển nhanh như tin học, viễn thông. Phát hành chứng khoán ra công chúng và niêm yết chứng khoán đòi hỏi các thủ tục tiến hành chặt chẽ và chịu sự kiểm soát về công bố thông tin nhưng cho phép tổ chức phát hành tiếp cận được nguồn vốn lớn và ổn định. Tuy nhiên, không phải bất cứ công ty nào cũng có thể lựa chọn được hình thức phát hành chứng khoán ra công chúng, niêm yết chứng khoán. Bên cạnh những tiêu chuẩn bắt buộc được quy định bởi cơ quan quản lý phát hành, bản thân doanh nghiệp phải hội đủ các điều kiện để đảm bảo cho đợt chào bán chứng khoán thành công.

Hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp là yếu tố rất quan trọng, ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động tài chính của các doanh nghiệp, đối với các công ty có hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh tốt, tốc độ tăng trưởng lớn hơn tốc độ tăng trưởng chung của toàn ngành sẽ hấp dẫn và thu hút được nhiều công chúng đầu tư khi thực hiện phát hành và niêm yết cổ phiếu.

Những doanh nghiệp có hiệu quả sản xuất kinh doanh thấp, tốc độ tăng trưởng chậm chạp chắc chắn sẽ không hấp dẫn đối với công chúng đầu tư, như vậy khó đảm bảo cho hoạt động phát hành chứng khoán một cách thành công vì sẽ có rất ít các nhà đầu tư chấp nhận đầu tư vốn vào các doanh nghiệp này.



Chính vì vậy, để đảm bảo cho hoạt động phát hành, niêm yết chứng khoán và trả cổ tức, trái tức được thành công, các doanh nghiệp sẽ phải nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của mình, đảm bảo duy trì tốc độ tăng trưởng tốt. Luật chứng khoán Việt Nam cũng quy định việc một doanh nghiệp muốn được phát hành và niêm yết chứng khoán thì phải đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh 01 năm gần nhất có lãi.

#### **1.3.2.4. Năng lực của đội ngũ lãnh đạo và quản lý doanh nghiệp.**

Có thể thấy rằng năng lực của đội ngũ lãnh đạo và quản lý doanh nghiệp là một yếu tố rất quan trọng đến hoạt động tài chính của các doanh nghiệp:

**Thứ nhất,** Với một đội ngũ nhà quản lý và lãnh đạo doanh nghiệp có đủ năng lực và trách nhiệm sẽ hoạch định được chiến lược kinh doanh an toàn và hiệu quả, giúp cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp đạt kết quả cao. Kinh nghiệm cho thấy rằng chính năng lực quản lý của đội ngũ lãnh đạo và quản lý của công ty là chìa khoá cho sự thành công của đợt chào bán chứng khoán ra công chúng của công ty. Cho dù doanh nghiệp có nhu cầu về huy động vốn qua việc phát hành chứng khoán của mình ra công chúng nhưng nếu không phải có đội ngũ lãnh đạo có trình độ và có những hiểu biết nhất định về thị trường thì cũng không dám thực hiện hình thức huy động vốn này.

**Thứ hai,** Năng lực, trình độ và uy tín của đội ngũ lãnh đạo có ảnh hưởng rất lớn đối với công chúng đầu tư. Một đội ngũ cán bộ lãnh đạo có trình độ, có năng lực và kinh nghiệm về thị trường chứng khoán sẽ giúp cho công chúng đầu tư yên tâm hơn khi thực hiện đầu tư vào công ty. Thực tế cho thấy có nhiều doanh nghiệp đã không thành công trong các đợt chào bán chứng khoán vì đội ngũ lãnh đạo của doanh nghiệp non yếu về trình độ quản lý, bất cứ một thông tin không tích cực nào về đội ngũ lãnh đạo của doanh nghiệp, đặc biệt là đội ngũ lãnh đạo cấp cao sẽ ảnh hưởng đến quyết định của công chúng đầu tư, đã có những trường hợp, lãnh đạo cấp cao của doanh nghiệp bị thông tin đại chúng đưa những tin xấu, ngay lập tức cổ phiếu của doanh nghiệp đã rớt giá rất nhanh chóng, công chúng đầu tư đẩy mạnh bán ra cổ phiếu. Thực tế đã xảy ra với Tập đoàn dầu lửa Youcos nổi tiếng của Nga, khi ông Chủ tịch Tập đoàn bị bắt và truy tố về tội trốn thuế. khi Toà án Liên bang Nga tuyên bố sẽ đưa vụ án này ra xét xử, thì giá cổ phiếu của Youcos trên thị trường chứng khoán giảm tới mức khủng khiếp, khiến Toà án này phải ngừng việc xử án lại. Hơn nữa, các đối tác

làm ăn với Youcos đã có những thái độ dè dặt hơn, khiến cho các công nhân trong Tập đoàn rơi vào tình cảnh khó khăn.

**Thứ ba,** Với đội ngũ lãnh đạo doanh nghiệp có năng lực, trình độ và đặc biệt có kinh nghiệm về thị trường chứng khoán sẽ xây dựng được chiến lược hoạt động tài chính của doanh nghiệp một cách tối ưu nhất, xác định được phương án chào bán chứng khoán tốt nhất cũng như thời điểm để chào bán chứng khoán ra công chúng và điếm hợp lý để niêm yết chứng khoán.

#### **1.3.2.5. Uy tín của doanh nghiệp.**

Uy tín của doanh nghiệp là một trong những nhân tố giúp doanh nghiệp thành công hơn khi thực hiện các hoạt động tài chính, đặc biệt là hoạt động phát hành và niêm yết chứng khoán. Doanh nghiệp phải xây dựng được uy tín đối với công chúng đầu tư, mặt khác phải có khả năng tiếp tục duy trì được niềm tin của công chúng đầu tư sau khi đã thực hiện phát hành và niêm yết chứng khoán. Khi đã trở thành công ty của đại chúng, điều cốt yếu là phải duy trì vị trí của công ty trên thị trường. Trường hợp, niềm tin của công chúng đầu tư không được hun đúc và nuôi dưỡng, giao dịch cổ phiếu nếu thị trường trường sẽ giảm và những lợi thế đặt ra khi trở thành công ty đại chúng sẽ không thể thực hiện được.

Bên cạnh việc xây dựng thương hiệu, phát triển thị phần, doanh thu... doanh nghiệp cần phải biết nhìn xa trông rộng để quan tâm đến xây dựng uy tín doanh nghiệp vì món tài sản vô hình này có thể làm giá trị sổ sách và giá trị thị trường của cổ phiếu chênh lệch từ 30% đến 70%.

Lịch sử kinh doanh đã và đang chứng kiến sự phát triển bền vững của nhiều tập đoàn kinh tế hùng mạnh trên thế giới. Ngay tại châu Á, các thương hiệu như DeaWoo, Hyundai, Honda, Sujuki đã ăn sâu vào tiềm thức của người tiêu dùng. Những nhà sản xuất không hề ngại tạo để nói hay về mình mà là nhờ họ đã kỳ công xây dựng và bảo vệ uy tín trong chính những sản phẩm, những dịch vụ hậu mãi, hoặc bằng việc giữ vững lời hứa trong các giao dịch của họ. Những doanh nghiệp có uy tín sẽ rất dễ dàng có thể thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng, sẽ hấp dẫn với công chúng đầu tư hơn rất nhiều.

Uy tín chính là hình ảnh của doanh nghiệp. Điều này không cần phải bàn cãi, bởi uy tín đã tôn vinh giá trị của doanh nghiệp lên những tầm cao mới, kéo

theo các lợi ích kinh tế vượt trội. Bất kỳ thành phần kinh tế nào từ Nhà nước, tư nhân hay đối tác nước ngoài, khi bắt tay vào làm ăn đều chọn các doanh nghiệp có uy tín để "gửi vàng" nhằm bảo toàn lợi ích, và đó cũng là thói quen thường thấy trong kinh doanh. Ngược lại, khi doanh nghiệp bị mất uy tín, hoặc đơn thuần chỉ là những dấu hiệu làm méo mó hình ảnh, doanh nghiệp sẽ phải gánh chịu những hậu quả nặng nề khó có thể đo đếm được.

#### **1.4. Kinh nghiệm hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán của một số tập đoàn công nghiệp lớn trên thế giới.**

##### **1.4.1. Tập đoàn General Motors (GM) của Mỹ.**

GM Là tập đoàn sản xuất xe hơi của Mỹ có quy mô hoạt động lớn nhất thế giới. GM được thành lập năm 1908, tại bang Michigan. Sau đó, General Motors bắt đầu kế hoạch bành trướng ra quốc tế bằng nhà máy tại Đan Mạch năm 1923. GM có các nhà máy tại 34 quốc gia và sản phẩm được bán tại 144 quốc gia trên toàn thế giới. Hàng năm, doanh số bán xe của GM lên tới con số hàng triệu đơn vị.

Để có sự thành công của GM, ngoài công tác quản trị điều hành chuyên nghiệp, kế thừa quá khứ và những thành tựu công nghệ hiện đại, một phần đóng góp sống còn cho GM là việc niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán New York và thực hiện huy động vốn tài trợ hoạt động kinh doanh. Hiện nay GM có 440 tổ chức đầu tư nắm giữ với tổng số cổ phần là 191 triệu cổ phần.

Tại báo cáo thường niên 2008 của GM, Chủ tịch và Giám đốc điều hành Frederick A. Henderson trình bày: *“GM đã huy động vốn qua kênh Thị trường chứng khoán rất hiệu quả, đặc biệt giai đoạn 1990-2006. Nhờ niêm yết tại NYSE và huy động vốn thông qua phát hành tổng cộng 25 tỷ USD cổ phiếu phổ thông và 14 tỷ USD trái phiếu doanh nghiệp. Nhờ đó, tăng trưởng doanh thu tập đoàn tăng trưởng đều đặn 20%/năm, so với mức 10% của giai đoạn trước đó”*.

Khi đánh giá về GM trong công tác quản trị tài chính, Nhà đầu tư tài chính lỗi lạc Warren Buffet cũng đã phân tích *“GM đã khôn ngoan trong việc tạo lập kỳ vọng cho Nhà đầu tư bằng sự sáng tạo không ngừng”*. Điều này được

thể hiện khi, trong chiến dịch kỷ niệm 100 năm thành lập GM, năm 2000, GM đưa ra cuộc đại kế hoạch bùng nổ với việc bành trướng thêm 5 nhà máy sản xuất tại các nước đang phát triển để tận dụng nguồn nhân công rẻ và chi phí vận chuyển, thiết lập kênh phân phối thêm tại 20 quốc gia, tập trung chủ yếu khu vực châu Á, khi GM dự tính được nhu cầu sử dụng xe hơi của người dân đi kèm theo gia tăng thu nhập. GM thực hiện nghiên cứu mẫu mã và cho ra mắt 20 dòng sản phẩm xe mới trong vòng 36 tháng từ năm 2000-2002 (đây là mức tăng dòng xe lớn nhất thế giới – các tập đoàn hàng đầu tư Toyota cũng chỉ đưa ra được tối đa 2-3 dòng sản phẩm/năm).

Với việc đưa ra chiến dịch đại kế hoạch “Innovation”, GM đã tính toán cần huy động khoản vốn tài trợ là 15 tỷ USD trong 5 năm. Với việc được Tổng thống Bush hỗ trợ về chính sách, GM đã sớm đạt được nhiều cam kết với các quốc gia về việc thành lập nhà máy như ở Srilanca, Ấn Độ... Thông qua các chương trình đánh bóng “Roadshow” quy mô lớn, GM đã nhanh chóng kết nối được chính các tập đoàn Ô tô ở các quốc gia này trở thành cổ đông và GM đã thực hiện song hành đầu tư nhà máy và công ty phân phối.

**Bảng 1.1: Tình hình tài chính của GM 03 năm gần nhất**

**Đơn vị : tỷ USD**

	2006		2007		2008	
	Số tiền	Tỷ lệ %/TTS	Số tiền	Tỷ lệ %/TTS	Số tiền	Tỷ lệ %/TTS
Tổng tài sản:	<b>64,4</b>		<b>60,4</b>		<b>41,3</b>	
- Đầu tư ngắn hạn	11,7	18,16%	10,8	17,88%	2,8	6,77%
- Đầu tư nhà máy/chi nhánh	53,7	83,38%	49,9	82,6%	31,8	76,99%
Doanh thu	207,3		181,1		150,6	
Lợi nhuận	-1,9		-38,7		-30,8	

Nguồn: Báo cáo thường niên

Theo bảng tài chính trên ta có thể thấy rằng, nguyên nhân khiến GM thua lỗ trong 3 năm gần đây và đang trong bờ vực phá sản một phần lớn nguyên nhân là do cuộc khủng hoảng toàn cầu, nhưng vấn đề tệ hại nhất đối với GM là việc sử dụng vốn. GM đã rất thành công trong việc phát hành cổ phiếu/trái phiếu để huy động vốn, tuy nhiên, GM lại sử dụng 60-80% tổng tài sản để đầu tư các nhà máy, chi nhánh trên khắp thế giới (FDI) – nơi mà GM không dễ dàng xoay chuyển

việc thu hẹp hoặc đóng cửa do nhu cầu nội địa hoặc liên quan tới việc ràng buộc khi quyết định đầu tư. GM là mẫu hình công ty sử dụng vốn phân tán, rủi ro cao.

#### 1.4.2. Tập đoàn PetroChina của Trung Quốc.

PetroChina là một tập đoàn lớn nhất của Trung Quốc trong việc khai thác, chế biến dầu khí Trung Quốc và đóng vai trò quan trọng về cung cấp năng lượng cho hoạt động kinh tế Trung Quốc. Là một tập đoàn có doanh số kinh doanh lớn nhất của Trung Quốc.

Khởi nguồn là tập đoàn nhà nước, PetroChina đã nhanh chóng hoàn tất IPOs năm 1999 và niêm yết cổ phiếu trên các thị trường hàng đầu của thế giới tại Hồng Kông năm 2000, tại NYSE năm 2000 và cuối cùng tại Sở Giao dịch chứng khoán Thượng Hải - Trung Quốc năm 2007. Riêng trong năm 2007, cổ phiếu PetroChina tăng 86.29%.

Thành công lớn nhất của PetroChina là thực hiện niêm yết tại các thị trường chứng khoán quốc tế trước khi niêm yết trong nước. Về vấn đề này, Ủy ban Quản lý Chứng khoán Trung Quốc cho biết đó là chính sách quốc gia về việc tăng cường huy động vốn cho doanh nghiệp bằng đầu tư trực tiếp của nguồn vốn bên ngoài. Một mặt vừa tận dụng tiềm lực của các tổ chức tài chính và Nhà đầu Lợi nhuận của PetroChina biến động theo giá dầu, cuối 2008 đến nay giá dầu tụt về mức 40-50\$ dẫn đến lợi nhuận của PetroChina giảm 27,7% so với năm 2007, tuy nhiên, so với khủng hoảng tài chính thế giới thì lợi nhuận PetroChina vẫn ở mức cao.

**Bảng 1.2: Tình hình tài chính của PetroChina 03 năm gần nhất.**

*Đơn vị: Triệu NDT*

	2006	2007	2008
<b>Tổng tài sản</b>	878	1.067	1.194
<b>- Đầu tư tài chính</b>	25	59	7
<b>Doanh thu</b>	690	836	1.071
<b>Lợi nhuận</b>	202	206	149

Nguồn: Báo cáo thường niên

Theo số liệu trên PetroChina tỷ lệ đầu tư tài chính trên thị trường chứng khoán rất nhỏ, năm 2006 đầu tư tài chính 25 triệu NDT chiếm 2,8%/tổng tài sản, năm 2007 đầu tư tài chính 59 triệu NDT chiếm 5,5 %/tổng tài sản, năm 2008 đầu

tư tài chính 7 triệu NDT chiếm 0,65%/tổng tài sản. Toàn bộ vốn được đầu tư trang bị thiết bị khoan và khai thác, chế biến dầu mỏ. Vì vậy, tổng tài sản của Petrol có giá trị cao và quy mô rất lớn. Trong thời gian ngắn trở lại đây khi hiệu quả khai thác và chế biến tăng, doanh thu của PetrolChina đã theo kịp tốc độ tăng trưởng của tài sản.

### 1.4.3. Tập đoàn Airbus của Châu Âu.

Là một trong hai tập đoàn sản xuất chế tạo máy bay lớn nhất thế giới (cùng Boeing - Mỹ). Quy mô sản xuất của Airbus lớn và đóng góp quan trọng trong tỷ trọng GDP của Pháp (tính Airbus và các ngành phụ trợ là 13.5% GDP). Nguồn vốn lưu động của Airbus có từ 02 nguồn (nguồn thanh toán trước của các đơn đặt hàng và nguồn phát hành trái phiếu/cổ phiếu phổ thông trên TTCK). Hiện tại Airbus niêm yết tại Sở Giao dịch NYSE Euronext. Tập đoàn phân phối đặt hàng cho Airbus là JestSky – như một cổ đông chiến lược của Airbus.

Chiến lược huy động vốn của Airbus đặc biệt có quy mô khổng lồ và dài hạn nên Airbus chỉ chú trọng phát hành chứng khoán cho các tổ chức chiến lược như JestSky. Mô hình này được nhiều công ty công nghiệp lớn áp dụng bởi đặc trưng nhu cầu vốn rất lớn và dài hạn. Riêng năm 2007, Airbus đã nhận thêm 30 đơn đặt hàng mới và đã vượt Boeing về số đơn đặt hàng. Và chỉ với thông tin này, Airbus đã huy động vốn trên thị trường chứng khoán được 10 tỷ USD để nâng cấp và mở rộng dây chuyền sản xuất mẫu máy bay mới A380 - Loại máy bay thương mại siêu trường siêu trọng số 1 trên thế giới.

**Bảng 1.3: Tình hình tài chính của Airbus.**

*Đơn vị: Tỷ Euro*

	2006	2007	2008
<b>Tổng tài sản</b>	40	47	55
<b>- Đầu tư kinh doanh chứng khoán (Trái phiếu)</b>	8	11.5	9.3
<b>Doanh thu</b>	26	25.2	27
<b>Lợi nhuận</b>	4.3	4.5	4.8

Nguồn: Báo cáo thường niên

Ngoài việc thành công trong việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán, Airbus luôn duy trì ổn định một lượng đầu tư kinh doanh chứng khoán (trái phiếu) trên thị trường chứng khoán, cụ thể, năm 2006 đầu tư 8 tỷ Euro chiếm 20%/tổng tài sản, năm 2007 đầu tư 11.5 tỷ Euro chiếm 24,46%/tổng tài sản, năm 2008 đầu tư 9.3 tỷ Euro là 16,9%/tổng tài sản. Điều này, thể hiện Airbus đã phân chia danh mục kinh doanh rất phù hợp với thông lệ quốc tế để giảm thiểu rủi ro khi thị trường chứng khoán sụt giảm. Thông thường đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp trên thế giới khoảng 20-25%/tổng tài sản.

Mặt khác, với đặc trưng của một tập đoàn sản xuất công nghệ cao, quy mô khổng lồ và nhu cầu thường lớn hơn rất nhiều so với năng lực sản xuất của Airbus. Tính đến 31/5/2009 số lượng đơn đặt hàng của Airbus 9226, số máy bay đã giao hàng là 5662, số máy bay đang trong quá trình sản xuất là 5417. Vì vậy, Airbus không bị áp lực về mặt kinh doanh như các hãng sản xuất khác hoặc các hãng hàng không khác (bản thân Airbus cũng có 1 hãng hàng không dịch vụ là Airbus). Nguồn vốn Airbus ngoài trang trải cho chi phí sản xuất, Airbus tích lũy được nhiều nguồn ứng trước và Airbus luôn duy trì khoản đầu tư kinh doanh chứng khoán (trái phiếu) để có thể lưu động trong chuyển đổi thành tiền.

#### **1.4.4. Bài học kinh nghiệm cho các DNCN Việt Nam**

Qua nghiên cứu, phân tích ba trường hợp của Tập đoàn General Motors (GM) của Mỹ, Tập đoàn PetroChina của Trung Quốc và Tập đoàn Airbus của Pháp tác giả rút ra một số bài học kinh nghiệm sau cho các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam:

**Thứ nhất,** Hoạt động nguồn vốn và tài chính của doanh nghiệp/tập đoàn công nghiệp phải hướng tới mô hình quản lý tập trung. Phân tán nguồn vốn trong đầu tư và sản xuất sẽ khiến doanh nghiệp đối mặt rủi ro thanh khoản/thanh toán và rủi ro sử dụng không hiệu quả/không đúng mục đích của từng bộ phận. Việc các doanh nghiệp công nghiệp quản lý tài chính tập trung sẽ giúp việc phân bổ an toàn, hiệu quả, đúng kế hoạch. Nguyên tắc tập trung ngày càng được đại bộ phận các tập đoàn hàng đầu trên thế giới áp dụng.

**Thứ hai,** Hoạt động tài chính phải có hệ thống cảnh báo rủi ro và xử lý rủi ro đối với các yếu tố tác động bên trong và bên ngoài. Lý do thất bại của các doanh nghiệp công nghiệp trong các thời kỳ suy thoái là do không thể thu hẹp quy mô sản xuất trong ngắn hạn (cắt giảm nhân công, hoạt động sản xuất) khi nền kinh tế rơi vào khủng hoảng, tốc độ cầu tiêu dùng giảm nhanh hơn cung sản

xuất khiến cho áp lực dòng tiền ngày càng gia tăng và đi đến vỡ nợ, phá sản. Vì vậy, các doanh nghiệp công nghiệp cần phải có hệ thống cảnh báo rủi ro về dòng tiền đi liền với sự vận động của chu kỳ kinh tế, chu kỳ tiêu dùng để liên tục điều chỉnh chính sách về sản xuất kinh doanh.

**Thứ ba,** Khai thác tối đa vai trò của trái phiếu doanh nghiệp. Đặc thù của các doanh nghiệp công nghiệp là sử dụng nguồn vốn dài hạn, quy mô lớn. Vay vốn ngân hàng kinh doanh là nhu cầu thường trực, tuy nhiên, trong triển khai các dự án lớn như trang bị công nghệ, mở rộng quy mô sản xuất... doanh nghiệp cần phải chú trọng vào phát hành trái phiếu công ty. Lợi thế của nguồn vốn từ trái phiếu đối với doanh nghiệp là không làm tăng đòn cân nợ, vốn dài hạn, áp lực trả gốc cuối kỳ. Đối với trái chủ, lợi thế của nắm giữ trái phiếu là tính thanh khoản cao hơn các khoản cho vay thương mại hoặc vốn vay ngân hàng.

**Thứ tư,** Tham gia thị trường chứng khoán cần phải có chiến lược, lộ trình và được các cơ quan quản lý bảo trợ. PetroChina là đơn vị điển hình rất thành công khi có Chính phủ hỗ trợ từ khâu chủ trương, định giá và IPOs trên thị trường chứng khoán trong nước và quốc tế. Việc niêm yết trên thị trường chứng khoán không chỉ hỗ trợ doanh nghiệp ở thương hiệu quảng bá, minh bạch hoá tài chính mà trực tiếp là kênh dẫn từ thị trường vốn tới cho doanh nghiệp trong thực hiện các dự án, sản xuất kinh doanh...

**Thứ năm,** Các doanh nghiệp cần tạo dựng tên tuổi của mình trên thị trường, làm nổi bật những điểm mạnh của doanh nghiệp, cũng như tạo ra được kỳ vọng cho các nhà đầu tư trong việc đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp mình. Như vậy, sẽ đảm bảo được sự thành công khi phát hành cổ phiếu ra công chúng. Ngoài ra việc lựa chọn đối tác đặc biệt là các đối tác quốc tế, tranh thủ thời điểm thị trường cũng sẽ tạo thuận lợi cho doanh nghiệp trong việc phát hành chứng khoán.

**Kết luận chương 1.** Thị trường chứng khoán được ra đời từ rất lâu, được xem là đặc trưng cơ bản và là biểu tượng của nền kinh tế hiện đại. Thị trường chứng khoán trở thành một bộ phận không thể thiếu của nền kinh tế thị trường. Thị trường chứng khoán là kênh thu hút vốn rất quan trọng cho nền kinh tế, thông qua việc cung cấp các công cụ chuyển nguồn tiết kiệm thành đầu tư và cho phép sử dụng các nguồn lực khan hiếm này một cách có hiệu quả. Sự phát triển của thị trường chứng khoán có vai trò đặc biệt quan trọng đối với doanh nghiệp nói chung và với doanh nghiệp công nghiệp nói riêng.

Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán bao gồm ba hoạt động cơ bản: Hoạt động phát hành chứng khoán, hoạt trả cổ tức, trái tức và hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán. Khi thực hiện các hoạt động phát hành, niêm yết chứng khoán và trả cổ tức, trái tức, doanh



ng nghiệp công nghiệp tham gia trên thị trường chứng khoán với tư cách là các nhà phát hành, khi thực hiện các hoạt động đầu tư, kinh doanh chứng khoán, doanh nghiệp công nghiệp tham gia với tư cách là các nhà đầu tư. Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán có vai trò quan trọng đối với mỗi doanh nghiệp, vừa là kênh thu hút vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, vừa là hoạt động tạo ra lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Có nhiều nhân tố thúc đẩy hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán: Các khuôn khổ pháp lý, chính sách của Chính phủ, sự phát triển của thị trường chứng khoán tập trung, sự phát triển của các định chế tài chính trung gian, sự phát triển của các tổ chức phát hành và của các đối tượng đầu tư có ảnh hưởng quan trọng đối với hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán. Để thúc đẩy các hoạt động này cần phải tạo ra một khuôn khổ pháp lý hoàn chỉnh cho thị trường chứng khoán. Ngoài ra, sự phát triển mạnh mẽ của các định chế tài chính trung gian, các tổ chức phát hành và các đối tượng đầu tư cũng là những nhân tố tích cực thúc đẩy cho hoạt động của các doanh nghiệp công nghiệp. Đặc biệt là các nhân tố thuộc về bản thân doanh nghiệp, đây là những nhân tố chủ quan có ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán.

Có nhiều bài học kinh nghiệm của các tập đoàn, doanh nghiệp công nghiệp trên thế giới đã thành công trong phát hành, niêm yết và đầu tư tài chính trên thị trường chứng khoán, trong đó nổi bật nhất là 03 tập đoàn **General Motors (GM) của Mỹ, Tập đoàn PetroChina của Trung Quốc và Tập đoàn Airbus của Pháp**. Tập đoàn General Motors (GM) đã rất thành công trong việc phát hành cổ phiếu nhờ có sự hỗ trợ đặc lực từ phía Chính phủ, tuy nhiên, việc sử dụng vốn không hiệu quả của GM đã dẫn đến sự thua lỗ nặng trong nhiều năm. Tập đoàn PetroChina vốn nổi tiếng trong việc niêm yết cổ phiếu trên thị trường nước ngoài trước khi thực hiện niêm yết ở trong nước. Tập đoàn Airbus đã rất thành công trong việc phát hành và đặc biệt là hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán (trái phiếu) trên thị trường chứng khoán.

## **Chương 2:**

### **THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM**

#### **2.1. Thực trạng sự hình thành và phát triển của TTCK.**

##### **2.1.1. Thực trạng hệ thống các văn bản pháp luật cho hoạt động TTCK ở Việt Nam.**

Để tạo ra cơ sở pháp lý cho hoạt động của thị trường chứng khoán, UBCKNN đã phối hợp với các Bộ ngành liên quan xây dựng một hệ thống các văn bản pháp luật về chứng khoán và các chính sách quản lý thị trường để điều chỉnh các hoạt động trên TTCK. Văn bản đầu tiên và có tính pháp lý cao nhất điều chỉnh hoạt động của thị trường chứng khoán là Nghị định 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Phạm vi điều chỉnh của Nghị định bao gồm toàn bộ các lĩnh vực của thị trường chứng khoán: từ hoạt động phát hành chứng khoán, kinh doanh chứng khoán, quản lý quỹ đầu tư đến giám sát và thanh tra trên thị trường chứng khoán.

Sau một thời gian hoạt động Nghị định 48/1998/NĐ-CP đã không còn phù hợp. UBCKNN đã soạn thảo và trình Chính phủ ban hành Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 thay thế cho Nghị định 48/1998/NĐ-CP. Nghị định 144/2003/NĐ-CP đã có nhiều thay đổi về nội dung và phạm vi điều chỉnh để đáp ứng nhu cầu thực tế và phát triển của thị trường. Tuy nhiên, văn bản này cũng chỉ dừng lại ở mức Nghị định, chưa điều chỉnh được toàn diện của thị trường chứng khoán, vì vậy, cần phải có một văn bản pháp lý cao hơn để tạo cơ sở pháp lý đầy đủ cho thị trường chứng khoán.

Ngày 29 tháng 6 năm 2006, Luật chứng khoán đã được ban hành. Phạm vi điều chỉnh của Luật chứng khoán quy định về hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán, dịch vụ về chứng khoán và thị trường chứng khoán [15]. Với sự ra đời của Luật chứng khoán, đã tạo cơ sở cho thị trường chứng khoán phát triển nhanh và ổn định, tạo tâm lý yên tâm cho các tổ chức, cá nhân khi tham gia kinh doanh, đầu tư trên thị trường chứng khoán và đảm bảo lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư; giúp công chúng dễ dàng hiểu biết về chứng khoán, thị trường chứng khoán và có cơ sở pháp lý để công chúng tham gia thị trường khi có điều kiện. Để thực thi luật

Chứng khoán, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19 tháng 01 năm 2007 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.

Để đảm bảo cho hoạt động của thị trường chứng khoán được minh bạch, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 22/2000/NĐ-CP ngày 10/7/2000 Quy định về xử phạt hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK. Sau khi Luật chứng khoán ra đời, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 36/2007/NĐ-CP ngày 8/3/2007 về xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán. Đối với việc quản lý hoạt động đầu tư của các tổ chức cá nhân nước ngoài vào TTCK Việt Nam, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 139/1999/QĐ-TTg ngày 10/6/1999 về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam. Quyết định 39/2000/QĐ-TTg ngày 27/3/2000 của Thủ tướng Chính phủ về ưu đãi thuế tạm thời đối với hoạt động kinh doanh chứng khoán.

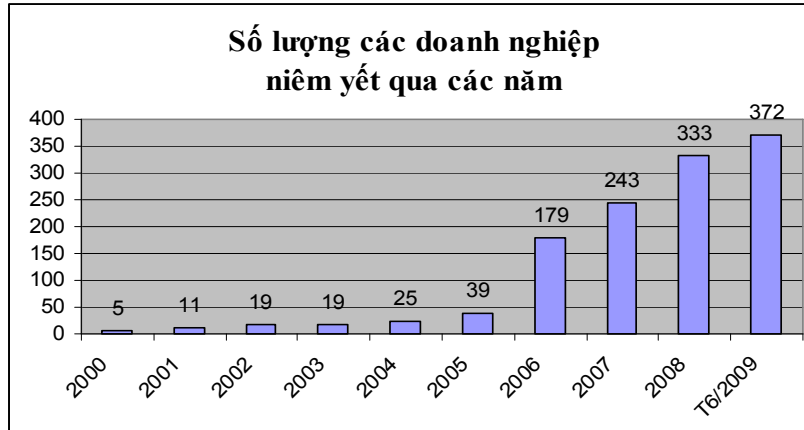
Có thể nói rằng, hệ thống các văn bản pháp lý liên quan đến chứng khoán và hoạt động của thị trường chứng khoán hiện đang được hoàn thiện, đặc biệt, với sự ra đời của Luật Chứng khoán đã tạo ra được một khung pháp lý thống nhất, tạo điều kiện cho sự phát triển vượt bậc của thị trường chứng khoán trong thời gian qua.

## **2.1.2. Thực trạng hàng hoá của TTCK tập trung ở Việt Nam.**

### **2.1.2.1. Thị trường cổ phiếu.**

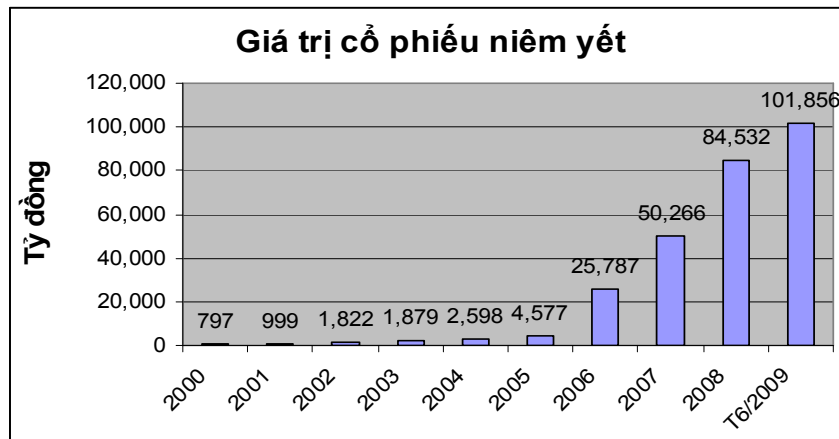
Ngay từ khi bắt đầu thành lập, UBCK Nhà nước đã tích cực, chủ động trong việc phối hợp với các Bộ, ngành liên quan tìm nhiều giải pháp để tạo hàng hoá cho thị trường chứng khoán. Trong những năm đầu tiên khi thị trường chứng khoán mới ra đời, các DNNN cổ phần hoá là nguồn cung cấp hàng hoá chủ yếu cho thị trường cổ phiếu có tổ chức ở Việt Nam. Cổ phần hoá các DNNN được tiến hành thí điểm từ tháng 6 năm 1992, tính đến 31 tháng 12 năm 2008, cả nước đã cổ phần hoá được 3.380 DNNN, trong đó doanh nghiệp thuộc các ngành công nghiệp, giao thông, xây dựng chiếm 66%, ngành thương mại, dịch vụ chiếm 27,6%; ngành nông, lâm, ngư nghiệp chiếm 6,4%. Doanh nghiệp thuộc các tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương chiếm 61,7%; thuộc các Bộ, ngành chiếm 29%; thuộc các tổng công ty 91 chiếm 9,3%; các doanh nghiệp có vốn nhà nước dưới 5 tỷ đồng chiếm 54%; từ 5-10 tỷ đồng chiếm 23%; trên 10 tỷ đồng chiếm 23% [24]. Đến năm 2008 đã có 333 công ty niêm yết trên TTCK, trong đó có 126 doanh nghiệp công nghiệp chiếm 37,8%. Tính đến thời điểm 30/6/2009 có 372

công ty niêm yết trên thị trường, trong đó số doanh nghiệp công nghiệp là 132 doanh nghiệp, chiếm 38% trong tổng số các doanh nghiệp đang giao dịch trên thị trường chứng khoán.



Hình 2.1: Biểu đồ số lượng các doanh nghiệp niêm yết qua các năm.

*Nguồn cung cấp: [27], [28]*



Hình 2.2: Biểu đồ giá trị cổ phiếu niêm yết của các DN trên TTCK

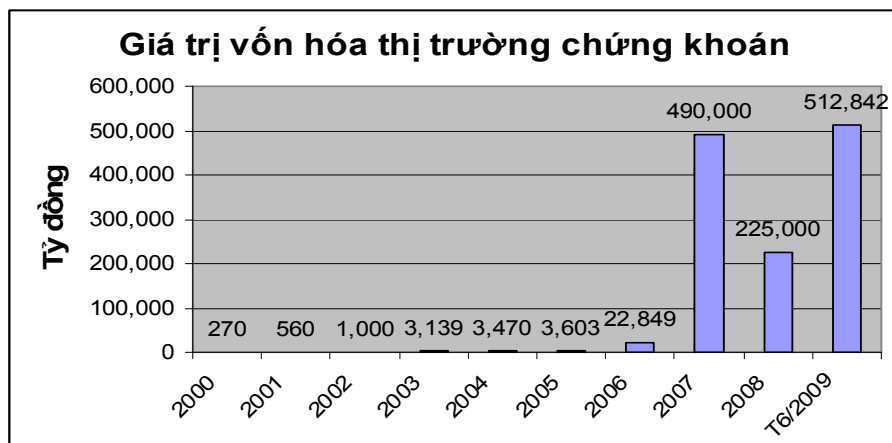
*Nguồn cung cấp: [27], [28]*

Năm 2006, là năm phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, trong năm 2006, UBCKNN đã cấp phép niêm yết thêm cho 74 công ty niêm yết tại SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh, đưa tổng số công ty niêm yết trên thị trường lên 179 công ty với tổng giá trị niêm yết (*tính theo mệnh giá là 22.849 tỷ đồng*). Trong số 74 loại cổ phiếu mới được đưa vào niêm yết và chính thức đi vào giao dịch, có đến 50 công ty được cấp phép và đưa vào niêm yết cổ phiếu trong tháng 12 [26]. Sự gia tăng số lượng công ty niêm yết trong những tháng cuối năm 2006 là do nhận thức của doanh nghiệp về hiệu quả huy động vốn qua thị trường chứng khoán và ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp đối với công ty niêm yết. Vì từ ngày 1/1/2007 các công ty mới niêm yết trên các TTCK sẽ không còn được

hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp, nên nhiều công ty đã đẩy nhanh kế hoạch niêm yết và đưa cổ phiếu vào giao dịch ngay trong năm 2006.

Năm 2006, cũng đánh dấu một sự kiện quan trọng là lần đầu tiên thị trường chào đón cổ phiếu một ngân hàng lên niêm yết. Đây là khởi đầu thuận lợi cho việc đưa các cổ phiếu ngân hàng lên giao dịch trên TTCK, góp phần tăng cung cho TTCK. Cũng trong năm 2006 có 19 công ty thực hiện phát hành cổ phiếu bổ sung để tăng vốn điều lệ và đưa vào niêm yết cổ phiếu. UBCKNN đã cấp giấy chứng nhận đăng ký phát hành cổ phiếu ra công chúng cho 44 công ty cổ phần với tổng số 203.102.383 cổ phiếu, trị giá 2.031 tỷ đồng.

Năm 2006, SGDCK Hà Nội (nay là SGDCK Hà Nội) cũng đã cấp phép cho một số lượng lớn các công ty đăng ký giao dịch trên SGDCK Hà Nội. So với 9 công ty đăng ký giao dịch vào ngày 31/12/2005 với tổng giá trị ĐKGD hơn 1.500 tỷ đồng, tính đến ngày 31/12/2006 đã có 87 doanh nghiệp ĐKGD, gấp hơn 14 lần so với năm 2005, với tổng giá trị ĐKGD hơn 11.200 tỷ đồng tính theo mệnh giá, gấp 7,5 lần so với năm 2005. Trong tổng số hơn 220.000 tỷ đồng giá trị vốn hoá toàn thị trường chứng khoán Việt Nam, SGDCK Hà Nội đóng góp khoảng 73.000 tỷ đồng, chiếm khoảng 7,5% GDP năm 2006.



Hình 2.3: Biểu đồ giá trị vốn hóa của thị trường chứng khoán.

*Nguồn cung cấp: [25], [26], [28],*

Năm 2007, đánh dấu sự phát triển mang tính “bùng nổ” của TTCK trên sàn niêm yết với sự tăng trưởng mạnh mẽ về quy mô và số lượng chủ thể tham gia thị trường. TTCK đã trở thành một kênh đầu tư không thể thiếu trong nền kinh tế, một sân chơi hấp dẫn và sôi động cho các Nhà đầu tư trong và ngoài nước. So với số lượng 179 công ty niêm yết trên cả hai sàn giao dịch (HOSE và HASTC) tính hết năm 2006, thì con số này năm 2007 đã lên 243 công ty. Tổng

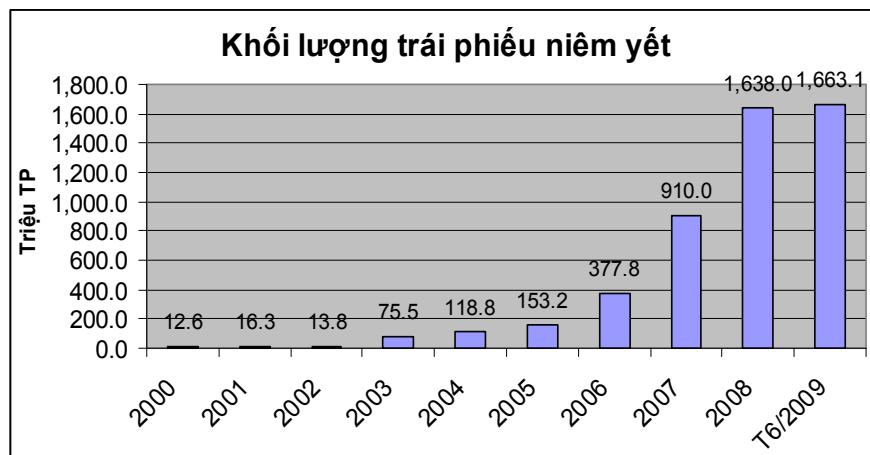
vốn hoá thị trường đạt mức 490.000 tỷ đồng, tương đương 40% GDP. Năm 2008 tổng vốn hoá thị trường của 333 công ty niêm yết sụt giảm mạnh chỉ đạt 225.000 tỷ đồng, chiếm 17,5% GDP năm 2008, sáu tháng đầu năm 2009, tổng vốn hoá của thị trường đạt 512.842 tỷ đồng, chiếm 19% GDP [27], [28].

#### **2.1.2.2 Thị trường trái phiếu và chứng chỉ quỹ.**

Thị trường hàng hoá trái phiếu chủ yếu là trái phiếu Chính phủ, năm 2000, có 3 loại trái phiếu Chính phủ và 1 loại trái phiếu doanh nghiệp (Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam) được niêm yết trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh. Đến cuối năm 2002, có 41 trái phiếu niêm yết gồm 39 loại trái phiếu Chính phủ và 2 loại trái phiếu công ty. Thị trường phát hành trái phiếu có những chuyển biến tích cực trong năm 2003. Đến 31/12/2003, có 101 loại trái phiếu Chính phủ, 01 loại trái phiếu Chính quyền địa phương (trái phiếu đô thị đầu tiên do Quỹ Đầu tư phát triển thành phố Hồ Chí Minh (HIFU) phát hành) và 02 loại trái phiếu Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam được niêm yết với tổng giá trị niêm yết là 11.903,7 tỷ đồng (trong đó trái phiếu Chính phủ chiếm 88,28%, trái phiếu Chính quyền địa phương chiếm 1,93%, trái phiếu Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam chiếm 1,21%) [27].

Năm 2003, có 37 phiên đấu thầu trái phiếu Chính phủ, trái phiếu địa phương thực hiện qua SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh trong năm 2004 với tổng giá trị trúng thầu 2.307,7 tỷ đồng. Trong đó có 19 phiên đấu thầu trái phiếu do Kho bạc Nhà nước phát hành với tổng giá trị phát hành là 1.420,7 tỷ; 16 phiên đấu thầu trái phiếu Quỹ hỗ trợ phát triển với tổng giá trị phát hành là 762 tỷ đồng. Trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh đầu thầu 02 phiên trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh với giá trị trúng thầu là 125 tỷ đồng. Ngày 5/11/2004, chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán (VF1) được niêm yết giao dịch trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh với khối lượng phát hành là 30 triệu chứng chỉ, tổng giá trị niêm yết 300 tỷ đồng.

Đến ngày 31/12/2005 đã có 317 loại trái phiếu Chính phủ, 25 trái phiếu địa phương được niêm yết/đăng ký giao dịch trên 2 SGDCK với tổng giá trị niêm yết là 38.122 tỷ đồng, tăng gần 1,6 lần so với năm 2004 (trong đó trái phiếu Chính phủ chiếm 88,6%, trái phiếu chính quyền địa phương chiếm 11,4%).



Hình 2.4: Biểu đồ khối lượng trái phiếu niêm yết qua các năm.

*Nguồn cung cấp: [27], [28]*

Năm 2006, có 401 loại trái phiếu Chính phủ, 50 trái phiếu địa phương và 8 loại trái phiếu công ty được niêm yết/đăng ký giao dịch trên 2 SGDCK với tổng giá trị niêm yết là 75.000 tỷ đồng, tăng gần 2 lần so với năm 2005 (trong đó trái phiếu Chính phủ chiếm 81%, trái phiếu chính quyền địa phương chiếm 11,5%, trái phiếu công ty chiếm 7,5%).

Năm 2008, số lượng trái phiếu niêm yết trên Sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh là 345 trái phiếu, số lượng trái phiếu niêm yết trên SGDCK Hà Nội là 199 loại trái phiếu. Tổng vốn hoá thị trường trái phiếu niêm yết là 189.000 tỷ đồng. Tính đến thời 30/6/2009 tổng số lượng trái phiếu niêm yết là 573 trái phiếu. Hàng hoá trên thị trường trái phiếu hiện nay chủ yếu là Trái phiếu Chính phủ (gồm cả Trái phiếu địa phương, Kho bạc) và một vài trái phiếu của các Tổng công ty lớn như Ngân hàng, Điện lực, Dầu khí.

- Phát hành trái phiếu dài hạn. Hiện nay, chỉ có Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam, Ngân hàng ngoại thương Việt Nam, Công ty đầu tư và phát triển đường cao tốc Việt Nam đã phát hành trái phiếu dài hạn ra công chúng. Trong đó, đăng ký lại trái phiếu để niêm yết trên TTCK với tổng giá trị trái phiếu đăng ký là 1.069 tỷ đồng. Thực tế mới niêm yết 157,7 tỷ đồng trái phiếu vô danh.

- Phát hành trái phiếu ngắn hạn rất nhỏ bé, chỉ có 05 doanh nghiệp phát hành với số lượng trái phiếu phát hành là: 39.645.986 TP, trong đó có 03 ngân hàng (Ngân hàng ngoại thương Việt Nam, Ngân hàng nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam, Ngân hàng Quân đội) với số lượng trái phiếu phát hành là 16.000.000 tr trái phiếu, chiếm 40,3%.

Có thể thấy thị trường trái phiếu vẫn chỉ là nơi dành cho trái phiếu Chính Phủ, còn trái phiếu doanh nghiệp sau một thời gian dài loay hoay vẫn chưa thể tạo được chỗ đứng trên thị trường. Nếu lấy Nghị định 52/2006/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp có hiệu lực (ngày 1/7/2006) làm mốc thì có thể thấy trong 11 năm trước khi nghị định này ra đời chỉ có khoảng 1772 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp được phát hành. Nghị định 52/2006/NĐ-CP ra đời tạo bước ngoặt cho hoạt động phát hành trái phiếu, chỉ trong vòng 1 năm sau khi nghị định ra đời đã có khoảng 15.000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp được phát hành. Tuy nhiên, nếu nhìn vào các chủ thể phát hành thì cũng chỉ quanh đi quẩn lại một số doanh nghiệp Nhà nước như: Tập đoàn Điện lực Việt Nam, Tổng Công ty Sông Đà, Vinashin ... và gần đây nhất cũng chỉ có một số gương mặt mới như tập đoàn Tân Tạo, tập đoàn Vincom, Sacomreal, Hoàng Anh Gia Lai, Công ty CP phát triển đô thị Kinh Bắc phát hành thành công trái phiếu doanh nghiệp.

Nhu cầu vốn cho các doanh nghiệp Công nghiệp rất lớn, nhiều doanh nghiệp có ý định huy động vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh thông qua phát hành trái phiếu, song việc triển khai huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu cũng có những trở ngại nhất định và đến nay chưa có doanh nghiệp công nghiệp nào phát hành trái phiếu để huy động vốn và niêm yết trên TTCK.

### **2.1.3. Thực trạng hoạt động giao dịch chứng khoán.**

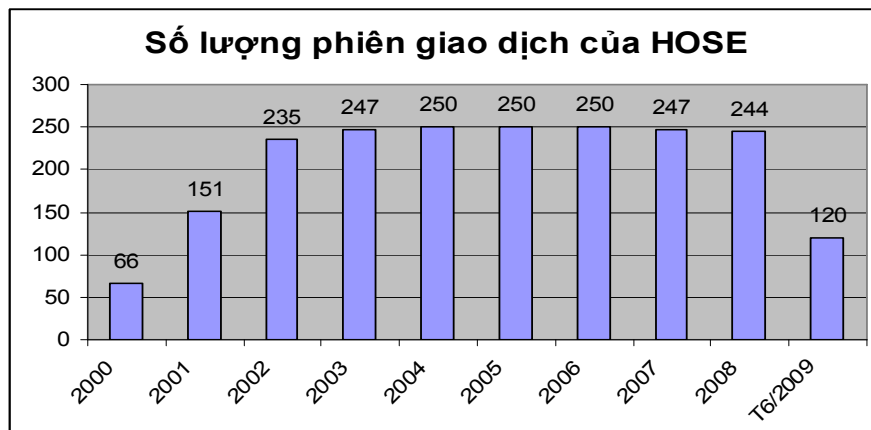
#### **2.1.3.1. Hoạt động giao dịch tại SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh.**

Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh chính thức khai trương ngày 20 tháng 7 năm 2000. Tại thời điểm khai trương, chỉ có 2 cổ phiếu niêm yết là cổ phiếu của Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh – REE và cổ phiếu của Công ty Cổ phần Cấp vật liệu viễn thông (SACOM).

Thời gian đầu số lượng và các loại hàng hoá trên thị trường còn ít, nên năm đầu thị trường hoạt động chưa thực sự sôi động, có nhiều thời điểm thị trường rơi vào tình trạng đóng băng, đặc biệt là các loại trái phiếu. Điều này đã ảnh hưởng không nhỏ tới tính thanh khoản của các chứng khoán và tốc độ luân chuyển vốn trên thị trường. Tính chuyên nghiệp của thị trường còn rất thấp, đại bộ phận các nhà đầu tư là cá thể với xu hướng đầu tư ngắn hạn. Quy mô của thị trường nhỏ, chỉ chiếm 1% GDP. Thị trường thiếu sự góp mặt của các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư là các định chế tài chính trung gian. Diễn biến giao



dịch trên thị trường diễn ra rất phức tạp. Tính chung cả năm 2002, SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh đã tổ chức được 236 phiên giao dịch đạt 37.088.649 chứng khoán với tổng giá trị giao dịch đạt 959 tỷ đồng. So với năm 2001, khối lượng giao dịch của cả năm 2002 đã giảm 05 triệu cổ phiếu (bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và giao dịch thoả thuận), khối lượng giao dịch bình quân theo phiên tăng từ 141.527 cổ phiếu/phiên năm 2001 lên đến 157.155 cổ phiếu/phiên.

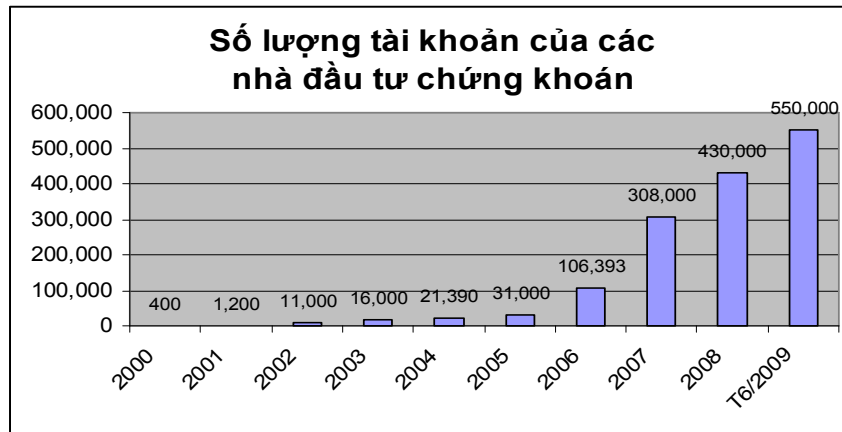


Hình 2.5 : Biểu đồ số lượng phiên giao dịch của HOSE.

*Nguồn cung cấp: [27]*

Năm 2003, thị trường có những biến động lớn, hàng loạt các biện pháp điều hành thị trường đã được đưa vào áp dụng như: Số lần khớp lệnh được tăng từ 1 lên thành 2 lần mỗi phiên; Lô giao dịch được chia nhỏ từ 100 cổ phiếu xuống còn 10 cổ phiếu ; Tỷ lệ ký quỹ bắt buộc giảm từ 100% xuống còn 70%. Những biện pháp này được đồng loạt áp dụng nhằm khơi dậy nhu cầu đầu tư cổ phiếu, kích thích các nhà đầu tư tham gia thị trường. Tuy vậy, thị trường không có dấu hiệu chuyển biến tích cực, lần đầu tiên, cổ phiếu của Công ty cổ phần bánh kẹo Biên Hoà – BBC tụt xuống dưới mệnh giá (9.900 đồng/cổ phiếu) đã thực sự gây hoang mang cho tất cả các công ty niêm yết và cho giới đầu tư. Giá trị giao dịch trung bình qua các phiên giao dịch tiếp tục giữ ở khối lượng rất khiêm tốn. Trung bình, khối lượng cổ phiếu giao dịch đạt dưới 1 tỷ đồng/phiên. Thậm chí nhiều phiên giao dịch chỉ đạt trung bình 500 triệu đồng/phiên. Nhiều cổ phiếu niêm yết bị đóng băng không có giao dịch. Ngay cả cổ phiếu của các công ty vốn dĩ được đánh giá rất cao, là chủ lực của thị trường như cổ phiếu REE

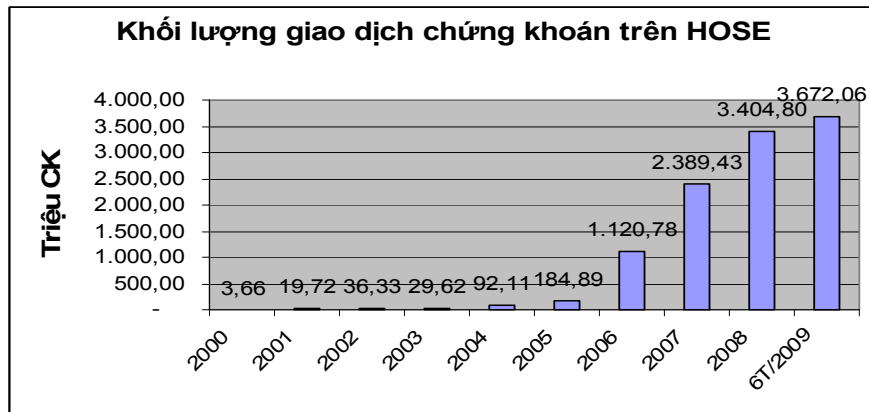
cũng đạt khối lượng rất thấp. Do vậy, năm 2003, khối lượng giao dịch đã thu hẹp đáng kể so với năm 2002, giảm 47,6%.



Hình 2.6: Biểu đồ số lượng tài khoản của nhà đầu tư chứng khoán.

*Nguồn cung cấp: [27]*

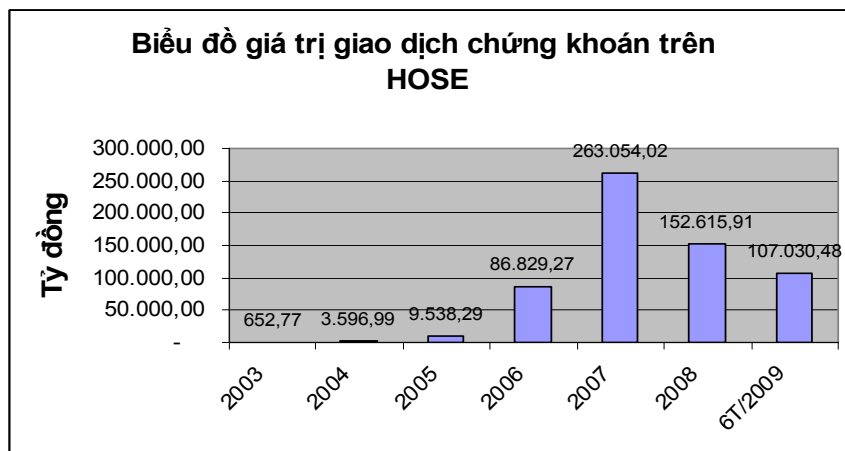
Năm 2004, với những nỗ lực cứu vãn thị trường, hoạt động của thị trường đã được phục hồi đáng kể, trong năm 2004, SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh đã tổ chức 250 phiên giao dịch, chỉ số VN-Index phục hồi rõ rệt ngay từ đầu năm và duy trì khá ổn định cho tới cuối năm, đứng ở mức 239,29 điểm vào phiên giao dịch ngày 31/12, tăng 72,35 điểm so với cuối năm 2003 và xấp xỉ mức bình quân 238,45 điểm của năm 2004. Ngoài việc gia tăng số lượng cổ phiếu gia tăng do niêm yết mới và niêm yết bổ sung, chỉ số giá cổ phiếu có chiều hướng tăng nên tổng giá trị vốn hoá thị trường thời điểm 31/12/2004 lên tới 3.913 tỷ đồng, gấp 2,93 lần tổng giá trị niêm yết theo mệnh giá (năm 2003 là 2,17 lần). Tổng khối lượng giao dịch trên thị trường đạt 92,89 triệu cổ phiếu, tăng 160% so với năm trước, trong đó giao dịch theo phương thức khớp lệnh chiếm 86%. Tổng giá trị giao dịch cổ phiếu năm 2004 đạt 3.596,9 tỷ đồng, tăng 5,2 lần so với năm 2003. Giá trị giao dịch bình quân đạt 7,8 tỷ đồng/phiên. Đến ngày 3/12/2004 có 21.184 tài khoản cá nhân và 214 tài khoản của nhà đầu tư tổ chức được mở và giao dịch tại các công ty chứng khoán. Tuy nhiên, bình quân mỗi phiên chỉ có khoảng 3,5 lượng tài khoản tham gia giao dịch. So với năm 2003, số lệnh giao dịch tại mỗi phiên tăng gần gấp đôi, tỷ lệ thực hiện lệnh cũng cao hơn. Số tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài là 207 tài khoản. Giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài gia tăng đáng kể và chủ yếu vẫn là các giao dịch mua vào, chiếm gần 11% về khối lượng và khoảng 13% về giá trị giao dịch cổ phiếu toàn thị trường.



Hình 2.7: Biểu đồ khối lượng giao dịch chứng khoán trên Hose.

*Nguồn cung cấp: [27]*

Năm 2005, SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh đã tổ chức được 250 phiên giao dịch với tổng giá trị giao dịch chứng khoán đạt 9.538,2 tỷ đồng. Giá trị giao dịch bình quân đạt 38,2 tỷ đồng/phiên, tăng khoảng 25% so với năm 2004, khối lượng giao dịch chứng khoán tăng 42% so với năm 2004. Chỉ số giá cổ phiếu niêm yết trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh trong năm 2005 có xu hướng tăng và khá ổn định trong cả năm. Chỉ số giá cổ phiếu VN Index đạt mức 307,29 điểm ngày 30/12/2005 tăng 67,76% điểm (tương đương 28,5%) so với mức 239,29 điểm ngày 31/12/2004. Đến cuối năm 2005, có hơn 31.000 tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư được mở tại các công ty chứng khoán, tăng 45% so với năm 2004, trong đó số tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài tăng hơn 2 lần.



Hình 2.8: Biểu đồ giá trị giao dịch chứng khoán trên Hose.

*Nguồn cung cấp: [27]*

Năm 2006, SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh đã tổ chức được 250 phiên giao dịch với tổng giá trị giao dịch chứng khoán đạt 86.829 tỷ đồng (cổ phiếu chiếm 40,85%, trái phiếu chiếm 56,03%, chứng chỉ quỹ chiếm 3,11%), tăng gấp 9 lần về khối lượng và giá trị giao dịch so với năm 2005, giá trị giao dịch bình quân đạt 347,3 tỷ đồng/phiên, tăng hơn gấp đôi so với năm 2005 (trong đó giá trị giao dịch cổ phiếu tăng 12,7 lần, trái phiếu tăng 2 lần, chứng chỉ quỹ tăng 10 lần). Trong năm 2006, tổng số lượng và giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đạt 295 triệu chứng khoán, tương đương 26.620 tỷ đồng (số lượng tăng gấp 4 lần, giá trị tăng 4,5 lần so với năm 2005, chiếm tỷ trọng 21% về số lượng và 30,2% về giá trị so với mức giao dịch toàn thị trường. Chỉ số giá cổ phiếu niêm yết trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh trong năm 2006 có xu hướng tăng mạnh và đặc biệt trong 02 tháng cuối năm. Chỉ số giá cổ phiếu VN Index đạt mức 751,77 điểm ngày 29/12/2006, tăng 447,72 điểm (tương đương 145%) so với mức 307,05 điểm ngày 30/12/2005. Tính đến cuối năm 2006, có 106.393 tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư được mở tại các công ty chứng khoán, tăng gần gấp 3 lần so với năm 2005, trong đó số tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài tăng hơn 10 lần.

Năm 2007, đánh dấu sự phát triển và tăng trưởng mạnh mẽ về quy mô và số lượng chủ thể tham gia thị trường. TTCK đã trở thành một kênh đầu tư không thể thiếu trong nền kinh tế, một sân chơi hấp dẫn và sôi động cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước. So với số lượng 179 công ty niêm yết trên cả hai sàn giao dịch (HOSE và HASTC) tính hết năm 2006, thì con số này năm 2007 đã lên 243 công ty. Khối lượng giao dịch tăng 263.054 tỷ đồng, tăng 33% so với năm 2006. Tổng vốn hoá thị trường đạt mức 490.000 tỷ đồng, tương đương 40% GDP, vượt xa kế hoạch đạt 30% GDP vào năm 2010 theo kế hoạch phát triển TTCK mà Chính phủ đề ra trong năm 2006.

Số lượng tài khoản đầu tư đã tăng gấp 3 lần năm 2006 và đạt con số 308.000 tài khoản, trong đó số lượng tài khoản của các nhà đầu tư nước ngoài cũng tăng đáng kể, đạt 8.683 tài khoản, trong đó có 516 nhà đầu tư tổ chức so với 1.700 tài khoản năm 2006.

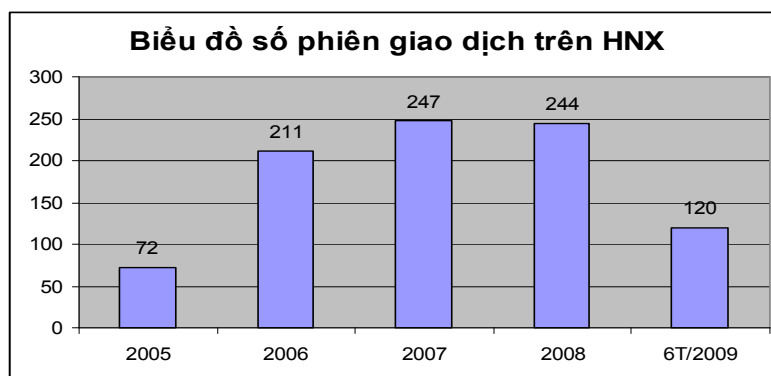
Nếu tính cả lượng vốn các DN đã huy động thông qua kênh TTCK gồm IPOs và phát hành thêm cổ phiếu, con số này đạt trên 90.000 tỷ đồng, gấp 3 lần so với năm 2006. TTCK đã trở thành một kênh quan trọng của thị trường vốn, một kênh huy động vốn tương đối dễ dàng và hiệu quả đối với các doanh nghiệp nhằm tài trợ cho nhu cầu mở rộng, phát triển hoạt động kinh doanh.

Năm 2008, trước những diễn biến của kinh tế thế giới và kinh tế trong nước, thị trường chứng khoán Việt Nam có nhiều biến động. Chỉ số Vn Index đầu năm đạt 921,07 điểm (ngày 2/1/2008) và đóng cửa phiên giao dịch cuối năm là 315,62 điểm (ngày 31/12/2008) giảm 65%. Tuy nhiên, khối lượng giao dịch đạt 3.404,8 triệu chứng khoán, tăng 30% so với năm 2007. Do chỉ số Vn Index giảm 65% dẫn đến tổng giá trị giao dịch giảm 152.615,9 tỷ đồng, giảm 58% so với năm 2007. Giá trị vốn hoá đạt 225.934 tỷ đồng giảm so với năm 2007 là 49%, số lượng cổ phiếu niêm yết là 333 cổ phiếu.

Sáu tháng đầu năm 2009, với sự phục hồi của TTCK, khối lượng giao dịch chứng khoán đã tăng mạnh, chỉ riêng trong 6 tháng đầu năm đã có 3.672,06 triệu chứng khoán, bằng 108% khối lượng chứng khoán giao dịch của cả năm 2008, giá trị giao dịch đạt 107.030,4 tỷ đồng, bằng 70% của năm 2008.

### **2.1.3.2. Hoạt động giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.**

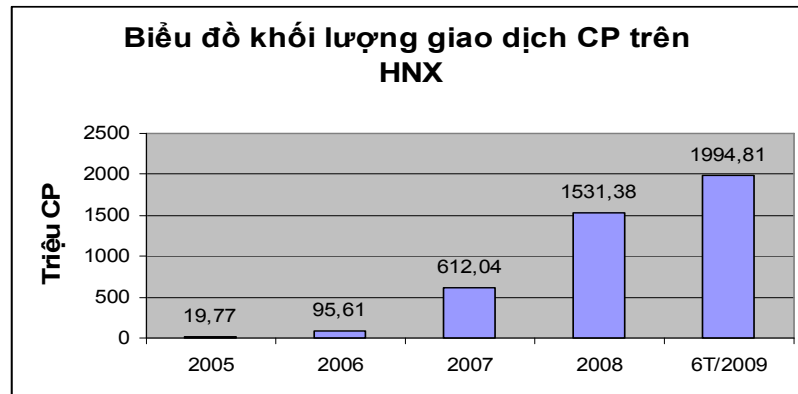
Ngày 14/7/2005, sàn giao dịch thứ cấp tại SGDCK Hà Nội chính thức đi vào hoạt động với 6 loại cổ phiếu, phương thức giao dịch được áp dụng ban đầu là giao dịch thỏa thuận. Kể từ ngày 2/11/2005, SGDCK Hà Nội đưa thêm phương thức giao dịch báo giá vào hoạt động song song cùng với phương thức giao dịch thỏa thuận.



Hình 2.9 : Biểu đồ số phiên giao dịch trên Haste.

*Nguồn cung cấp: [28]*

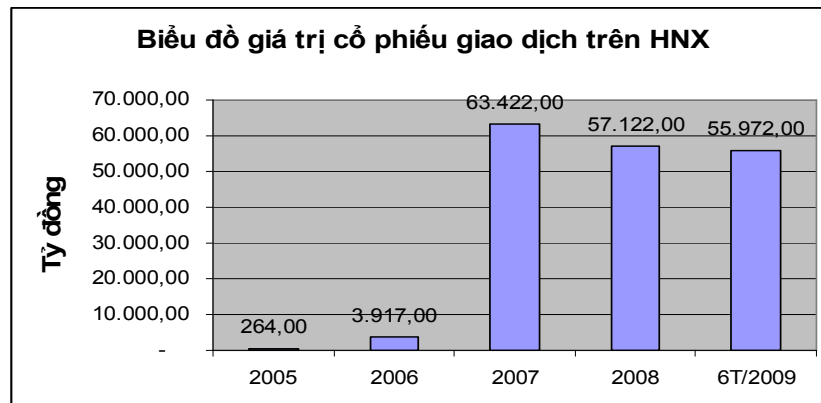
Năm 2005, SGDCK Hà Nội đã thực hiện được 72 phiên giao dịch. Vào thời điểm năm 2005, khối lượng giao dịch trái phiếu diễn ra rất ít, chiếm 3,6 tỷ trọng giao dịch toàn thị trường, đạt 781.830 trái phiếu, với tổng giá trị giao dịch là 78,06 tỷ đồng. Các tổ chức mua bán trái phiếu chủ yếu là các ngân hàng và các tổ chức tài chính.



Hình 2.10: Biểu đồ khối lượng giao dịch cổ phiếu trên Hasc.

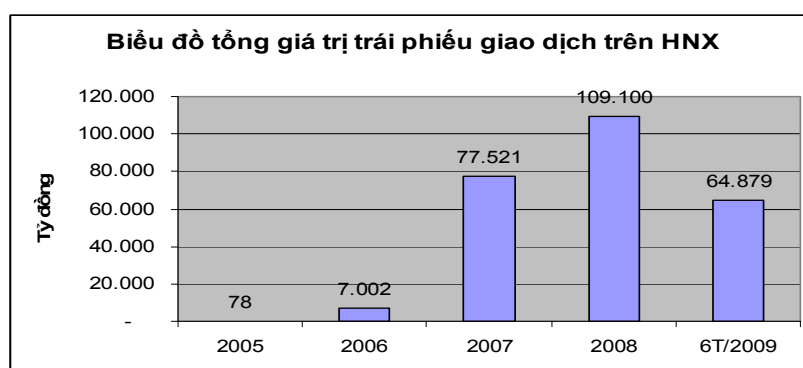
*Nguồn cung cấp: [28]*

Năm 2006, SGDCK Hà Nội đã thực hiện được 211 phiên giao dịch an toàn với tổng khối lượng giao dịch 98.561.526 cổ phiếu, 57% tỷ trọng giao dịch của toàn thị trường, tăng gấp 5,7 lần so với năm 2005. Năm 2006, với sự gia tăng của các loại trái phiếu được đăng ký niêm yết giao dịch trên SGDCK Hà Nội làm cho hoạt động giao dịch trái phiếu trở lên sôi động, trong năm 2006 đã có thêm 84 loại trái phiếu đăng ký niêm yết, với tổng giá trị niêm yết là 17.640 tỷ đồng. Khối lượng giao dịch trái phiếu đạt 73.093.370 trái phiếu, gấp 93 lần so với năm 2005. Tổng giá trị giao dịch đạt 5521 tỷ đồng, chiếm 64,88% giá trị giao dịch toàn thị trường.



Hình 2.11: Biểu đồ giá trị cổ phiếu giao dịch trên Hasc.

*Nguồn cung cấp: [28]*



Hình 2.12 : Biểu đồ tổng giá trị trái phiếu giao dịch trên Hasc.

*Nguồn cung cấp: [28]*

Năm 2007, có 111 triệu cổ phiếu được niêm yết, với tổng giá trị giao dịch của năm đạt 63422 tỷ đồng, có 170 triệu trái phiếu được niêm yết, tổng giá trị giao dịch đạt 77521 tỷ đồng, tăng 11 lần so với năm 2006.

Đến 31/12/2008, SGDC Hà Nội đã tổ chức được 776 phiên giao dịch với tổng giá trị giao dịch đạt 57.122 tỷ đồng. Có 170 triệu trái phiếu được niêm yết, tổng giá trị giao dịch đạt 77521 tỷ đồng, tăng 11 lần so với năm 2006. Năm 2008, có 520 triệu trái phiếu, với tổng giá trị giao dịch đạt 189.108 tỷ đồng.

Sáu tháng đầu năm 2009, Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội đã tổ chức được 120 phiên giao dịch, với tổng số 1994,81 triệu cổ phiếu được giao dịch, bằng 130% khối lượng của cả năm 2008, trong đó tổng giá trị cổ phiếu được giao dịch là 55.972 tỷ đồng và tổng giá trị trái phiếu là 64.879 tỷ đồng.

### **2.1.3.3. Hoạt động giao dịch trên thị trường phi tập trung OTC.**

Thị trường giao dịch chứng khoán OTC của Việt Nam chưa vận hành và hoạt động đúng nghĩa. Các hoạt động giao dịch của những cổ phiếu chưa đủ điều kiện niêm yết lên sàn thực chất mới chỉ là các hoạt động của hình thức thị trường giao dịch tự do, nơi mua bán cổ phiếu dưới hình thức trao tay. Lâu nay, hoạt động mua bán cổ phiếu trên thị trường cổ phiếu OTC ở Việt Nam thường diễn ra với 2 hình thức: người đầu tư cổ phiếu tự tìm kiếm người mua hoặc bán và trực tiếp giao dịch với nhau. Hình thức thứ 2 là các nhà đầu tư cổ phiếu mua và bán thông qua các “cò” cổ phiếu. Phương thức giao dịch cổ phiếu trao tay trên thị trường Việt Nam hiện nay chứa đựng rất nhiều rủi ro, vì các cuộc giao dịch mua bán cổ phiếu không bị lệ thuộc vào một nguyên tắc nào nên hoạt động giao dịch chịu nhiều tác động của nguồn thông tin. Tuy nhiên, nguồn thông tin trên thị trường OTC ở Việt Nam luôn bị “nhiều”, hầu hết các thông tin là thông tin hành

lang và có rất nhiều tin đồn, tin “thôi”, vì thế giá cổ phiếu bị nguồn thông tin không chính thức chi phối. Hàng ngày, chỉ cần xuất hiện thông tin “xấu” về tình hình hoạt động của công ty lập tức giá cổ phiếu của công ty ấy trên thị trường OTC sẽ giảm ngay, ngược lại với những nguồn thông tin tốt giá cổ phiếu sẽ được đẩy lên rất cao, cao hơn hẳn giá trị thực của cổ phiếu.

Thị trường OTC tại Việt Nam bắt đầu nhen nhóm vào nửa cuối năm 2006 và đã trở thành cao trào từ giai đoạn quý I/2007, khi cơn sốt chứng khoán trên thị trường niềm yết đang ở giai đoạn "rực lửa". Cùng với khả năng giao dịch mọi lúc, mọi nơi và gần như không chịu sự kiểm soát của biên độ giao động giá, cổ phiếu OTC đã thu hút không ít các nhà đầu tư bởi mức sinh lời "không tưởng". Tại thời điểm đầu năm 2007, có hơn 1.350 loại CP được giao dịch trên thị trường OTC, trong đó có nhiều CP có giá trị vốn hoá không kém những blue-chips trên sàn như Đông Á, Eximbank, MB, Techcombank... Vào thời điểm thị trường niềm yết sôi động trở lại, nhà đầu tư quay trở lại sàn, tâm lý hưng phấn lan toả hỗ trợ OTC ảm lên. Đầu tiên thể hiện ở nhóm CP ngân hàng, đối tượng hàng hoá chính của thị trường này (chiếm 70% giá trị giao dịch và có ảnh hưởng rất lớn tới thị trường). Trên các diễn đàn mua bán, việc rao mua, rao bán với mức giá khả quan đã ngày càng nhiều. Nhóm CP ngân hàng và CP ngành bất động sản có mức tăng đột biến từ 10-20%. Các "đại gia" như Eximbank tăng khá, từ 6,5 triệu đồng/CP (mệnh giá 1 triệu đồng/CP) lên khoảng 7,325 triệu đồng; AB Bank tăng lên 370.000-380.000 đ/CP (mệnh giá 100.000 đ/CP); CP MB cũng tăng lên 51.500 đ/CP, Habubank đạt giá 61.500 đ/CP (mệnh giá 10.000 đ/CP)... Có thể thấy, yếu tố tác động từ thị trường niềm yết là vô cùng lớn. Sự tăng giá của nhóm CP ngân hàng trên thị trường niềm yết như STB (Sài Gòn Thương Tín), ACB (Ngân hàng Á Châu) đã tạo ảnh hưởng lớn tới tâm lý nhà đầu tư. Nhất là khi các chuyên gia liên tục đưa ra các dự đoán tương lai tươi sáng của TTCK.

Từ giữa tháng 3/2007 - 31/12/2008, thị trường OTC bắt đầu nguội lạnh và gần như "đóng băng". Biên độ dao động giá không giới hạn như một con dao 2 lưỡi, có thể khiến thị trường OTC tăng trưởng nhanh tới chóng mặt song cũng góp phần làm thị trường này sụt giảm mạnh và sâu trong giai đoạn thoái trào. Mức sụt giảm so với mức cao trào đỉnh điểm lên tới gần 70%. Đặc biệt, sự gia tăng hay sụt giảm của thị trường OTC gắn liền với những giai đoạn thăng trầm trên thị trường niềm yết. Trong thời điểm thị trường niềm yết liên tục đi xuống,



và đã sắp chạm tới mốc 400 điểm, thị trường OTC cũng không tránh khỏi vòng xoáy đó. Nhiều cổ phiếu tốt rơi vào tình trạng không xác định được giá vì không có giao dịch, một số cổ phiếu rớt giá rất mạnh khiến cho tính thanh khoản của thị trường hầu như không còn. Thậm chí nhiều cổ phiếu như cổ phiếu của Ngân hàng An Bình giảm xuống dưới mệnh giá.

Ngoài việc phải chịu thua lỗ vì giá cổ phiếu của thị trường OTC giảm không có biên độ, các nhà đầu tư cổ phiếu OTC lại phải chịu rất nhiều thiệt thòi vì không rõ các thông tin về các doanh nghiệp. Với kiểu hoạt động động của thị trường cổ phiếu OTC tại Việt Nam hiện nay, không chỉ có tỉ lệ kết quả giao dịch thành công không được đảm bảo, mà nhà đầu tư còn có thể bị lừa bằng nhiều hình thức khác nhau như làm cổ phiếu giả, tung tin để “làm giá”, tung tin mù mờ về doanh nghiệp và đồn thổi tình hình kinh doanh, những dự án đầu tư của doanh nghiệp lên “mây xanh”. Những công ty cổ phần chưa đăng ký là công ty cổ phần đại chúng không bị bắt buộc công bố thông tin công khai trên các phương tiện thông tin đại chúng như công ty cổ phần đại chúng và các công ty niêm yết trên các thị trường chứng khoán nên giới “cò” tha hồ thao túng, nhiễu loạn thị trường OTC. Giới “cò” chuyên nghiệp làm giá ảo rất điêu luyện trên mạng Internet bằng cách ào ạt tạo ra cầu giả tạo để kích cơn sốt giá hoặc tạo nguồn cung rất lớn trong thời gian ngắn để dim giá. Mặc dù thiếu minh bạch và không an toàn, giao dịch cổ phiếu trên thị trường trao tay diễn ra sôi động không kém các hoạt động giao dịch của cổ phiếu trên sàn niêm yết.

#### **2.1.3.4. Hoạt động giao dịch trên thị trường Upcom**

Những điểm yếu của thị trường OTC nêu trên đã hạn chế việc huy động vốn để phát triển kinh doanh của doanh nghiệp. Đây là thị trường có mức vốn hóa và số lượng doanh nghiệp lớn hơn rất nhiều so với thị trường niêm yết. Trong bối cảnh đó sự ra đời của thị trường UPCoM - với chức năng và nhiệm vụ của mình được xem như là lời giải cho cổ phiếu của các công ty đại chúng.

Ngày 14 tháng 6 năm 2009 thị trường Upcom ra đời có 10 công ty đang giao dịch, với tổng giá trị giao giá trị trung bình mỗi ngày khoảng 4 tỷ đồng và vài trăm ngàn cổ phiếu được trao tay. Nhiều mã cổ phiếu trước đây mất thanh khoản trong thời gian dài, nay lên thị trường UPCoM, đã có giao dịch vài chục ngàn cổ phiếu/ngày. Trong tổng số 10 doanh nghiệp thực hiện đăng ký giao dịch trên thị trường Upcom, chỉ có duy nhất một doanh nghiệp công nghiệp thực hiện

đăng ký giao dịch đó là Công ty Cổ phần Cafico Việt Nam, còn lại chủ yếu là các công ty chứng khoán.

Như vậy, có thể thấy sàn UPCOM ra đời sẽ đảm bảo an toàn, thuận tiện cho các nhà đầu tư khi giao dịch các chứng khoán chưa niêm yết của các công ty đại chúng và các loại hình doanh nghiệp được phép chuyển nhượng chứng khoán. Tuy nhiên, thực tế trong thời gian qua cho thấy sàn UPCOM chưa đảm bảo được các điều kiện và đó chính là lý do khiến sàn UPCOM không thu hút được các nhà đầu tư cụ thể là:

Sàn upcom chưa có được các hàng hóa có chất lượng như cổ phiếu của những doanh nghiệp có tên tuổi, hoạt động kinh doanh hiệu quả, tính minh bạch cao....

Có sự bất bình đẳng giữa các nhà đầu tư với công ty chứng khoán bởi Theo Thông tư số 128/2009/TT-BTC sửa đổi bổ sung 108/2008/QĐ-BTC, các công ty chứng khoán thành viên trên thị trường UPCoM được phép vừa mua vừa bán một loại cổ phiếu trong cùng một phiên giao dịch. Quy định này tạo điều kiện cho các công ty chứng khoán hỗ trợ nhà đầu tư một cách tối đa trong việc tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán đăng ký giao dịch trên UPCoM. Công ty chứng khoán có thể là người mua trong trường hợp nhà đầu tư muốn bán chứng khoán hoặc là người bán trong trường hợp nhà đầu tư muốn mua chứng khoán... nhưng thực chất quy định này gây khó cho các nhà đầu tư bởi trên thị trường OTC các nhà đầu tư có thể tùy ý mua bán cùng một loại chứng khoán cùng một lúc.

Giờ giao dịch không thuận tiện chỉ từ 10h – 15h cũng làm khó cho các nhà đầu tư trong khi đó thị trường OTC hầu như không có giới hạn về thời gian giao dịch.

Phương thức thanh toán T+3 cũng là một rào cản lớn, thông thường nếu giao dịch các cổ phiếu không qua sàn UPCOM các nhà đầu tư sẽ không phải chịu giới hạn thanh toán T+3.

Nếu như giao dịch trên OTC chỉ cần một cú điện thoại các nhà đầu tư có thể gặp nhau và mua bán trao tay. Nhưng trên thị trường Upcom người mua người bán phải tự tìm nhau, sau đó tự thỏa thuận giá, số lượng thông qua hệ thống giao dịch bằng điện tử sẽ hiện lên lệnh mua và bán. Vì vậy, nếu muốn

khớp lệnh cả hai bên đưa ra mức giá và khối lượng tương xứng mới có thể khớp được...

Tất cả các yếu tố trên đã tác động đến tính linh hoạt vốn là điểm hấp dẫn của thị trường OTC và đó chính là lý do khiến sàn UPCOM ngày càng trở nên ảm đạm, các công ty đại chúng trì hoãn việc niêm yết, các nhà đầu tư rời bỏ sàn.

#### **2.1.4. Thực trạng hoạt động của các tổ chức trung gian và các hoạt động phụ trợ khác.**

##### **2.1.4.1. Công ty chứng khoán.**

UBCKNN là cơ quan duy nhất thực hiện chức năng cấp phép thành lập và hoạt động cho các công ty chứng khoán. Khi thị trường chứng khoán Việt Nam mới ra đời, các công ty chứng khoán muốn được cấp giấy phép hoạt động phải đáp ứng được các yêu cầu quy định tại Nghị định 48/1998/NĐ-CP. Các công ty chứng khoán không ngừng tăng về số lượng và chất lượng. Trong những năm đầu tiên hoạt động của thị trường, UBCKNN chỉ cấp phép được cho 2 công ty chứng khoán là công ty Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) và Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Năm 2003, TTCK Việt Nam đã có 13 công ty chứng khoán được cấp phép hoạt động. Trong giai đoạn 2000-2003, hầu hết các công ty chứng khoán triển khai hoạt động nghiệp vụ chính là môi giới. Cuối năm 2000 chỉ có khoảng 3.000 tài khoản giao dịch chứng khoán được mở tại các công ty chứng khoán, cuối năm 2003 lên đến 16.000 tài khoản, trong đó có 170 nhà đầu tư có tổ chức. Trong những năm 2000-2001, nguồn thu chủ yếu của các công ty là phí môi giới, chiếm từ 10-50% tổng doanh thu. Từ năm 2002-2003 thị trường giảm giá mạnh, doanh số giao dịch đạt thấp, thu từ nghiệp vụ môi giới chỉ còn chiếm dưới 10% tổng doanh thu.

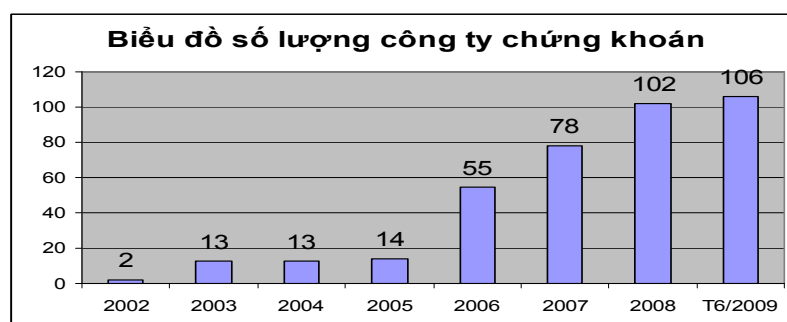
Năm 2004, không có thêm công ty chứng khoán nào ra đời, số tài khoản giao dịch chứng khoán mở tại 13 công ty chứng khoán tăng gần 31% so với năm 2003. Tổng giá trị giao dịch môi giới cổ phiếu tăng gấp 2,4 lần, đạt 3.696,7 tỷ đồng.

Trong năm 2005, có thêm một công ty chứng khoán được cấp phép hoạt động. UBCKNN đã chấp thuận cho 5 công ty chứng khoán tăng vốn điều lệ để mở rộng quy mô hoạt động và năng lực tài chính.

Đến cuối năm 2006, UBCKNN đã cấp phép cho 55 công ty chứng khoán, trong đó có 41/55 công ty được cấp phép đủ các loại hình kinh doanh chứng

khoán. Chỉ tính riêng trong năm 2006, đã có 41 công ty được cấp phép và đã có gần 30 công ty chứng khoán chính thức cung cấp dịch vụ trên thị trường. Việc gia tăng nhanh số lượng công ty chứng khoán thành lập vào cuối năm 2006 xuất phát do cầu gia tăng dịch vụ cung cấp cho thị trường của các công ty chứng khoán cũng như do đón trước việc Luật chứng khoán bắt đầu có hiệu lực từ năm 2007 sẽ nâng cao điều kiện về vốn, cơ sở vật chất kỹ thuật lên rất cao so với quy định tại Nghị định 144/NĐ- CP.

Năm 2007, có 78 công ty chứng khoán ra đời và hoạt động trên thị trường. Con số này đã tăng hơn 23 công ty so với thời điểm 31/12/2006 và bằng số lượng công ty cả 7 năm trước cộng lại. Mặc dù, thị trường chứng khoán trong những tháng cuối năm 2007, đầu 2008 có nhiều biến động nhưng các công ty chứng khoán vẫn liên tiếp ra đời. Năm 2008, đã có thêm 24 công ty chứng khoán mới được cấp phép và chính thức đi vào hoạt động. Tính hết tháng 06 năm 2009 có 106 công ty chứng khoán đang hoạt động trên TTCK.



Hình 2.13: Biểu đồ phát triển công ty chứng khoán qua các năm.

*Nguồn cung cấp: [26], [27], [28]*

Hiệu quả kinh doanh của các công ty chứng khoán khá cao, nhiều công ty chứng khoán đã có mức tăng trưởng từ 2-3 lần, điển hình Công ty chứng khoán Sài Gòn năm 2006 243 tỷ VND, năm 2007 864 tỷ VND, năm 2008 250 tỷ VND và sáu tháng đầu năm 2009 235 tỷ VND. Nhiều công ty chứng khoán đã có sự tham gia của các cổ đông nước ngoài (Công ty chứng khoán Sài Gòn). Đặc biệt, một số công ty đã áp dụng phương thức giao dịch Trading Online như Công ty cổ phần chứng khoán Hòa Bình.....) tạo nhiều thuận lợi cho các nhà đầu tư.

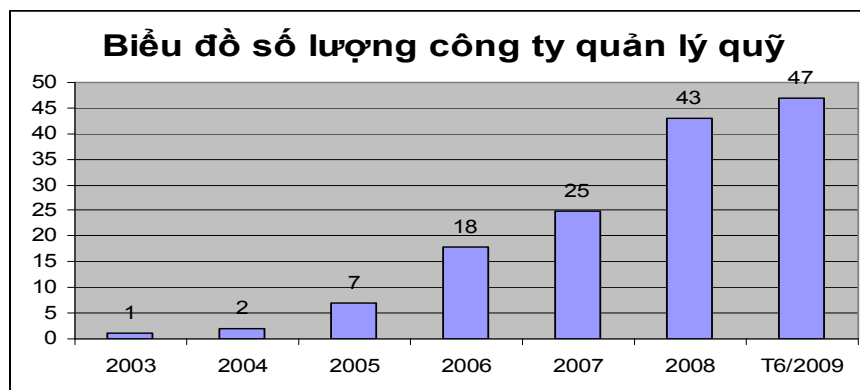
#### **2.1.4.2. Công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán.**

UBCKNN đã cấp phép hoạt động Quản lý Quỹ đầu tư chứng khoán đầu tiên cho Công ty liên doanh quản lý Quỹ đầu tư chứng khoán Việt Nam (VFM)

chính thức hoạt động từ tháng 8/2003 với số vốn điều lệ 8 tỷ đồng. Đến năm 2004, có thêm Công ty cổ phần quản lý quỹ Thành Việt (TVMC) được cấp phép thành lập, quản lý quỹ thành viên. VFM cũng đã được UBCKNN chấp thuận nâng vốn điều lệ từ 8 lên 11 tỷ đồng và điều chỉnh tỷ lệ tham gia góp vốn liên doanh. Ngày 20/5/2004 UBCKNN đã cấp phép phát hành và đăng ký thành lập Quỹ đầu tư chứng khoán Việt Nam (Quỹ VF1), quỹ đầu tư chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam do công ty VFM thành lập. Quỹ VF1 có số vốn huy động được là 300 tỷ đồng và ban đầu có hơn 1000 nhà đầu tư tham gia mua chứng chỉ quỹ.

Trong năm 2005, UBCKNN đã cấp giấy phép hoạt động cho 04 công ty quản lý Quỹ đầu tư chứng khoán, nâng tổng số Công ty quản lý quỹ lên 06 công ty với tổng vốn điều lệ là 88 tỷ đồng. Trong đó có 02 công ty quản lý quỹ 100% vốn nước ngoài của các tổ chức bảo hiểm nhân thọ hoạt động tại Việt Nam. Quỹ đầu tư VF1 đã thực hiện niêm yết chứng chỉ quỹ trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh từ tháng 11/2004 với tổng vốn huy động niêm yết là 300 tỷ đồng (30 triệu chứng chỉ quỹ), đến hết năm 2005, giá trị tài sản ròng (NAV) của Quỹ đã tăng gần 30% so với cùng kỳ năm ngoái (năm 2004 Quỹ chỉ tăng trưởng khoảng 1,5% NAV), do tăng lãi vốn thông qua việc định giá lại các chứng khoán niêm yết và chưa niêm yết trên thị trường khi giá cổ phiếu tăng mạnh.

Năm 2006, đã có thêm 12 công ty Quản lý Quỹ được cấp phép thành lập, nâng tổng số Công ty quản lý quỹ lên 18 Công ty, trong đó có 01 Công ty do Bộ Tài chính cấp phép (Công ty liên doanh Quản lý Quỹ đầu tư BIDV – VIETNAM PARTNER) và 17 Công ty do UBCKNN cấp phép. Năm 2007, có thêm 07 công ty quản lý quỹ được cấp phép. Năm 2008, số lượng công ty quản lý quỹ đã tăng lên là 43 công ty. Tính đến thời điểm 30/6/2009 có 47 công ty quản lý quỹ.



Hình 2.14: Biểu đồ phát triển công ty quản lý quỹ qua các năm.

*Nguồn cung cấp: [27], [28]*

#### **2.1.4.3. Hoạt động lưu ký, đăng ký, thanh toán bù trừ.**

Ngay từ khi thị trường bước vào hoạt động, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam đã được chỉ định làm ngân hàng thanh toán, đảm bảo hệ thống thanh toán thống nhất. Bên cạnh đó có 02 ngân hàng trong nước và 04 chi nhánh ngân hàng nước ngoài được tham gia vào hoạt động của TTCK với tư cách là ngân hàng lưu ký.

Từ ngày 01 tháng 05 năm 2006, với sự ra đời của Trung tâm lưu ký chứng khoán đã bước đầu đáp ứng được yêu cầu tập trung hoá về đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ cho các giao dịch chứng khoán trên các SGDCK, góp phần tích cực vào sự ổn định và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam. Đến 31/12/2008 có 108 tổ chức là thành viên lưu ký, trong đó có 99 công ty chứng khoán, 09 ngân hàng thương mại trong và ngoài nước. Số lượng chứng khoán lưu ký qua TTLKCK là 10.046 triệu, chiếm 84,2% tổng số lượng chứng khoán niêm yết.

Trung tâm lưu ký thực hiện thanh toán bù trừ với thời hạn T+4. Thời hạn thanh toán kéo dài làm các nhà đầu tư chậm quay vòng vốn và bỏ lỡ các cơ hội kinh doanh. Để khắc phục điểm yếu này, các công ty chứng khoán đã chủ động cho vay ứng trước đối với người bán chứng khoán. Sau một thời gian, SGDCK và ngân hàng chỉ định thanh toán đã rất nỗ lực để giảm thời gian thanh toán xuống còn T + 3, Hose đã giảm lô giao dịch từ 100 cổ phiếu xuống còn 10 cổ phiếu, đồng thời đã cung cấp thông tin thị trường kịp thời theo phương thức trực tuyến (online) qua các công ty chứng khoán tới các nhà đầu tư và đã áp dụng phương thức khớp lệnh liên tục.

#### **2.1.4.4. Hoạt động kiểm toán.**

Tổ chức kiểm toán độc lập là thành phần quan trọng trong hoạt động TTCK với chức năng kiểm toán các báo cáo tài chính của tổ chức phát hành, các tổ chức niêm yết và báo cáo tài chính của công ty chứng khoán.

Đến nay, đã có 09 tổ chức kiểm toán độc lập triển khai nghiệp vụ này, trong đó có 02 tổ chức kiểm toán nước ngoài. Các chuẩn mực kế toán đã được Bộ tài chính ban hành và áp dụng trong lĩnh vực chứng khoán nhằm tạo ra căn cứ cho các kiểm toán viên trong việc nhận xét, đánh giá báo cáo tài chính của các thành viên tham gia TTCK.

#### **2.1.4.5. Hoạt động quản lý, thanh tra giám sát thị trường.**

Việc quản lý, giám sát TTCK đã được UBCKNN coi trọng, thông qua đó đã phát hiện những vi phạm, uốn nắn kịp thời và có biện pháp xử lý nghiêm những vụ việc vi phạm, bởi vậy bước đầu đã tạo được lòng tin trong công chúng đầu tư. Tuy nhiên, hoạt động thanh tra giám sát thị trường còn mỏng, kinh nghiệm chưa nhiều, chưa sử dụng những tiến bộ khoa học công nghệ vào nghiệp vụ giám sát thị trường, vì vậy, những thiếu sót sai phạm chưa được phát hiện kịp thời và chính xác dẫn đến việc xử lý chậm có lúc còn bỏ sót, gây những ảnh hưởng nhất định tới hoạt động và sự phát triển của thị trường.

Qua hơn 08 năm điều hành và quản lý thị trường, cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và TTCK (trực tiếp là UBCKNN) đã tích lũy được một số kinh nghiệm quý báu và đã có những bước trưởng thành đáng ghi nhận. Hệ thống pháp lý từng bước đã được hình thành và hoàn thiện theo yêu cầu của thị trường. Các chính sách quản lý và điều hành thị trường đã từng bước được cải tiến theo hướng Nhà nước chỉ là “Bà đỡ”, tạo ra sân chơi và luật chơi, còn các vấn đề của thị trường phải do thị trường tự điều chỉnh, không dùng biện pháp hành chính để can thiệp một cách thô bạo vào hoạt động của thị trường. Sự tiến bộ về nhận thức và cách điều hành đã góp phần nâng cao chất lượng và đẩy nhanh tốc độ phát triển của thị trường trong những năm gần đây.

#### **2.1.5. Đánh giá sự phát triển của thị trường chứng Việt Nam trong thời gian qua.**

Trên cơ sở kết quả phân tích ở trên cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam đã phát triển hết sức mạnh mẽ, từ hệ thống pháp lý, số lượng và chất lượng hàng hoá, chất lượng của các tổ chức trung gian:

Đối với hệ thống pháp lý: Chính phủ đã ban hành được một hệ thống pháp lý tương đối đầy đủ, tạo ra hành lang pháp lý thống nhất cho hoạt động của thị trường chứng khoán, trong đó với sự ra đời của Luật chứng khoán đã tạo ra một khuôn khổ pháp lý cao nhất, tạo điều kiện để thúc đẩy cho thị trường phát triển. Tuy nhiên, hệ thống Luật chứng khoán vẫn còn nhiều hạn chế, còn có sự chòng chéo, mâu thuẫn giữa Luật chứng khoán với các Luật khác, nhiều hoạt động của thị trường chứng khoán vẫn chưa có quy định cụ thể, văn bản pháp luật về thị trường chứng khoán phi tập trung một cách cụ thể gần như chưa có.

Đối với chất lượng hàng hoá trên thị trường chứng khoán tập trung: Hàng hoá trên thị trường chứng khoán ngày càng đa dạng và phong phú, số lượng các doanh nghiệp niêm yết tăng mạnh qua các năm, các doanh nghiệp niêm yết đa phần là những công ty kinh doanh có hiệu quả, doanh thu và lợi nhuận tăng đều qua các năm. Tình hình thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin của các doanh nghiệp niêm yết đã có những bước tiến bộ đáng kể. Hầu hết các doanh nghiệp niêm yết đều đã xây dựng được quy chế công bố thông tin nội bộ. Việc nộp báo cáo định kỳ của các doanh nghiệp niêm yết đã đúng thời hạn và đều đặn hơn.

Đối với chất lượng hàng hoá trên thị trường chứng khoán phi tập trung: Mặc dù được hình thành một cách tự do và chưa có sự quản lý Nhà nước, nhưng trong giai đoạn hiện tại của thị trường chứng khoán, xét trên một khía cạnh nào đó đã đáp ứng nhu cầu mua, bán chứng khoán của các nhà đầu tư khá lớn, thực hiện các chức năng huy động các nguồn vốn nhàn rỗi trong dân cư vào các doanh nghiệp cổ phần, góp phần huy động vốn cho nền kinh tế. Xét về mặt tích cực cũng đã tạo được sân chơi cho các doanh nghiệp vừa cổ phần hoá, các doanh nghiệp chưa đủ điều kiện niêm yết trên thị trường chứng khoán. Khi lượng hàng hoá trên thị trường tập trung còn hạn chế, sự hoạt động của thị trường chứng khoán tự do phần nào giảm áp lực tăng giá khi nhu cầu mua, bán chứng khoán quá lớn mà hàng hoá trên thị trường tập trung lại quá ít ỏi, khan hiếm.

Hoạt động giao dịch của SGDCCKTPHCM và SGDCCKHN ngày càng phát triển. Qua hơn 9 năm khai trương hoạt động, Sở giao dịch chứng khoán TPHCM đã có những bước phát triển cả về quy mô và chất lượng hoạt động, SGDCCK HN cũng có những bước phát triển mạnh mẽ, đã tạo ra được một hệ thống giao dịch ổn định, hoạt động thanh toán, lưu ký và đăng ký chứng khoán đã đi vào nề nếp.

Các tổ chức trung gian và các hoạt động phụ trợ thị trường ngày càng phát triển, các công ty chứng khoán ngày càng lớn mạnh cả về số lượng công ty, quy mô hoạt động và chất lượng dịch vụ. Hiệu quả kinh doanh của các công ty chứng khoán khá cao, nhiều công ty chứng khoán có mức tăng trưởng từ 2-3 lần, nhiều công ty có sự tham gia của cổ đông nước ngoài.

Có thể nói rằng, TTCK Việt Nam trong những năm qua đã phát triển và đạt được những thành tựu đáng khích lệ, mặc dù có những giai đoạn thị trường đi vào suy thoái do sự ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế trong và ngoài nước, nhưng có thể thấy xu thế phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam ngày



càng bền vững. Và với sự tham gia tích cực của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán cho thấy xu hướng hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán là một tất yếu khách quan.

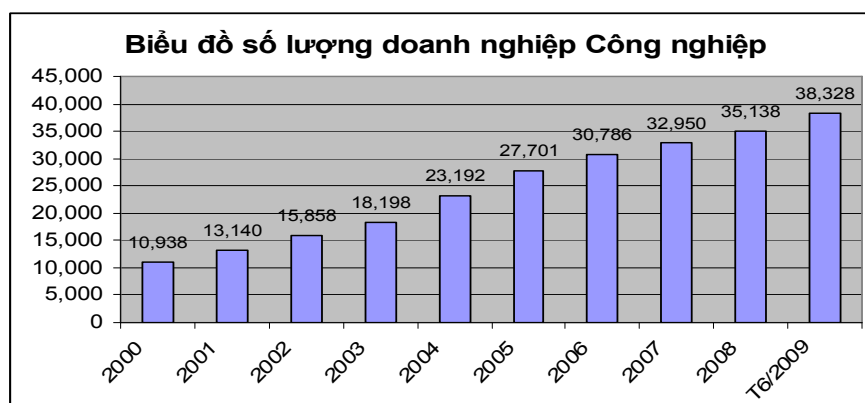
## 2.2. Thực trạng hoạt động tài chính của các DNCN trên TTCK ở VN.

### 2.2.1. Khái quát về các DNCN Việt Nam và quá trình cổ phần hoá các DNCN Việt Nam .

#### 2.2.1.1. Khái quát về các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam.

Doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam có một vị trí quan trọng trong nền kinh tế quốc dân, có vai trò quyết định đến sự tăng trưởng của nền kinh tế. Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp có những tiến bộ đáng kể về chất lượng và hiệu quả. Năng lực cạnh tranh tốt hơn, đã góp phần quan trọng trong việc giải quyết có hiệu quả các vấn đề xã hội như: tạo công ăn việc làm, nâng cao thu nhập cho người lao động, xoá đói giảm nghèo.

Trong những năm qua, doanh nghiệp công nghiệp phát triển nhanh và ổn định. Năm 2006, có tổng số 30.786 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp, tăng 101,2% so với năm 2005, tốc độ tăng trưởng bình quân từ năm 2004-2006 là 15,25%. Tổng số vốn sản xuất kinh doanh là 1.075.960 tỷ đồng, tăng 109,8% so với năm 2005. Tổng lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp công nghiệp đạt 104.637 tỷ đồng, tăng 142,9% so với năm 2005. Các doanh nghiệp công nghiệp chiếm 23,45% trong tổng số doanh nghiệp toàn quốc, 55,3% số lao động, 33,55% vốn sản xuất kinh doanh và 40,72% doanh thu và 59,9% nộp ngân sách Nhà nước Năm 2007, có tổng số 32.950 doanh nghiệp, tăng 107% so với năm 2006. Năm 2008, toàn quốc có tổng số 35.138 doanh nghiệp, tăng 106%. Đến tháng 6 năm 2009 toàn quốc có 38.328 doanh nghiệp, tăng 109% so với năm 2008 [24], [29].



Hình 2.15: Biểu đồ số lượng các doanh nghiệp công nghiệp qua các năm.

Nguồn cung cấp : [24], [29]

**Cơ cấu công nghiệp theo thành phần kinh tế:** Tỷ trọng doanh nghiệp công nghiệp nhà nước giảm từ 49,3% năm 1996 xuống 41,8% năm 2000 và xuống 34,3% năm 2005; Tỷ trọng doanh nghiệp công nghiệp dân doanh tăng từ 22,3% năm 2000 lên 28,5% năm 2005, đến năm 2006 giảm 21%, đến năm 2007 giảm còn 15% và đến 2008 chỉ còn 11%; doanh nghiệp công nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài từ 26,7% năm 1996 lên 35,9% năm 2000 và lên 37,2% năm 2005 . [10].

**Cơ cấu công nghiệp theo tổng sản phẩm quốc nội (GDP)** tính theo giá thực tế tăng nhanh. Nếu như năm 2000 là 31,4% thì đến năm 2005 là 34,1%, thì năm 2008 chỉ còn 15,09% so với GDP góp phần quan trọng vào việc chuyển dịch cơ cấu kinh tế quốc dân theo hướng tăng nhanh tỷ trọng công nghiệp, dịch vụ và giảm tỷ trọng nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản.

**Cơ cấu công nghiệp theo ngành:** Sau thời kỳ 1996-2000 phát triển doanh nghiệp công nghiệp khai thác và điện nước nhanh hơn doanh nghiệp công nghiệp chế biến, giai đoạn 2001-2005 đã chuyển dịch ngược lại theo hướng tăng dần tỷ trọng doanh nghiệp công nghiệp chế biến từ 79,7% năm 2000 lên khoảng 84,9% năm 2005; tỷ trọng doanh nghiệp công nghiệp khai thác giảm từ 13,8% năm 2000 xuống khoảng 9,1% năm 2005; công nghiệp sản xuất và phân phối điện, khí đốt và nước giảm từ 6,5% xuống 6% năm 2005. Đến năm 2006 giảm còn 5,5% và đến năm 2008 chỉ còn 4,5%, trong khi đó số doanh nghiệp công nghiệp chế biến ngày càng tăng.

**Lực lượng lao động ngành công nghiệp:** Đến năm 2005, tổng số lao động công nghiệp 3,38 triệu người chiếm khoảng 54,2% lao động toàn xã hội và chiếm 72,4% tổng lao động công nghiệp và xây dựng (7,8 triệu người). Năng suất lao động công nghiệp năm 2005 tính theo giá trị tăng thêm đạt khoảng 51,3 – 52,2 triệu đồng/người/năm. Đến 31 tháng 12 năm 2008, tổng số lao động công nghiệp khoảng 5 triệu người chiếm khoảng 43% lao động xã hội và chiếm 81% tổng lao động công nghiệp và xây dựng [29].

Các sản phẩm công nghiệp chủ yếu đã đáp ứng nhu cầu phục vụ sản xuất trong nước và xuất khẩu. Một số sản phẩm trước đây có hiện tượng ứ đọng như xi măng, thép xây dựng, than, sản phẩm cơ khí...thì nay đã tiêu thụ tốt. Ngoài việc xuất khẩu nguyên liệu thô như khoáng sản, dầu thô, than....nhiều mặt hàng chế biến đã chiếm lĩnh được thị trường trong nước và xuất khẩu như: Dệt may,

da giày, sứ dân dụng, đồ gỗ, quạt điện,...đến 31/12.2008 điện sản xuất tăng gấp 12 lần, động cơ Diesel tăng 10 lần, quần áo may sẵn tăng 11 lần, xi măng tăng 17 lần, thép và sản phẩm thép tăng 50 lần, máy chế biến tăng 63 lần,...so với năm 2000.

Tính đến 31/12/2008 xuất khẩu hàng công nghiệp chiếm 61,8% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước. Chuyển dịch cơ cấu các mặt hàng xuất khẩu theo hướng tăng dần tỷ trọng những mặt hàng có hàm lượng khoa học công nghệ cao, giá trị tăng lớn và giảm dần những mặt hàng thô, sơ chế.

- **Nguồn lực FDI:** Tổng lượng vốn đầu tư nước ngoài còn thấp chưa đủ lớn để khởi động quá trình công nghiệp hóa một cách mạnh mẽ<sup>1</sup>. Công nghệ trong các DN FDI nhìn chung ở trình độ trung bình.

Mặc dù đạt được những thành tựu đáng khích lệ, nhưng doanh nghiệp công nghiệp vẫn còn những hạn chế sau:

Phát triển doanh nghiệp công nghiệp tuy đạt tốc độ cao, nhưng chưa thật vững chắc. Giá trị gia tăng sản xuất và xuất khẩu thấp, thể hiện chất lượng tăng trưởng, hiệu quả và sức cạnh tranh của các doanh nghiệp còn chậm cải thiện, chưa phản ứng được một cách hiệu quả trước những thách thức ngày càng tăng từ bên ngoài. Doanh nghiệp công nghiệp phát triển chủ yếu theo bề rộng, tỷ trọng gia công, lắp ráp là chủ yếu. Tốc độ tăng giá trị sản xuất công nghiệp luôn cao hơn tốc độ tăng giá trị tăng thêm, do đó tỷ lệ giá trị gia tăng trên tổng giá trị sản lượng (VA/GO) có xu hướng giảm (năm 2000 là 15,6%, năm 2005 là 26,6%, năm 2007 là 30,7%, đến 31/12/2008 là 37,2%).

- Quy mô ngành công nghiệp nói chung và quy mô từng cơ sở sản xuất công nghiệp nói riêng còn hạn chế. Hiện tổng sản phẩm ngành công nghiệp chiếm gần 40% tổng sản phẩm quốc nội, xấp xỉ 30 tỷ USD. Bên cạnh đó, quy mô các DNCN chủ yếu có quy mô nhỏ.

- Các doanh nghiệp công nghiệp khai thác khoáng sản tuy có giảm về tỷ trọng trong cơ cấu nhưng vẫn còn lớn. Xuất khẩu khoáng sản hiệu quả chưa cao, sản phẩm còn chủ yếu chưa qua chế biến sâu. Tình trạng ô nhiễm môi trường còn xảy ra.

- Tuy sức cạnh tranh của sản phẩm công nghiệp đã được cải thiện một bước, nhiều sản phẩm có chỗ đứng trên thị trường quốc tế, nhưng nhìn chung sức

cạnh tranh của ngành và của sản phẩm còn thấp hơn các nước trong khu vực. Điều này thể hiện: công nghệ còn lạc hậu, trình độ chuyên môn, nghiệp vụ và quản lý còn yếu; Năng suất lao động thấp; Chất lượng sản phẩm chưa cao và giá thành sản phẩm còn nhiều bất hợp lý; Thị trường đầu ra chưa ổn định, thiếu bền vững. Năng lực cạnh tranh thấp dẫn đến khả năng hội nhập của các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam còn yếu.

- Tốc độ đổi mới công nghệ, thiết bị nói chung chưa đáp ứng yêu cầu phát triển. Công nghệ hiện đại trong các doanh nghiệp công nghiệp chiếm tỷ trọng thấp (phổ biến là công nghệ ở mức trung bình); Tỷ lệ công nghệ lạc hậu và trung bình chiếm 60-70% và ở mức trung bình yếu so với các nước đang phát triển. Tốc độ đổi mới công nghệ của các DNCN Việt Nam khoảng 7-8%/năm, khả năng chuyển giao công nghệ qua đầu tư nước ngoài chưa nhiều. Năng lực nội sinh về công nghệ chưa đáp ứng được yêu cầu, nghiên cứu và triển khai chưa gắn với sản xuất. Một số ngành không sử dụng hết công suất thiết bị do thiếu nguyên liệu hoặc do tiêu thụ sản phẩm khó khăn.

- Tổ chức sản xuất kinh doanh của một số doanh nghiệp công nghiệp chưa hợp lý, theo mô hình khép kín, dẫn đến giá thành sản phẩm cao, do phải chịu chi phí quá lớn cho các đơn vị phụ trợ như điện, sửa chữa và sự hoạt động của các đơn vị này đạt hiệu quả thấp. Mặt khác, một số phụ tùng, phụ liệu mà trong nước có thể sản xuất được, nhưng các doanh nghiệp vẫn phải nhập khẩu từ bên ngoài.

- Khoảng cách về phát triển doanh nghiệp công nghiệp giữa các vùng còn chênh lệch lớn, doanh nghiệp công nghiệp ở nông thôn, vùng sâu, vùng xa chưa được chú trọng đúng mức, chưa đóng góp được nhiều cho công cuộc xóa đói giảm nghèo.

- Phát triển các doanh nghiệp công nghiệp trong các vùng kinh tế trọng điểm chưa đủ sức lôi cuốn và tác động lan toả các vùng khác.

### **2.2.1.2. Quá trình cổ phần hoá các DNCN Việt Nam.**

Công ty cổ phần là một hình thức tổ chức doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường. Sự xuất hiện của Công ty cổ phần là khách quan, do chính sự phát triển mạnh mẽ với tính chất xã hội hóa ngày càng cao của lực lượng sản xuất, đòi hỏi phải có những hình thức tổ chức kinh tế thích ứng với sự phát triển của nền sản xuất xã hội. Quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp công nghiệp được thực

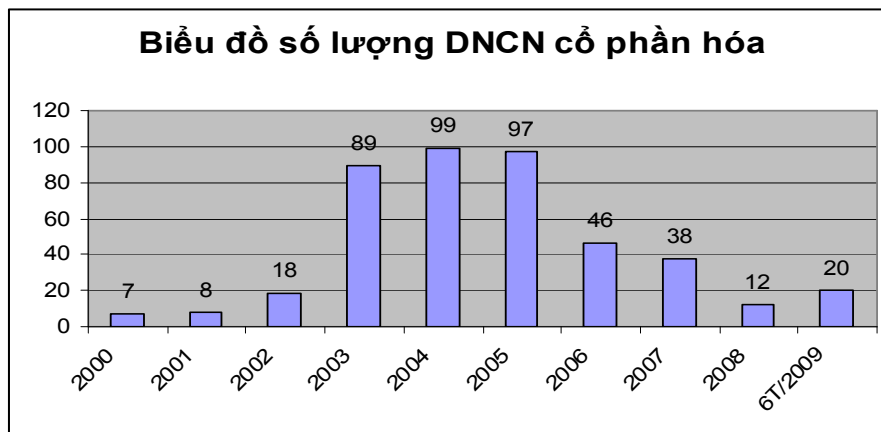
hiện từ năm 1994, tính đến ngày 30/6/2009 có 464 doanh nghiệp công nghiệp được cổ phần hóa. Chi tiết số doanh nghiệp cổ phần hóa qua các năm như sau :

**Bảng 2.4 : Tình hình cổ phần hoá DNCN Việt Nam  
theo quy mô vốn Nhà nước.**

*Đơn vị : triệu đồng*

STT	Phân theo vốn nhà nước	Số lượng
1	Từ 1 tỷ đến dưới 5 tỷ (A)	220
2	Từ 5 tỷ đến dưới 10 tỷ (B)	97
3	Từ 10 tỷ đến dưới 20 tỷ (C)	41
4	Trên 20 tỷ (D)	106
	<b>Tổng số</b>	<b>464</b>

*Nguồn cung cấp : [24], [29]*



Hình 2.16: Biểu đồ số DNCN cổ phần hoá qua các năm.

*Nguồn cung cấp : [24], [29]*

Ngành tiêu dùng thực phẩm có nhiều doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa nhiều nhất, ngành Dệt may đứng thứ 2 về số lượng doanh nghiệp cổ phần hóa, với tổng số 69 doanh nghiệp được cổ phần hóa, tiếp đến là ngành cơ khí với tổng số 56 doanh nghiệp. Ngành điện lực mặc dù số doanh nghiệp cổ phần hóa ít (12 doanh nghiệp) nhưng số vốn Nhà nước sau khi xác định lại chiếm tỷ trọng cao nhất (7.805,9 tỷ đồng), do một số nhà máy điện thực hiện cổ phần hóa. Trong số 464 doanh nghiệp cổ phần hóa thì doanh nghiệp có vốn Nhà nước sau khi xác định lại từ 10 tỷ đồng trở xuống chiếm tỷ trọng lớn nhất, chiếm 70% với tổng số 97 doanh nghiệp. Mặc dù có số lượng doanh nghiệp ít, 86 doanh nghiệp, nhưng các doanh nghiệp có vốn nhà nước sau khi xác định lại trên 20 tỷ đồng chiếm tỷ

trọng lớn nhất (84,9% trong tổng giá trị vốn Nhà nước sau khi xác định lại. Các doanh nghiệp này chủ yếu thuộc ngành Điện lực và ngành Khai khoáng.

Có 41 doanh nghiệp có giá trị lợi thế doanh nghiệp (tổng số 323.076 triệu đồng), chủ yếu ở các doanh nghiệp có vốn Nhà nước trên 50 tỷ đồng (306.544 triệu đồng), ngành khai khoáng (132.362 triệu đồng) và ngành tiêu dùng thực phẩm (104.916 triệu đồng).

Tổng số vốn điều lệ của 464 doanh nghiệp là 71.688.751 triệu đồng, trong đó: Giá trị cổ phần Nhà nước nắm giữ là 47.959.774 triệu đồng, chiếm 69,9% tổng số vốn điều lệ. Giá trị cổ phần bán ưu đãi cho người lao động là 4.803.146 triệu đồng, chiếm 6,7% vốn điều lệ, trong đó bán trả chậm là 34.317 triệu đồng. Giá trị cổ phần bán ưu đãi cho nhà đầu tư chiến lược là 3.082.616 triệu đồng (chiếm 4,3% vốn điều lệ và cho nông dân và lao động nghèo là 1.048.700 triệu đồng, chiếm 1,7% vốn điều lệ. Giá trị cổ phần bán đấu giá bên ngoài doanh nghiệp là 14.982 949 triệu đồng, chiếm 20,9% tổng số vốn điều lệ. Tổng số lao động tham gia mua cổ phần là 248.337/ người.

Các doanh nghiệp công nghiệp cổ phần hóa đều có chung một số đặc điểm sau:

**Thứ nhất,** Quy mô doanh nghiệp phần lớn nhỏ bé, cơ cấu phân tán, biểu hiện ở quy mô vốn (307 doanh nghiệp có vốn nhà nước dưới 10 tỷ đồng, số lượng lao động ít, 206 doanh nghiệp có số lượng lao động dưới 300 công nhân).

**Thứ hai,** Trình độ kỹ thuật, công nghệ lạc hậu, trừ một số doanh nghiệp thuộc ngành điện lực và ngành Dầu khí được đầu tư mới. Mặt khác, đại bộ phận doanh nghiệp Nhà nước được xây dựng bằng kỹ thuật của nhiều nước khác nhau nên tính đồng bộ của các doanh nghiệp thấp.

**Thứ ba,** Việc phân bố còn bất hợp lý về ngành, vùng, đây là vấn đề ảnh hưởng của nền kinh tế kế hoạch hóa, tập trung, bao cấp.

Mặc dù quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp công nghiệp đã đạt được những thành tựu đáng khích lệ, tuy nhiên, quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp còn thể hiện một số hạn chế nổi bật sau:

**Thứ nhất,** Tốc độ cổ phần hóa còn chậm và chưa đạt yêu cầu, từ năm 1994 đến năm 2002 mới cổ phần hóa được 63 doanh nghiệp, năm 2006 cổ phần hóa được 46 doanh nghiệp, năm 2007 cổ phần hóa được 38 doanh nghiệp, đạt

58% kế hoạch đặt ra, năm 2008 cổ phần hóa được 12 DNCN, sáu tháng đầu năm 2009 cổ phần hóa được 06 DNCN.

**Thứ hai,** Đối tượng cổ phần hóa, đối tượng mua cổ phần còn hạn hẹp, phương thức bán cổ phần chưa thực sự phù hợp.

**Thứ ba,** Quy định về quy trình cổ phần hóa còn rườm rà, phức tạp, chưa thực sự phù hợp với thực tế, kết quả khảo sát tại 934 doanh nghiệp đã cổ phần hóa của Ủy Ban thường vụ quốc hội cho thấy, thời gian cổ phần hóa bình quân của Tổng công ty là 554 ngày, của một doanh nghiệp thuộc Bộ là 443 ngày và thuộc địa phương là 422 ngày, gần đây thời gian đã được rút ngắn hơn. Quy trình cổ phần hóa từ khi xây dựng, đến thực hiện đề án Cổ phần hóa chưa sát thực tế, chưa có các quy định rõ ràng về quy trình, trình tự và phương thức tiến hành cổ phần hóa toàn bộ Tổng công ty, công ty mẹ, DNNN có quy mô lớn, có cơ cấu tổ chức phức tạp.

**Thứ tư,** Công tác xử lý tài chính doanh nghiệp trước, trong và sau cổ phần hóa còn gặp nhiều khó khăn, đặc biệt trong vấn đề xử lý các khoản nợ tồn đọng và xác định giá trị doanh nghiệp.

**Thứ năm,** Cơ chế vận hành và chất lượng quản lý, quản trị điều hành doanh nghiệp cổ phần chưa có sự đổi mới thực sự.

## **2.2.2. Thực trạng hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.**

### **2.2.2.1. Thực trạng phương pháp định giá, giá trị DNCN khi phát hành cổ phiếu ra công chúng.**

a. Thực trạng định giá các DNCN khi phát hành cổ phiếu ra công chúng với giá xác định trước:

Tháng 7 năm 2000, thị trường Chứng khoán Việt Nam đi vào hoạt động, việc bán cổ phần lần đầu ra công chúng cũng được nhà nước mở rộng thêm nhiều hình thức phát hành khác nhau như cho phép doanh nghiệp phát hành bán cổ phần qua sở giao dịch chứng khoán, tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát hành cổ phiếu lần đầu đến công chúng một cách rộng rãi hơn.

**Về cơ chế xác định giá trị doanh nghiệp:** Phương pháp xác định giá trị tài sản dòng được áp dụng trong giai đoạn này không phản ánh đủ tài sản vô hình của doanh nghiệp, bao gồm các tài sản trí tuệ, lợi thế kinh doanh, uy tín, thương hiệu... Đặc biệt đối với doanh nghiệp thương mại và dịch vụ những sản phẩm vô

hình ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng số tài sản của doanh nghiệp. Mặc dù khung pháp lý thí điểm đến nghị định 44/1998/NĐ-CP đều đã cố gắng đưa giá trị lợi thế vào giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, do sự khó khăn trong khâu định giá, cũng như xác định cơ sở so sánh việc tính toán giá trị lợi thế doanh nghiệp dường như bị bỏ ngỏ.

**Về xác định giá cổ phần:** việc hình thành giá phát hành chỉ mang tính thị trường. Cổ phần lần đầu của các doanh nghiệp nhà nước giai đoạn này được bán bằng với mệnh giá 10.000đ/cp. Số lượng cổ phần được xác định bằng cách lấy vốn điều lệ, tức tổng giá trị doanh nghiệp chia cho mệnh giá. Như vậy, giá trị chào bán doanh nghiệp nhà nước được hình thành không phải do quan hệ cung cầu của người mua và người bán mà là sự thống nhất của các ý kiến về giá trị doanh nghiệp, giữa cán bộ của doanh nghiệp tham gia xác định giá trị doanh nghiệp với cán bộ các cơ quan nhà nước có thẩm quyền. Việc hình thành giá chào bán chứng khoán của doanh nghiệp như vậy vẫn còn nhiều bất cập do:

- Định giá thông qua Hội đồng định giá chứa nhiều yếu tố chủ quan của người bán.

- Giá trị doanh nghiệp là giá trị thực tế theo thị trường, có nghĩa là phải định được giá của các yếu tố vô hình, như uy tín, vị thế, lợi thế... của doanh nghiệp. Nhưng chung quanh những yếu tố này rất khó tìm được sự thống nhất giữa doanh nghiệp và Hội đồng định giá. Điều đó đã làm cho việc xác định giá trị doanh nghiệp không sát với giá thị trường.

- Các quy định của nhà nước hiện hành cho phép định giá tài sản và vật kiến trúc trên mặt đất nhưng chưa tính đến vị trí và giá trị doanh nghiệp của tài sản gắn liền với đất đặt trên đó.

**b. Thực trạng định giá DNCN khi phát hành cổ phiếu ra công chúng qua phương thức đấu giá:**

Phương thức đấu giá ra đời như một giải pháp khắc phục việc định giá doanh nghiệp khi phát hành cổ phiếu ra công chúng. Khi đó giá bán của các doanh nghiệp sẽ được xác định trên cơ sở cung cầu mua bán. Đấu giá thông qua sàn giao dịch, hình thức mua bán công khai và công bằng, mang lại giá trị lợi nhuận nhiều hơn việc bán theo hình thức đấu giá không qua sàn. Khi bán qua hình thức đấu giá nhà đầu tư phải tự định ra cho mình mức giá hợp lý để mua cổ phiếu. Hơn thế nữa, lợi nhuận mà người thắng thầu thu được từ giá đấu giá và



giá thị trường quá lớn đã giúp cho cổ phiếu của doanh nghiệp càng hấp dẫn với nhà đầu tư.

Việc xác định được giá trị hợp lý của doanh nghiệp để từ đó đưa ra giá đặt mua doanh nghiệp một cách hợp lý trở nên khó đoán hơn bao giờ hết cho nhà đầu tư. Còn đối với doanh nghiệp thì việc định giá doanh nghiệp mình một cách hợp lý cũng là điều khó khăn không dễ gì. Nếu định giá cao sẽ không ai mua, nếu định giá quá thấp thì chính doanh nghiệp sẽ bị thiệt. Để định ra mức giá mua hợp lý cũng như là quyết định xem mình có mua cổ phiếu của doanh nghiệp đó không thì trước tiên các nhà đầu tư tìm hiểu thông tin về doanh nghiệp. Tuy nhiên, những thông tin đó được cập nhật quá trễ, thiếu những thông tin quan trọng và đôi khi thiếu tính xác thực bởi đa số những thông tin trên bản cáo bạch thì rất chung chung, các thông tin từ trang web của công ty (nếu có) thì cũng không đủ để nhà đầu tư đưa ra giá đặt mua.

Một yếu tố nữa cũng ảnh hưởng không ít đến giá cổ phần đó chính là tỷ lệ đặt mua trên đặt bán. Khi nhà đầu tư quá coi trọng yếu tố này thì có thể dẫn đến hiện tượng giá ảo. Bởi tỷ lệ đặt mua trên chào bán càng cao thì càng thể hiện rằng cầu đang lớn hơn cung. Khi cầu lớn hơn cung thì điều tất yếu sẽ đẩy giá tăng. Đặc biệt là đối với các doanh nghiệp nhà nước phát hành cổ phiếu lần đầu, bởi vì yếu tố sở hữu của nhà nước còn quá nhiều, nên tỷ lệ phần trăm cổ phiếu bán ra bên ngoài thường là thấp. Khi phần trăm bán ra bên ngoài thấp, trong khi nhu cầu bên ngoài lại quá cao như hiện nay thì điều đương nhiên là giá cổ phiếu sẽ cao.

Có thể nói rằng, khi thực hiện định giá doanh nghiệp qua hình thức đấu giá, người mua sẽ là người quyết định giá mua cổ phiếu chứ không phải là người bán. Nhưng việc định giá chính xác doanh nghiệp mình cũng góp phần quan trọng vào sự thành công của doanh nghiệp bởi nếu giá khởi điểm của doanh nghiệp quá cao sẽ không có người mua và phải huỷ bỏ phát hành. Trên thực tế đã có một số công ty rơi vào các tình trạng như vậy, điển hình là công ty may Sài Gòn.

Việc định giá doanh nghiệp qua phương thức đầu giá mặc dù có nhiều ưu điểm, tuy nhiên, khi triển khai cũng gặp nhiều khó khăn:

**Thứ nhất,** Khó khăn về phương pháp định giá:

Trường hợp áp dụng phương pháp tài sản thuần để định giá thì rất khó bởi phương pháp này chỉ tính được giá trị sổ sách của tài sản cố định trong doanh nghiệp. Để xác định được giá thị trường của các loại tài sản hữu hình khác nhau của doanh nghiệp, cần phải có sự tham gia nhiều chuyên gia chuyên định giá cho nhiều loại tài sản khác nhau nên rất khó khăn bởi nếu nhà đầu tư cá nhân trên thị trường thì không có vốn để có thể thuê các chuyên gia định giá. Còn nếu có đủ điều kiện như các tổ chức đầu tư lớn hay các quỹ thì vấn đề tiếp cận thông tin và định giá thị trường của một số tài sản dường như là không thể.

Trường hợp định giá quyền sử dụng đất của nhiều doanh nghiệp tính theo giá thị trường thì rất lớn, thậm chí có thể còn lớn hơn cả giá trị của tất cả các tài sản khác nhau của doanh nghiệp. Nếu không tính đến giá trị của quyền sử dụng đất thì DNCN có thể bị định giá quá thấp. Khi định giá quá thấp DNCN, có thể nhà đầu tư đã không bỏ sót một cơ hội kiếm lời của mình, còn doanh nghiệp đương nhiên là bị lỗ.

Thêm một khó khăn nữa là về định giá tài sản vô hình. Một số doanh nghiệp lớn đều có thương hiệu và tên tuổi nổi tiếng, tài sản vô hình có thể có giá trị không kém tài sản hữu hình, thậm chí còn cao hơn nhiều nhưng hiện nay các phương pháp định giá tài sản vô hình rất ít được áp dụng ở Việt Nam. Ngay cả các công ty chứng khoán được thuê để định giá doanh nghiệp còn tỏ ra lúng túng đối với các tài sản vô hình thì các nhà đầu tư khó lòng định giá chính xác được.

Trường hợp áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền ở Việt Nam cũng được nhiều người chấp nhận bởi giá tính theo phương pháp này phản ánh tương đối đầy đủ mọi mặt bản chất hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty so với các phương pháp khác. Tuy nhiên, phương pháp này phức tạp tốn thời gian và khó sử dụng bởi nó có quá nhiều biến đổi liên quan cần phải xác định rõ, giá trị doanh nghiệp tính theo phương pháp này dao động lớn. Việc dự đoán doanh số chính xác, dòng tiền chính xác cho nhiều năm khá phức tạp. Mặt khác, giá trị đến hạn của doanh nghiệp luôn chiếm khoảng 50% trở lên trong giá trị doanh nghiệp, mà giá trị này sẽ rất là chênh lệch nếu như không xác định rõ thời kỳ xem xét là 5 – 10 năm. Không có một quy tắc chung nào cho việc xác định chính xác thời

gian, khoảng thời gian phân tích. Thời gian xem xét càng dài, giá trị doanh nghiệp càng cao và ngoài giá trị doanh nghiệp ra tổng lưu lượng tiền tệ quy về giá trị hiện tại càng lớn nếu thời gian xem xét dòng tiền phát sinh trong tương lai càng xa. Về phương diện của nhà đầu tư, khi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá cần phải hiểu rằng không có một giới hạn nào về chuẩn mực giá trị và phương pháp chiết khấu dòng tiền đã làm tối đa hoá giá trị doanh nghiệp mà người mua phải trả hay nói cách khác người mua có thể mua với giá cao và dẫn đến rủi ro cho người mua.

**Thứ hai,** khó khăn trong việc tiếp cận thông tin: Thông tin về công ty phát hành chưa có độ tin cậy cao, một số công ty chưa có báo cáo tài chính đã được kiểm toán. Ngay cả báo cáo tài chính đã được kiểm toán họ cũng chưa thực sự tin tưởng bởi vì các công ty kiểm toán là công ty trong nước (có thể xảy ra tình trạng thông đồng với nhau trong báo cáo kiểm toán), không phải công ty kiểm toán liên doanh hay 100% vốn nước ngoài. Hơn nữa, ở Việt Nam chưa có một tổ chức độc lập nào thực hiện giám định lại kết quả kiểm toán lần đầu tiên.

**Thứ ba,** khó khăn về pháp luật: Các quy định của Nghị định 187/2005/NĐ-CP và thông tư 126/TT-BTC không có quy định nào hạn chế hay cấm đối với những trường hợp tham gia đấu giá cổ phần. Tức là, những người có khả năng tài chính đều có quyền tham gia đấu giá không hạn chế. Tuy nhiên, thực tế có thể xảy ra là một số người hoặc cá nhân tham gia đấu giá có quan hệ mật thiết, ruột thịt với người lãnh đạo của tổ chức tài chính trung gian đứng ra bán cổ phần, thông qua đó họ có thể nắm vững thông tin về tình hình của doanh nghiệp (ở đây đề cập đến doanh nghiệp cổ phần hoá có khả năng sinh lợi cao) sẽ đấu giá cổ phần được chính xác hơn. Do vậy, họ có khả năng mạnh dạn trong việc quyết sách các mức giá để mua hay thuê tóm cổ phần. Hành động đó ảnh hưởng rất lớn tới tính bình đẳng trong đấu giá cổ phần và có thể làm méo mó kết quả đấu giá và gây ra những kiện tụng sau này.

**Từ những vướng mắc trên đã dẫn đến những hậu quả trong phương pháp định giá:**

**Thứ nhất,** Các nhà đầu cơ đẩy giá lên cao, nhà đầu cơ dự kiến giá đặt mua thấp nhất là bao nhiêu đồng/cổ phiếu thì sẽ trúng đấu giá và đặt mua với số lượng lớn cổ phần ở mức giá này, đồng thời thuê một số người hoặc tự mình đến tham dự đấu giá và đặt giá mua cổ phần với giá rất cao, gấp hàng ngàn lần giá

khởi điểm (sẵn sàng bỏ tiền đã đặt cọc với những mức giá đặt mua cao “ngất trời”) với mục đích để giá trúng đấu giá thành công bình quân sẽ ở mức cao hơn nhiều so với giá đấu giá thành công thấp nhất như:

- Cổ phiếu của thủy điện Thác Mơ được mua cao nhất với giá 56.triệu/cổ phiếu, trong khi giá khởi điểm chỉ có 20.000đồng/cổ phiếu, đã đẩy mức giá bình quân lên là 67.929 đồng/cổ phiếu. Cổ phiếu của nhiệt điện Bà Rịa cũng có giá 40 triệu /cổ phiếu và giá bình quân lên đến 78.528 đồng/cổ phiếu trong khi giá khởi điểm chỉ có 15.750 đồng/cổ phiếu

- Ngoài ra cũng còn có khá nhiều cổ phiếu khác có mức giá cao nhất ở mức không tưởng như: Cổ phiếu khu công nghiệp Hiệp Phước là 20.1 triệu đồng, Công ty cổ phần KIDO là 80 triệu đồng ...

**Thứ hai,** Từ chối mua cổ phiếu: Nhiều nhà đầu tư vẫn quan niệm mua cổ phiếu trong đợt phát hành lần đầu giá thường rẻ, mua được giá gốc. Lượng nhà đầu tư đăng ký tham gia đẩy giá thường rất cao, tạo tâm lý mua cho bằng được cổ phiếu. Vì vậy, có không ít trường hợp phải “bỏ của chạy lấy người” khi thị trường xuống giá. Một điều không may mắn đối với một số cuộc đấu giá cổ phần vừa qua là tổ chức đấu giá trong thời điểm chỉ số VN - Index tăng giá, nhưng nộp tiền nhận cổ phiếu lại trong thời kỳ thị trường xuống giá. Sự đối chiếu xu thế của giá cổ phiếu giữa hai thời điểm này đã tạo nên sự thua lỗ cho các nhà đầu tư dẫn đến tình trạng bỏ cọc không mua vào cổ phiếu. Chấp nhận mất tiền cọc còn hơn ... Những phiên đấu giá trong thời điểm thị trường lên giá đều là những cuộc có mức đấu giá trung bình vượt xa giá khởi điểm gấp 2 - 3 lần. Phiên đấu giá Công ty Dây và Cáp điện Việt Nam (Cadivi) ngày 30/1/2007 diễn ra trong tình trạng nghẹt thở với số cổ phần đặt mua tới 67 triệu (gấp 20 lần số bán ra). Giá khởi điểm là 40.000 đồng/cổ phiếu, giá trúng thầu bình quân là 185.369 đồng/cổ phiếu. Đến nay, khi thị trường nằm trong xu thế xuống giá thì chỉ có 400.000 /cổ phiếu được nhà đầu tư nộp tiền mua (trong tổng số 3,4 triệu cổ phiếu), số còn lại các nhà đầu tư “bỏ của chạy lấy người” vì đã trót lỡ bỏ giá quá cao, khiến Nhà nước được hưởng không 12 tỉ đồng tiền bỏ cọc và SGDCCKHN phải tổ chức đấu giá lại bán cổ phần lần 2 sẽ diễn ra vào ngày 8/5 với giá khởi điểm 40.000đ/cổ phiếu.

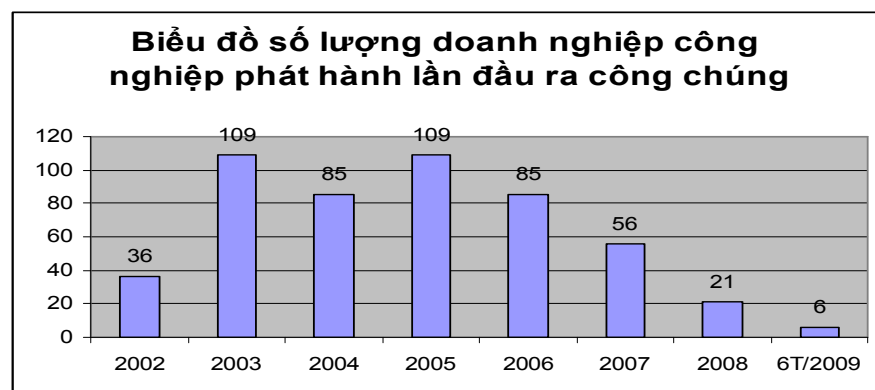
Ngoài ra, còn một số nhà đầu tư trên thị trường vốn không đủ tiền để thanh toán toàn bộ số tiền mua cổ phần. Họ tham gia đấu giá vì muốn sau khi đấu sẽ

sang tay ngay cho nhà đầu tư khác để có tiền thanh toán nhưng vì một lý do nào đó họ không sang tay được nên đành chấp nhận bỏ cọc vì không muốn bỏ thì tiền đầu để đóng.

### 2.2.2.2. Thực trạng hoạt động phát hành chứng khoán.

#### a. Hoạt động phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng.

Sự ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam đã tạo ra những điều kiện thuận lợi và môi trường kinh tế - luật pháp cho các công ty cổ phần thực hiện huy động, tập trung vốn đầu tư thông qua việc phát hành chứng khoán. Khi muốn huy động vốn trên thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp có thể huy động thông qua hình thức phát hành cổ phiếu hoặc phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp công nghiệp nói riêng, chủ yếu là hoạt động phát hành cổ phiếu. Vào những năm trước 2003, hoạt động phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của các doanh nghiệp công nghiệp diễn ra hết sức trầm lắng, số lượng các công ty thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng chiếm một tỷ lệ rất nhỏ.

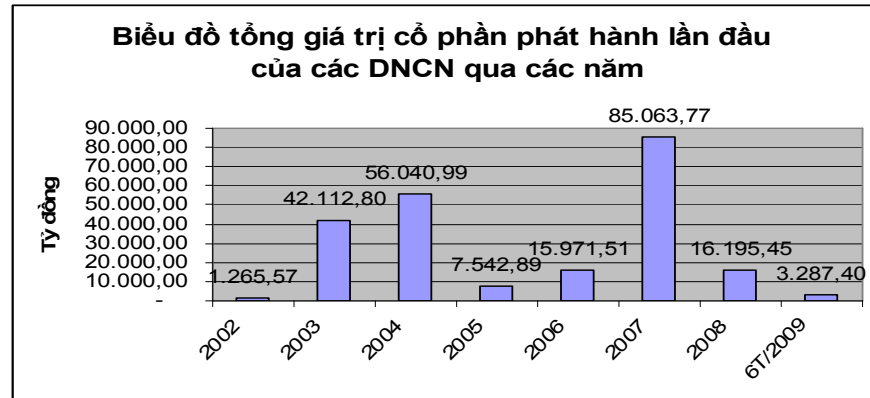


Hình 2.17: Biểu đồ số lượng DNCN phát hành lần đầu ra công chúng.

*Nguồn cung cấp: [13], [29]*

Từ năm 1999 đến năm 2002 có 36 doanh nghiệp công nghiệp, với tổng số vốn điều lệ là 255,399 tỷ đồng, giá trị cổ phần bán cho người lao động là 154,615 tỷ đồng, chiếm 61% vốn điều lệ, giá trị cổ phần bán ra bên ngoài là 50,686 tỷ đồng, chiếm 19,9% vốn điều lệ. Trong đó Công ty cổ phần May Hồ Gươm, Công ty cổ phần Giấy Viễn Đông, Công ty cổ phần may 9 không có cổ phần bán ra bên ngoài, chỉ có cán bộ công nhân viên trong công ty mua cổ phần. Cũng trong giai đoạn này, hoạt động phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng

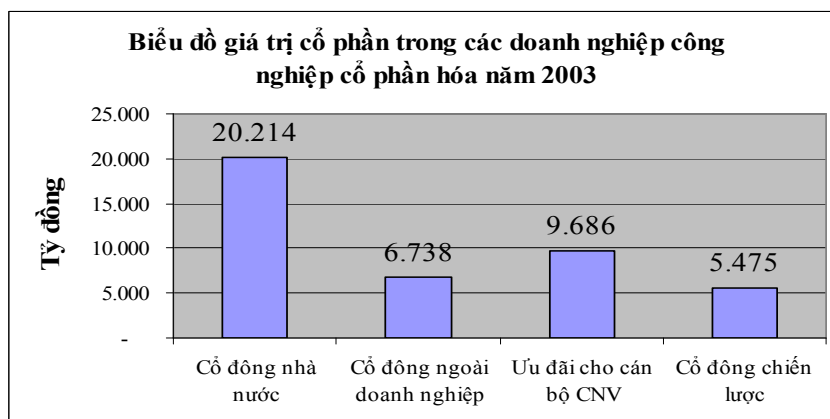
của các doanh nghiệp công nghiệp diễn ra không nhiều. Tổng giá trị cổ phiếu phát hành lần đầu của các doanh nghiệp công nghiệp đạt 1.265.568 tỷ đồng.



Hình 2.18: Biểu đồ tổng giá trị cổ phần phát hành lần đầu của các DNCN qua các năm.

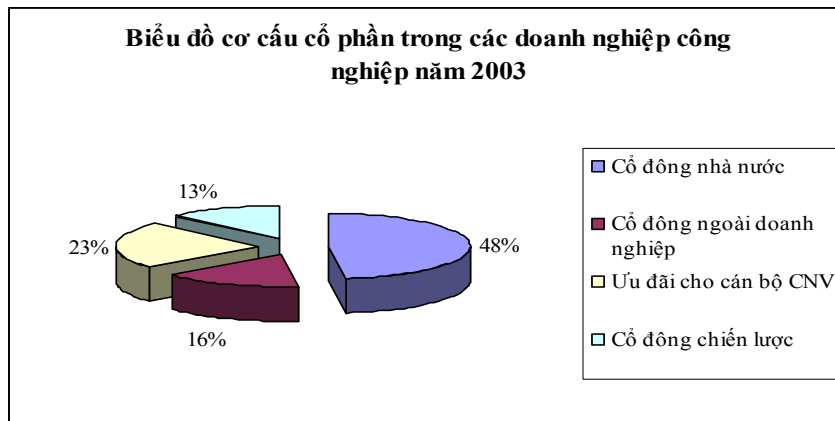
*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

Sự ra đời của Nghị định số 64/2002/NĐ-CP ngày 19 tháng 6 năm 2002 về chuyển đổi DNNN thành công ty cổ phần và Thông tư số 80/2002/TT-BTC ngày 12/9/2002 của Bộ Tài chính, hướng dẫn những thủ tục và phương pháp bán cổ phần ra bên ngoài của các DNNN thực hiện cổ phần hóa, theo hình thức đấu giá hoặc bảo lãnh phát hành. Chính vì vậy, trong giai đoạn từ năm 2003 trở đi việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của các doanh nghiệp công nghiệp diễn ra sôi động hơn các năm trước.



Hình 2.19: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2003.

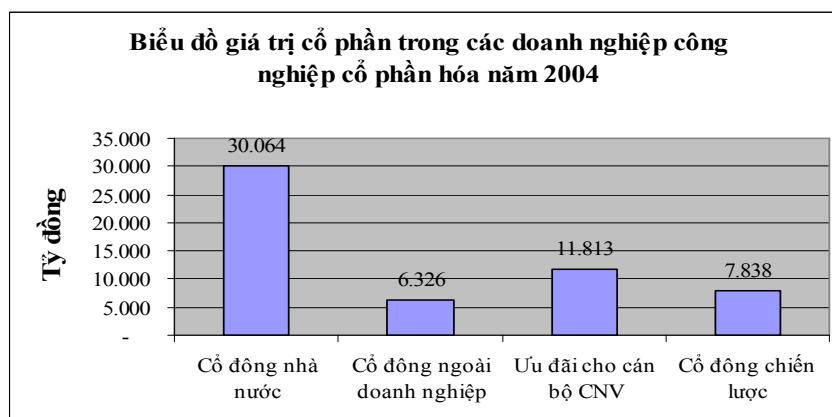
*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*



Hình 2.20: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2003.

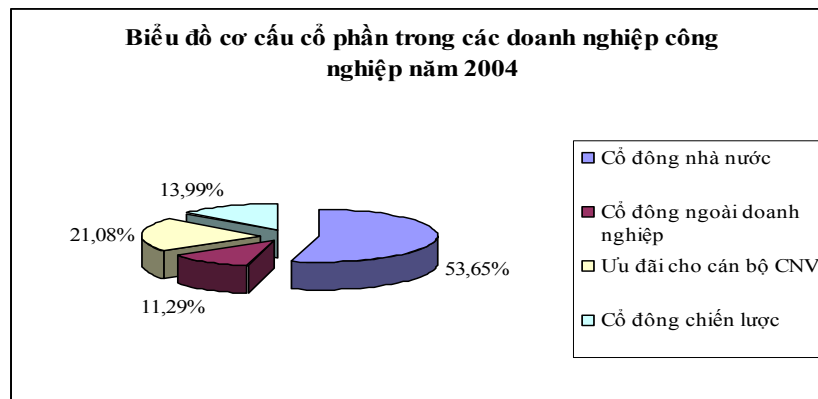
*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

Năm 2003, toàn quốc cổ phần hóa được 89 doanh nghiệp công nghiệp với tổng vốn điều lệ 33.142.000 tỷ đồng. Ngoài ra, có 20 doanh nghiệp cổ phần ngoài quốc doanh cũng thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu với tổng vốn điều lệ đạt 8.970.800 tỷ đồng, cao hơn so với số doanh nghiệp cổ phần hoá. Tuy số doanh nghiệp cổ phần hóa được tương đối nhiều, song do ảnh hưởng của sự khủng hoảng thị trường chứng khoán từ đầu năm 2003, sự ra đi của nhiều nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đã mang theo bầu không khí trầm lắng trên TTCK và làm mất đi sự hưng phấn đối với quá trình cổ phần hóa và quá trình phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của các doanh nghiệp công nghiệp. Trong số 109 doanh nghiệp công nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu, chỉ có 53/109 doanh nghiệp thực hiện bán cổ phần ra bên ngoài.



Hình 2.21: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2004.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*



Hình 2.22: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của các DNCN phát hành lần đầu năm 2004.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

Năm 2004, với sự hồi phục dần của thị trường chứng khoán và sự quay trở lại của các nhà đầu tư, hoạt động cổ phần hóa và phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của các doanh nghiệp công nghiệp bắt đầu trở lên sôi nổi, năm 2004, toàn quốc đã cổ phần hóa được 100 doanh nghiệp công nghiệp, trong đó có 13 doanh nghiệp cơ khí, 15 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dệt may, 3 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực điện, 7 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực hóa chất, 5 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực khai khoáng, 30 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thực phẩm. Số các doanh nghiệp thực hiện bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng cũng tăng lên nhiều so với năm 2003, với tổng số 85 doanh nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (65 doanh nghiệp cổ phần hóa và 20 doanh nghiệp cổ phần).

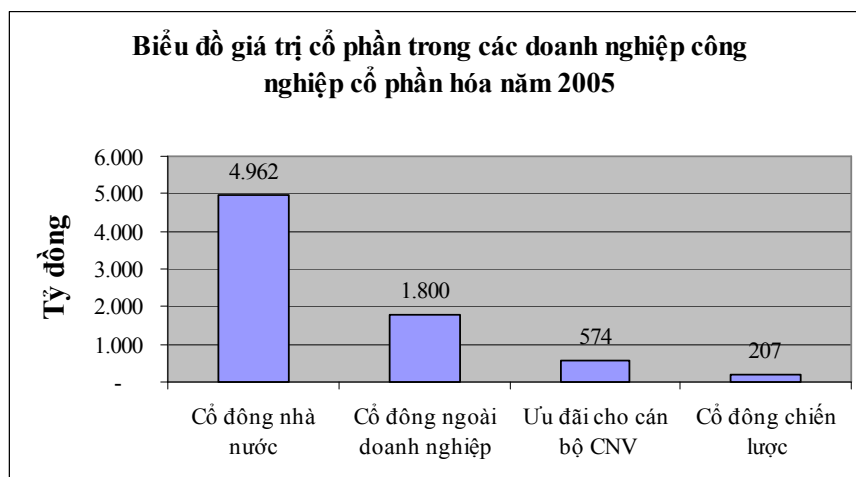
Trong số 85 doanh nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng, có duy nhất công ty cổ phần xây lắp điện 1 thực hiện bán cổ phiếu cho cổ đông chiến lược với tổng giá trị cổ phiếu là 7.837.900 triệu đồng, chiếm 17,67% vốn điều lệ của công ty. Công ty cổ phần thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh là công ty có số vốn điều lệ lớn nhất trong số 100 doanh nghiệp cổ phần hóa năm 2004, với tổng số vốn điều lệ là 1250 tỷ đồng, trong đó giá trị cổ phần nhà nước là 750 tỷ đồng, chiếm 60% vốn điều lệ, giá trị cổ phiếu thực hiện bán ra bên ngoài là 437,5 tỷ đồng, chiếm 35% vốn điều lệ, 5% còn lại là giá trị cổ phiếu ưu đãi cho cán bộ và cổ phiếu bán cho cán bộ công nhân viên.

Năm 2005, là năm chỉ số giá cổ phiếu VN – Index đi ngang, hoạt động IPO của các doanh nghiệp diễn ra không sôi nổi, tuy vậy, trong ngành công nghiệp, cũng đã cổ phần hóa được 97 doanh nghiệp, trong đó có 15 doanh nghiệp



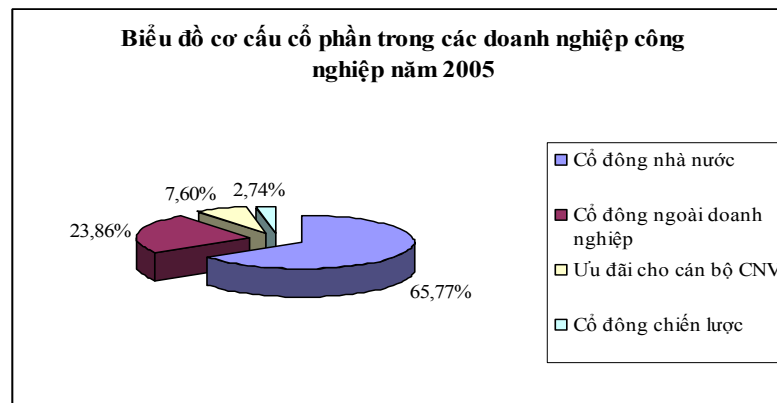
cơ khí, 19 doanh nghiệp dệt may, 06 doanh nghiệp điện, 16 doanh nghiệp hóa chất, 12 doanh nghiệp khai khoáng, 22 doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng thực phẩm, 08 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thép, 09 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực vật liệu xây dựng và xây dựng. Ngoài 97 doanh nghiệp cổ phần hoá thực hiện phát hành lần đầu cổ phiếu ra công chúng, còn có 12 doanh nghiệp cổ phần khác cũng thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng.

Trong quá trình thực hiện IPO phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng, các doanh nghiệp công nghiệp bắt đầu quan tâm đến việc lựa chọn và bán cổ phiếu cho các nhà đầu tư chiến lược, có 42/97 doanh nghiệp công nghiệp thực hiện bán cổ phiếu cho nhà đầu tư chiến lược, trong đó Công ty cổ phần Xây dựng Điện Việt Nam bán cổ phiếu ưu đãi cho nhà đầu tư chiến lược nhiều nhất, với tổng giá trị cổ phiếu ưu đãi là 21 tỷ đồng, chiếm 14% vốn điều lệ. Trong số 109 doanh nghiệp công nghiệp bán cổ phiếu lần đầu tiên ra công chúng, Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại có số vốn điều lệ lớn nhất, với tổng giá trị vốn điều lệ là 3.107 tỷ đồng, trong đó giá trị cổ phần Nhà nước là 2.436,102 tỷ đồng, chiếm 78% vốn điều lệ, giá trị cổ phiếu ưu đãi bán cho người lao động là 47,785 tỷ đồng, chiếm 2% vốn điều lệ, giá trị cổ phiếu bán ra bên ngoài là 623,113 tỷ đồng, chiếm 20% vốn điều lệ.



Hình 2.23: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2005.

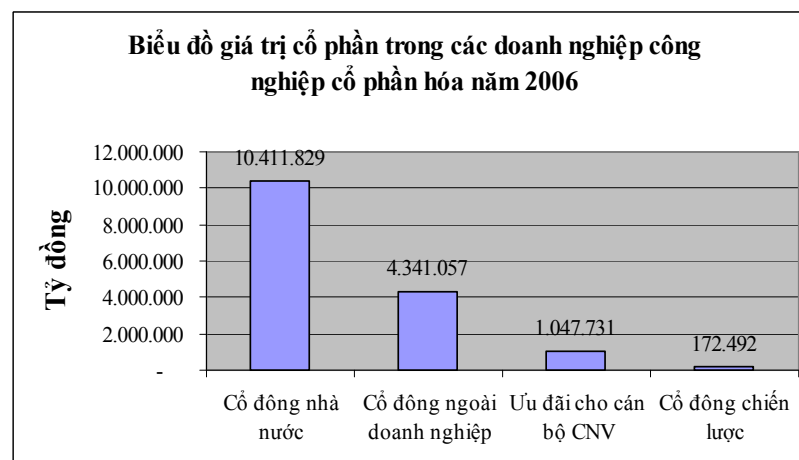
*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*



Biểu 2.24: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2005.

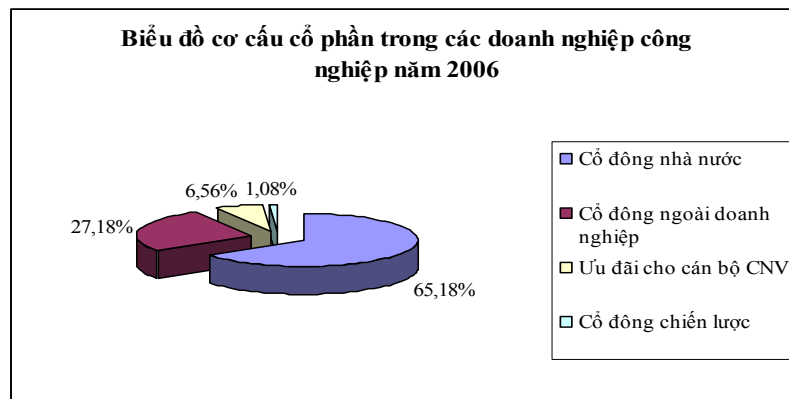
*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

Giai đoạn 2006-2008 là giai đoạn hoạt động IPO của các doanh nghiệp công nghiệp diễn ra không nhiều, mặc dù năm 2006 là năm mà chỉ số giá cổ phiếu VN Index tăng mạnh mẽ, hoạt động thị trường chứng khoán tập trung tại SGDCK Hà Nội và Sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh diễn ra hết sức sôi động. Ngày 29/12/2006 chỉ số VN Index đạt mức 751,77 điểm, tăng 444,72 điểm (tương đương 145% so với mức 307,05 điểm ngày 30/12/2005). Hoạt động giao dịch cổ phiếu trên hai thị trường chứng khoán tập trung diễn ra sôi động cũng làm cho quá trình IPO phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của các doanh nghiệp công nghiệp trở nên nhộn nhịp. Năm 2006 có 85 doanh nghiệp công nghiệp thực hiện hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng.



Hình 2.25: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2006.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*



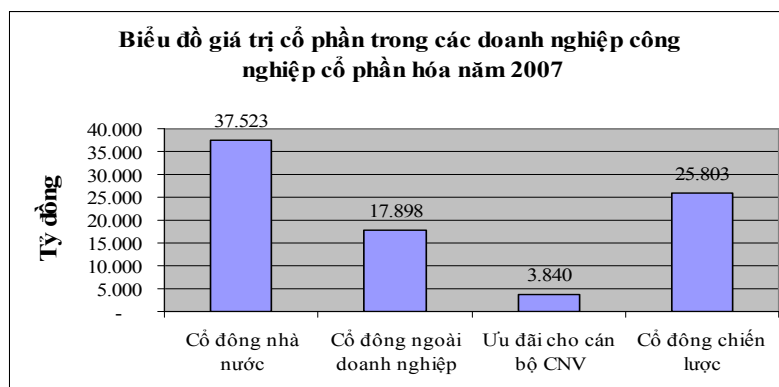
Hình 2.26: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2006.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

Trong đó, có 12/85 doanh nghiệp lựa chọn cổ đông chiến lược để bán cổ phiếu, với tổng giá trị cổ phiếu bán cho cổ đông chiến lược là 64,289 tỷ đồng, chiếm 1,08% vốn điều lệ. Có thể nói rằng, năm 2006 là năm mà các đợt phát hành cổ phiếu của các doanh nghiệp công nghiệp được các nhà đầu tư quan tâm nhiều nhất, số lượng cổ phiếu chào bán được các nhà đầu tư mua hết. Do sự tăng giá mạnh mẽ của giá các cổ phiếu trên hai sàn giao dịch tập trung đã làm cho giá của các cổ phiếu của các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp công nghiệp nói riêng được các nhà đầu tư trả giá rất cao, chính vì vậy, các doanh nghiệp đã thu được giá trị thặng dư vốn do chênh lệch giá bán cổ phiếu ra bên ngoài rất lớn. Cuộc phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp công nghiệp được các nhà đầu tư quan tâm nhất năm 2006 là cuộc IPO của Tổng công ty bảo hiểm dầu khí, với tổng số 10.000.000 cổ phần đã bán hết cho các nhà đầu tư bên ngoài với giá bình quân là 75.499 đồng/cổ phần, tổng giá trị cổ phiếu bán được cho nhà đầu tư bên ngoài là 754,99 tỷ đồng. Công ty cổ phần dịch vụ kỹ thuật dầu khí là doanh nghiệp có vốn điều lệ lớn nhất được thực hiện cổ phần hóa năm 2006, với giá trị vốn điều lệ là 1000 tỷ đồng, trong đó giá trị cổ phần Nhà nước là 600 tỷ đồng, chiếm 60% vốn điều lệ, giá trị cổ phiếu bán ưu đãi cho người lao động là 27,013 tỷ đồng, chiếm 2,7% vốn điều lệ, giá trị cổ phiếu bán ra bên ngoài là 327,897 tỷ đồng, chiếm 37,3% vốn điều lệ.

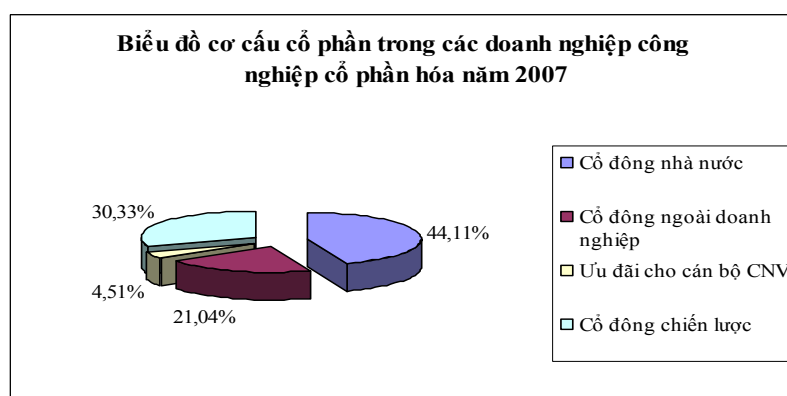
Năm 2007, toàn quốc có 158 doanh nghiệp phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng trong đó có 38 doanh nghiệp công nghiệp cổ phần hoá, có 05 doanh nghiệp cổ phần cơ khí, với tổng số vốn điều lệ là 602,35 tỷ đồng, 19 doanh nghiệp dệt may với tổng số vốn điều lệ là 1036,5 tỷ đồng, 10 doanh nghiệp điện,

09 doanh nghiệp hoạt động trong ngành hóa chất, 06 doanh nghiệp khai khoáng, 07 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất thép, 15 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất hàng tiêu dùng thực phẩm với 18.928,812 tỷ đồng.... Cơ cấu cổ phần của 158 doanh nghiệp như sau:



Hình 2.27: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2007.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

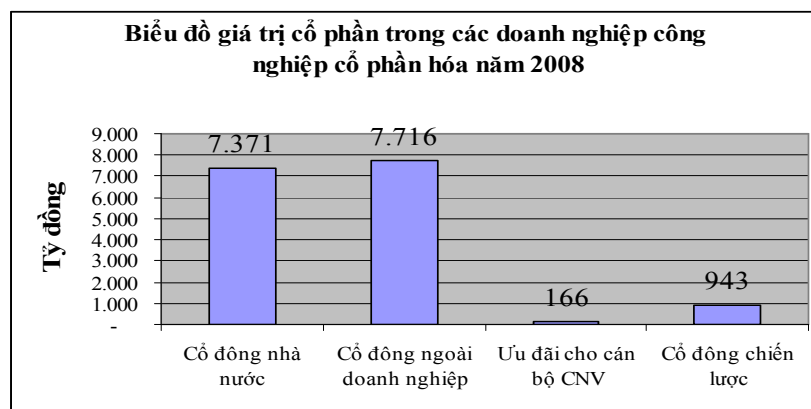


Hình 2.28: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2007.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

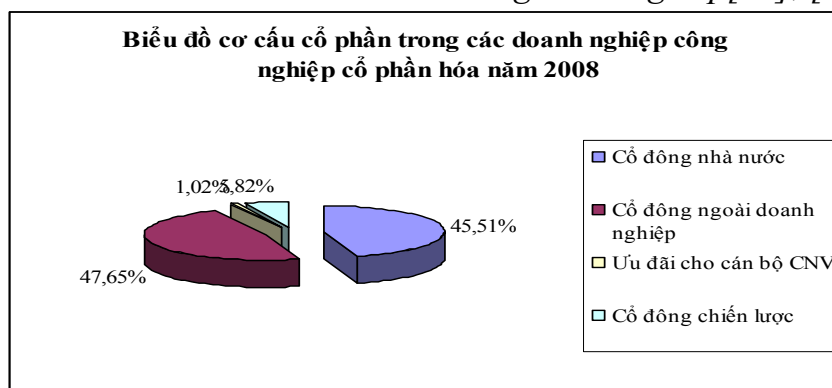
Trong đó, có 11 doanh nghiệp bán cổ phiếu cho cổ đông chiến lược với tổng giá trị cổ phiếu là 25.803 tỷ đồng, chiếm 30,33% vốn điều lệ. Mặc dù trong năm 2007 có sự giảm sút giá cổ phiếu trên thị trường tập trung, nhưng các cuộc phát hành cổ phiếu của các doanh nghiệp công nghiệp vẫn được các nhà đầu tư quan tâm. Trong đó, đáng chú ý là đợt đấu giá cổ phiếu của Công ty Phân đạm và Hóa chất Dầu khí với tổng số lượng cổ phần đưa ra đấu giá: 128.626.600 cổ phần, trong đó, số cổ phần người nước ngoài được phép mua là 114.000.000 cổ phần, giá khởi điểm là 50.000 đồng/cổ phần, tổng số nhà đầu tư đặt mua là 4.523 nhà đầu tư, tổng khối lượng đăng ký mua là 139.087.400 cổ phần, giá trung bình quân: 54.403 đồng/cổ phần.

Năm 2008, do thị trường chứng khoán suy giảm dẫn đến toàn quốc chỉ có 21 doanh nghiệp phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng, trong đó có 12 doanh nghiệp công nghiệp cổ phần hoá. Trong số 21 doanh nghiệp phát hành, số cổ phần của doanh nghiệp bên ngoài nắm giữ tương đối lớn, với giá trị cổ phần là 7.716 tỷ đồng, chiếm 47,65%. Doanh nghiệp phát hành thành công nhất là Công ty thuốc trừ sâu Sài Gòn (SPC) với tổng số lượng phát hành là 8.100 triệu cổ phần, cổ đông nhà nước nắm giữ 4.131 triệu cổ phần, cổ đông chiến lược 1097 triệu cổ phần, cổ đông bên ngoài 2140 triệu cổ phần, cổ đông cán bộ công nhân viên 488.400 cổ phần, giá trung bình quân là 41.400đ/cổ phần.



Hình 2.29: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2008.

*Nguồn cung cấp*[13], [27], [28]

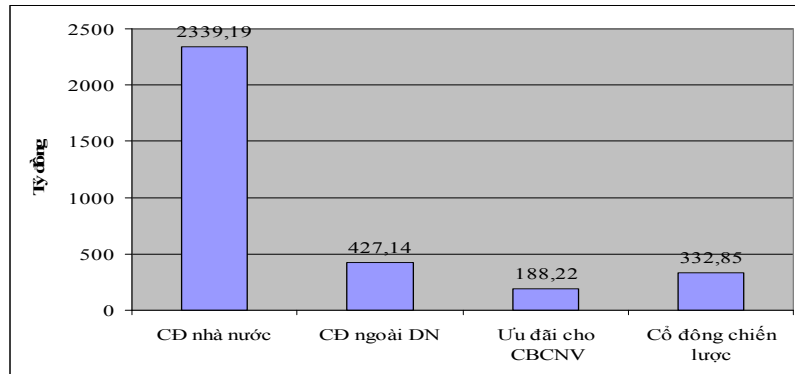


Hình 2.30: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu năm 2008.

*Nguồn cung cấp:* [13], [27], [28]

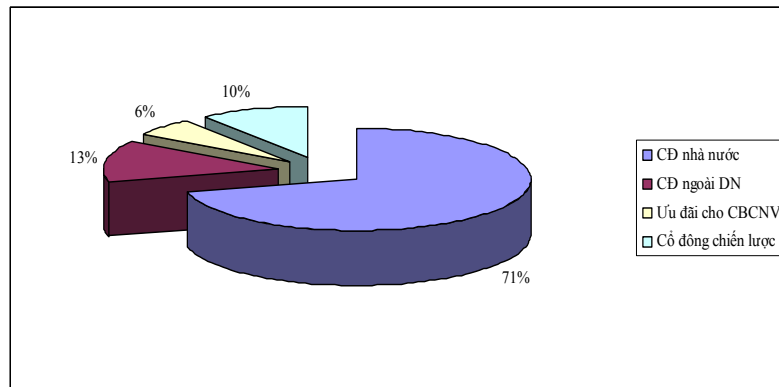
Sáu tháng đầu năm 2009, với sự hồi phục mạnh của thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp đã thúc đẩy hoạt động phát hành cổ phiếu ra công chúng, tuy nhiên, số doanh nghiệp công nghiệp thực hiện IPO vẫn còn khiêm tốn, chỉ có 6 doanh nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu với tổng giá trị đạt 3.376 tỷ đồng, trong đó cổ đông Nhà nước và bên ngoài doanh nghiệp vẫn giữ tỷ lệ

đáng kể, cổ đông Nhà nước chiếm 2339,19 tỷ đồng và cổ đông ngoài doanh nghiệp chiếm 427.14 tỷ đồng.



Hình 2.31: Biểu đồ giá trị cổ phần của DNCN phát hành lần đầu sáu tháng đầu năm 2009

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*



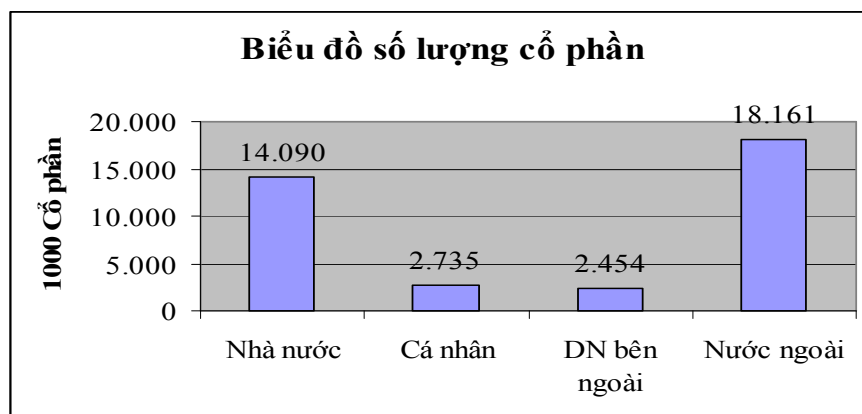
Hình 2.32: Biểu đồ cơ cấu cổ phần của DNCN phát hành lần đầu 6 tháng đầu năm 2009

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

Thặng dư vốn mà các doanh nghiệp công nghiệp thu được do chênh lệch giá cổ phiếu bán ra bên ngoài từ năm 2003 – 2008 là 15.482.631 triệu đồng. Cuộc đấu giá cổ phiếu của Công ty Cổ phần Kinh doanh khí hóa lỏng miền Nam cũng được đánh giá là thành công với tổng số lượng cổ phần đưa ra đấu giá là 4.621.836 cổ phần, đã được các nhà đầu tư mua hết với giá đấu thành công bình quân đạt 57.479 đồng/cổ phần. Tổng giá trị cổ phần bán được: 265.656.783.600 đồng. Cuộc đấu giá cổ phiếu của Công ty Cổ phần Thủy điện Thác Mơ và công ty cổ phần nhiệt điện Ninh Bình cũng được các nhà đầu tư mua hết số cổ phiếu chào bán, tuy nhiên, giá đấu giá bình quân không quá cao so với giá khởi điểm ban đầu.

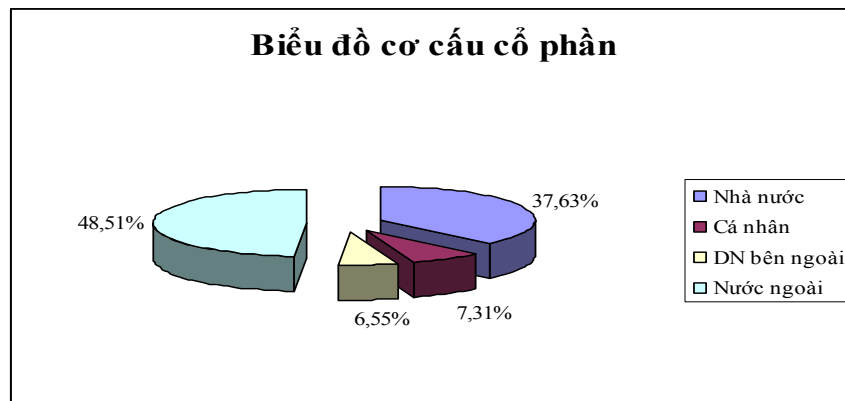
Chúng ta có thể xem xét trường hợp của các doanh nghiệp được xem là thành công trong hoạt động phát hành cổ phiếu đó là Công ty cổ phần Cấp và Vật liệu viễn thông (SAM) .

SAM được hình thành từ nhà máy vật liệu buro điện II thành lập năm 1986, với số vốn điều lệ là 120 tỷ đồng. Ngày 30/03/1998, SAM chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần. Cổ phiếu của SAM là một trong những cổ phiếu đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. SAM được niêm yết trên sở giao dịch TP Hồ Chí Minh ngày 28/7/2000. Năm 2002, SAM tăng Vốn điều lệ lên 120 tỷ đồng lên 180 tỷ đồng từ nguồn lợi nhuận tích lũy. Trong năm 2006, SAM tiếp tục phát hành hơn 14,04 triệu cổ phần để tăng vốn lên 374,4 tỷ đồng. Năm 2007, SAM phát hành thêm cổ phiếu nhằm mục đích huy động vốn thực hiện các dự án đầu tư: Dự án cáp quang liên doanh với công ty cổ phần cáp Sài Gòn, Góp vốn đầu tư khu du lịch nghỉ dưỡng Sacom Resort, Góp vốn vào công ty Pacific Communication Pte.Co.Ltd tại Campuchia, Đầu tư xây dựng cao ốc văn phòng, Tăng vốn góp vào công ty Taihan – Sacom từ 30% lên 40% với tổng nhu cầu huy động vốn là 942,9 tỷ đồng. Lợi thế là một Bluechip trên sàn, và thị trường chứng khoán đang là điểm đầu tư hấp dẫn, SAM phát hành cổ phiếu thành công, nâng vốn điều lệ của SAM lên 654 tỷ đồng, thu về gần 1.450 tỷ đồng thặng dư vốn cổ phần.



Hình 2.33: Biểu đồ số lượng cổ phần nắm giữ của SAM.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

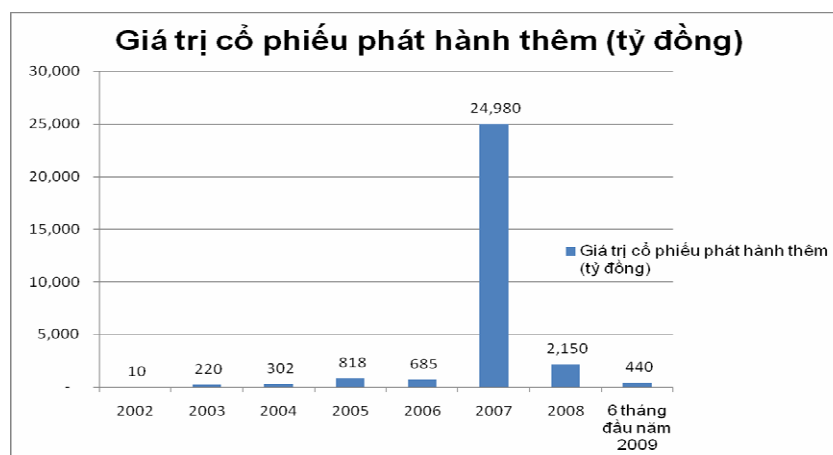


Hình 2.34: Biểu đồ cơ cấu cổ phần năm giữ của SAM.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

*b. Hoạt động phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng*

Để huy động thêm vốn cho quá trình sản xuất kinh doanh, ngoài việc dựa vào các nguồn vốn vay ngân hàng, vay đối tác, các doanh nghiệp công nghiệp còn tiến hành phát hành cổ phiếu ra công chúng. Việc phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng là một trong những phương thức huy động vốn tốt nhất cho các doanh nghiệp trong giai đoạn phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán. Vào những thời điểm thị trường chứng khoán tăng cao, cổ phiếu của các doanh nghiệp thực sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, các đợt chào bán thêm cổ phiếu ra công chúng của các doanh nghiệp công nghiệp đều được các nhà đầu tư mua hết. Tình hình phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng của các doanh nghiệp công nghiệp qua các năm được thể hiện qua biểu số liệu sau:



Hình 2.35: Biểu đồ giá trị cổ phiếu phát hành thêm của các DNCN.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

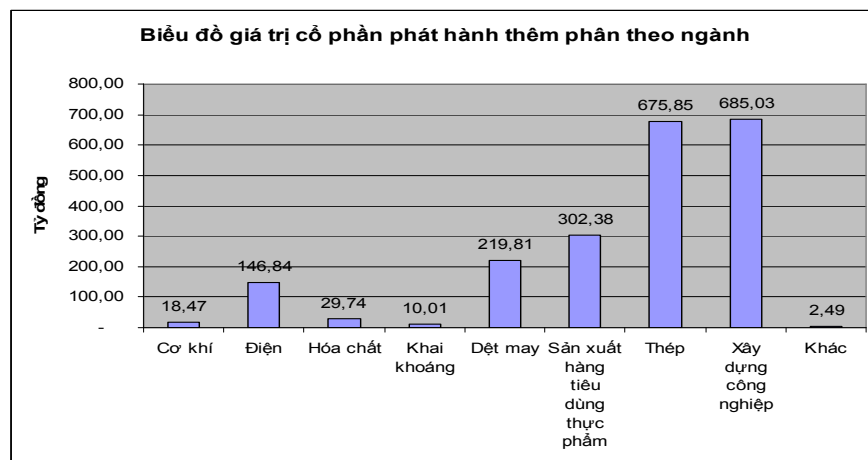
Năm 2003, số các doanh nghiệp công nghiệp thực hiện phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng tăng lên rất nhiều, có 46 doanh nghiệp thực hiện phát hành



thêm với tổng giá trị cổ phiếu là 220 tỷ đồng, trong đó nhiều nhất là Công ty cổ phần sữa Việt Nam (Vinamilk) đã phát hành thêm 108,3 tỷ đồng, chiếm 49% giá trị cổ phiếu phát hành thêm của các doanh nghiệp công nghiệp năm 2003. Tiếp đến là Công ty cổ phần Bánh kẹo Hải Hà (12 tỷ), công ty cổ phần Dịch vụ vận tải Điện lực (7,3 tỷ), công ty cổ phần bia Thanh hóa (5,7 tỷ).

Năm 2004, có 54 doanh nghiệp công nghiệp thực hiện phát hành thêm 302 tỷ đồng ra công chúng để huy động thêm vốn sản xuất kinh doanh. Công ty cổ phần Dầu Tường An là công ty thực hiện phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng lớn nhất với tổng giá trị cổ phiếu phát hành thêm là 90,25 tỷ đồng. Tiếp đến là Công ty nhựa Tiền Phong (37 tỷ đồng), Công ty cổ phần Hòa Việt (25 tỷ đồng), Công ty cổ phần Dầu Tân Bình (18,9 tỷ đồng).

Năm 2005, có 54 doanh nghiệp công nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng với 818 tỷ đồng, năm 2006, có 22 doanh nghiệp thực hiện phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng với tổng giá trị là 685 tỷ đồng. Năm 2007, có trên 160 doanh nghiệp thực hiện tăng vốn với tổng số vốn huy động thêm 25.000 tỷ tổng giá trị cổ phần.



Hình 2.36: Biểu đồ giá trị cổ phiếu phát hành thêm phân theo ngành.

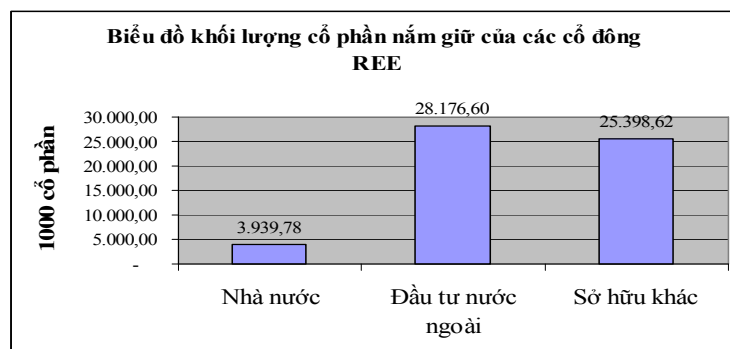
*Nguồn cung cấp : [13], [27], [28]*

Năm 2008, là năm khó khăn đối với thị trường chứng khoán, mức huy động vốn đăng ký qua TTCK của các doanh nghiệp công nghiệp giảm mạnh, chỉ có 21 doanh nghiệp với tổng số vốn huy động 2150 tỷ đồng. Sáu tháng đầu năm 2009 mặc dù có sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, tuy nhiên, số doanh nghiệp công nghiệp thực hiện phát hành thêm cổ phiếu rất khiêm tốn, chỉ

có 12 doanh nghiệp thực hiện phát hành thêm cổ phiếu, với tổng giá trị đạt 440 tỷ đồng, bằng 20% của năm 2008.

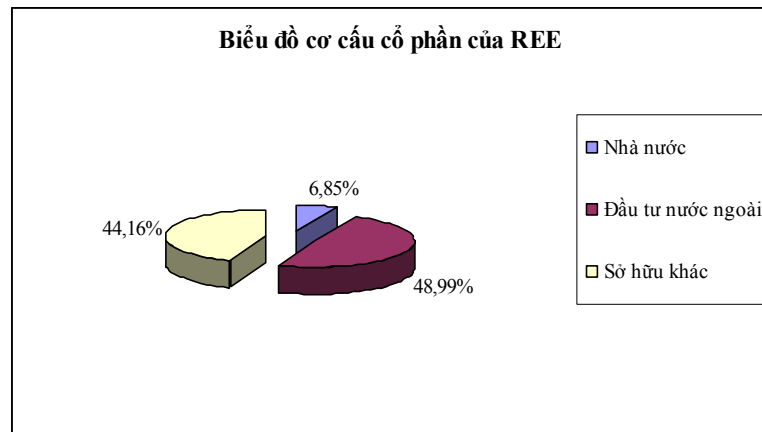
Công ty cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) được thành lập từ năm 1977, tên gọi ban đầu là Xí Nghiệp quốc doanh cơ điện lạnh thuộc sở hữu Nhà nước. Ngày 13/11/1993, Xí nghiệp Quốc doanh Cơ điện lạnh được chuyển thành Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh với vốn điều lệ 16 tỷ. Đây là mốc quan trọng đánh dấu sự chuyển mình, đưa Công ty vận hành theo hình thức cổ phần.

Tháng 7/2000, REE là một trong hai công ty đầu tiên niêm yết tại Trung tâm giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh. Vốn điều lệ lúc này là 150 tỷ đồng. Năm 2002, Công ty tăng vốn lên 225 tỷ đồng thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Sau khi thực hiện các đợt phát hành cổ phiếu thưởng và phát hành 5 triệu cổ phiếu vào tháng 10/2005, nâng vốn điều lệ là 282 tỷ đồng, tương ứng với 28.254.933 cổ phiếu. Năm 2006, REE phát hành thêm 5.650.720 cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu. Việc phát hành này nhằm góp vốn đầu tư vào một số dự án: Xây dựng một số cao ốc văn phòng tại Tp. Hồ Chí Minh, góp vốn thành lập Công ty cổ phần Bất động sản REE, Công ty cổ phần Điện lực REE. Tháng 1/2007, REE đã phát hành riêng lẻ cho các đối tác của Công ty 4.349.280 cổ phần theo hình thức chào giá cạnh tranh, nâng vốn điều lệ lên 383 tỷ, ứng với 38.356.243 cổ phiếu. Đến tháng 5/2007, REE phát hành cổ phiếu trả cổ tức cho cổ đông hiện hữu theo phương thức thực hiện quyền với tỷ lệ 2:1, nâng vốn điều lệ lên 575 tỷ đồng, ứng với 57.514.992 cổ phiếu.



Hình 2.37: Biểu đồ khối lượng cổ phần nắm giữ của các cổ đông REE.

*Nguồn cung cấp: [27]*



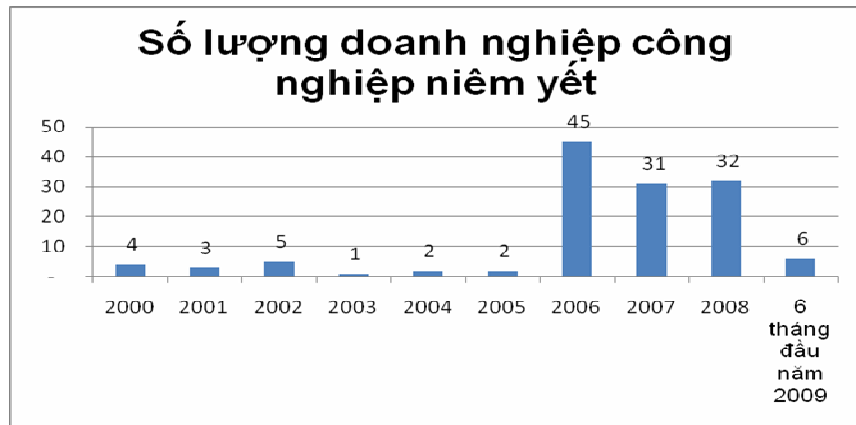
Hình 2.38: Biểu đồ cơ cấu cổ phần nắm giữ của các công ty REE.

*Nguồn cung cấp: [27]*

### c. Hoạt động niêm yết chứng khoán.

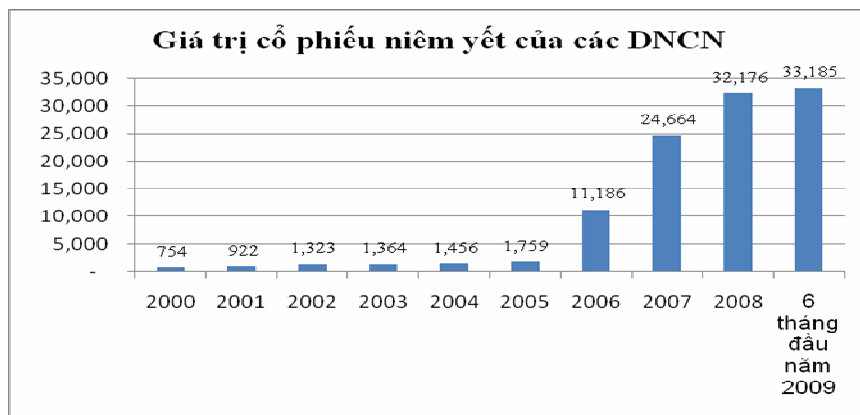
Hoạt động niêm yết chứng khoán là một trong những hoạt động cơ bản của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán. Sau khi thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng, cổ phiếu của các doanh nghiệp được mua và bán trên thị trường phi tập trung (thị trường OTC). Tuy nhiên, do sự phát triển thiếu ổn định của thị trường OTC, sự thiếu thông tin của thị trường đã làm cho hoạt động giao dịch cổ phiếu trên thị trường OTC còn nhiều chệch, các nhà đầu tư ít biết đến các cổ phiếu của các doanh nghiệp. Do vậy, để tăng tính thanh khoản của cổ phiếu, thu hút các nhà đầu tư đến với doanh nghiệp khi thực hiện phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng để thực hiện huy động vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp đã thực hiện niêm yết cổ phiếu của công ty trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh và SGDCK Hà Nội.

Năm 2000, có 04 doanh nghiệp công nghiệp đầu tiên thực hiện niêm yết trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh, trong đó có 2 doanh nghiệp cổ phần hoá của Nhà nước là Công ty Cổ phần Cáp và Vật liệu Viễn thông và Công ty Cổ phần Chế biến Hàng xuất khẩu Long An và 02 doanh nghiệp cổ phần (*Công ty Cổ phần HAPACO và Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh*). Với tổng giá trị niêm yết là 754,34 tỷ đồng.



Hình 2.39: Biểu đồ số lượng các DNCN niêm yết trên TTCK.

*Nguồn cung cấp : [13], [27], [28]*



Hình 2.40: Biểu đồ giá trị niêm yết của các DNCN trên TTCK.

*Nguồn cung cấp : [13], [27], [28]*

Năm 2001, số doanh nghiệp thực hiện niêm yết trên sàn giảm so với năm 2000, chỉ có 03 doanh nghiệp (Công ty Cổ phần Bibica, Công ty Cổ phần Đồ hộp Hạ Long và Công ty Cổ phần Nước Giải Khát Sài Gòn – TRIBECO) được cấp phép niêm yết và thực hiện giao dịch, đây là những doanh nghiệp cổ phần hoá và hoạt động trong lĩnh vực chế biến, với tổng giá trị niêm yết là: 922,29 tỷ đồng, trong đó, đơn vị có số lượng cổ phần niêm yết lớn nhất là Công ty cổ phần Bibica với giá trị 87,4 tỷ đồng, giá niêm yết 16.700 đồng/CP.

Năm 2002, số doanh nghiệp được cấp phép giao dịch đã tăng lên đáng kể, toàn quốc có thêm 6 doanh nghiệp công nghiệp được cấp phép và thực hiện giao dịch, nâng tổng giá trị chứng khoán niêm yết lên 1322,5 tỷ đồng. Trong đó, Công ty cổ phần 620 Châu Thới là công ty có giá trị cổ phiếu niêm yết lớn nhất là 100 tỷ đồng, giá niêm yết lần đầu là 16.300 đồng.

Năm 2003, có thể nói là một năm trầm lắng đối với hoạt động niêm yết của các doanh nghiệp công nghiệp, chỉ có duy nhất Công ty Cổ phần Cơ khí Xăng Dầu được cấp phép hoạt động giao dịch, nâng tổng số doanh nghiệp công nghiệp trên sàn giao dịch lên 14 doanh nghiệp, chiếm 40% số lượng các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch, nâng tổng giá trị niêm yết lên 1364 tỷ đồng.

Năm 2004, trong số 6 doanh nghiệp được cấp phép niêm yết trên sàn giao dịch thì có 2 doanh nghiệp công nghiệp (chiếm 50% trong tổng số các doanh nghiệp), nâng tổng số giá trị niêm yết lên 1456 tỷ đồng, trong đó có 01 doanh nghiệp là công ty cổ phần, đó là Công ty Cổ phần Chế biến Thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc với giá trị niêm yết là 84 tỷ đồng, giá niêm yết lần đầu là 14.100 đồng.

Thực hiện Quyết định số 528/QĐ-TTg ngày 24/6/2005 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt danh sách các công ty cổ phần hoá thực hiện bán đấu giá cổ phần, đăng ký niêm yết, giao dịch tại các Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà nội, Bộ Công thương đã tổ chức tập huấn về thị trường chứng khoán cho các doanh nghiệp tại hai khu vực phía bắc và phía nam. Sau khi tập huấn, Bộ Công thương đã có Công văn số 5329/BCN-TCKT ngày 28/9/2005 chỉ đạo, hướng dẫn các doanh nghiệp triển khai thực hiện. Riêng trong năm 2005, có 02 doanh nghiệp công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán, nâng tổng giá trị niêm yết lên 1758,9 tỷ đồng.

Năm 2006, có thể nói là một năm thành công nhất đối với các doanh nghiệp công nghiệp trong hoạt động niêm yết, toàn quốc có 45 doanh nghiệp công nghiệp được niêm yết, chiếm 29,3% trong tổng số doanh nghiệp được cấp phép, trong đó SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh có 33 doanh nghiệp, SGDCK Hà Nội có 12 doanh nghiệp, nâng giá trị niêm yết lên 11.186 tỷ đồng. Trong đó doanh nghiệp có giá trị cổ phiếu niêm yết lớn nhất là Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại với tổng giá trị niêm yết là 3.107 tỷ đồng, giá niêm yết lần đầu là 36.600 đồng.

Năm 2007, có thêm 31 doanh nghiệp công nghiệp được niêm yết, nâng tổng số doanh nghiệp công nghiệp trên hai sàn là 94 doanh nghiệp công nghiệp, chiếm 55% tổng số doanh nghiệp niêm yết trên thị trường. Trong số 31 doanh nghiệp công nghiệp, có 16 doanh nghiệp công nghiệp niêm yết trên SGDCK

Thành phố Hồ Chí Minh và 15 doanh nghiệp niêm yết trên SGDCK Hà Nội, nâng tổng giá trị niêm yết lên 24.664 tỷ đồng. Cùng trong năm này, cổ phiếu của các doanh nghiệp công nghiệp được các nhà đầu tư mua và bán với khối lượng lớn, một số cổ phiếu của một số doanh nghiệp công nghiệp được coi là các “blue chip” ở trên sàn như cổ phiếu của Công ty cổ phần phân đạm và hóa chất Dầu khí, Công ty cổ phần bóng đèn phíc nước Rạng Đông, Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại. Khối lượng niêm yết cao nhất là Công ty cổ phần phân đạm và hóa chất dầu khí là 3800 tỷ đồng, tương đương 380 triệu cổ phiếu, khối lượng trung bình trong hai năm trở lại đây vào khoảng 500.000 cổ phiếu/phiên, giá cao nhất là 96100 đồng/cổ phiếu, giá thấp nhất hiện tại là 26.800 đồng/cổ phiếu. Khối lượng giao dịch cổ phiếu của công ty Công ty cổ phần bóng đèn phíc nước Rạng Đông, Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại, Công ty cổ phần dịch vụ kỹ thuật Dầu khí, Tổng Công ty bảo hiểm Dầu khí cũng tương đối lớn và chiếm một tỷ trọng đáng kể trên thị trường, điều này chứng tỏ cổ phiếu của các doanh nghiệp công nghiệp thực sự thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư trong nước và các nhà đầu tư nước ngoài.

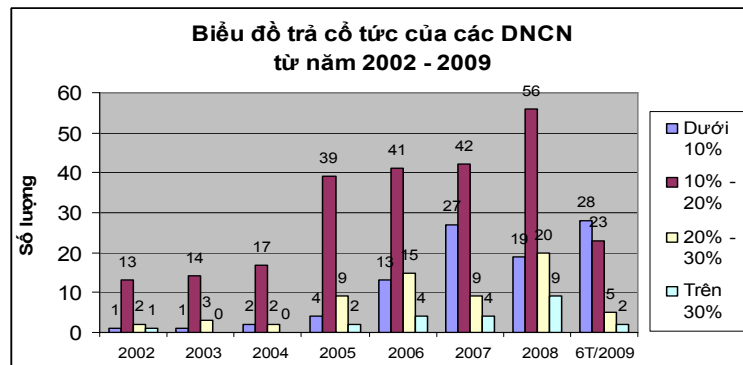
Đến năm 2008, có 32 doanh nghiệp công nghiệp niêm yết trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh và SGDCK Hà Nội, nâng tổng giá trị niêm yết lên 32.176 tỷ đồng. Trong đó có 16 doanh nghiệp công nghiệp niêm yết trên SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh và 16 doanh nghiệp niêm yết trên SGDCK Hà Nội. Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp công nghiệp nói riêng bị giảm mạnh do suy thoái của TTCK, do kinh tế vĩ mô khó khăn và khủng hoảng kinh tế thế giới đã tác động mạnh đến tình hình hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp công nghiệp. Các doanh nghiệp vẫn cố gắng phấn đấu duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh, hoàn thành các chỉ tiêu đặt ra, đa số các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết vẫn có lãi, một số doanh nghiệp niêm yết đã bị lỗ trong năm 2008 do một số nguyên nhân chủ yếu là hoạt động kinh doanh chính gặp khó khăn do tiêu thụ thấp, giá nguyên vật liệu tăng cao, lãi vay ngân hàng cao, trích lập dự phòng đầu tư tài chính, dự phòng giảm giá hàng tồn kho.

Sáu tháng đầu năm 2009, có 6 doanh nghiệp công nghiệp thực hiện niêm yết trên sàn giao dịch, chỉ chiếm 15% số các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán, con số này cho thấy số lượng các doanh nghiệp thực hiện niêm yết

còn thấp, với giá trị niêm yết đạt 33.185 tỷ đồng. Như vậy, tính đến thời điểm 30/6/2009, toàn quốc đã có 132 doanh nghiệp công nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán, chiếm 38% tổng số doanh nghiệp niêm yết trên thị trường, trong đó có 37 doanh nghiệp công nghiệp cổ phần, số còn lại là các doanh nghiệp công nghiệp cổ phần hoá.

### 2.2.2.3. Thực trạng hoạt động trả cổ tức, trái tức.

So với các doanh nghiệp khác trên sàn niêm yết, các doanh nghiệp công nghiệp thực hiện trả cổ tức với mức cổ tức khá hấp dẫn, biểu đồ sau đây trình bày kết quả trả cổ tức của các doanh nghiệp công nghiệp từ năm 2002 đến tháng 6 năm 2009:



Hình 2.41: Biểu đồ trả cổ tức của các DNCN qua các năm

*Nguồn cung cấp : [13], [27], [28]*

Năm 2002, tính chung cho tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn giao dịch có 49% các doanh nghiệp trả cổ tức ở mức dưới 5% năm, trong khi đó không có doanh nghiệp công nghiệp nào trả ở mức cổ tức này. Có 6% các doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức ở mức từ 5-10% năm, 29% các doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức ở mức từ 10-15% năm. Tỷ trọng doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức từ 15-20% năm chiếm tỷ trọng cao nhất với 47% các doanh nghiệp công nghiệp. Mức cổ tức trung bình của các doanh nghiệp công nghiệp năm 2002 là 17%, cao hơn nhiều so với lãi suất ngân hàng (7%) của năm 2002. Đặc biệt trong năm 2002 có một doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức cao nhất với mức 30%, đó là Công ty cổ phần Hapaco (HAP).

Năm 2003, số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức ở mức 10-20% năm chiếm tỷ trọng cao nhất với 82% các doanh nghiệp công nghiệp, chỉ có 6% doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức ở mức từ 5-10% năm, 12% doanh nghiệp

công nghiệp trả cổ tức ở mức 20-25% năm và 6% doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức ở mức 25-30%. Như vậy, có thể thấy rằng năm 2003 hầu hết các doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức ở mức hấp dẫn, mức cổ tức trung bình của các doanh nghiệp là 16%, thấp hơn 1% so với năm 2002, tuy nhiên, mức trả cổ tức này cao hơn lãi suất ngân hàng là 8,5%. Doanh nghiệp trả cổ tức thấp nhất là Công ty cổ phần đồ hộp Hạ Long (CAN) với mức cổ tức là 6% năm, đây cũng là doanh nghiệp trả cổ tức thấp nhất năm 2002. Công ty cổ phần Hapaco (HAP) liên tiếp năm thứ hai trả cổ tức cao nhất với mức cổ tức là 30% năm.

Năm 2004, số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức từ 10-20% năm cũng chiếm tỷ trọng cao nhất với 80% doanh nghiệp công nghiệp, trong khi tính trung cho các doanh nghiệp niêm yết trên sàn thì chỉ có 42% doanh nghiệp trả cổ tức ở mức này. Số các doanh nghiệp trả cổ tức từ 5-10% năm cũng tăng lên, chiếm 10% doanh nghiệp công nghiệp. Có 10% doanh nghiệp trả cổ tức từ 20-30% năm. Mức cổ tức trung bình của các doanh nghiệp công nghiệp năm 2004 là 17%, cao hơn lãi suất ngân hàng 7,5% năm. Doanh nghiệp trả cổ tức cao nhất là Công ty cổ phần thực phẩm Sao Ta (FMC) với mức trả cổ tức là 28% năm. Doanh nghiệp trả cổ tức thấp nhất là Công ty cổ phần đồ hộp Hạ Long (CAN) với mức cổ tức là 5% năm, đây là doanh nghiệp ba năm liên tiếp trả cổ tức thấp nhất trong các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết.

Năm 2005, số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức từ 10-20% năm vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất, tuy nhiên đã giảm xuống so với năm 2004, còn với 72% doanh nghiệp công nghiệp, trong khi đó nếu tính chung cho tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên sàn thì chỉ có 52% các doanh nghiệp trả cổ tức ở mức này. Số các doanh nghiệp trả cổ tức từ 5-10% năm đã giảm xuống so với năm 2004, còn 7%. Số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức cao hơn 20% năm đã tăng so với năm trước với 21% doanh nghiệp công nghiệp. Mức cổ tức trung bình của các doanh nghiệp công nghiệp năm 2005 là 18%, cao hơn lãi suất ngân hàng là 10% năm. Doanh nghiệp trả cổ tức cao nhất là Công ty Cổ phần Bóng đèn Điện Quang (DQC) với mức cổ tức là 92% năm. Doanh nghiệp trả cổ tức thấp nhất là Công ty Cổ phần Đầu tư và Sản xuất Việt – Hàn (VHG) với mức cổ tức là 6% năm.

Năm 2006, số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức từ 10-20% năm chiếm tỷ trọng 56%, tuy nhiên, đã giảm so với năm trước, nếu tính chung cho tất cả các



doanh nghiệp niêm yết trên sàn thì chỉ có 43% các doanh nghiệp trả cổ tức ở mức này. Có 18% số các doanh nghiệp trả cổ tức từ 5-10% năm. Số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức cao hơn 20% năm là 20% doanh nghiệp công nghiệp. Mức cổ tức trung bình của các doanh nghiệp công nghiệp năm 2006 là 17%, cao hơn lãi suất ngân hàng là 8,6% năm. Doanh nghiệp trả cổ tức cao nhất là Công ty Cổ phần Bóng đèn Điện Quang (DQC) với mức cổ tức là 120% năm, đây là doanh nghiệp năm thứ 2 liên tiếp trả cổ tức cao nhất. Doanh nghiệp trả cổ tức thấp nhất là Công ty Cổ phần Vận tải Vitaly (VTA) với mức cổ tức là 5% năm.

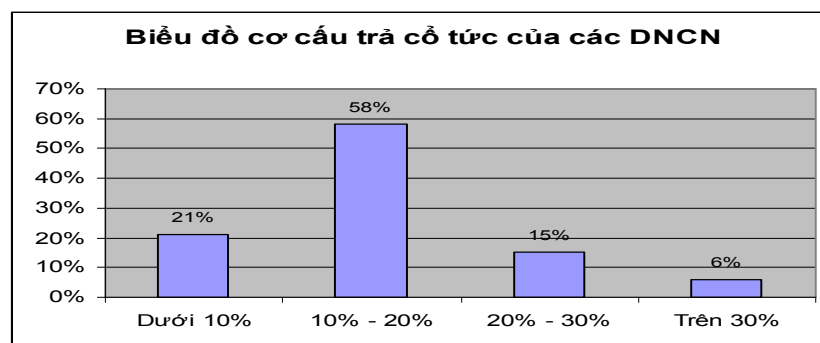
Năm 2007, số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức từ 10-20% năm vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất, tuy nhiên, giảm so với năm trước, chiếm 55% doanh nghiệp công nghiệp, trong khi đó nếu tính chung cho tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên sàn thì chỉ có 60% các doanh nghiệp trả cổ tức ở mức này. Số các doanh nghiệp trả cổ tức từ 5-10% năm đã tăng lên, chiếm 28% doanh nghiệp công nghiệp. Số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức cao hơn 20% năm là 17% doanh nghiệp công nghiệp. Mức cổ tức trung bình của các doanh nghiệp công nghiệp năm 2007 là 15%, cao hơn lãi suất ngân hàng là 7,2% năm. Doanh nghiệp trả cổ tức cao nhất là Công ty Cổ phần Bóng đèn Điện Quang (DQC) với mức cổ tức là 100% năm, đây là doanh nghiệp năm thứ 3 liên tiếp trả cổ tức cao nhất. Doanh nghiệp trả cổ tức thấp nhất năm 2007 là Công ty Cổ phần xuất nhập khẩu Petrolimex (PIT) với mức cổ tức là 5% năm.

Năm 2008, số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức từ 10-20% năm vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất, nhưng tiếp tục giảm dần so với năm trước, chiếm 54% doanh nghiệp công nghiệp. Số các doanh nghiệp trả cổ tức dưới 10% năm chiếm 18% doanh nghiệp công nghiệp. Số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức cao hơn 20% năm đã tăng lên, chiếm 29% doanh nghiệp công nghiệp. Mặc dù năm 2008 là năm nền kinh tế Việt Nam bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới, tuy nhiên, mức cổ tức trung bình của các doanh nghiệp công nghiệp năm 2008 là 18%, cao hơn lãi suất ngân hàng là 3% năm. Doanh nghiệp trả cổ tức cao nhất là Công ty Cổ phần Vilacera Đông triều (DTC) với mức cổ tức là 140% năm. Khác so với 3 năm trước Công ty Cổ phần Bóng đèn Điện

Quang (DQC) trả cổ tức thấp nhất 4% năm do năm 2008 công ty làm ăn không hiệu quả.

Sáu tháng đầu năm 2009, số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức từ 10-20% năm vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất, nhưng tiếp tục giảm so với năm trước, chiếm tỷ lệ cao nhất, với 49% doanh nghiệp công nghiệp. Số các doanh nghiệp trả cổ tức dưới 10% năm chiếm 18% doanh nghiệp công nghiệp. Số doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức cao hơn 20% năm giảm so với năm trước, chiếm 12% doanh nghiệp công nghiệp. Mức cổ tức trung bình của các doanh nghiệp công nghiệp 6 tháng đầu năm 2009 là 12% cao hơn mức lãi suất ngân hàng là 1% năm. Doanh nghiệp trả cổ tức cao nhất là Công ty Cổ phần Viglacera Bá Hiến (BHV) với mức cổ tức là 65% năm.

Như vậy, có thể kết luận rằng, số lượng các DNCN trả cổ tức ở các mức từ 0%-20% trên mệnh giá phát hành của cổ phiếu chiếm đa số qua các năm. Cụ thể, từ năm 2002 đến 6 tháng đầu năm 2009, số lượng các doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức có tỷ lệ cổ tức từ 10-20% chiếm 58% tổng số doanh nghiệp công nghiệp niêm yết. Số lượng các doanh nghiệp công nghiệp trả cổ tức dưới 5% chiếm tỷ lệ rất nhỏ, chiếm 1%, trong đó năm 2008 và 6 tháng đầu năm 2009 có hai doanh nghiệp đó là Công ty Cổ phần Nước giải khát Sài Gòn – 4% năm (TRI) và Công ty Cổ phần Cáp Sài Gòn – 4% năm (CSG). Có đến 6% số lượng doanh nghiệp công nghiệp niêm yết thực hiện trả cổ tức với mức cổ tức rất hấp dẫn, trên 30%, trong đó nhiều nhất là năm 2008 có 9 doanh nghiệp.

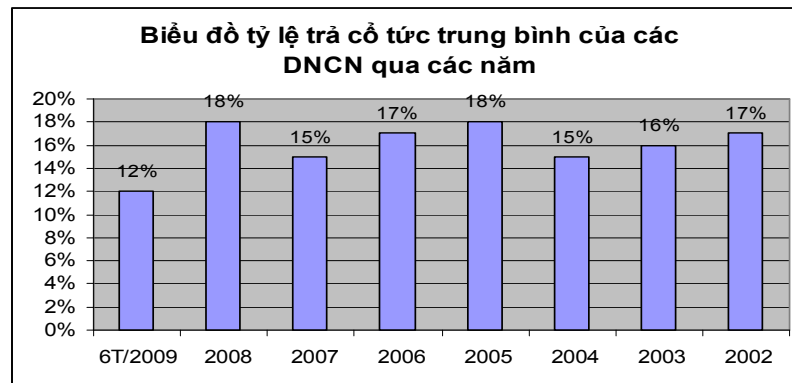


Hình 2.42: Biểu đồ cơ cấu trả cổ tức của các DNCN qua các năm

*Nguồn cung cấp : [13], [27], [28]*

Nếu so sánh với các doanh nghiệp khác cùng niêm yết, thì tỷ trọng các doanh nghiệp công nghiệp có mức trả cổ tức từ 10-20% năm chiếm tỷ trọng tương đối lớn, nếu tình chung cho tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn

giao dịch thì tỷ trọng các doanh nghiệp có mức trả từ 10-20% chỉ chiếm khoảng 20%, trong khi đó tỷ trọng các doanh nghiệp công nghiệp là 58%.



Hình 2.43: Biểu đồ tỷ lệ trả cổ tức trung bình của các DNCN qua các năm

*Nguồn cung cấp : [13], [27], [28]*

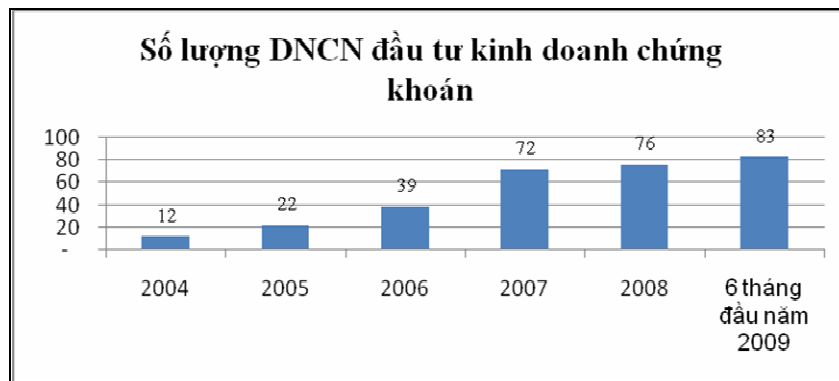
Nếu tính trung bình thì mức trả cổ tức của năm 2005 là cao nhất, với tỷ lệ cổ tức tính chung cho các doanh nghiệp công nghiệp là 18% năm, năm 2002 đạt mức thấp nhất 12% năm, 6 tháng đầu năm 2009 đạt 17% năm, trong khi đó mức trung bình của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn là 10% năm. Phương thức trả cổ tức, thời gian từ năm 2002 đến năm 2006 các doanh nghiệp thường sử dụng hình thức trả bằng tiền mặt. Trong khi đó từ năm 2007, số lượng các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết trả cổ tức bằng cổ phiếu đã tăng lên nhiều so với những năm trước, nhất là ở những công ty mới niêm yết.

#### 2.2.2.4. Thực trạng hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán.

##### a. Hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán

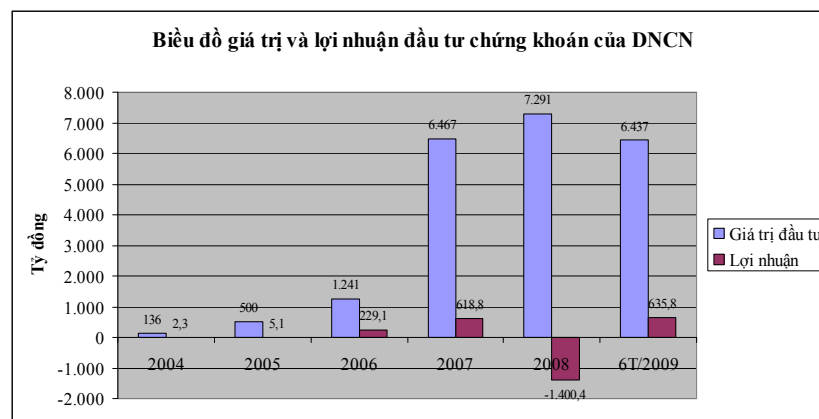
Hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán là một loại hình kinh doanh mới mẻ ở Việt Nam. Tuy nhiên, đây cũng là một lĩnh vực kinh doanh tiềm năng của các doanh nghiệp công nghiệp khi tham gia thị trường chứng khoán. Hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp rất đa dạng, các doanh nghiệp công nghiệp mở tài khoản tại một công ty chứng khoán và thực hiện mua và bán chứng khoán niêm yết ở trên sàn, hoặc mua cổ phiếu OTC hoặc thông qua một công ty tài chính thực hiện ủy thác đầu tư. Tùy theo chiến lược của mình, các doanh nghiệp có thể lựa chọn các hình thức đầu tư trực tiếp hoặc gián tiếp với mục tiêu đảm bảo an toàn và hiệu quả. Lợi nhuận thu được từ đầu tư kinh doanh chứng khoán chính là cổ tức, trái tức và chênh lệch giá chứng khoán.

Mặc dù, thị trường chứng khoán được ra đời từ năm 2000, nhưng hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp thực sự được bắt đầu từ năm 2004, khi thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu có sự chuyển mình. Năm 2006-2008 đánh dấu sự bùng nổ trong hoạt động kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp. Nếu như năm 2004 chỉ có 12 doanh nghiệp công nghiệp tham gia vào lĩnh vực kinh doanh chứng khoán với tổng giá trị đầu tư là 135,5 tỷ đồng thì đến 31/12/2008 con số này đã tăng lên là 76 doanh nghiệp với tổng giá trị đầu tư 7.290,8 tỷ đồng.



Hình 2.44: Biểu đồ số lượng các DNCN đầu tư kinh doanh chứng khoán.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*



Hình 2.45: Biểu đồ giá trị và lợi nhuận đầu tư kinh doanh chứng khoán của các DNCN.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

Năm 2005, các doanh nghiệp công nghiệp đã tăng vốn cho hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán, với tổng giá trị là 500,4 tỷ đồng, tăng gấp 3,7 lần so với năm 2004, chiếm 10,1% vốn điều lệ. Tổng lợi nhuận thu được từ hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán đạt 5,1 tỷ đồng, bằng 1,02% so với tổng giá trị đầu tư, trong đó công ty cổ phần sữa Việt Nam đứng đầu danh sách doanh

ngành công nghiệp đầu tư tài chính lớn nhất, với tổng giá trị đầu tư lên đến 250 tỷ đồng, chiếm 36% vốn điều lệ, tăng 33% so với năm 2004.

Năm 2006, có thể nói là năm bắt đầu cao trào của hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán, với tổng giá trị đầu tư đạt 1240,7 tỷ đồng, tăng 2,5 lần so với năm 2005, chiếm 17% vốn điều lệ, trong đó Công ty Cổ phần Xây dựng và Kinh doanh Vật tư là công ty có tỷ trọng đầu tư kinh doanh chứng khoán so với vốn điều lệ lớn nhất là 54 tỷ đồng bằng 120% vốn điều lệ. Tổng lợi nhuận thu được từ hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp đạt 229,1 tỷ đồng, bằng 18,4% so với tổng giá trị đầu tư.

Năm 2007, số vốn đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp đạt 6.400,7 tỷ đồng tăng 5,5 lần so với năm 2006, Doanh nghiệp công nghiệp đầu tư kinh doanh chứng khoán lớn nhất trong năm 2007 là Công ty cổ phần cơ điện lạnh với giá trị đầu tư 689 tỷ đồng. Tổng lợi nhuận thu được từ hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp đạt 618,8 tỷ đồng, bằng 9,6% so với tổng giá trị đầu tư, trong đó, Công ty Cổ phần cơ điện lạnh là một công ty có hiệu quả kinh doanh tốt nhất, tỷ lệ lợi nhuận trên tổng vốn đầu tư đạt 21,5%. Cũng trong năm này, Công ty cổ phần thủy hải sản Minh Phú đầu tư kinh doanh chứng khoán 443,2 tỷ đồng nhưng lợi nhuận thu được chỉ đạt 29,4 tỷ đồng bằng 6,6% trên tổng vốn đầu tư.

Năm 2008, là một năm đầy biến động đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, chỉ số VN Index đã giảm liên tiếp từ mức 921,07 điểm của ngày 2/1/2008 và đóng cửa ở mức 315,62 điểm của ngày 31/12/2008, giảm 65% so với năm 2007 và bức tranh màu hồng đối với hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp đã trở nên sảm xịt. Tuy nhiên, giá trị đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp vẫn tăng, với tổng giá trị đầu tư đạt 7290,8 tỷ đồng, tăng 12,1% so với năm 2007. Bức tranh tối màu này được thể hiện bằng con số 1400,4 tỷ đồng là số lỗ mà các doanh nghiệp công nghiệp đã phải hứng chịu khi tham gia hoạt động kinh doanh chứng khoán, với tỷ lệ lỗ bình quân trên vốn đầu tư là 19,2%. Điển hình là các công ty: Công ty cổ phần thủy hải sản Minh Phú lỗ 210 tỷ đồng, Công ty cổ phần cơ điện lạnh lỗ 355,7 tỷ đồng, Công ty cổ phần cấp và vật liệu viễn thông lỗ 216,2 tỷ đồng.

Sáu tháng đầu năm 2009, với sự phục hồi trở lại của thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp công nghiệp đã quay trở lại với hoạt động đầu tư chứng khoán, số các doanh nghiệp công nghiệp thực hiện đầu tư kinh doanh chứng khoán lên đến 83 doanh nghiệp, lợi nhuận thu được từ hoạt động này mang lại cho doanh nghiệp tương đối lớn. Mặt khác, năm 2008 thị trường chứng khoán giảm sút, các doanh nghiệp phải trích dự phòng giảm giá chứng khoán, dẫn đến năm 2009 khi thị trường chứng khoán phục hồi các doanh nghiệp đã được hoàn lại số tiền đã trích dự phòng, điều này đã giúp cho các doanh nghiệp có lãi trong những tháng đầu năm 2009. Số vốn đầu tư của các doanh nghiệp công nghiệp đã tăng lên nhiều so với năm 2008, riêng trong 6 tháng đầu năm 2009, số tiền dành cho hoạt động đầu tư chứng khoán của các doanh nghiệp lên đến 6.437 tỷ đồng, bằng 88% số vốn của năm 2008. Số lãi của các doanh nghiệp công nghiệp thu được từ hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán là 635,8 tỷ đồng, đạt tỷ suất đầu tư bình quân là 9,8%. Đây là tỷ suất lợi nhuận cao nhất so với các năm trước đây.

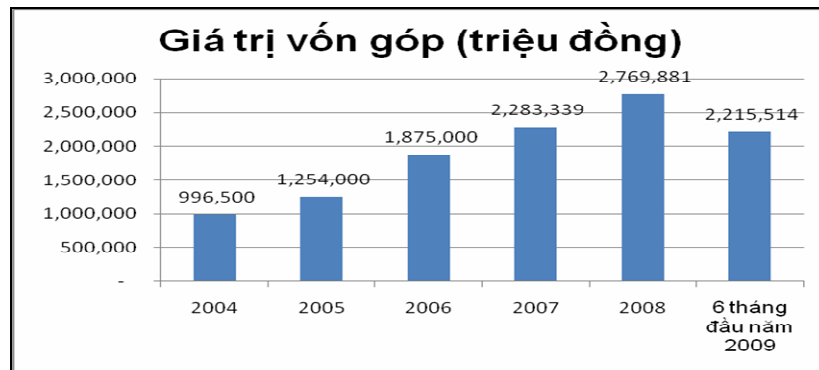
Như đã phân tích ở trên hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán rất rủi ro, nhiều doanh nghiệp có mức vốn đầu tư cho hoạt động kinh doanh chứng khoán đã vượt quá số vốn điều lệ, đây là con số tương đối lớn và lớn hơn nhiều so với mức trung bình của các nước trên thế giới. Bình quân các doanh nghiệp công nghiệp trên thế giới chỉ dành từ 20-30% vốn điều lệ cho hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán. Bên cạnh đó, rất nhiều doanh nghiệp còn sử dụng vốn vay để đầu tư chứng khoán và hậu quả của nó là năm 2008, với sự gia tăng liên tục của lãi suất từ 12% lên 21%/năm đã đẩy nhiều doanh nghiệp vào tình trạng khó khăn vì không bán hoặc không dám cắt lỗ vì giá cổ phiếu đã mất đi qua nửa, trong khi phải chịu chi phí vay ngân hàng quá cao dẫn đến các doanh nghiệp thua lỗ nặng nề.

Có thể nói rằng, hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán vừa là hoạt động mang lại nguồn thu nhập lớn cho các doanh nghiệp công nghiệp, nhưng đồng thời đây cũng là hoạt động chứa đựng rất nhiều rủi ro. Vào thời điểm cao trào 2006-2007 của thị trường chứng khoán, nhiều doanh nghiệp công nghiệp đã bỏ quên hoạt động kinh doanh chính của mình để lao vào đầu tư chứng khoán và

cú sốc của thị trường chứng khoán năm 2008 đã làm cho những doanh nghiệp sa đà vào đầu tư kinh doanh chứng khoán và cuối cùng họ nhận ra rằng lĩnh vực mà họ có thể gặt hái được nhiều thành công nhất là hoạt động kinh doanh chính mà trong con lốc của thị trường chứng khoán 2006-2007 họ đã bỏ quên. Chính vì vậy, nếu doanh nghiệp công nghiệp không có một chiến lược kinh doanh hiệu quả trong bối cảnh thị trường chứng khoán sụt giảm như thời gian qua thì rất có thể sẽ gây ra những khoản lỗ khôn lường. Bởi lẽ, với sự phát triển thiếu ổn định của thị trường chứng khoán, sự thiếu hụt các công cụ đầu tư có chất lượng đây chính là nguyên nhân dẫn đến rủi ro đối với các doanh nghiệp công nghiệp khi tham gia đầu tư kinh doanh chứng khoán trên thị trường chứng khoán.

#### b. Hoạt động đầu tư góp vốn.

Hoạt động đầu tư góp vốn của các doanh nghiệp công nghiệp được bắt đầu từ năm 2004 và phát triển mạnh vào năm 2007 cho đến nay. Năm 2004, các doanh nghiệp công nghiệp đã đầu tư 996,5 tỷ đồng, chiếm 18% vốn điều lệ của doanh nghiệp công nghiệp.



Hình 2.46: Biểu đồ giá trị đầu tư góp vốn của các DNCN.

*Nguồn cung cấp: [13], [27], [28]*

Năm 2005, số tiền góp vốn của doanh nghiệp công nghiệp là 1.254 tỷ đồng, chiếm 19% số vốn điều lệ. Số tiền này các doanh nghiệp dùng để thành lập các công ty con hoặc góp vốn liên doanh. Năm 2006, các doanh nghiệp đã dùng 31% số vốn điều lệ của mình dành cho hoạt động đầu tư góp vốn, với tổng giá trị là 1.875 tỷ đồng. Năm 2007, các doanh nghiệp công nghiệp đã tham gia hoạt động góp vốn với tổng giá trị là 2.283,3 tỷ đồng, chiếm 34% vốn điều lệ của doanh nghiệp, trong đó Công ty Cổ phần tập đoàn Hoà Phát có số vốn đầu tư góp vốn lớn nhất với tổng giá trị là 677 tỷ đồng, chiếm 51% vốn điều lệ của công ty. Năm 2008, mặc dù thị trường chứng khoán suy giảm mạnh, tuy nhiên, các doanh

ngành công nghiệp vẫn đẩy mạnh hoạt động đầu tư góp vốn, với tổng giá trị lên đến gần 2770 tỷ đồng, chiếm 28% vốn điều lệ của doanh nghiệp. Trong đó tập đoàn Hoà Phát vẫn là doanh nghiệp đứng đầu về giá trị góp vốn, tiếp đến là Công ty Cổ phần Cáp và Vật Liệu Viễn Thông với tổng giá trị 281 tỷ đồng, Công ty cổ phần Mía đường Bourbon Tây Ninh với tổng giá trị là 245 tỷ đồng, Công ty cổ phần Cơ điện (REE) với tổng giá trị góp vốn là 224 tỷ đồng.

Năm 2009, các doanh nghiệp quan tâm nhiều hơn với hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán, do vậy hoạt động đầu tư góp vốn đã giảm đáng kể, 6 tháng đầu năm 2009 tổng giá trị góp vốn của các doanh nghiệp là 2215 tỷ đồng. Trong đó Tập đoàn Hoà Phát giảm 297 tỷ đồng từ hoạt động góp vốn, 6 tháng đầu năm 2009 giá trị góp vốn của tập đoàn Hoà Phát giảm còn 380 tỷ đồng, và cũng là doanh nghiệp đầu tư góp vốn lớn nhất so với các doanh nghiệp công nghiệp khác.

Có thể nói rằng, hoạt động đầu tư góp vốn của các doanh nghiệp công nghiệp diễn ra rất mạnh mẽ, tuy nhiên, hiệu quả mang lại từ hoạt động này chưa cao, thậm chí có nhiều doanh nghiệp thua lỗ nặng. Hiệu suất đầu tư (lợi nhuận trên vốn đầu tư) tính chung là rất thấp, thấp hơn so với đầu tư vào ngành kinh doanh chính của các doanh nghiệp công nghiệp. Năm 2008 thị trường chứng khoán suy giảm mạnh, hầu hết hoạt động đầu tư góp vốn của các doanh nghiệp đều bị thua lỗ hoặc không phát sinh lợi nhuận. Chúng ta có thể nghiên cứu hai trường hợp của Công ty Kinh Đô và Tribeco

Cách đây hơn năm năm, Kinh Đô đã đầu tư góp vốn thành lập nhiều “công ty con”, thậm chí cả cháu và chắt. Những người chủ sở hữu đích thực của Công ty TNHH Xây dựng và Chế biến thực phẩm Kinh Đô (gọi tắt là Kinh Đô) và Công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô là một. Chính hai công ty này thành lập ra Công ty Cổ phần Kinh Đô (KDC) (Kinh Đô góp 15,38% và cổ đông cũng là người sở hữu Kinh Đô góp trên 22,7%) và Công ty Cổ phần Chế biến thực phẩm Kinh Đô miền Bắc (NKD) (Công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô góp 26,18% do một cổ đông của Kinh Đô làm đại diện phần vốn góp). Với số vốn góp chiếm tỷ lệ áp đảo ở hai công ty trên, Kinh Đô đương nhiên kiểm soát hoạt động của hai công ty này. Không dừng lại, Kinh Đô tác động KDC để cho ra đời Công ty Cổ phần Kinh Đô Bình Dương (góp 80%) và nắm 28,33% vốn góp trong Kido.



Sau khi gián tiếp kiểm soát hơn 21% vốn trong Tribeco (TRI) của những cổ đông Kinh Đô thì TRI tiếp tục thực hiện mô hình nhân bản của Kinh Đô, thành lập Tribeco miền Bắc và Tribeco Bình Dương. Và KDC đầu tư 10,5 tỉ đồng vào Tribeco Bình Dương), NKD góp 15% vào Tribeco miền Bắc. Như vậy, khi một công ty con thành lập sẽ có sự tham gia đầu tư góp vốn của các công ty khác trong hệ thống.

Sau đó TRI đã tham gia đầu tư tài chính dài hạn và TRI tham gia mua cổ phiếu của NKD và Kido. Như vậy, việc tham gia trở thành cổ đông lớn của Kinh Đô trong KDC, NKD, TRI... đẩy các công ty này chỉ ra những khoản tiền lớn đầu tư vào các công ty khác thậm chí ngay chính các công ty trong “tập đoàn” của mình.

TRI là một cổ phiếu bị đưa vào diện kiểm soát do thua lỗ. Nguyên nhân cũng chính là do trích lập dự phòng đầu tư tài chính lên đến 13 tỉ đồng trong tổng số đầu tư cần trích lập là 20 tỉ đồng (trong đó có 17 tỉ đồng đầu tư vào Kinh Đô).

Điều này nói lên một thực trạng của các doanh nghiệp niêm yết, đó là ít chú tâm đưa vốn vào sản xuất kinh doanh mà huy động vốn để tham gia góp vốn thành lập công ty khác, và rồi lấy vốn của công ty đó để tiếp tục thành lập, góp vốn và thậm chí đầu tư vào cổ phiếu công ty khác.

### **2.2.3. Đánh giá hoạt động tài chính của các DNCN trên TTCK ở VN.**

#### **2.2.3.1 Đánh giá khái quát SWOT trên TTCK của DNCN.**

**Điểm mạnh (S):** Doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam là những doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực chủ đạo của nền kinh tế, khác với những ngành dịch vụ và tài chính, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp công nghiệp luôn có tính ổn định cao hơn so với các ngành khác, bị ảnh hưởng ít hơn so với các ngành khác khi nền kinh tế đi vào suy thoái, vì vậy, được các nhà đầu tư ưa chuộng hơn trên thị trường chứng khoán. Đây là điểm mạnh lớn nhất của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán. Ngoài ra, hoạt động sản xuất kinh doanh luôn cần những nguồn vốn lớn để đầu tư và phát triển, chính vì vậy, các doanh nghiệp công nghiệp dễ dàng sử dụng có hiệu quả nguồn vốn huy động được trên thị trường chứng khoán hơn so với các ngành khác.

Doanh nghiệp công nghiệp là những doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực mũi nhọn và then chốt của nền kinh tế, thị trường của các doanh nghiệp

công nghiệp rất lớn, vì vậy, doanh thu của các doanh nghiệp công nghiệp thường cao hơn nhiều so với các ngành khác, đây cũng là một lợi thế của doanh nghiệp khi tham gia thị trường chứng khoán. Mặt khác, doanh nghiệp công nghiệp luôn quan tâm đến các chương trình đào tạo kỹ sư và công nhân kỹ thuật cho doanh nghiệp, chính vì thế mà lực lượng lao động của ngành công nghiệp Việt Nam luôn dồi dào, chi phí lao động thấp dẫn đến lợi nhuận cao.

**Điểm yếu (W):** Nói đến điểm yếu của các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam khi tham gia thị trường chứng khoán, thứ nhất, chưa có nhiều kinh nghiệm về thị trường chứng khoán, chính vì vậy, khi tham gia thị trường chứng khoán sẽ có lợi thế cạnh tranh kém hơn so với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính. **Thứ hai**, khả năng thích ứng với những thay đổi, biến động của thị trường chậm hơn so với các doanh nghiệp tài chính. **Thứ ba**, chưa xây dựng được chiến lược kinh doanh cụ thể khi tham gia thị trường chứng khoán, vì vậy, rất nhiều doanh nghiệp đã không thành công khi thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng hoặc đã phát hành nhưng chưa xây dựng được kế hoạch niêm yết trên thị trường chứng khoán. **Thứ tư**, quy mô vốn vừa và nhỏ, vì vậy, nhiều doanh nghiệp không đáp ứng đủ điều kiện để niêm yết trên thị trường chứng khoán.

**Cơ hội (O):** Thị trường chứng khoán Việt Nam mới ra đời và phát triển được hơn 10 năm, thời gian qua do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, thị trường đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng, tuy nhiên, sau giai đoạn suy thoái sẽ là giai đoạn phục hồi của thị trường, điều này có thể thấy đây là cơ hội tốt cho các doanh nghiệp công nghiệp tham gia vào thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán giúp doanh nghiệp có thể dễ dàng thu hút nguồn vốn lớn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, đây chính là cơ hội để mở rộng sản xuất đầu tư đổi mới trang thiết bị công nghệ.

**Nguy cơ (T):** Khi tham gia thị trường chứng khoán, doanh nghiệp công nghiệp sẽ có nguy cơ bị chia sẻ quyền kiểm soát công ty, có nhiều nguy cơ bị lộ các thông tin về doanh nghiệp, đặc biệt doanh nghiệp sẽ phải đối phó với rủi ro rất lớn khi thị trường chứng khoán rơi vào tình trạng suy thoái.

### **2.2.3.2 Đánh giá hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên Thị trường chứng khoán ở Việt Nam**

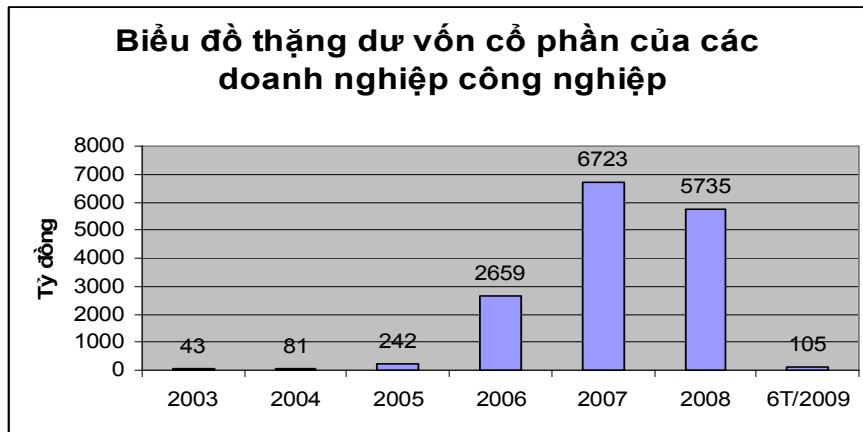
#### **a. Những kết quả đạt được.**

Cùng với sự tăng trưởng và phát triển của thị trường chứng khoán, hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán đã đạt được những kết quả đáng kể, đánh dấu một bước quan trọng trong quá trình phát triển của mỗi doanh nghiệp. Thông qua hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp công nghiệp nói riêng đã thu hút được một nguồn vốn đáng kể cho hoạt động kinh doanh của mình, đồng thời hoạt động kinh doanh chứng khoán cũng được xem như là một hoạt động kinh doanh đầy tiềm năng đối với mỗi doanh nghiệp. Có thể khái quát một số kết quả chính của hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán như sau:

**Thứ nhất,** Hoạt động phát hành cổ phiếu ra công chúng là một nguồn huy động vốn cơ bản cho các doanh nghiệp công nghiệp, với việc huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu ra công chúng đã giúp các doanh nghiệp công nghiệp có thể mở rộng thị trường hoạt động, từng bước tăng doanh thu, tăng khả năng hoạt động sản xuất kinh doanh và vị thế trên thị trường, tăng thu nhập và tạo thêm việc làm cho người lao động. Sau khi cổ phần hoá, thông qua hoạt động phát hành cổ phiếu ra công chúng, phần lớn các doanh nghiệp công nghiệp có quy mô vốn chủ sở hữu lớn hơn (tăng 122,9), mức tăng trưởng về vốn là 2.422 tỷ đồng so với trước khi thực hiện IPO, đây là điều kiện đáp ứng cho nhu cầu đổi mới công nghệ, trang thiết bị, nâng cao chất lượng sản phẩm nhằm cung cấp cho thị trường các sản phẩm hàng hóa có chất lượng cao hơn, phù hợp với nhu cầu của thị trường. Thông qua quá trình phát hành cổ phiếu ra công chúng, các doanh nghiệp công nghiệp đã thu được một lượng thặng dư vốn lên đến gần mười ngàn tỷ đồng. Một số doanh nghiệp công nghiệp có quy mô vốn điều lệ lớn, không chỉ có lợi thế về mặt tài chính, mà còn có thể dễ dàng thu được lợi nhuận phát hành với quy mô không nhỏ nhờ bán được cổ phiếu cao hơn mệnh giá. Mặt khác, với vốn điều lệ lớn còn tạo điều kiện cho các doanh nghiệp công nghiệp thực hiện khả năng phát hành bổ sung cổ phiếu. Với giá trị thặng dư vốn tương đối lớn như vậy đã giúp các doanh nghiệp bổ sung vào quỹ phát triển để thực hiện sản xuất kinh doanh, tạo ra những bước đột phá cho doanh nghiệp.

Như vậy, năm 2003 phần thặng dư vốn do chênh lệch giá bán cổ phiếu ra bên ngoài của các doanh nghiệp đạt 42,6 tỷ đồng, trong đó lớn nhất là Công ty cổ phần Sữa Việt Nam, khi thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng với số lượng là 1,827 triệu cổ phiếu, Công ty đã thu được phần vốn thặng dư là 29,2

tỷ đồng, chiếm 69% phần vốn thặng dư của các doanh nghiệp công nghiệp năm 2003. Năm 2004 số vốn thặng dư của các doanh nghiệp công nghiệp là 80,8 tỷ đồng, trong đó doanh nghiệp có số vốn thặng dư lớn nhất trong năm là Công ty cổ phần Dầu Tường An, thu được 20,4 tỷ đồng vốn thặng dư.



Hình 2.47: Biểu đồ thặng dư vốn thông qua phát hành cổ phiếu ra công chúng của các doanh nghiệp công nghiệp qua các năm.

*Nguồn cung cấp : [13], [27], [28]*

Năm 2005, số vốn thặng dư của các doanh nghiệp đã tăng lên 242,4 tỷ đồng, trong đó nhiều nhất là Công ty cổ phần Khoan và dịch vụ dầu khí, với tổng số lượng cổ phiếu phát hành ra công chúng là 28,851 triệu cổ phiếu, Công ty đã thu được 116,3 tỷ đồng do chênh lệch giá cổ phiếu. Năm 2006 số vốn thặng dư của các doanh nghiệp đã tăng lên đột biến, đạt 2.659 tỷ đồng, trong đó các doanh nghiệp có số vốn thặng dư nhiều nhất là Tổng công ty cổ phần bảo hiểm dầu khí Việt Nam thu được 1794 tỷ đồng, Công ty cổ phần dây cáp điện Việt Nam thu được 278,5 tỷ đồng, Công ty cổ phần Cồn Rượu Hà Nội thu được 121 tỷ đồng, Công ty Than Cao Sơn thu được 120 tỷ đồng, Công ty cổ phần than Cọc Sáu thu được 106 tỷ đồng.

Năm 2007, số vốn thặng dư của các doanh nghiệp công nghiệp thu được là 6722,6 tỷ đồng, trong đó lớn nhất là Công ty cổ phần Phân đạm và Hoá chất Dầu khí, với số lượng cổ phiếu bán ra ngoài là 128.626.600 cổ phiếu, giá khởi điểm là 50.000 đồng/cổ phiếu, giá trung bình quân: 54.403 đồng/cổ phiếu, tổng số vốn thặng dư do chênh lệch giá là 6722 tỷ đồng. Quá trình phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng của các doanh nghiệp cũng diễn ra phổ biến và các doanh nghiệp cũng thu được một lượng vốn thặng dư tương đối lớn.

Năm 2008, số vốn thặng dư của các doanh nghiệp công nghiệp đạt 5.734,9 tỷ đồng, giảm so với năm 2007. Sáu tháng đầu năm 2009, do số lượng các doanh nghiệp phát hành chứng khoán chiếm tỷ lệ nhỏ (6 doanh nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng và 12 doanh nghiệp phát hành thêm cổ

phiếu), với tổng số 3.727,4 tỷ đồng, do vậy số vốn thặng dư của các doanh nghiệp công nghiệp chỉ đạt 105 tỷ, chiếm 3% số vốn thặng dư của năm 2008.

**Thứ hai**, việc sử dụng nguồn vốn thặng dư thu được từ thị trường chứng khoán đã giúp các doanh nghiệp mở rộng mạng lưới kinh doanh, củng cố và phát triển doanh nghiệp, đặc biệt trong 2 năm qua đã giúp nhiều doanh nghiệp công nghiệp đứng vững trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ và bất ổn kinh tế.

Tổng số vốn thặng dư đã được các doanh nghiệp đưa vào đầu tư, mua sắm thiết bị và mở rộng sản xuất kinh doanh từ năm 2003 đến tháng 6 năm 2009 là 10.911 tỷ đồng, chiếm 70% số vốn thặng dư thu được từ thị trường chứng khoán. Chính nhờ việc sử dụng có hiệu quả nguồn vốn thặng dư này đã giúp các doanh nghiệp nâng cao được thị phần, tăng doanh thu và tăng lợi nhuận trong những năm qua.

Hầu hết các doanh nghiệp đều sử dụng đúng mục đích nguồn vốn thặng dư thu được từ thị trường chứng khoán, thông qua nguồn vốn này các doanh nghiệp đã tăng được vốn điều lệ, giúp nhiều doanh nghiệp đáp ứng điều kiện về quy mô vốn để niêm yết chứng khoán trên hai sàn giao dịch.

Việc sử dụng nguồn vốn thặng dư của doanh nghiệp phải tuân thủ các quy định của Chính phủ, của các cơ quan có chức năng. Theo thông báo của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước gửi các công ty cổ phần đại chúng ký ngày 11-4-2007 và Thông tư 18/2007 của Bộ Tài chính ngày 13-3-2007, với phần thặng dư vốn do phát hành cổ phiếu để thực hiện dự án đầu tư thì công ty chỉ được sử dụng để bổ sung vốn điều lệ sau ba năm kể từ khi dự án đã hoàn thành và đưa vào khai thác, sử dụng. Trường hợp thặng dư vốn do chênh lệch giữa giá bán với mệnh giá cổ phiếu phát hành thêm thì công ty chỉ được sử dụng để bổ sung vốn điều lệ sau một năm kể từ thời điểm kết thúc đợt phát hành. Quy định này đã giúp bảo vệ nguồn thặng dư vốn, nhằm vào mục tiêu phát triển dài hạn của các doanh nghiệp. Sau khi có quy định này hoạt động sử dụng vốn thặng dư của doanh nghiệp càng được kiểm soát chặt chẽ hơn nhiều so với trước.

Tập đoàn Hòa Phát (HPG) thực hiện đợt phát hành riêng lẻ gần đây nhất vào tháng 5/2008, phát hành 8.260.000 cổ phiếu cho 2 tổ chức quốc tế là Bank Invest và Credit Suisse, thu về 446,16 tỷ đồng thặng dư vốn. Tổng thặng dư vốn đến thời điểm hiện tại của HPG là 1.761 tỷ đồng. Toàn bộ thặng dư vốn được HPG đầu tư vào một số dự án sản xuất công nghiệp như Khu liên hợp gang thép Hòa Phát 350.000 tấn/năm, Nhà máy xi măng Hòa Phát (giai đoạn 1) công suất 1 triệu tấn/năm và tăng vốn lưu động, tuyệt đối không có đầu tư chứng khoán. Nếu không có vốn thặng dư thì chi phí vốn của HPG đã bị đẩy lên rất cao vì nửa cuối năm 2008, thời điểm HPG đẩy mạnh tiến độ xây dựng đầu tư các dự án, cũng là lúc lãi suất vay vốn tăng.

Công ty cổ phần Pin vàẮc quy miền Nam (PAC) đã phát hành thêm 2 đợt cổ phiếu, thu về 100 tỷ đồng để đầu tư Nhà máy ắc quy Nhơn Trạch. Công ty đã mua đất, thuê tư vấn thiết kế và chuẩn bị xây dựng. Số vốn thặng dư còn lại là 69 tỷ đồng được PAC gửi tiết kiệm với lãi suất 17%/năm. CTCP Sản xuất Thương mại May Sài Gòn (GMC) tập trung toàn bộ 45 tỷ đồng vốn thặng dư cho sản xuất chính là hàng FOB.

**Thứ ba,** Hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán của các doanh nghiệp đã góp phần nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp, tỷ trọng nợ phải trả trên tổng vốn chủ sở hữu có xu hướng giảm hơn so với trước khi cổ phần hoá, thể hiện khả năng độc lập dần dần về tài chính. So với thời điểm trước khi cổ phần hoá, hầu hết các doanh nghiệp đều có doanh thu tăng so với thời điểm trước cổ phần hoá, cùng với việc tăng vốn chủ sở hữu, việc tăng doanh thu thể hiện hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp được mở rộng sau cổ phần hoá và đây là một trong những mục tiêu quan trọng mà các doanh nghiệp công nghiệp hướng tới.

**Bảng 2.5: Doanh thu của 100 doanh nghiệp công nghiệp.**

Loại hình doanh nghiệp	SL	Doanh thu (tỷ đồng)			Tỷ trọng Doanh thu/Tổng tài sản		
		Sau CPH	Trước CPH	Chênh lệch	Sau CPH	Trước CPH	Chênh lệch
Cơ khí	14	788.4	769.9	18.5	0.98	1.15	-0.17
Điện	4	2299.9	1979.3	320.6	0.16	0.14	0.02
Hoá chất	16	2625.7	1850.8	774.9	2.24	2.07	0.17
Khai khoáng	2	211.4	91.4	120	4.37	3.26	1.11
Dệt may	27	7683	5988.4	1694.6	1.49	1.16	0.33
Tiêu dùng thực phẩm	33	14192.4	11373.5	2818.9	1.47	1.54	-0.07
Thép	4	538.4	1756.1	-1217.7	0.98	3.97	-2.99
Xây dựng CN	2	510.7	551.9	-41.2	0.57	0.65	-0.08
<b>Cộng</b>	<b>100</b>	<b>28849.9</b>	<b>24361.3</b>	<b>4488.6</b>	<b>0.89</b>	<b>0.84</b>	<b>0.05</b>

*Nguồn cung cấp : [13], [27], [28]*

Như vậy, tổng doanh thu của 100 doanh nghiệp tăng 4488,6 tỷ đồng (tăng 18,4%) trong đó có 94% doanh nghiệp tăng doanh thu và tỷ trọng doanh thu trên tổng tài sản tăng bình quân là 0,05%.

Tổng lợi nhuận trước thuế của 100 doanh nghiệp là 1904,3 tỷ đồng, tăng 808,1 tỷ so với trước khi cổ phần hoá. Hầu hết các doanh nghiệp đều có lãi và lợi nhuận trước thuế tăng so với thời gian trước khi cổ phần hoá, một số doanh nghiệp dệt may có kết quả kinh doanh lỗ trước thời điểm cổ phần hoá là 4,5 tỷ đồng, tuy nhiên, sau khi cổ phần hoá, hoạt động của các doanh nghiệp dệt may có hiệu quả đáng kể và bắt đầu có lãi, tổng số lãi của các doanh nghiệp dệt may là 92,1 tỷ đồng. Các doanh nghiệp trong ngành Điện là các doanh nghiệp có sự

gia tăng về lợi nhuận trước thuế nhiều nhất, trước cổ phần hóa, lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp Điện chỉ đạt 149,6 tỷ đồng, sau cổ phần hóa đạt 645,3 tỷ đồng tăng 495,7 tỷ đồng, gấp hơn 3 lần so với thời điểm trước cổ phần hóa, các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất hàng tiêu dùng thực phẩm cũng đạt mức lợi nhuận tương đối cao và cao hơn nhiều so với thời điểm trước cổ phần hóa.

**Bảng 2.6: Lợi nhuận của 100 doanh nghiệp công nghiệp**

Loại hình doanh nghiệp	SL	Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)			Tỷ suất lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu		
		Sau CPH	Trước CPH	Chênh lệch	Sau CPH	Trước CPH	Chênh lệch
Cơ khí	14	20.6	16.1	4.5	10.5	9.89	0.61
Điện	4	645.3	149.6	495.7	10.08	2.89	7.19
Hoá chất	16	58.2	103.6	-45.4	13.17	28.12	-14.95
Khai khoáng	2	1.9	0.3	1.6	16.86	2.93	13.93
Dệt may	27	92.1	-4.5	96.6	8.4	-0.46	8.86
Tiêu dùng thực phẩm	33	1065.9	810.6	255.3	25.1	27.4	-2.3
Thép	4	2.9	5.7	-2.8	-2.18	3.41	-5.59
Xây dựng CN	2	17.4	14.8	2.6	10.35	14.91	-4.56
<b>Cộng</b>	<b>100</b>	<b>1904.3</b>	<b>1096.2</b>	<b>808.1</b>	<b>14.91</b>	<b>11.1</b>	<b>3.82</b>

*Nguồn cung cấp : [13], [27], [28]*

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp công nghiệp tương đối cao, sau cổ phần hóa có 62,5% các doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu cao hơn trước, trong đó, lớn nhất là các doanh nghiệp hoạt động trong ngành Khai khoáng. Trước cổ phần hóa, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu chỉ đạt 2,93%, sau khi cổ phần hóa, tỷ suất này đã tăng lên 16,66%. Tiếp đến là các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dệt may, nếu như trước cổ phần hóa có tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu âm, thì sau khi cổ phần hóa, tỷ suất này đã đạt 8,4%.

**Thứ tư,** Sau khi thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng, các doanh nghiệp công nghiệp đã xúc tiến các thủ tục để thực hiện niêm yết cổ phiếu tính đến thời điểm 30/06/2009 đã có 132 doanh nghiệp công nghiệp niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, các cổ phiếu của các doanh nghiệp công nghiệp được các nhà đầu tư trong và ngoài nước mua và bán với số lượng lớn trên thị trường, đặc biệt các cổ phiếu của Công ty cổ phần Phân đạm và Hóa chất dầu khí và Công ty cổ phần Sữa Việt Nam luôn có lượng giao dịch lớn trên thị trường và có ảnh hưởng lớn đến giá trị chỉ số VN-Index. Việc thực hiện cung

cấp thông tin theo quy định của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước được các doanh nghiệp thực hiện một cách nghiêm túc, bước đầu tạo niềm tin cho các nhà đầu tư.

**Thứ năm,** Hoạt động trả cổ tức, trái tức của các DNCN đã cố gắng duy trì tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt tương đối cố định. Việc cắt giảm cổ tức là điều mà các doanh nghiệp luôn tránh xảy ra. Do đó, ngay cả khi lợi nhuận tăng nhưng khi quyết định tăng mức cổ tức lên thì các doanh nghiệp cũng rất do dự. Bởi lẽ nếu tăng tỷ lệ trả cổ tức sẽ tạo áp lực lên Ban lãnh đạo doanh nghiệp, vì vậy, duy trì tỷ lệ trả cổ tức cố định để tránh việc cắt giảm đột ngột trong những năm tiếp theo. Mặt khác, các doanh nghiệp có mức trả cổ tức ổn định qua các năm thường được các nhà đầu tư đánh giá cao hơn. Nếu so sánh mức trả cổ tức của các DNCN từ 10%-20% với mức lãi suất của ngân hàng và mức lạm phát thì đây là một tỷ lệ chấp nhận được đối với nhà đầu tư. Hơn nữa, khi các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu với giá phát hành 2-3 lần mệnh giá thì một phép tính đơn giản cho ta thấy tỷ lệ cổ tức thực chỉ khoảng 3%-10%. Qua đó, các doanh nghiệp vẫn duy trì một lượng giữ lại từ 40%-60% là hợp lý, để đảm bảo sự hấp dẫn đối với nhà đầu tư và đảm bảo sự phát triển, tăng trưởng của doanh nghiệp.

Trong những năm đầu của thị trường chứng khoán các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết chỉ trả cổ tức bằng tiền mặt. Nhưng kể từ năm 2006 trở đi, các doanh nghiệp đã chú trọng hơn, từ việc kết hợp trả cổ tức bằng tiền mặt với việc trả cổ tức bằng cổ phiếu, việc kết hợp này được nhà đầu tư đánh giá cao.

Có thể nói rằng, các doanh nghiệp công nghiệp ngày càng được các nhà đầu tư quan tâm nhiều hơn đến chính sách trả cổ tức, điều này thể hiện sự phát triển bền vững của bản thân DNCN. Đặc biệt, các doanh nghiệp đã có nhận thức về ưu, nhược điểm của từng hình thức trả cổ tức (bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu) và đã có sự kết hợp linh hoạt sao cho phù hợp với xu hướng của thị trường.

**Thứ sáu,** Có thể nói hoạt động đầu tư chứng khoán của các doanh nghiệp Công nghiệp trên TTCK đã có những bước tiến đáng kể với số lượng doanh nghiệp công nghiệp tham gia tăng qua các năm, từ những mục đích sử dụng vốn nhân đôi vào đầu tư chứng khoán để tăng thêm hiệu quả đến những mục đích mua cổ phiếu để xâm nhập, nắm quyền điều hành tại các doanh nghiệp là đối thủ cạnh tranh cũng như các doanh nghiệp có liên quan đến hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Tuy nhiên, bên cạnh những doanh nghiệp thành công trong hoạt



động kinh doanh chứng khoán nhờ xác định rõ mục tiêu thì có không ít doanh nghiệp đã phải trả giá khi quá sa đà vào hoạt động kinh doanh chứng khoán. Việc mua bán cổ phiếu một cách tràn lan chạy theo thị trường mà không xác định được giá trị cổ phiếu đầu tư, hay việc thiếu kiến thức kinh nghiệm trong kinh doanh chứng khoán cũng như coi thường giá trị của hoạt động tư vấn đầu tư đã khiến nhiều doanh nghiệp điều đứng khi tham gia đầu tư chứng khoán và con số lỗ do đầu tư chứng khoán 1400 tỷ đồng bằng 19,2% tổng giá trị đầu tư chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp trong năm 2008.

### **b. Những hạn chế**

Mặc dù hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán đã đạt được những thành công đáng khích lệ, nhưng vẫn còn có nhiều hạn chế sau:

**Thứ nhất,** Số lượng các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu ra công chúng chưa nhiều. Trong một thời gian dài, qua trình cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước tương đối khép kín, cổ phần lần đầu của các doanh nghiệp công nghiệp ngoài số cổ phần do Nhà nước nắm giữ, chỉ bán cho người lao động, nhà đầu tư, cá nhân có quan hệ với doanh nghiệp ... Nhà đầu tư nước ngoài có tiềm năng vốn, công nghệ, có năng lực quản lý chỉ được mua số lượng cổ phần theo quy định của chính phủ. Trong số hơn bốn trăm doanh nghiệp công nghiệp cổ phần hoá, có 63 doanh nghiệp không có cổ phiếu bán ra bên ngoài. Như vậy, số lượng cổ phiếu mà các doanh nghiệp dành để bán cho các cổ đông bên ngoài chiếm một tỷ lệ nhỏ nên không đáp ứng được tính đại chúng của một công ty phát hành cổ phiếu ra công chúng. Số doanh nghiệp có tỷ lệ cổ phiếu bán ra bên ngoài dưới 20% vốn điều lệ là 252 doanh nghiệp, chiếm 74% tổng số doanh nghiệp phát hành cổ phiếu ra bên ngoài. Số cổ phiếu bán ưu đãi cho cán bộ công nhân viên, nếu được tính gộp, có thể đáp ứng yêu cầu về tính đại chúng, nhưng số cổ phiếu này không mang đầy đủ các quyền và lợi ích của cổ đông. Trước khi có Nghị định 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 của Chính phủ về chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần, một số doanh nghiệp tự đề ra những quy định riêng, áp đặt cho cổ phiếu do cán bộ công nhân viên của doanh nghiệp như không được chuyển nhượng hoặc nếu chuyển nhượng phải được sự đồng ý của Hội đồng quản trị. Nhiều doanh nghiệp khi tiến hành cổ phần hoá nhưng chỉ là hình thức để chuyển thành công ty cổ phần nội bộ vì có trên 80% cổ phiếu của

doanh nghiệp nắm giữ, số cổ phiếu thuộc sở hữu Nhà nước chưa được bán ra. Do vậy, các nhà đầu tư bên ngoài ít có cơ hội lựa chọn để tham gia đầu tư và trong những năm đầu của thị trường chứng khoán Việt Nam có sự chênh lệch giữa cung và cầu quá lớn.

Nghị định 187 đã cho phép nhà đầu tư chiến lược ở trong nước được mua tối đa 20% số cổ phần với giá ưu đãi. Như vậy, đã có sự khác biệt giữa nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài. Mặt khác, nhà đầu tư chiến lược trong nước cũng khó có thể mua được lượng cổ phần đủ lớn để được tham gia quản lý, điều hành doanh nghiệp. Cũng có những doanh nghiệp xác định nhà đầu tư chiến lược là các doanh nghiệp thành viên trong nội bộ của tổng công ty. Trong số hơn 400 doanh nghiệp cổ phần hóa, chỉ có trên 6 công ty có cổ đông là nhà đầu tư nước ngoài, chiếm xấp xỉ 1,4%. Số cổ phần bán cho nhà đầu tư chiến lược chỉ chiếm 4,3% vốn điều lệ, số cổ phần đấu giá ra bên ngoài chiếm 20,8% vốn điều lệ. Đây là một trong những nguyên nhân chính khiến nhiều doanh nghiệp sau khi cổ phần hóa không có sự thay đổi đáng kể trong cơ chế, phương thức quản lý, quản trị và điều hành hoạt động kinh doanh.

**Thứ hai,** Phương thức bán cổ phần cũng còn hạn chế, cổ phần được bán công khai tại doanh nghiệp cổ phần hóa hoặc tại các tổ chức tài chính trung gian, nhưng quy định về cơ cấu cổ phần lần đầu, quy định về thông tin, hạn chế thông tin đã gây khó khăn cho người muốn tham gia mua cổ phần. Hiện tượng thông thầu, thoái thầu, liên kết trong đấu thầu hoặc mua gom cổ phiếu đã diễn ra, nhưng chưa được giám sát và ngăn chặn. Thực tế khi thị trường đang ở đỉnh cao, đã có rất nhiều cuộc đấu giá, giá cổ phiếu bị đẩy lên rất nhiều so với giá trị thực tế của cổ phiếu, sự chênh lệch giữa mức giá cao nhất và thấp nhất là rất lớn.

Ngược lại với xu thế trên là tình trạng một số lượng lớn các nhà đầu tư đã thông đồng với nhau để bỏ giá thấp, làm cho giá trúng thầu bình quân thấp, chính điều này đã làm thất thoát tài sản của Nhà nước.

Phương thức bán cổ phần dẫn đến giá cổ phần ưu đãi phụ thuộc vào giá bán đấu giá bình quân làm cho người lao động gặp khó khăn khi phải mua cổ phần ưu đãi với giá cao. Cơ chế bán cổ phần ưu đãi cho cán bộ công nhân viên 01 năm công tác là 100 cổ phần với mức 60% giá đấu thành công bình quân, làm cho phần lớn người lao động không giữ được cổ phần (phải bán “lúa non”). Mặt khác với mức được mua cổ phần nói trên, người lao động chỉ chiếm một tỷ lệ rất

nhỏ trong tổng vốn điều lệ của doanh nghiệp (chỉ chiếm 7,8% vốn điều lệ), vì vậy không gắn bó quyền lợi của người lao động với doanh nghiệp.

**Thứ ba,** Cổ phiếu của các DNCN chưa niêm yết, chưa thực sự hấp dẫn đối với nhà đầu tư do tính thanh khoản kém, cơ cấu cổ phiếu không rõ ràng. Nguyên nhân do có nhiều loại cổ phiếu: Cổ phiếu mua trả chậm, cổ phiếu cấp không (cổ phiếu không phải đóng tiền), cổ phiếu do người nước ngoài mua, cổ phiếu của thành viên sáng lập, cổ phiếu nhà nước, cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu phổ thông...

**Thứ tư,** Hoạt động niêm yết cổ phiếu của các doanh nghiệp công nghiệp diễn ra hết sức chậm chạp, số cổ phiếu sau khi phát hành không được niêm yết và giao dịch ngay trên thị trường. Mặc dù số các doanh nghiệp công nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng nhiều, nhưng số các doanh nghiệp đủ các điều kiện để thực hiện niêm yết cổ phiếu trên hai sàn giao dịch chiếm tỷ lệ rất nhỏ. Tại các nước khác, cổ phần hóa đi kèm với việc giao dịch trên TTCK nên tính thanh khoản của cổ phiếu có thể thấy được rõ ràng ngay sau khi phát hành. Đối với nước ta, hai quá trình này tách bạch hoàn toàn và thông thường thời gian từ khi cổ phần hóa đến khi thực hiện niêm yết và giao dịch trên TTCK quá lâu cũng làm giảm tính hấp dẫn đối với các nhà đầu tư. Tại Điều 1, Thông tư số: 59/2004/TT-BTC của Bộ tài chính đã quy định điều kiện để một Công ty được niêm yết cổ phiếu là Công ty có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm xin cấp phép niêm yết tối thiểu từ 05 tỷ đồng trở lên. Có tình hình tài chính lành mạnh; Có lợi nhuận sau thuế trong 02 năm liên tục liền trước năm xin phép niêm yết là số dương, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến thời điểm xin cấp phép niêm yết; Đối với doanh nghiệp thực hiện chuyển đổi thành công ty cổ phần, thời gian 02 năm liên tục có lãi liền trước năm xin phép niêm yết là bao gồm cả thời gian trước khi chuyển đổi; Đối với doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hoá và niêm yết ngay trên thị trường chứng khoán trong vòng 01 năm sau khi thực hiện chuyển đổi, hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm xin phép phải có lãi; Các cổ đông là thành viên Hội đồng quản trị, Ban Giám đốc, Ban Kiểm soát của công ty phải cam kết nắm giữ ít nhất 50% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 03 năm, kể từ ngày niêm yết, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu Nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ, ngoài ra còn một vài các điều kiện khác. Do vậy, tính đến thời điểm 31/12/2008 mới chỉ có 103 doanh nghiệp công nghiệp thực hiện niêm yết chứng khoán, so với tổng số các doanh nghiệp đã thực hiện trên thị

trường chứng khoán, số các doanh nghiệp công nghiệp thực hiện niêm yết trên thị trường tập trung vẫn chiếm một tỷ lệ rất nhỏ.

Trong giai đoạn đầu, quan niệm của một số lãnh đạo doanh nghiệp chưa thông suốt trong việc tham gia thị trường chứng khoán: Giữ gìn bí mật các bí quyết kinh doanh với việc công khai thông tin doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Trình độ quản lý của cán bộ quản lý tại một số doanh nghiệp chưa đáp ứng yêu cầu đòi hỏi của một công ty khi tham gia thị trường chứng khoán. Hơn nữa, điều kiện để tham gia thị trường chứng khoán tương đối cao so với thực tế hoạt động của các doanh nghiệp nhất là đối với những doanh nghiệp tham gia niêm yết (*vốn điều lệ, số lượng cổ đông bên ngoài, số lượng cổ phiếu bán ra...*), trong số hơn 390 doanh nghiệp cổ phần hoá có 178 doanh nghiệp có vốn điều lệ dưới 5 tỷ đồng, vì vậy, không đủ điều kiện để thực hiện niêm yết trên thị trường. Chính vì vậy, đã làm cho quá trình niêm yết cổ phiếu của các doanh nghiệp diễn ra chậm chạp. Đặc biệt, trong giai đoạn suy thoái của thị trường từ cuối năm 2007 đến 31/06/2008, hầu như các doanh nghiệp chưa cổ phần hoá cũng như các doanh nghiệp cổ phần hoá không quan tâm nhiều đến việc thực hiện niêm yết cổ phiếu, hoạt động này dường như bị bỏ quên, trong suốt sáu tháng đầu năm, chỉ có duy nhất Công ty cổ phần Điện Quang được cấp giấy phép niêm yết và chính thức giao dịch vào ngày 21/2/2008.

**Thứ năm,** Các doanh nghiệp tham gia trên thị trường chứng khoán chủ yếu là các doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ, cơ cấu phân tán. Trong số các doanh nghiệp đã được cổ phần hoá có 275 doanh nghiệp có vốn điều lệ dưới 10 tỷ đồng, chiếm 74% tổng số các doanh nghiệp đã được cổ phần hoá. Số các doanh nghiệp có số cổ phần do Nhà nước nắm giữ trên 51% cổ phần phát hành lần đầu tương đối lớn. Có khoảng 228 doanh nghiệp, chiếm 55% tổng số doanh nghiệp công nghiệp cổ phần, trong đó phần lớn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Các doanh nghiệp này chủ yếu bán phần vốn hiện có, chưa mở rộng để huy động thêm vốn. Số lượng cổ phần bán ra bên ngoài cũng thấp nên hạn chế khả năng tham gia góp vốn của các nhà đầu tư tiềm năng, có trình độ quản lý, đồng thời không tạo thêm nguồn hàng mới cung cấp cho TTCK.

**Thứ sáu,** Hoạt động trả cổ tức của các DNCN còn bộc lộ một số hạn chế: Thứ nhất, còn có hiện tượng doanh nghiệp công bố trước tỷ lệ trả cổ tức, thậm chí là ứng trước một phần cổ tức, tuy nhiên, sau đó lại không thực hiện trả cổ tức

đúng như cam kết ban đầu, điển hình là trường hợp của Công ty Cổ phần Bibica. Theo kế hoạch chia cổ tức, năm 2003 của Bibica dự kiến mức cổ tức 12-13% cho cổ đông và Công ty đã tạm ứng trước cho cổ đông 5%. Việc tạm ứng cổ tức đã dựa trên mục tiêu "khả quan" và được chứng minh bởi con số lãi là 4,1 tỷ đồng trong 3 quý đầu năm 2002. Sau một thời gian khát lần, khát lượt báo cáo tài chính cuối cùng Bibica đã "bất ngờ" công bố lỗ 5,4 tỷ đồng. Khoản tạm ứng cổ tức 5% trở thành lỗi vi phạm của Bibica không những đối với cổ đông mà còn đối với cơ quan quản lý nhà nước. Thứ hai, nhiều doanh nghiệp chạy theo việc thỏa mãn nhu cầu của các nhà đầu tư ngắn hạn hơn là việc phát triển bền vững của doanh nghiệp. Nhiều doanh nghiệp thu được bao nhiêu lợi nhuận thì trả cổ tức hết cho cổ đông mà không giữ lại một phần lợi nhuận để tích lũy và mở rộng sản xuất kinh doanh, trong khi lại phải vay vốn ngân hàng với lãi suất cao. Theo số liệu thống kê thu thập được thì một số doanh nghiệp có tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức vượt với lợi nhuận của năm đó kiếm được nên phải dùng lợi nhuận lũy kế từ các năm trước để trả cho các cổ đông. Ví dụ, công ty Cổ phần nước giải khát Sài Gòn (TRI) đặt mục tiêu trả cổ tức 15%/năm, khi không đạt lợi nhuận cả năm TRI đã phải dùng lợi nhuận lũy kế của năm trước trả cho cổ đông.

**Thứ bảy,** Hoạt động đầu tư chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp còn chưa mang tính chuyên nghiệp, các doanh nghiệp chưa xác định được một chiến lược lâu dài, chưa xác định được cơ cấu danh mục đầu tư một cách có hiệu quả. Chưa có một đội ngũ cán bộ có kỹ năng chuyên sâu về hoạt động đầu tư chứng khoán, chưa được đào tạo một cách bài bản về thị trường chứng khoán và đầu tư chứng khoán. Vì thế hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp chưa mang tính chuyên nghiệp, còn mang tính tự phát, đầu tư theo phong trào hoặc bầy đàn. Trong thời gian qua, với sự suy giảm của nền kinh tế vĩ mô, thị trường chứng khoán Việt Nam đã bước vào giai đoạn suy thoái một thời gian dài, rất nhiều giá cổ phiếu của các công ty đã mất đi từ 50-80 giá trị, thậm chí có nhiều cổ phiếu trên thị trường chứng khoán tập trung và thị trường OTC giảm xuống dưới mệnh giá. Nguyên nhân của sự suy thoái này chính là chưa có những nhà đầu tư chuyên nghiệp, có khả năng phân tích và dự báo diễn biến thị trường, nên nhiều doanh nghiệp đã không có những phản ứng tích cực, thực hiện cắt lỗ kịp thời nên đã dẫn đến tình trạng lỗ do đầu tư kinh doanh chứng khoán rất nhiều.

**Thứ tám,** Hoạt động sản xuất kinh doanh của một số doanh nghiệp sau khi niêm yết không thực sự hiệu quả, có một số doanh nghiệp đã rất thành công trong việc phát hành cổ phiếu, tuy nhiên sau đó doanh nghiệp lại sử dụng không có hiệu quả nguồn vốn thu về từ hoạt động phát hành, cá biệt còn có những doanh nghiệp thua lỗ nặng trong vài năm liền, Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã phải tạm ngừng giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp trong một thời gian, gây ra tổn thất cả về vật chất lẫn niềm tin của các nhà đầu tư. Điển hình là trường hợp Công ty Bông Bạch Tuyết (BBT). Với vị thế gần như độc quyền trong lĩnh vực sản xuất và cung cấp các loại bông, băng y tế, tuy nhiên, sau khi thực hiện cổ phần hóa, trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của mình, BBT đã không tận dụng ưu thế chi phối về thị phần sản phẩm, không duy trì được tốc độ tăng trưởng hàng năm. Chính vì thế, từ năm 2007, BBT kinh doanh không có lãi. Mặt khác, BBT đã không thực hiện đúng chuẩn mực kế toán, ghi doanh số không và không minh bạch đã làm mất niềm tin từ các nhà đầu tư.

Thực tế BBT đã thua lỗ trong 2 năm liên tiếp (2006 và 2007). Tuy nhiên, theo như báo cáo tài chính đã kiểm toán của BBT trong năm 2006, BBT lãi 2,2 tỷ đồng, song sau khi hồi tố lại các khoản mục bất hợp lý, BBT đã điều chỉnh lại báo cáo kiểm toán và báo lỗ tới trên 8,4 tỷ đồng. Kết hợp với kết quả kiểm toán của năm 2007 mới được đệ trình, công ty này lỗ tiếp 6,8 tỷ, BBT đã bị ngừng giao dịch từ ngày 11/07/2008 đến ngày 21/07/2008.

**Thứ chín,** Hoạt động phát hành trái phiếu của các Doanh nghiệp Công nghiệp chưa được quan tâm đúng mức, bản thân nhiều doanh nghiệp Công nghiệp muốn phát hành trái phiếu nhưng lại ngại tính minh bạch, ngại công bố thông tin, ngại chịu sự kiểm toán.... Về phía nhà đầu tư: luôn lo lắng về độ an toàn của trái phiếu doanh nghiệp trong trường hợp doanh nghiệp thua lỗ phá sản không có khả năng trả nợ; tính thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp thấp cũng là một vấn đề cần xem xét. Không giống như trái phiếu Chính Phủ, hoặc những loại trái phiếu có bảo lãnh của Chính Phủ các nhà đầu tư có thể mua bán trên thị trường hoặc thế chấp trái phiếu vay vốn thì trái phiếu doanh nghiệp dường như không làm được điều đó và thông thường trái phiếu doanh nghiệp được giữ cho đến khi đáo hạn. Lợi tức của trái phiếu doanh nghiệp không quá hấp dẫn so với trái phiếu chính phủ nếu so sánh với những rủi ro khi đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và đây cũng là một điểm yếu nữa của trái phiếu doanh

nghiệp. Về phía thị trường: Thiếu các công cụ hỗ trợ cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp, chưa có hệ thống định mức tín nhiệm doanh nghiệp, thiếu các tổ chức bảo lãnh phát hành, bảo hiểm trái phiếu doanh nghiệp.

Đối với hoạt động phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ thì doanh nghiệp phát hành lại chịu rủi ro rất lớn về tỷ giá. Còn đối với các nhà đầu tư nước ngoài khó khăn trong việc chuyển đổi từ VND sang ngoại tệ cũng như biến động lớn về tỷ giá cũng làm tăng sự e ngại đối với trái phiếu doanh nghiệp.

#### **Mười là, Hoạt động công bố thông tin.**

Hoạt động công bố thông tin của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán với mục đích đưa đến cho các cổ đông và các cơ quan quản lý Nhà nước bức tranh tổng thể về các hoạt động của doanh nghiệp. Với vai trò như vậy hoạt động công bố thông tin được coi là một nghĩa vụ bắt buộc đối với các doanh nghiệp niêm yết.

Thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời từ năm 2000, nhưng chỉ đến khi TTCK có sự bùng nổ trong năm 2006 – 2007 và sụt giảm mạnh trong năm 2008 thì vấn đề công bố thông tin mới được đánh giá một cách nghiêm túc. Không phải tự nhiên mà UBCKNN đã đặt mục tiêu cho năm 2009 là năm chấn chỉnh hoạt động công bố thông tin của các doanh nghiệp niêm yết.

Trong năm 2008, khi thị trường chứng khoán có sự sụt giảm mạnh mẽ thì cũng là lúc những vấn đề minh bạch trong việc công bố thông tin mới được quan tâm đúng mức. Phát súng đầu tiên phải kể đến vụ việc của Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết (BBT) là một công ty tham gia niêm yết khá sớm trên TTCK từ năm 2004, lẽ ra với việc tham gia thị trường chứng khoán khá sớm hơn ai hết BBT phải hiểu nghĩa vụ công bố thông tin chính xác và trung thực, tuy nhiên, chỉ đến khi bị phanh phui những khoản lợi nhuận trong các năm 2006 – 2007 thực chất là những khoản thua lỗ thì các cổ đông mới té ngửa và việc BBT đã che dấu được các khoản lỗ là nhờ sự tiếp tay của công ty kiểm toán.

Sự phát triển vượt bậc của thị trường chứng khoán đã thu hút rất nhiều nhà đầu tư, không chỉ vậy các công ty niêm yết cũng tham gia vào đầu tư tài chính với mong muốn thu được lợi nhuận từ những khoản vốn nhàn rỗi: Năm 2007 lợi nhuận từ hoạt động tài chính của HAP gấp khoảng 5 lần lợi nhuận gộp của chính HAP, đầu tư chứng khoán cũng mang về khoảng 1.000 tỷ đồng lợi nhuận trong tổng số lợi nhuận của ACB năm 2007. Con số các công ty đầu tư tài chính thành

công có đến hàng chục đơn cử như REE, CMC, TDH, STB, NLC... Mọi chuyện sẽ chẳng có vấn đề gì nếu TTCK vẫn tiếp tục phát triển. Nhưng sự sụt giảm nghiêm trọng của thị trường chứng khoán đã nảy sinh nhiều hệ lụy. Nếu tính từ đầu năm 2008, lúc Vn-Index ở mức 921,07 điểm thì cho đến 31/12/2008 chỉ số này chỉ là 315,62 đã mất đi 65,7% giá trị. Sự sụt giảm mạnh mẽ của TTCK đã khiến rất nhiều nhà đầu tư trở nên thua lỗ nặng, và những công ty tham gia sâu vào đầu tư tài chính khó có thể tránh khỏi sự thiệt hại do thị trường. Tuy nhiên cách hành xử của họ đối với khoản thua lỗ từ hoạt động tài chính này lại rất khác nhau. Có một vài doanh nghiệp đã công khai các khoản thua lỗ này để thể hiện sự minh bạch trong báo cáo tài chính của mình, điển hình nhất chính là CTCP cơ điện lạnh REE những cũng có những doanh nghiệp đã lập lờ và chỉ đến khi những khoản lợi nhuận lớn như đã công bố không còn và thay vào đó là những khoản lỗ lớn thì mọi chuyện mới được làm sáng tỏ.

Theo số liệu BCTC hợp nhất năm 2008 của Công ty cổ phần Kinh Đô (KDC) đã lập trước khi kiểm toán thì lợi nhuận trước thuế là 142,3 tỷ đồng. Tuy nhiên, sau khi kiểm toán thì lỗ trước thuế là -61,7 tỷ đồng, chênh lệch 203 tỷ đồng. Hay như trường hợp của Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn Tribeco (TRI), khó có thể tưởng tượng doanh nghiệp này lại có thể lỗ tới trên 145 tỉ đồng chỉ trong quý 4/2008 để rồi lũy kế cả năm, TRI lỗ 143,708 tỉ đồng, trong khi tổng kết Quý III/2009 TRI vẫn lãi 505 triệu đồng. TRI đã bị UBCKNN đưa vào danh sách kiểm soát đặc biệt.

Bên cạnh việc lập lờ trong công bố thông tin, thì việc chậm trễ công bố thông tin theo quy định của các doanh nghiệp niêm yết diễn ra thường xuyên và phổ biến và UBCKNN đã có văn bản yêu cầu chấn chỉnh công tác kế toán và công bố thông tin đối với các doanh nghiệp niêm yết. Bên cạnh vấn đề công bố thông tin của các doanh nghiệp niêm yết thì nghĩa vụ công bố thông tin đối với các thành viên trong Ban Điều hành, HĐQT hay các cổ đông lớn trong thời gian qua cũng gây nhiều bức xúc cho các nhà đầu tư. Tình trạng mua bán cổ phiếu mà không công bố thông tin, việc giải trình lý do một cách chung chung và cam kết không tái phạm diễn ra phổ biến. Về phía UBCKNN những chế tài hiện này là chưa đủ mạnh và không rõ ràng mang nặng cảm tính theo mức độ nặng nhẹ nhắc nhở hoặc phạt tiền. Hàng loạt doanh nghiệp khác công bố thông tin sai lệch, lỗ



thành lãi; không trích quỹ dự phòng... trong thời gian qua đã khiến vấn đề công bố thông tin của các công ty niêm yết trở thành vấn đề nhức nhối trên thị trường chứng khoán.

**Mười một là,** mặc dù hoạt động sử dụng vốn thặng dư của các doanh nghiệp đã đạt được những kết quả đáng khích lệ như đã nêu ở phần trên, tuy nhiên, hoạt động này vẫn còn nhiều hạn chế. Một số doanh nghiệp thu được khoản thặng dư vốn lớn hơn nhiều số vốn huy động dự kiến, doanh nghiệp rơi vào tình trạng sử dụng vốn ngẫu nhiên, làm giảm hiệu quả sử dụng đồng vốn. Một số doanh nghiệp dung vốn thặng dư để đầu tư quá nhiều vào chứng khoán, khi thị trường suy giảm doanh nghiệp phải đứng trước khả năng bị âm nguồn vốn. Thậm chí có doanh nghiệp đã sử dụng vốn thặng dư thu được để trả nợ, sau khi huy động được một số tiền không nhỏ, doanh nghiệp chỉ sử dụng một phần vào việc triển khai dự án như trong hồ sơ xin phát hành, còn lại dùng để trang trải các khoản nợ ngân hàng đã vay từ trước.

Nguyên nhân của của tình trạng này là do cơ chế "mềm" ở nước ta nên việc huy động vốn của doanh nghiệp không dựa vào một số tiền cụ thể, không được xác định theo dự án và kế hoạch sử dụng, mà thường căn cứ vào một mức chuẩn là tăng vốn điều lệ. Do đó, thặng dư đem về có thể rất lớn, số tiền thu về vượt xa mong đợi và doanh nghiệp dễ có những quyết định "ngẫu hứng" để đầu tư. Lý do thứ hai là nhiều doanh nghiệp không có dự án hay kế hoạch sử dụng vốn rõ ràng. Việc huy động vốn có khi chỉ là tăng quy mô (vốn điều lệ lớn) hoặc đầu tư tài chính. Với các trường hợp này, dự án hay kế hoạch thường chỉ là vấn đề thủ tục. Nếu chạy theo ngắn hạn mà sai lầm trong tính toán thì thiệt hại sẽ khó lường.

Và cuối cùng, hoạt động quản lý rủi ro trong các doanh nghiệp chưa được thực sự quan tâm, hầu hết các doanh nghiệp chưa hình thành được bộ phận quản lý rủi ro chuyên biệt độc lập với hoạt động kinh doanh, khái niệm quản lý rủi ro đối với các doanh nghiệp còn hết sức mơ hồ, doanh nghiệp chưa ý thức được tầm quan trọng cũng như sự cần thiết của công tác quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của mình, đặc biệt là hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán, vì vậy khi có sự cố rủi ro xảy ra các doanh nghiệp rất lúng túng trong quá trình xử lý sự cố.

### **c. Nguyên nhân của những hạn chế.**

#### **Thứ nhất, Chính sách điều hành kinh tế vĩ mô còn nhiều bất cập.**

Những chính sách điều hành vĩ mô của Chính phủ có thể là nguyên nhân hạn chế hay khuyến khích động lực cho hoạt động tài chính của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Thời gian qua, nhiều chính sách chủ trương của Chính phủ được ban hành, đặc biệt với sự ra đời của Luật chứng khoán đã tạo ra được khung pháp lý cho hoạt động chứng khoán, tuy vậy, vẫn còn chưa đủ tác dụng kích thích các doanh nghiệp tham gia TTCK. Ngoài ra, việc điều hành phối hợp thiếu đồng bộ giữa các bộ, ngành cũng làm hạn chế hoạt động tài chính của các doanh nghiệp trên thị trường.

Cơ chế, chính sách về cổ phần hóa DNNN ngày càng được hoàn thiện, nhưng xét cả quá trình thì việc ban hành còn chậm, thiếu đồng bộ, phải thay đổi, điều chỉnh bổ sung nhiều lần gây khó khăn, vướng mắc cho việc thực hiện cổ phần hóa. Quy trình cổ phần hóa còn phức tạp, một số nội dung chưa phù hợp, thiếu cụ thể, thủ tục rườm rà như xác định giá trị doanh nghiệp, xác định giá trị quyền sử dụng đất, trình tự thủ tục chuyển giao quyền sử dụng đất, xác lập quyền sở hữu tài sản cho công ty cổ phần, tiêu chí xác định cổ đông chiến lược, phương pháp xác định giá trị tài sản doanh nghiệp, xác định giá trị doanh nghiệp còn những bất cập. Chưa có tiêu chuẩn và phương pháp cụ thể để xác định giá trị thương hiệu, giá trị tiềm năng, lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp.

Các chính sách liên quan trực tiếp đến quản lý điều hành thị trường chưa đủ mạnh để kích thích doanh nghiệp tham gia vào thị trường chứng khoán. Theo kinh nghiệm của các thị trường khác, cần áp dụng những ưu đãi để khuyến khích công ty trở thành công ty đại chúng. Chính phủ các nước đều thực thi các biện pháp miễn thuế hoặc giảm thuế thu nhập cho công ty trong thời gian đầu khi phát hành ra công chúng. Ngoài ra, các chính sách ưu đãi khác như ưu tiên trong quan hệ tín dụng, việc dùng chứng khoán để thế chấp khi vay tín dụng hay được nhà nước hỗ trợ để quảng bá hình ảnh của công ty ra bên ngoài... Đối với TTCK Việt Nam, một số chính sách miễn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế giá trị gia tăng... cho các doanh nghiệp phát hành đã được ban hành và áp dụng nhưng chưa đủ mạnh để khuyến khích các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu ra công chúng. Quy định hiện hành cho phép các công ty niêm yết được miễn 50% thuế thu nhập trong vòng 2 năm, trong khi đó các công ty thực hiện cổ phần hoá được

miễn thuế thu nhập trong vòng 1 năm và giảm 50% thuế thu nhập trong 2 năm liên tiếp.

Bên cạnh đó, các doanh nghiệp nhà nước lớn hay doanh nghiệp trong các ngành chủ chốt còn tồn tại chủ trương bao cấp, đây là yếu tố rất hạn chế khi các doanh nghiệp triển khai các hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán. Thiếu các doanh nghiệp lớn và hấp dẫn phát hành để tạo ra “hiệu ứng” dây chuyền cho các doanh nghiệp khác tham gia phát hành và giao dịch trên thị trường đã gây lên tâm lý tiêu cực đối với việc khuyến khích doanh nghiệp thực hiện phát hành và niêm yết chứng khoán. Tâm lý nghe ngóng và bắt chước là chuyện dễ hiểu trong môi trường kinh doanh. Mặc dù UBCKNN đã nhiều khuyến nghị, nhưng chủ trương của Chính phủ tiếp tục không chuyển đổi sở hữu trong các doanh nghiệp lớn thuộc các lĩnh vực nêu trên làm cho quyết định tham gia TTCK của các doanh nghiệp khác bị hạn chế.

Những quy định bất bình đẳng giữa các công ty phát hành cổ phiếu ra công chúng và những công ty khác. Mâu thuẫn lớn nhất hiện nay giữa doanh nghiệp thực hiện phát hành và niêm yết chứng khoán và các doanh nghiệp khác là các yêu cầu về công bố thông tin. Những doanh nghiệp muốn thực hiện phát hành và niêm yết chứng khoán phải đáp ứng được tất cả những yêu cầu về thông tin do UBCKNN quy định. Những thông tin này rất đa dạng: từ cơ cấu cổ đông sở hữu, mục tiêu và chiến lược kinh doanh cho đến cả các báo cáo tài chính. Đối với các doanh nghiệp đã thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng, càng phải duy trì chế độ công bố thông tin do cơ quan quản lý là UBCKNN quy định. Việc duy trì chế độ thông tin này còn là để đáp ứng được các yêu cầu của các cổ đông của công ty. Tất cả những hoạt động nhằm chấp hành nghiêm chỉnh các quy định của cơ quan quản lý phát hành về công bố thông tin, định kỳ báo cáo, cung cấp định kỳ số liệu kiểm toán... Trong khi đó, các công ty không thực hiện phát hành ra công chúng không bị bất cứ ràng buộc hay quy định nào về chế độ công bố thông tin. Ngoài ra, nếu các công ty này muốn tăng vốn thì phải trải qua những thủ tục xin phép phát hành rất phức tạp, trong khi những công ty khác có thể thực hiện điều này một cách rất dễ dàng bằng cách thực hiện theo Luật doanh nghiệp, mà không cần phải xin phép hay phải thực hiện bất kỳ công bố thông tin, kiểm toán nào.

**Thứ hai**, Do sự suy thoái của nền kinh tế thế giới nói chung và của nền kinh tế Việt Nam nói riêng. Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang khó khăn, lạm phát gia tăng, diễn biến tỷ giá giữa đồng Đô la và Việt Nam đồng có nhiều biến động, Chính phủ phải thực hiện hàng loạt các biện pháp kiểm soát lạm phát, thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc của các ngân hàng, yêu cầu các ngân hàng mua tín phiếu bắt buộc. Trong thời gian qua, do nhu cầu vay vốn trung và dài hạn tăng mạnh, đã diễn ra sự thay đổi lãi suất một cách liên tục, thậm chí thay đổi theo ngày, chính vì thế đã diễn ra một cuộc chạy đua tăng lãi suất giữa các ngân hàng rất khốc liệt. Mặt khác, do tâm lý cạnh tranh theo kiểu “anh làm tôi làm” nên ngân hàng nào cũng đua nhau tung ra các chiêu bài hấp dẫn để cạnh tranh thu hút vốn, điều này khiến cho mặt bằng lãi suất chung huy động vốn bị đẩy lên rất cao. Mặt bằng lãi suất của các ngân hàng bị ảnh hưởng đến tình hình phát hành cổ phiếu ra công chúng của các doanh nghiệp trên phương diện sau: **Thứ nhất**, các nhà đầu tư bị lãi suất cao hấp dẫn nên đã đổ tiền vào tiết kiệm. Lượng tiền dành để mua cổ phiếu vì thế bị hạn chế. Như vậy, các doanh nghiệp phát hành sẽ khó bán hết được cổ phiếu đã phát hành, điều này làm giảm sút động lực phát hành cổ phiếu ra công chúng của các doanh nghiệp. **Thứ hai**, do tác động của mặt bằng lãi suất, cổ phiếu phát hành bị sức ép rất nặng nề về tỷ lệ cổ tức trả. Được coi là có độ rủi ro cao hơn, cổ phiếu phát hành của các doanh nghiệp phải đảm bảo tỷ lệ cổ tức trả hấp dẫn hơn so với lãi suất tiết kiệm. Điều này thực sự gây khó khăn cho các doanh nghiệp, nhất là trong bối cảnh cạnh tranh giữa các doanh nghiệp ngày càng gay gắt và bản thân các doanh nghiệp còn thiếu nhiều các dự án hiệu quả.

**Thứ ba**, Tổ chức và điều hành thị trường trong giai đoạn trước khi có sự ra đời của Luật chứng khoán còn nhiều lúng túng.

Quản lý nhà nước về hoạt động phát hành chứng khoán trong một thời gian dài còn nhiều bất cập. UBCKNN được giao trách nhiệm là cơ quan quản lý cao nhất về các vấn đề liên quan đến chứng khoán và thị trường chứng khoán nhưng trên thực tế, việc quản lý các doanh nghiệp phát hành lại do nhiều cơ quan tham gia. Trước đây, theo nghị định 48/1998/NĐ-CP, UBCKNN chỉ quản lý các doanh nghiệp phát hành ra công chúng để thực hiện niêm yết và giao dịch trên TTCK. Các doanh nghiệp khác thực hiện phát hành cổ phiếu ra bên ngoài lại thuộc diện quản lý của các Bộ ngành chủ quản. Thậm chí các doanh nghiệp cổ

phần cũng có thể dễ dàng phát hành cổ phiếu theo luật doanh nghiệp mà không bị quản lý bởi bất cứ cơ quan nào. Điều này tất yếu dẫn đến việc mâu thuẫn trong các quy định liên quan đến các tiêu chuẩn phát hành, các phương thức thực hiện... Hậu quả tất yếu là gây ra nhiều khó khăn cho công tác tổ chức điều hành thị trường, gây lãng phí và tổn kém cho các doanh nghiệp phát hành khi muốn thực hiện niêm yết và giao dịch trên TTCK tập trung. Chỉ đến khi Luật chứng khoán ra đời thì hạn chế này đã được khắc phục, tất cả các doanh nghiệp thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng phải đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Trước khi có nghị định 66/2004/NĐ-CP về việc chuyển UBCKNN về Bộ Tài Chính, vai trò chỉ đạo điều hành thị trường của UNCKNN đã có nhiều bất cập. Tuy là cơ quan quản lý cao nhất điều hành mọi hoạt động của TTCK nhưng những vướng mắc trong cơ chế hoạt động lại không dễ tháo gỡ làm cho công tác chỉ đạo và điều hành thị trường trở nên lúng túng. Là cơ quan thuộc Chính phủ nên UBCKNN không được ban hành văn bản pháp quy. Mọi văn bản thông tư hướng dẫn thị trường sau khi được UBCKNN soạn thảo phải chuyển cho Bộ Tài chính hay Văn Phòng Chính phủ để ký ban hành. Quy trình hoạt động như vậy dễ dẫn đến những ách tắc hoặc chậm trễ để văn bản sớm có hiệu lực. Điều này là một cản trở không nhỏ vì những biến động của thị trường rất đa dạng và khó lường cần sớm được giải quyết.

Cách thức tổ chức thị trường của nước ta hiện chưa phù hợp để khuyến khích doanh nghiệp phát hành và giao dịch trên thị trường. Tại các nước khác, quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước được tiến hành trên cơ sở niêm yết. Một công ty kết thúc đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng sẽ xin niêm yết ngay tại Sở giao dịch chứng khoán. Tuy nhiên, Việt Nam không nằm trong số những nước đó. Do các công ty cổ phần hầu như chưa thực hiện việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng nên có việc tách rời giữa phát hành và niêm yết là đương nhiên. Thời gian giữa phát hành và niêm yết kéo dài làm cho giá cổ phiếu bị biến động theo chiều hướng không phản ánh khách quan chất lượng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đó. Ngoài ra, do môi trường giao dịch trao tay không được chính thức công nhận nên giá cổ phiếu được hình thành thông qua môi trường giao dịch này còn bị biến dạng vì nhiều yếu tố đầu cơ. Một số các công ty cổ phần có số lượng cổ đông bên ngoài khá đông nhưng cũng

không có giao dịch trên thị trường giao dịch tập trung. Giá cổ phiếu được hình thành chủ yếu thông qua thị trường chợ đen không chính thức.

Thị trường giao dịch cho doanh nghiệp vừa và nhỏ chưa hình thành nên không khuyến khích được các doanh nghiệp loại này thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng. Theo quyết định số 127/1998QĐ-TTg ngày 11 tháng 7 năm 1998 của Thủ tướng chính phủ, địa điểm để thực hiện giao dịch cho chứng khoán phát hành của các doanh nghiệp Việt Nam là trung tâm giao dịch chứng khoán tại Hà Nội và Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. SGDCK TP HCM là địa điểm giao dịch dành cho các doanh nghiệp có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên. SGDCK Hà Nội là địa điểm giao dịch dành cho doanh nghiệp vừa và nhỏ có vốn từ 5 tỷ đến dưới 10 tỷ. Thực tế, số doanh nghiệp công nghiệp có vốn điều lệ dưới 5 tỷ chiếm một tỷ lệ tương đối lớn, thấp hơn nhiều so với tiêu chuẩn về vốn để niêm yết tại SGDCK TP HCM. Thị trường dành cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ chưa hình thành làm cản trở việc trở thành công ty đại chúng của các doanh nghiệp này. SGDCK TP HCM chỉ dành cho các doanh nghiệp có vốn 10 tỷ đồng trở lên. Điều này có lý khi muốn tạo nên một thị trường của các loại hàng hoá có chất lượng cao. Tuy nhiên, các doanh nghiệp nhỏ, vốn chiếm một tỷ trọng lớn ở nước ta, và các doanh nghiệp công nghệ cao có tiềm năng phát triển cũng rất cần một địa điểm giao dịch được tổ chức nghiêm túc để hợp pháp hoá việc giao dịch và tăng thêm uy tín của cổ phiếu phát hành. Hiện nay, theo quan điểm của nhiều chuyên gia, việc tổ chức một sàn giao dịch riêng cho các đối tượng là doanh nghiệp vừa và nhỏ giao dịch tại Hà Nội là kém khả thi vì không thiết lập được một thị trường sơ cấp. Dù vậy, việc thiết lập một sân chơi cho loại hình doanh nghiệp này vẫn là cần thiết và cần có kế hoạch tiếp tục nghiên cứu và lựa chọn hướng đi phù hợp cho việc giao dịch cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Thị trường giao dịch tập trung cho các công ty cổ phần chưa niêm yết vẫn chưa được triển khai, mặc dù Trung tâm lưu ký chứng khoán đã xây dựng đề án mô hình thị trường OTC, theo đó, các công ty cổ phần đại chúng khi phát hành cổ phiếu cũng sẽ phải lưu ký cổ phiếu tại Trung tâm lưu ký chứng khoán. Nhà đầu tư cũng phải mở tài khoản, ký quỹ tại công ty chứng khoán khi thực hiện giao dịch mua hoặc bán cổ phiếu. Các hoạt động giao dịch mua, bán cổ phiếu của nhà đầu tư đều được thực hiện trên sàn giao dịch OTC theo phương thức

thoả thuận. Như vậy, sẽ khắc phục được những hạn chế như hiện nay. Thị trường giao dịch cổ phiếu của các công ty chưa niêm yết đang diễn ra hết sức sôi động nhưng theo kiểu thị trường ngầm vì chưa được hợp thức hoá. Trên thực tế, các công ty thực hiện bán cổ phần cho các nhà đầu tư bên ngoài công ty là nhằm đạt được mục đích huy động vốn và để nâng cao tính thanh khoản cho cổ phiếu của công ty mình. Tuy nhiên, vì thị trường giao dịch cổ phiếu không niêm yết không được chính thức thừa nhận nên người đầu tư muốn tìm mua cổ phiếu của các doanh nghiệp loại này không biết tìm kiếm những thông tin về phát hành cổ phiếu ở đâu và những người đã mua cổ phiếu rồi thì không biết sau này bán cho ai. Hiện nay, cổ phiếu của các công ty cổ phần hoá và công ty thành lập mới theo Luật Doanh nghiệp, nếu chưa được niêm yết và giao dịch tại thị trường tập trung thì việc chuyển nhượng mua bán trên thị trường tự do thông qua các tổ chức, cá nhân môi giới chưa được cấp phép hành nghề của cơ quan quản lý. Nếu xét về mặt pháp luật, thị trường này không vi phạm luật pháp nhưng chưa được pháp luật chuyên ngành chứng khoán điều chỉnh. Nếu xét từ khía cạnh tổ chức và quản lý hoạt động giao dịch chứng khoán, thị trường này chưa được tổ chức chặt chẽ, thuận tiện và được pháp luật chuyên ngành chứng khoán điều chỉnh để bảo vệ người đầu tư nên chứa đựng nhiều yếu tố rủi ro.

Công tác điều hành thị trường tỏ ra có nhiều lúng túng. Hai vấn đề liên quan đến phát hành cổ phiếu ra công chúng vẫn còn mang tính thời sự là công tác định giá cổ phiếu khi phát hành và phương thức thực hiện chào bán ra công chúng. Giá tham chiếu của cổ phiếu được xác định theo cách nào đối với cổ phiếu phát hành là vấn đề thường xuyên nhận được sự quan tâm của công chúng đầu tư và những nhà nghiên cứu. Đối với các doanh nghiệp thực hiện cổ phần hoá, giá cổ phiếu được xác định trên cơ sở tính giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khâu xác định giá trị các doanh nghiệp cổ phần hoá luôn là bài toán nan giải cho công tác quản lý. Mặc dù Bộ Tài chính đã ban hành nhiều văn bản hướng dẫn, nhưng công tác định giá doanh nghiệp vẫn còn nhiều vướng mắc. Khó khăn nhất vẫn là công tác xác định giá trị quyền sử dụng đất khi đưa vào giá trị doanh nghiệp. Đối với các doanh nghiệp cổ phần thực hiện phát hành ra bên ngoài, thường ấn định một mức giá cố định trên cơ sở tham khảo giá trên thị trường. Cách làm này quá cứng nhắc và thiếu tính thị trường, nhất là trong bối cảnh xác định giá trị doanh nghiệp còn vướng mắc. Do giá giao dịch được ấn

định thiếu khách quan, thường ở mức thấp, nên dẫn đến việc mất cân bằng về cung cầu trên thị trường.

Phương thức chào bán cổ phiếu ra công chúng quá đơn giản và không có tính chuyên nghiệp. Một thời gian dài cổ phiếu chủ yếu thực hiện theo phương thức chào giá cố định. Tổ chức phát hành sẽ ấn định một mức giá cố định để chào bán cho công chúng đầu tư ở bên ngoài. Do công tác định giá còn nhiều bất cập cộng với tính không chuyên nghiệp trong chào bán cổ phiếu nên kết quả chào bán thường không được như mong muốn. Nhiều cổ phiếu của doanh nghiệp bị định giá quá thấp dẫn đến tài sản của nhà nước bị thất thoát. Ngược lại, có những cổ phiếu của các doanh nghiệp phát hành khác lại quá cao so với giá trị thực sự của chúng nên tiếp thị kéo dài nhưng vẫn không bán hết được số cổ phiếu phát hành. Phương thức đấu giá cổ phần chưa đa dạng và thực hiện một vòng đấu giá duy nhất, nên các nhà đầu tư không thể thay đổi nếu muốn chấp nhận giá cao hơn để được trúng thầu.

Ngoài ra, những hạn chế ở khâu quản lý và điều hành thị trường dẫn đến diễn biến xấu trên thị trường chứng khoán trong thời gian qua cũng là nguyên nhân không nhỏ tác động đến tâm lý của các doanh nghiệp chuẩn bị tham gia vào thị trường. Giá cổ phiếu trên thị trường diễn biến bất thường không theo quy luật và không phản ánh đúng chất lượng của công ty niêm yết gây ra tâm lý lo ngại cho các doanh nghiệp có nhu cầu lựa chọn hình thức phát hành cổ phiếu ra công chúng. Một công ty đã niêm yết trên thị trường chứng khoán không được thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ về công bố thông tin hoặc bị dư luận phát hiện những thông tin không tốt đã làm ảnh hưởng đến niềm tin của công chúng đầu tư về sự minh bạch của TTCK.

**Thứ tư,** Tổ chức hỗ trợ và kinh doanh chứng khoán còn yếu.

Các tổ chức hỗ trợ và kinh doanh chứng khoán trên TTCK Việt Nam chưa phát triển là nguyên nhân làm hạn chế các doanh nghiệp tham gia vào thị trường chứng khoán.

**Công ty chứng khoán:** Các công ty chứng khoán phát triển sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp khi muốn thực hiện các hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán. Đối với hoạt động phát hành, vai trò quan trọng nhất của các công ty chứng khoán là vai trò bảo lãnh phát hành. Hoạt động này bao gồm từ việc tham mưu tư vấn, chuẩn bị hồ sơ chào bán cho đến việc thực hiện chào bán cho công



chúng đầu tư. Trong điều kiện của Việt Nam, các công ty phát hành hầu hết chưa có nhiều kinh nghiệm nên không thể tự đảm trách hết được những yêu cầu phức tạp về chuẩn bị hồ sơ, tái cấu trúc công ty, vận động chào bán... đặt ra khi phát hành. Người đầu tư mới được làm quen với thị trường nên còn nhiều bỡ ngỡ trước những thông tin do doanh nghiệp cung cấp. Chỗ dựa duy nhất cho họ chính là trông cậy vào kinh nghiệm cũng như uy tín của các đơn vị thực hiện bảo lãnh phát hành. Nếu hoạt động bảo lãnh được xây dựng và thực thi tốt sẽ có tác dụng tạo dựng niềm tin cho công chúng đầu tư, khuyến khích doanh nghiệp tham gia phát hành, ổn định và thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển.

Tuy nhiên, vai trò của các công ty chứng khoán trong việc hỗ trợ hoạt động phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của các doanh nghiệp còn nhiều hạn chế. Hiện nay, hạn chế lớn nhất của các công ty chứng khoán là khó khăn để triển khai nghiệp vụ bảo lãnh phát hành cổ phiếu ra công chúng, do các công ty chứng khoán còn yếu về tiềm lực kinh tế, yếu về trình độ nghiệp vụ. Muốn triển khai các hoạt động tư vấn tốt đòi hỏi đội ngũ cán bộ của các công ty chứng khoán phải được đào tạo tốt và có nhiều kinh nghiệm. Trên thực tế, đội ngũ này hầu hết là những cán bộ trẻ mới ra trường và còn rất ít kinh nghiệm. Cách thức tổ chức hoạt động trong các công ty chứng khoán cũng không mang tính chuyên trách. Rất hiếm thấy có công ty chứng khoán nào tổ chức các phòng ban theo ngành hay lĩnh vực chuyên biệt để phát triển đội ngũ cán bộ theo hướng chuyên sâu. Nghiệp vụ phổ biến nhất hiện nay mà các công ty chứng khoán cung cấp trong những đợt chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng là tư vấn và đại lý phát hành. Điều này làm cho hiệu quả hoạt động bảo lãnh phát hành chưa cao. Tình trạng này phổ biến và kéo dài làm cho các doanh nghiệp không thấy được những lợi ích do bảo lãnh phát hành mang lại. Điều này dẫn đến tâm lý e ngại khi tìm đến các hoạt động bảo lãnh. Như vậy, càng làm hạn chế vai trò của các công ty chứng khoán khi tham gia các hoạt động bảo lãnh phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng.

#### ***Các công ty kiểm toán.***

Công ty kiểm toán đóng góp vai trò quan trọng trong hoạt động chứng khoán nói chung và phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng nói riêng. Chất lượng của cổ phiếu được phát hành và niềm yết giao dịch phụ thuộc vào chất lượng thông tin do công tác kiểm toán cung cấp. Về vai trò của kiểm toán, kết quả điều tra

gần đây được UBCKNN tiến hành cho thấy có tới 77% số người được điều tra đánh giá vị trí của kiểm toán là quan trọng đối với sự phát triển của TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, hệ thống các công ty kiểm toán tham gia vào lĩnh vực hoạt động chứng khoán hiện nay còn nhiều bất cập.

Số lượng các công ty kiểm toán tham gia vào lĩnh vực chứng khoán còn ít. Theo quy định tại Quyết định số: 89/2007/QĐ-BTC, chỉ có các tổ chức kiểm toán đáp ứng các điều kiện quy định tại Điều 5 của Quyết định này mới được tham gia kiểm toán các công ty niêm yết. Như vậy, thị trường các công ty kiểm toán hiện nay còn bị bó hẹp. Vì số lượng các tổ chức kiểm toán được chấp nhận là ít nên tính cạnh tranh của thị trường không cao. Các công ty niêm yết có ít cơ hội được lựa chọn và lại phải thường chịu chi phí cao. Điều này làm ảnh hưởng đến chi phí khi ra công chúng và thậm chí không khuyến khích sử dụng loại dịch vụ này trong các công ty cổ phần hoá vì không có yêu cầu bắt buộc phải làm vậy.

Chất lượng hoạt động cũng như đội ngũ cán bộ của các công ty kiểm toán còn chưa cao. Một ví dụ điển hình là trường hợp kiểm toán cho công ty cổ phần Hạ Long, do chất lượng của kiểm toán không đạt yêu cầu nên dẫn đến hậu quả xấu là kết quả kiểm toán không chính xác. Chỉ đến khi sự việc xảy ra liên quan đến pháp luật thì chất lượng kiểm toán mới được phát hiện. Điều này làm giảm sút niềm tin của các nhà đầu tư đối với hệ thống kiểm toán của nước ta hiện nay.

**Thứ năm,** Một trong những nguyên nhân dẫn đến những yếu kém, hạn chế trong hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp là những nguyên nhân thuộc về bản thân doanh nghiệp, cụ thể:

Trước hết là nguyên nhân thuộc nhận thức của lãnh đạo doanh nghiệp về chủ trương, vai trò, sự cần thiết và lợi ích của việc thực hiện cổ phần hóa chưa đầy đủ và thống nhất, còn tư tưởng lo ngại cổ phần hóa sẽ dẫn tới tư nhân hóa nên do dự, lo lắng và thiếu quyết tâm trong việc đẩy mạnh triển khai cổ phần hóa. Có không ít các doanh nghiệp chưa quán triệt sâu sắc và nghiêm chỉnh chấp hành Nghị quyết của Đảng, quy định của Nhà nước, thiếu chương trình kế hoạch cụ thể, chưa quan tâm đúng mức và chưa sâu sát trong chỉ đạo thực hiện, tuy vậy, nhưng Nhà nước chưa có chế tài xử lý. Nhiều doanh nghiệp sau cổ phần hóa chưa ý thức được mình đã là công ty cổ phần đặc biệt là những doanh nghiệp do cổ đông Nhà nước nắm cổ phần chi phối, nhiều quyết định của ban điều hành những doanh nghiệp này chịu ảnh hưởng nặng và áp đặt của cổ đông nhà nước

dẫn đến quyền lợi giữa các cổ đông bị mâu thuẫn, nhiều doanh nghiệp tham gia thị trường chứng khoán chỉ để theo chủ trương của Nhà nước chứ thực sự không có nhiều hoạt động trên TTCK.

Đội ngũ cán bộ quản trị của doanh nghiệp trong điều kiện chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường, hội nhập kinh tế quốc tế và môi trường cạnh tranh gay gắt chưa được chuẩn bị kịp thời thích ứng để hình thành một đội ngũ chuyên nghiệp, cùng với các chính sách và cơ chế nhân sự chậm đổi mới. Các doanh nghiệp chưa có một đội ngũ cán bộ có kiến thức và được đào tạo bài bản về kiến thức thị trường chứng khoán và đầu tư chứng khoán.

Tiếp đến, doanh nghiệp chưa có kinh nghiệm trong việc xây dựng phương án phát hành cổ phiếu, vì vậy đã dẫn đến tình trạng doanh nghiệp gặp khó khăn, thậm chí là thất bại do phương án phát hành cổ phiếu không hiệu quả. Trong thời gian qua, thị trường chứng khoán luôn luôn thay đổi, lên xuống thất thường, trong khi phương án phát hành, đấu giá được doanh nghiệp xây dựng và công bố trước đó khá lâu và việc xây dựng giá khởi điểm cũng được tiến hành từ trước, mặt khác, khi xây dựng giá khởi điểm, doanh nghiệp chưa xác định được mức giá nào là hợp lý, không căn cứ sát vào tình hình tài chính của doanh nghiệp cũng như căn cứ theo tình hình của thị trường và chưa làm cho nhà đầu tư cảm thấy hấp dẫn và tham gia đầu tư. Chính vì vậy, đến ngày đấu giá, giá khởi điểm đã khác xa so với giá thị trường hiện tại, không còn hấp dẫn và phù hợp với sự lựa chọn của nhà đầu tư.

Thực tế cho thấy, sự thất bại của các đợt phát hành cổ phiếu không phải do tổ chức bảo lãnh phát hành đưa ra mức giá quá cao so với giá trị thực của doanh nghiệp mà do không dự tính được thời điểm phát hành, dẫn đến tình trạng giá phát hành cao hơn so với mức giá đang giao dịch trên thị trường chứng khoán. Trong quá khứ, mùa Đại hội đồng cổ đông của các công ty niêm yết đều nằm trong thời điểm thị trường lên giá, nhưng kể từ khi việc phát hành được thông qua Đại hội cổ đông cho đến khi được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận thì thị trường đã đổi chiều. Nhiều công ty chứng khoán do xác định giá bảo lãnh phát hành khá cao nên khi thị trường đi xuống, giá cổ phiếu mới bán ra cao hơn mức giá đang giao dịch trên thị trường, các nhà đầu tư không mua vào, kết cục là công ty bảo lãnh phải ôm hết số lượng cổ phiếu phát hành mới. Nhiều đợt phát hành của các doanh nghiệp đã phải hủy bỏ do thị trường đang trong thời

điểm xuống giá. Do vậy, việc xác định phát hành cổ phiếu vào thời điểm thị trường lên giá luôn là những cơ hội cho những đợt phát hành cổ phiếu mới, kể cả phát hành với mức giá cao. Tuy nhiên, nhiều doanh nghiệp đã không thực hiện được điều này.

Ngoài ra, đối với các doanh nghiệp thực hiện đầu tư kinh doanh chứng khoán, do chưa có được một đội chuyên nghiệp, có kinh nghiệm về thị trường chứng khoán nên việc kinh doanh chỉ dựa vào cảm tính, không có một sự phân tích kỹ thuật cũng như phân tích cơ bản về thị trường, hoạt động kinh doanh mang tính chộp rứt, không chuyên nghiệp và thiếu tập trung. Hầu hết các doanh nghiệp chưa xây dựng được danh mục đầu tư dài hạn cũng như ngắn hạn, chưa phân cấp uỷ quyền về quyết định đầu tư cho đội ngũ cán bộ thực hiện giao dịch, đặc biệt các doanh nghiệp chưa xây dựng được quy định về hạn mức cắt lỗ. Sự thiếu kinh nghiệm và hành động thiếu dứt khoát trong hoạt động kinh doanh chứng khoán là nguyên nhân chính dẫn đến những thất bại lớn cho các doanh nghiệp trong thời gian qua, mà REE là một ví dụ điển hình.

Một nguyên nhân dẫn đến hạn chế là các doanh nghiệp chưa thực hiện nghiêm túc việc công bố thông tin, đây cũng là một trong những lý do dẫn đến việc cổ phiếu của doanh nghiệp trở lên kém hấp dẫn với các nhà đầu tư bởi thông tin mà doanh nghiệp đưa ra không rõ ràng và thiếu đi sự minh bạch, rất nhiều doanh nghiệp niêm yết nhưng luôn trầm trể trong việc công bố thông tin đối với các nhà đầu tư, đặc biệt là những thông tin quan trọng và có ảnh hưởng đến giá cả cổ phiếu. Phần lớn các doanh nghiệp chưa thành lập trang thông tin điện tử để thực hiện công bố thông tin đến với nhà đầu tư.

Kết luận chương 2: Trong những năm qua sự tham gia của các doanh nghiệp công nghiệp đã đóng góp một phần không nhỏ vào sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam. Quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam đã tạo ra một nguồn cung hàng hoá có chất lượng cao cho thị trường chứng khoán, thông qua các hoạt động như: Phát hành chứng khoán, trả cổ tức, trái tức và đầu tư kinh doanh chứng khoán. Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán đã đạt được những thành tựu đáng khích lệ: Tính đến năm 2008, số doanh nghiệp công nghiệp Nhà nước cổ phần hoá đạt 390 doanh nghiệp, các doanh nghiệp đã tiến hành IPO phát hành lần đầu và phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng để huy động vốn cho quá trình sản xuất kinh doanh, số vốn thặng dư do chênh lệch giá cổ phiếu mà các doanh

ngành công nghiệp thu được là tương đối lớn, bổ sung nguồn vốn quan trọng cho các doanh nghiệp phát triển sản xuất kinh doanh. Cùng với hoạt động phát hành cổ phiếu ra công chúng, các doanh nghiệp công nghiệp cũng tích cực thực hiện niêm yết cổ phiếu trên Sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội để tạo tính thanh khoản cho thị trường. Ngoài các hoạt động phát hành cổ phiếu, trả cổ tức, trái tức, các doanh nghiệp công nghiệp cũng tham gia vào thị trường chứng khoán với tư cách là các nhà đầu tư kinh doanh chứng khoán, số vốn các doanh nghiệp đầu tư mua bán trực tiếp chứng khoán trên sàn hoặc đầu tư góp vốn vào các công ty khác tương đối lớn, số lợi nhuận các doanh nghiệp công nghiệp thu được khá lớn và hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán thực sự là một hoạt động kinh doanh tiềm năng cho các doanh nghiệp.

Mặc dù đã đạt được những thành tựu đáng khích lệ nêu trên, nhưng hoạt động kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp vẫn còn một số hạn chế như: Số lượng các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu ra công chúng chưa nhiều. Trong một thời gian dài, cổ phần lần đầu của các doanh nghiệp công nghiệp, ngoài số cổ phần do Nhà nước nắm giữ, chỉ bán cho người lao động, nhà đầu tư, cá nhân có quan hệ với doanh nghiệp; phương thức bán cổ phần cũng còn hạn chế, cổ phần được bán công khai tại doanh nghiệp cổ phần hóa hoặc tại các tổ chức tài chính trung gian, nhưng quy định về cơ cấu cổ phần lần đầu, quy định về thông tin, hạn chế thông tin đã gây khó khăn cho người muốn tham gia đấu giá cổ phiếu, mua cổ phần; hoạt động niêm yết cổ phiếu của các doanh nghiệp công nghiệp diễn ra hết sức chậm chạp, số cổ phiếu sau khi phát hành không được niêm yết và giao dịch ngay trên thị trường; Các doanh nghiệp tham gia trên thị trường chứng khoán chủ yếu là các doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ, cơ cấu phân tán; Hoạt động đầu tư chứng khoán của các doanh nghiệp công nghiệp còn chưa mang tính chuyên nghiệp, chưa xác định được một chiến lược lâu dài, chưa xác định được cơ cấu danh mục đầu tư một cách có hiệu quả.

Nguyên nhân của những hạn chế nêu trên là do: Chính sách điều hành kinh tế vĩ mô còn nhiều bất cập; Do sự suy thoái của nền kinh tế thế giới nói chung và của nền kinh tế Việt Nam nói riêng; Do tổ chức và điều hành thị trường trong giai đoạn trước khi có sự ra đời của Luật chứng khoán còn nhiều lúng túng; Do tổ chức hỗ trợ và kinh doanh chứng khoán còn yếu và do các nguyên nhân thuộc về bản thân doanh nghiệp.

### **Chương 3:**

## **GIẢI PHÁP THỨC ĐẨY HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM**

### **3.1. Định hướng phát triển các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam đến năm 2020.**

Phát triển doanh nghiệp công nghiệp với tốc độ cao, tiếp tục giữ vai trò động lực, quyết định trong phát triển nền kinh tế để *sớm đưa nước ta ra khỏi tình trạng kém phát triển và đến năm 2020 cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại* với một số doanh nghiệp trong ngành chế tác tham gia vào nhóm nước đứng đầu trong khu vực.

Để thực hiện được mục tiêu trên, nền kinh tế Việt Nam cần phát triển hết tiềm năng và nắm bắt cơ hội tốt hơn nữa để đạt được kết quả cao hơn. Phần đầu đạt mức thu nhập GDP/người của Việt Nam vào năm 2020 ít nhất bằng mức trung bình của khối ASEAN.

Sự phát triển của doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam sẽ được đánh giá theo các tiêu chí và chỉ tiêu sau.

- Tỷ trọng công nghiệp và xây dựng trong GDP 45-48%.
- Tỷ trọng công nghiệp chế biến trong tổng giá trị SXCN 87-90%.
- Tỷ trọng giá trị gia tăng trong tổng giá trị SXCN 42-45%.
- Tỷ trọng hàng công nghiệp XK trong tổng kim ngạch XK hàng hoá cả nước 80-85%.
- Tỷ trọng hàng chế tạo trong XK 70-75%.
- Tỷ trọng lao động công nghiệp trong tổng lực lượng lao động xã hội 30%.
- Tỷ lệ Lao động công nghiệp qua đào tạo trong tổng lao động công nghiệp 70%.
- Tỷ trọng doanh nghiệp công nghiệp đạt tiêu chuẩn bảo vệ môi trường 80%.

Trên cơ sở các quan điểm và mục tiêu phát triển doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam nêu trên, Chiến lược phát triển doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam đến năm 2020 là duy trì tốc độ tăng trưởng cao liên tục trong giai đoạn khoảng 15 năm tới.

Tập trung phát triển mạnh các doanh nghiệp công nghiệp đang có lợi thế cạnh tranh, có thị trường và giải quyết nhiều lao động; kết hợp phát triển có chọn lọc một số doanh nghiệp công nghiệp sản xuất tư liệu sản xuất quan trọng để tăng khả năng tự chủ của nền kinh tế; tiếp tục đổi mới, sắp xếp và phát triển doanh nghiệp Nhà nước theo hướng hình thành một số tập đoàn kinh tế, tổng công ty mạnh phát triển hiệu quả và bền vững, đa sở hữu làm nòng cốt trong một số lĩnh vực công nghiệp then chốt.

Đồng thời, tập trung phát triển năng lực nghiên cứu thiết kế sản phẩm và chuyển dịch mạnh sang các doanh nghiệp công nghiệp chế tác có tiềm năng, có hàm lượng công nghệ cao để tạo bước đột phá về chất lượng phát triển, nâng cao năng suất lao động. Chuyển dịch và phát triển công nghiệp ở nông thôn, gắn kết phát triển công nghiệp với quá trình đô thị hoá và phát triển bền vững.

Tập trung thu hút đầu tư từ các tập đoàn đa quốc gia, sẵn sàng tham gia liên kết kinh tế dưới nhiều hình thức để đến năm 2020 doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam trở thành một bộ phận khăng khít của hệ thống doanh nghiệp công nghiệp khu vực và thế giới.

- Phát triển doanh nghiệp công nghiệp với tốc độ nhanh, theo phương châm “đi tắt đón đầu” phù hợp, chuyển từ thể hệ công nghiệp sử dụng nhiều lao động sang sử dụng công nghệ cao. Đi tắt khởi đầu bằng việc nhập khẩu công nghệ tiên tiến từ các nước phát triển, ứng dụng, từng bước nâng cao và kết hợp với nền khoa học kỹ thuật trong nước. Từ gia công, lắp ráp, từng bước phát triển sang công nghiệp chế tạo và công nghệ kỹ thuật cao.

- Phát triển doanh nghiệp công nghiệp lấy xuất khẩu làm mục tiêu và làm thước đo khả năng chủ động hội nhập kinh tế khu vực và thế giới. Phân đầu đến năm 2020 Việt Nam được thế giới nói tới như một *quốc gia công nghiệp mới nổi, có một số ngành công nghiệp chế tạo mạnh, phát triển tầm cỡ, chiếm thị phần lớn trong khu vực và thế giới dựa trên năng lực cạnh tranh động của Việt Nam.*

- Đầu tư nước ngoài là động lực cho tiến trình mở rộng và chuyển dịch cơ cấu công nghiệp theo hướng hiệu quả và hiện đại.

Để triển khai thực hiện định hướng phát triển các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam đến năm 2020, thiết nghĩ cần đưa ra một số định hướng cụ thể sau:

**Thứ nhất,** đẩy mạnh sản xuất công nghiệp.

- Khuyến khích, tạo điều kiện để các thành phần kinh tế đầu tư sản xuất hàng xuất khẩu; sản xuất tư liệu sản xuất quan trọng theo hướng hiện đại; ưu tiên thu hút đầu tư của các tập đoàn kinh tế và các công ty xuyên quốc gia. Đẩy mạnh thu hút vốn đầu tư trong và ngoài nước để thực hiện những dự án quan trọng về khai thác dầu khí, lọc dầu và hoá dầu, luyện kim, cơ khí chế tạo, hoá chất cơ bản, phân bón, vật liệu xây dựng, xây dựng các kết cấu hạ tầng kinh tế - xã hội. Tập trung phát triển mạnh doanh nghiệp công nghiệp ở 3 vùng kinh tế trọng điểm, để tạo động lực lôi kéo các vùng, miền khác trong cả nước.

- Đẩy nhanh và phát triển mạnh các doanh nghiệp công nghiệp lắp ráp làm tiền đề xây dựng các doanh nghiệp công nghiệp chế tạo chủ lực ở giai đoạn sau.

- Nâng cao tính liên kết các doanh nghiệp công nghiệp: chọn lọc và tạo một số chuỗi công nghiệp (Cluster) gắn kết với một số đặc khu và khu kinh tế, một số thành phố mở cửa miền duyên hải.

**Thứ hai, Phát triển doanh nghiệp công nghiệp hỗ trợ như là khâu đột phá** của giai đoạn 2006 -2010 để đưa công nghiệp phát triển cao trong giai đoạn sau. Cần xây dựng chính sách hỗ trợ tích cực các ngành dưới đây :

- Các **ngành cứng** (nguyên vật liệu, linh kiện, chế tạo cơ khí, điện tử).
- Các **ngành mềm** (thiết kế sản phẩm, mua sắm và marketing quốc tế, viễn thông, vận tải, năng lượng, cấp nước v.v...).
- Các **ngành phục vụ nhu cầu trong nước** và có một phần xuất khẩu (thép, hoá chất, nhựa, giấy, xi măng, .v.v... Những ngành này không nhất thiết phải đầu tư đáp ứng 100% nhu cầu trong nước và cần được đánh giá kỹ lưỡng về chi phí và khả năng cạnh tranh).

**Thứ ba,** thu hút Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI).

Việt Nam cần công bố một chương trình cạnh tranh để thu hút đầu tư nước ngoài với mức độ cao hơn hiện nay nhiều lần và trong thời gian dài (ví dụ đạt cỡ 15-20 tỷ USD/năm); tăng cường độ hấp dẫn những hãng sản xuất lớn và các nhà cung cấp linh kiện của họ để đưa tỷ trọng hàng hoá chế tạo trong xuất khẩu lên 70-80%.

Các địa phương phải là nhà kêu gọi đầu tư trực tiếp, đến tận nơi đối tác của mình để kêu gọi; phải chủ động chuẩn bị tốt mọi điều kiện, đặc biệt là cơ sở hạ tầng và nguồn nhân lực để đón nhận và đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư. Ưu tiên



những đối tác có quan tâm tới việc chuyển giao công nghệ tiên tiến, tới những lĩnh vực mũi nhọn, vào khu vực DN vừa và nhỏ.

**Thứ tư,** về nguồn nhân lực (*kỹ thuật, kinh doanh và quản lý*): đây là định hướng quan trọng trong phát triển doanh nghiệp công nghiệp và là định hướng quyết định cho việc phát triển “*đón đầu*”. Do đó, cần tăng cường đầu tư cơ sở vật chất, trang thiết bị thực hành, thí nghiệm... cho các trường đào tạo; điều chỉnh kế hoạch đào tạo gắn với nhu cầu sử dụng và tăng số lượng công nhân kỹ thuật và thợ lành nghề, chú trọng đào tạo lao động cho ngành nghề mới, ngành công nghệ cao, một số ngành mũi nhọn; đào tạo nhân lực phục vụ vùng nông thôn, miền núi; khuyến khích cán bộ kỹ thuật, cán bộ quản lý từ thành thị về công tác vùng nông thôn, miền núi như tăng lương trong thời hạn công tác, không phải chuyển đổi hộ khẩu... Không xuất khẩu lao động có trình độ khi trong nước còn thiếu.

**Thứ năm, phát triển các doanh nghiệp công nghiệp chủ đạo,** cùng với việc tiếp tục phát triển những ngành sử dụng nhiều lao động song phải mở rộng các mối quan hệ để nâng cao giá trị gia tăng, sẽ hỗ trợ phát triển các ngành sử dụng nhiều lao động có kỹ năng như sản xuất phần mềm, thiết bị gia đình, chế biến thực phẩm cao cấp .v.v...để hình thành những ngành công nghiệp chủ đạo của Việt Nam.

**Thứ sáu,** đa dạng hoá các doanh nghiệp

Xây dựng và thực hiện Chiến lược quốc gia về phát triển doanh nghiệp không phân biệt loại hình và thành phần nhằm tạo nên một hệ thống doanh nghiệp có sức cạnh tranh cao.

- Doanh nghiệp nhà nước: duy trì tỷ lệ thích hợp doanh nghiệp nhà nước trong những ngành kinh tế then chốt. Nhà nước có chính sách thúc đẩy các doanh nghiệp này phát triển lành mạnh hiệu quả và bền vững.

- Các doanh nghiệp có đầu tư vốn nước ngoài (FDI): Cần tiếp tục đổi mới các chính sách khuyến khích đầu tư, tài chính, ngân hàng, mậu dịch, tiền tệ, hệ thống thuế..., để có thể thu hút các nhà đầu tư nước ngoài nhiều hơn nữa.

- Doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME): luôn đóng vai trò rất quan trọng trong nền kinh tế quốc dân, Chính phủ cần có những chương trình đặc biệt khuyến khích và hỗ trợ hơn nữa cho phát triển SME trong công cuộc hiện đại hóa, công nghiệp hóa đất nước.

- Tập đoàn công nghiệp mạnh: Cần xây dựng một số tập đoàn kinh tế mạnh, tầm cỡ khu vực, nắm giữ một số ngành công nghiệp chủ đạo, có sự tham gia cổ phần của nhà nước, của tư nhân và nước ngoài, của các Công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư..., làm xương sống cho nền kinh tế và chiếm thị phần chi phối trong khu vực và thế giới.

**Thứ bảy**, về khoa học công nghệ, đây có thể coi là định hướng quan trọng để đưa đến thành công. Khoa học công nghệ phải hướng vào phục vụ các doanh nghiệp công nghiệp đang có lợi thế cạnh tranh, nhằm chuyển dịch từ khu vực giá trị gia tăng thấp lên khu vực có giá trị gia tăng cao hơn; hướng vào một số ngành công nghiệp cơ bản. Đồng thời tập trung tìm bí quyết công nghệ riêng, để sau 2010 chuyển cơ bản từ công nghệ sử dụng nhiều lao động sang công nghệ sử dụng nhiều chất xám, công nghệ thân thiện môi trường. Chú trọng tiếp thu công nghệ của thế giới với phương châm sử dụng - chuyển đổi nhanh, hiệu quả.

Nhanh chóng hình thành thị trường công nghệ trong nước.

**Thứ tám**, công nghiệp hoá, hiện đại hoá nông thôn nhằm phát triển doanh nghiệp công nghiệp chế biến và thị trường nông thôn; hỗ trợ phát triển công nghiệp vùng có điều kiện khó khăn; thực hiện cơ khí hoá, điện khí hoá, chuyển dịch cơ cấu lao động nông thôn theo hướng tăng tỉ trọng làm công nghiệp và dịch vụ. Có kế hoạch tiếp nhận sự chuyển dịch tự nhiên của các ngành sản xuất giữa các vùng trong nước.

**Thứ chín**, định hướng khác, như là nâng cao sức cạnh tranh lớn nhất cho sản phẩm, cho thị trường, cho tài chính cho các dự án công nghiệp; Tổ chức, quản lý và cung cấp thông tin cũng cần được thực hiện một cách đồng bộ và tích cực.

### **3.2. Giải pháp thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.**

#### **3.2.1. Các giải pháp đối với doanh nghiệp công nghiệp.**

##### **3.2.1.1. Giải pháp nâng cao chất lượng công tác định giá doanh nghiệp khi phát hành cổ phiếu ra công chúng**

Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp công nghiệp khi phát hành cổ phiếu ra công chúng hiện nay còn nhiều vướng mắc, do vậy, để thúc đẩy được hoạt động tài chính của doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán

thì cần phải tháo gỡ được những vướng mắc trong công tác định giá doanh nghiệp:

**Thứ nhất**, cần mở rộng phạm vi áp dụng phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp thông qua phương pháp chiết khấu dòng tiền. Thông tư 126 ngày 22/12/2004 của Bộ tài chính quy định phương pháp chiết khấu dòng tiền chỉ áp dụng cho các doanh nghiệp "*có ngành nghề kinh doanh chủ yếu trong các lĩnh vực dịch vụ tài chính, ngân hàng, thương mại, tư vấn, thiết kế xây dựng, tin hoặc và chuyển giao công nghệ có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn Nhà nước bình quân 5 năm liên kế cao hơn lãi suất trả trước của trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn 10 năm trở lên*". Như vậy, phạm vi áp dụng của phương pháp này bị thu hẹp theo các điều kiện về ngành nghề kinh doanh. Mặt khác, với tình trạng hoạt động của các doanh nghiệp Nhà nước từ năm 2000 đến nay, thì có thể nói là khó tìm ra được doanh nghiệp nào đáp ứng được quy định về tỷ suất lợi nhuận này.

Trong khi đó việc xác định giá trị doanh nghiệp bằng phương pháp tài sản ròng không tính hết được các giá trị tiềm năng của doanh nghiệp, mà chỉ căn cứ trên cơ sở các tài sản thực có tại thời điểm xác định giá trị, việc hạn chế áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền sẽ một phần ảnh hưởng đến độ chính xác của giá trị doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp đang làm ăn có lãi, có thương hiệu và thị phần ổn định trên thị trường. Do vậy, theo ý kiến của tác giả nên mở rộng phạm vi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và doanh nghiệp có thể áp dụng đồng thời cả hai phương pháp để thể hiện được một khoảng dao động về giá trần – giá sàn của doanh nghiệp, giúp cho các nhà đầu tư có một cách nhìn khách quan hơn trước khi quyết định đầu tư. Trong khoảng giá trần – giá sàn, doanh nghiệp và nhà đầu tư có thể chỉ ra một giá hợp lý nhất, phản ánh giá trị chính xác của doanh nghiệp và mức độ rủi ro của nhà đầu tư.

Cùng với việc áp dụng đồng thời hai phương pháp trên, nên kết hợp với phương pháp đấu giá công khai qua các công ty chứng khoán và sở giao dịch chứng khoán. Điều này sẽ mang lại lợi ích tối đa cho doanh nghiệp cũng như đảm bảo tính minh bạch và khuyến khích các nhà đầu tư.

**Thứ hai**, để tiến hành áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, cần thiết lập hệ thống báo cáo bắt buộc và lưu trữ cơ sở dữ liệu về báo cáo và phương pháp định giá áp dụng cho công ty đã định giá. Cơ sở dữ liệu này sẽ là tài liệu vô giá trong việc tổng hợp và phân tích để đưa ra các tỷ lệ chiết khấu, giá

thiết và giả định của phương pháp chiết khấu dòng tiền. Tạo cơ chế để có được những báo cáo xác định giá trị hoàn hảo theo phương pháp chiết khấu dòng tiền như tăng phí định giá cho các công ty áp dụng phương pháp này. Việc này tốn nhiều công sức hơn nhưng đổi lại sẽ giúp cho công ty huy động được nhiều vốn hơn do thu hút được nhiều nhà đầu tư hơn.

**Thứ ba**, hiện nay, có ba phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp đã được công nhận rộng rãi trên thế giới, mỗi phương pháp được áp dụng cho từng loại đối tượng doanh nghiệp với mục đích đảm bảo sự hợp lý, công bằng, chính xác cho tất cả các loại hình doanh nghiệp trong nền kinh tế, đó là: Xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp thị trường (Phương pháp thị trường là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên giá cả thị trường); Xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền; Xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp tài sản ròng.

Hiện nay, ở Việt Nam mới quy định sử dụng hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp xác định giá trị tài sản ròng, trong thời gian tới, khi mà các loại thị trường nguyên vật liệu đầu vào của quá trình sản xuất, thị trường tài chính của Việt Nam phát triển, nên bổ sung thêm phương pháp thị trường. Trong thẩm định giá, phương pháp thị trường là một phương pháp rất hữu ích, cho độ chính xác cao và rất linh hoạt.

**Thứ tư**, trong phương pháp so sánh giá thị trường, tài sản tương đương dùng để so sánh xác định lại nguyên giá không nhất thiết phải cùng nước sản xuất như quy định trong Thông tư 126. Nhà thẩm định giá có thể sử dụng các nguồn thông tin rất sẵn có trên thị trường (có thể khác về nước sản xuất, khác về công suất,...) để xác định giá trị của tài sản mục tiêu. Vấn đề ở đây là nhà thẩm định giá bằng kiến thức và kinh nghiệm công tác chuyên môn của mình phải xác định được hệ số điều chỉnh thích hợp đối với các tài sản có xuất xứ khác nhau. Tuy nhiên, cần bổ sung thêm nội dung xác định giá trị còn lại của tài sản trong trường hợp nguyên giá không xác định được theo giá thị trường, thì xác định theo mặt bằng giá tài sản cũ tương đương trên thị trường, giảm thiểu việc tính theo nguyên giá trên sổ kế toán.

**Thứ năm**, nâng cao năng lực và chất lượng của người làm công tác định giá doanh nghiệp và những nhà quản lý. Hiện nay, cán bộ làm công tác định giá

doanh nghiệp của ta phần lớn chưa được qua các lớp đào tạo chuyên sâu, các cơ quan quản lý Nhà nước và ở các tổ chức tư vấn về định giá.

**Thứ sáu,** xây dựng Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam làm chuẩn mực chung để căn cứ vào đó các tổ chức làm nhiệm vụ thẩm định giá doanh nghiệp có cơ sở thực hiện, và các cơ quan quản lý Nhà nước có một thước đo chung trong công tác định giá một doanh nghiệp.

**Thứ bảy,** công khai các báo cáo thẩm định giá doanh nghiệp trên các phương tiện thông tin đại chúng trước khi tổ chức đấu giá trên sàn giao dịch chứng khoán để tất cả các nhà đầu tư tiềm năng trong xã hội có thể tham gia, tránh tình trạng thông thầu, ép giá, hoặc cổ phiếu chỉ tập trung vào một số ít nhà đầu tư lớn, còn dân chúng khó tham gia.

### **3.2.1.2. Giải pháp xây dựng phương án phát hành cổ phiếu hiệu quả.**

Trước hết, cần nhấn mạnh rằng tính hiệu quả của phương án phát hành cổ phiếu nên được hiểu theo nghĩa rộng, đầy đủ và cao nhất của nó, nghĩa là phải đem lại tác động tích cực đồng thời cho cả 3 phía: doanh nghiệp, nhà đầu tư và Nhà nước (*theo nghĩa nền kinh tế nói chung*), cụ thể:

- Doanh nghiệp phải bán được hết cổ phiếu với giá cao hơn giá khởi điểm, thu hút được nhiều nhà đầu tư, cổ đông chiến lược mới, tạo động lực mới cho phát triển, củng cố thương hiệu và nâng cao hiệu quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp.

- Nhà đầu tư (*người mua cổ phiếu*) phải tiếp cận thuận lợi, đầy đủ và giá rẻ các thông tin liên quan đến cổ phiếu và phương án phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp, cũng như có điều kiện và cơ hội thực hiện việc mua đủ số lượng cổ phiếu theo giá mong muốn.

- Nhà nước phát huy được vai trò tích cực trong chức năng quản lý nhà nước của mình, đảm bảo sự ổn định, phát triển lành mạnh của TTCK và có thể thu hồi phần vốn của mình một cách nhanh gọn, đầy đủ nhất khi CPH DNNN.

Như vậy, để một phương án phát hành cổ phiếu doanh nghiệp đạt hiệu quả cao thì cần phải thực hiện một số nhân tố sau:

**Thứ nhất,** cần thu thập, xử lý các thông tin về doanh nghiệp, thị trường và môi trường pháp lý có liên quan một cách đầy đủ, cập nhật và chính xác nhất như một tiêu đề quan trọng để tổ chức, xây dựng phương án phát hành cổ phiếu.

**Thứ hai,** Xác định rõ mục tiêu phát hành cổ phiếu, thời điểm phát hành cổ phiếu khi TTCK thuận lợi, lựa chọn phương thức phát hành cổ phiếu phù hợp. Giá cổ phiếu hợp lý, phù hợp với giá trị doanh nghiệp không những giúp doanh nghiệp dễ dàng huy động vốn mà nó còn đảm bảo quyền lợi của các nhà đầu tư mua cổ phiếu cân bằng hài hòa lợi ích giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư giữ gìn uy tín cho doanh nghiệp.

Lượng cổ phiếu phát hành phù hợp với quy mô và hiệu quả mở rộng sản xuất kinh doanh cũng góp phần không nhỏ giúp doanh nghiệp thành công trong việc huy động vốn. Các nhà đầu tư liệu có yên tâm khi những doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ lại đưa ra những kế hoạch huy động vốn gấp nhiều lần quy mô vốn hiện có. Do vậy, kế hoạch huy động vốn của doanh nghiệp cần được xây dựng một cách kỹ lưỡng tỉ mỉ phù hợp với quy mô của doanh nghiệp.

**Thứ ba,** cần xác định đúng và trúng thời điểm, mục tiêu phát hành cổ phiếu, xác định rõ giá trị khởi điểm (*mệnh giá cổ phiếu*), phương thức phát hành và tổ chức bảo lãnh phát hành (*nếu cần thiết*). Thực tế cho thấy, trong 3 phương thức là: chào bán trực tiếp, chào bán qua đấu thầu và chào bán qua tổ chức bảo lãnh phát hành, thì phương thức chào bán qua đấu thầu luôn được đánh giá là lựa chọn tốt nhất của đa số doanh nghiệp phát hành chứng khoán.

**Thứ tư,** Lựa chọn tốt tổ chức bảo lãnh phát hành, hoạt động bảo lãnh phát hành cũng đóng vai trò quan trọng đối với sự thành công trong việc phát hành cổ phiếu huy động vốn. Quá trình phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp được công ty chứng khoán bảo lãnh có nghĩa là có đơn vị đứng ra bảo đảm chất lượng cho quá trình phát hành. Thực tế, thời gian qua hoạt động bảo lãnh phát hành tỏ ra rất hạn chế và thiếu chuyên nghiệp, nguyên nhân phát sinh từ cả phía doanh nghiệp lẫn tổ chức bảo lãnh phát hành. Doanh nghiệp luôn muốn bán cổ phiếu với giá cao mà nhiều khi quên đi giá trị thực của doanh nghiệp do đó bản thân các tổ chức tư vấn cũng không thể mạo hiểm nhận bảo lãnh phát hành với giá theo mong muốn của doanh nghiệp.

**Thứ năm,** Đa dạng hình thức phát hành cổ phiếu trong điều kiện thị trường khó khăn có thể phát hành cổ phiếu ưu đãi để huy động vốn khi doanh nghiệp đủ khả năng tài chính có thể đề nghị mua lại số cổ phiếu ưu đãi này để giảm bớt gánh nặng cho doanh nghiệp. Hoặc doanh nghiệp có thể phát hành cổ

phiếu kèm theo các quyền lợi khác để thu hút vốn. Ví dụ, với doanh nghiệp bất động sản có thể huy động vốn kèm theo quyền mua nhà ở với giá gốc ...

**Thứ sáu,** Lựa chọn đối tác chiến lược các điều kiện cũng như giá phát hành cho đối tác chiến lược cần dung hòa lợi ích và bảo đảm lợi ích của các cổ đông khác có như vậy mới không xảy ra tranh chấp làm ảnh hưởng đến hình ảnh của doanh nghiệp trong những lần phát hành cổ phiếu tiếp theo.

Thể hiện trách nhiệm với cổ đông bằng việc sớm hoàn thiện các thủ tục đăng ký niêm yết cổ phiếu phát hành thêm để giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư.

Kết quả huy động vốn được công bố rõ ràng, hiện nay theo quy định tổ chức phát hành phải thông báo cho UBCK về kết quả phát hành cổ phiếu tuy nhiên, đứng về góc độ trách nhiệm với cổ đông doanh nghiệp cần công bố thông tin về kết quả huy động vốn cho cổ đông.

**Thứ bảy,** Cần tổ chức tốt các hoạt động thông tin tuyên truyền về doanh nghiệp, phương án phát hành và các thông tin cần thiết khác. Đặc biệt, việc đăng tải các thông tin về phương án phát hành trên các phương tiện thông tin thích hợp và với thời lượng dài có ý nghĩa rất quan trọng trong hoạt động quảng bá, doanh nghiệp và thu hút các nhà đầu tư tiềm năng...

### **3.2.1.3. Giải pháp xây dựng hình thức trả cổ tức hiệu quả.**

Theo Luật Doanh nghiệp, hình thức trả cổ tức tại các doanh nghiệp nói chung, các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK nói riêng, có thể thực hiện trả cổ tức cho cổ đông bằng tiền hoặc bằng cổ phiếu. Tuy nhiên, việc đề xuất trả dưới hình thức nào trong thời điểm nào cho hợp lý luôn làm đau đầu cho các doanh nghiệp. Do vậy, các doanh nghiệp công nghiệp sẽ phải xác định được phương thức trả cổ tức hợp lý nhất để mang lại hiệu quả cho hoạt động tài chính của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Với đặc trưng là các doanh nghiệp công nghiệp luôn là đơn vị cần nguồn vốn dài hạn, lãi suất thấp. Quy mô vốn lớn, nhu cầu tăng vốn là thiết yếu để đạt đến hiệu quả theo lý thuyết lợi thế kinh tế theo quy mô, vì vậy, doanh nghiệp có thể lựa chọn các giải pháp sau:

**Thứ nhất,** có thể ưu tiên trả cổ tức bằng cổ phiếu, việc trả cổ tức bằng cổ phiếu không mang lại lợi ích cho cổ đông vì hình thức này không khác gì thưởng cổ phiếu (chia tách cổ phiếu). Cổ đông sẽ nhận được nhiều cổ phiếu hơn nhưng giá thị trường của cổ phiếu sẽ bị điều chỉnh giảm để đảm bảo nguyên tắc công

bằng với các cổ đông mua vào ngày hoặc sau ngày giao dịch không hưởng quyền trả cổ tức bằng cổ phiếu. Tuy nhiên, vốn điều lệ công ty sẽ tăng lên và số lượng cổ phiếu lưu hành sẽ nhiều hơn. Luồng tiền mặt không hề bị di chuyển ra khỏi doanh nghiệp. Do đó, nếu phải trả cổ tức trong khi thực tế các doanh nghiệp niêm yết lại đang rất cần vốn, công ty có thể thông qua Đại hội đồng cổ đông để trả cổ tức bằng cổ phiếu thay cho tiền mặt. Bản thân cổ đông cũng sẽ được hưởng lợi ích cho dù không nhận cổ tức bằng tiền, vì khoản lợi nhuận giữ lại đó để tái đầu tư sẽ góp phần làm gia tăng các giá trị nội tại của doanh nghiệp, và từ đó sẽ làm tăng giá cổ phiếu trong tương lai. Tuy nhiên, việc trả cổ tức bằng cổ phiếu được các chuyên gia khuyến nghị nên áp dụng cho những doanh nghiệp đang làm ăn tốt và có thị giá cổ phiếu cao.

**Thứ hai,** Có thể lựa chọn hình thức trả bằng tiền mặt nếu như doanh nghiệp không thực sự khan hiếm về vốn, khi đó doanh nghiệp nên thực hiện trong chu kỳ đỉnh của dòng tiền doanh số (thời kỳ luồng tiền lớn nhất), để doanh nghiệp có thể cân đối nguồn vốn tốt hơn. Việc trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao có mặt tích cực là tạo sức ép cho ban lãnh đạo doanh nghiệp phải hoạt động năng động, sáng tạo hơn, hiệu quả hơn, đồng thời có điều kiện đào thải những nhà quản trị kém. Tuy nhiên, việc trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao sẽ hạn chế khả năng tích tụ vốn của doanh nghiệp để tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, tỷ trọng vốn vay ngân hàng có thể tăng lên và gây mất cân đối các nguồn trả nợ nếu doanh nghiệp không thận trọng trong việc vay vốn hoặc nếu không thì việc đầu tư sẽ không được mạnh dạn.

**Thứ ba,** có thể kết hợp hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu kèm phát hành quyền mua tăng vốn điều lệ. Giải pháp này tăng tính hấp dẫn cho nhà đầu tư và các cổ đông hiện hữu (sau khi thực hiện, giá cổ phiếu điều chỉnh giảm kỹ thuật sẽ tăng tính hấp dẫn).

#### **3.2.1.4. Giải pháp nâng cao tính minh bạch về thông tin doanh nghiệp.**

Minh bạch thông tin vừa là trách nhiệm vừa là yếu tố thu hút nhà đầu tư yên tâm bỏ vốn vào công ty. Tuy nhiên, trên thực tế cho thấy phần lớn các doanh nghiệp vẫn chưa thực hiện hoặc thực hiện sơ sài việc công bố thông tin. Với góc độ là nhà đầu tư họ không thể yên tâm bỏ vốn vào doanh nghiệp khi mà không biết những thông tin mà doanh nghiệp công bố có đáng tin cậy hay không. Để



tạo niềm tin cho các nhà đầu tư doanh nghiệp cần ý thức được vấn đề nâng cao tính minh bạch.

Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp luôn hàm chứa nhiều rủi ro trong đó có những rủi ro kiểm soát được và những rủi ro không kiểm soát được. Nhưng rủi ro lớn nhất đối với các nhà đầu tư khi bỏ vốn vào doanh nghiệp đó là sự không minh bạch và sự không minh bạch còn tệ hại hơn nhiều so với việc doanh nghiệp gặp thua lỗ trong kinh doanh. Thông tin minh bạch sẽ giúp nhà đầu tư hiểu và yên tâm khi bỏ vốn vào doanh nghiệp.

Thị trường chứng khoán đã qua thời kỳ đỉnh cao, việc huy động vốn của doanh nghiệp sẽ không còn dễ dàng, vì vậy, lúc này đối với những trường hợp doanh nghiệp niềm yết không đủ khả năng thuyết phục nhà đầu tư về hiệu quả của việc huy động vốn thì chắc chắn việc huy động vốn qua thị trường chứng khoán sẽ gặp thất bại ví dụ điển hình trong thời gian qua như trường hợp của BBT, ...

Nguồn vốn trong dân là rất lớn minh chứng bằng việc tăng trưởng huy động vốn qua ngân hàng tăng. Các doanh nghiệp có thể đặt câu hỏi tại sao nhiều nhà đầu tư có tiền lại lựa chọn đem tiền gửi ngân hàng và chấp nhận mức lợi tức thấp trong khi có thể đầu tư sang nhiều lĩnh vực khác có thể mang lại khả năng lợi nhuận cao hơn, ở đây có thể thấy họ chấp nhận đánh đổi một phần lợi nhuận để đổi lại sự an toàn cho đồng vốn. Thực tế, hiện mới chỉ có 32,38% doanh nghiệp có khả năng tiếp cận vốn ngân hàng, 35,24% khó tiếp cận và 32,38% không tiếp cận được. Thêm vào đó, chưa mấy doanh nghiệp có thể niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài... Điều này là do doanh nghiệp chưa thực sự minh bạch về tài chính và khả năng quản trị doanh nghiệp hạn chế.

Nhà đầu tư bỏ tiền mua cổ phiếu, họ phải được biết đồng tiền của họ được sử dụng vào việc gì, sử dụng như thế nào. Do đó, doanh nghiệp cần ý thức được việc công bố thông tin không phải là trách nhiệm mà là nghĩa vụ của doanh nghiệp đối với cổ đông.

Thông tư số 38/2007/TT-BTC là bước tiến quan trọng về yêu cầu minh bạch thông tin đối với công ty có huy động vốn qua kênh phát hành chứng khoán. Công ty đại chúng phải cung cấp và công bố thông tin một cách minh bạch và công khai tới nhà đầu tư thông qua nhiều kênh thông tin. Đây là một điểm yếu của doanh nghiệp Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp công

nghiệp nói riêng. Tính thiếu minh bạch là sản phẩm của thời kỳ bao cấp và vẫn còn dấy dư cho đến ngày nay. Mô hình quản lý "gia đình trị" cũng là một đặc điểm của nhiều doanh nghiệp tại Việt Nam. Khá nhiều doanh nghiệp khi chuyển đổi mô hình từ công ty TNHH sang công ty cổ phần để thêm cổ đông và huy động vốn phát triển, nhưng do tập quán "doanh nghiệp của nhà" nên thông tin không được quản trị minh bạch, gây khó khăn cho các nhà đầu tư mới tìm hiểu về hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Đối với doanh nghiệp đại chúng, trước sức ép của cổ đông và giá cổ phiếu, nhiều khi ban điều hành đã không công bố hết thông tin (*không gian dối nhưng công bố "một nửa sự thật"*) nhằm phục vụ những mục tiêu khác nhau của ban điều hành. Đây cũng là vấn đề liên quan đến yêu cầu kiểm soát nội bộ và kiểm toán độc lập của bên thứ ba.

Để nâng cao tính minh bạch, doanh nghiệp cần:

**Thứ nhất**, Xây dựng và áp dụng quy trình công bố thông tin doanh nghiệp một cách bài bản, chính xác, thống nhất trong toàn doanh nghiệp.

**Thứ hai**, Các số liệu tài chính theo chuẩn mức đồng nhất tránh sự khác nhau giữa con số trước và sau kiểm toán.

**Thứ ba**, Nâng cao trách nhiệm, nâng tầm ý thức trong việc xây dựng báo cáo thường niên của doanh nghiệp.

**Thứ tư**, Xây dựng Website chuyên nghiệp, Website sẽ là nơi để thông tin kịp thời nhất về những diễn biến của doanh nghiệp đến nhà đầu tư.

**Thứ năm**, Tổ chức tốt các hoạt động thông tin tuyên truyền, đối thoại về doanh nghiệp.

### **3.2.1.5. Giải pháp đa dạng các hình thức huy động vốn qua thị trường chứng khoán.**

Bên cạnh hình thức huy động vốn thông qua hình thức phát hành cổ phiếu, các doanh nghiệp có thể phát hành các công cụ nợ khác như trái phiếu qua thị trường chứng khoán. Trong thời gian qua đã có một số doanh nghiệp thành công trong việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp như ITA, KBC, VIC.

Tuy nhiên, để có thể thành công trong việc huy động vốn bằng hình thức phát hành trái phiếu doanh nghiệp cũng cần đáp ứng nhiều điều kiện khắt khe và theo như đánh giá của một số chuyên gia thì kết quả phát hành trái phiếu của các

doanh nghiệp Việt Nam chưa đạt như mong muốn vì một điều rất quan trọng là tính minh bạch của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Bên cạnh đó hệ thống chuẩn mực kế toán chưa rõ ràng, chưa đầy đủ, công tác kiểm toán chưa được coi trọng, thông tin đưa đến nhà đầu tư chưa có độ tin cậy cao, tổ chức thực hiện dịch vụ tư vấn phát hành trái phiếu cũng như bảo lãnh phát hành chưa nhiều...

Để đa dạng hóa các hình thức huy động vốn trên thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp cần:

**Thứ nhất,** Nâng cao ý thức của doanh nghiệp trong hoạt động sản xuất kinh doanh, tuân thủ đầy đủ các nghĩa vụ công bố thông tin về hoạt động của doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư.

**Thứ hai,** Xây dựng hệ thống đánh giá định mức tín nhiệm doanh nghiệp.

**Thứ ba,** Lựa chọn các tổ chức tài chính tham gia tư vấn và bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp, bảo hiểm trái phiếu doanh nghiệp, làm cơ sở để tạo ra tính thanh khoản cho trái phiếu doanh nghiệp.

**Thứ tư,** Nâng cao tính hấp dẫn của trái phiếu doanh nghiệp, ngoài việc có mặt bằng lãi suất cao hơn các loại trái phiếu khác, trái phiếu doanh nghiệp cần có thêm các quyền lợi khác cho các nhà đầu tư liên quan đến các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

**Thứ năm,** Cung cấp dịch vụ bảo hiểm tỷ giá đối với các nhà đầu tư cũng như đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ.

### **3.2.1.6. Giải pháp nghiên cứu thị trường chứng khoán và khai thác thông tin chứng khoán.**

Đầu tư kinh doanh chứng khoán là một lĩnh vực hoạt động có thể mang lại cho các doanh nghiệp nguồn thu nhập đột biến, song cũng chứa đựng rất nhiều rủi ro. Vì vậy, để hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của doanh nghiệp được hiệu quả nhất các doanh nghiệp cần phải nghiên cứu kỹ về thị trường chứng khoán.

Thị trường chứng khoán luôn vận động, phát triển và chịu sự tác động của tất cả các nhân tố kinh tế - chính trị xã hội, để có được những chiến lược và tác nghiệp đầu tư kinh doanh chứng khoán phù hợp và hiệu quả, các doanh nghiệp phải thiết lập được một bộ phận kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp, phải cử cán bộ chuyên trách thực hiện việc nghiên cứu thị trường. Trên cơ sở nắm vững bản chất, trình độ phát triển, những đặc điểm và thực trạng của thị trường... mới

có thể xây dựng được chiến lược kinh doanh hiệu quả. Đồng thời, việc theo dõi nghiên cứu kỹ sự biến động của thị trường mới có thể có những giải pháp tác nghiệp phù hợp với từng thời kỳ, và đối với mọi biến động của thị trường. Nghiên cứu thị trường là một trong những tiền đề của sự thành công đối với từng quyết định đầu tư nói riêng và đối với hiệu quả của toàn bộ quá trình đầu tư – kinh doanh chứng khoán nói chung.

Xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu đầy đủ về các thông tin tài chính, biến động giá của các cổ phiếu, các ngành để làm cơ sở cho việc lựa chọn danh mục đầu tư hiệu quả.

Sử dụng các phương pháp phân tích cơ bản kết hợp với phân tích kỹ thuật để xác định mức giá cũng như thời điểm tham gia hay rút lui khỏi thị trường.

Để nắm bắt tình hình thị trường, phát hiện những thời cơ có lợi nhất cho việc mua hoặc bán chứng khoán, đòi hỏi phải theo sát không chỉ đối với thị trường tập trung mà còn cần thâm nhập vào thị trường OTC để tìm kiếm, phát hiện những chứng khoán mang lại hiệu quả cao và đầu tư vào những thời điểm thích hợp nhất. Trên cơ sở đó, các doanh nghiệp phải thiết lập và duy trì thường xuyên các mối quan hệ đối với cơ quan, tổ chức liên quan đến thị trường chứng khoán, nhằm khai thác tối đa nguồn thông tin có thể có được.

- Xây dựng mối quan hệ để thường xuyên trao đổi thông tin với Ủy ban chứng khoán Nhà nước, cụ thể là Vụ phát hành, Vụ Quản lý Kinh doanh chứng khoán, Vụ Pháp chế, Vụ Nghiên cứu thị trường sẽ giúp cho doanh nghiệp có được những thông tin tổng thể về thị trường vốn, bám sát những quy định của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước về chứng khoán và Thị trường chứng khoán.

- Những mối quan hệ đối với Sở giao dịch chứng khoán, các ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư... sẽ giúp doanh nghiệp có thể khai thác tốt các thông tin phục vụ cho việc phát hành, lưu thông chứng khoán trên thị trường.

- Việc duy trì các mối quan hệ đối với các Công ty chứng khoán sẽ giúp cho doanh nghiệp thường xuyên cập nhật những diễn biến sớm nhất về thị trường, các công ty chứng khoán cũng sẽ cung cấp các dịch vụ tư hỗ trợ tốt nhất cho doanh nghiệp trong việc lựa chọn danh mục đầu tư, thời điểm mua chứng khoán và quan trọng nhất là thời điểm bán chứng khoán.

Ngoài ra, doanh nghiệp cũng cần có những mối quan hệ với Ban Đối mới doanh nghiệp Trung Ương, Cục Quản lý doanh nghiệp, Ban Cổ phần hóa – Bộ

Tài chính... Những mối quan hệ này sẽ giúp doanh nghiệp bám sát được thực trạng và lộ trình cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước, từ đó nghiên cứu cơ hội để có thể mua cổ phiếu phát hành lần đầu. Cổ phiếu của doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hóa rất có tiềm năng.

### **3.2.1.7. Giải pháp nghiên cứu thành lập Bộ phận đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và xây dựng danh mục đầu tư tối ưu.**

#### ***a. Nghiên cứu thành lập Bộ phận đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp..***

Để có thể hình thành một bộ phận chuyên trách thực hiện đầu tư kinh doanh chứng khoán một cách có hiệu quả, doanh nghiệp cần nghiên cứu hình thành Bộ phận đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp, thực hiện chuyên trách đầu tư – kinh doanh chứng khoán cho các doanh nghiệp. Vốn đầu tư chứng khoán được hình thành trên cơ sở vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Bộ phận đầu tư chứng khoán cần thiết phải xây dựng ra những căn cứ, tiêu chí đầu tư để đảm bảo an toàn vốn:

***Xác định nguồn vốn đầu tư, số lượng vốn đầu tư:*** Một yếu tố quan trọng để hạn chế rủi ro khác đó chính là việc quy định lượng vốn đầu tư chứng khoán ở một mức hợp lý, có doanh nghiệp vốn đầu tư chứng khoán gấp 60 lần vốn chủ sở hữu, dẫn đến khi thị trường suy giảm như cuối năm 2007 và năm 2008, các doanh nghiệp không kịp rút ra khỏi thị trường để quay về hoạt động kinh doanh chính của mình và kết quả là thua lỗ nặng nề. Do vậy lượng vốn dùng để đầu tư chứng khoán thường 20-25%/vốn chủ sở hữu là hợp lý.

***Phân chia tỷ trọng đầu tư vào một số ngành để phân tán rủi ro:*** Trên cơ sở tiêu chí phân ngành và bộ chỉ số chứng khoán ngành doanh nghiệp công nghiệp phân chia danh mục đầu tư cho phù hợp để thực hiện kinh doanh hiệu quả.

***Đánh giá, xác định giá trị cơ bản của doanh nghiệp để làm căn cứ đầu tư:*** Thời gian qua, khi các doanh nghiệp đầu tư chứng khoán chưa có cơ sở căn cứ đầu tư theo tiêu chí gì, chỉ nhìn thấy cổ phiếu trên thị trường chứng khoán là thực hiện đầu tư,

***Lựa chọn đối tượng đầu tư:*** Chính vì lý do đó, trong hoạt động đầu tư chứng khoán, các doanh nghiệp công nghiệp cần tập trung vào những doanh nghiệp mà ngành nghề hoạt động giống và gần giống với ngành nghề kinh doanh

của mình. Đây là điều tối quan trọng trong hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp bởi chỉ khi hiểu rõ ngành nghề kinh doanh cũng như những biến động của nó doanh nghiệp mới có thể đưa ra được những quyết định đầu tư hợp lý. Việc tham gia đầu tư vào các doanh nghiệp cùng ngành cũng có thể giúp doanh nghiệp nâng cao vị thế, học hỏi kiến thức kinh nghiệm quản lý, marketing cũng như kinh doanh của các đối thủ cùng ngành.

Ngoài ra bộ phận đầu tư chứng khoán còn trực tiếp thực hiện các nghiệp vụ chuyên môn của doanh nghiệp khi tham gia vào TTCK như:

**Thứ nhất,** Xây dựng phương án phát hành chứng khoán (*bao gồm cả việc phát hành lần đầu và các đợt phát hành chứng khoán bổ sung*) cho doanh nghiệp, phối hợp với các công ty chứng khoán, các tổ chức tư vấn để thiết lập phương án huy động vốn một cách có hiệu quả nhất.

**Thứ hai,** Quản lý danh sách cổ đông của doanh nghiệp, xây dựng phương án chia cổ tức, quản lý các chứng từ về chứng khoán.

**Thứ ba,** Điều tiết, tập trung việc quản lý chứng khoán thông qua các hoạt động đầu tư – kinh doanh, mở tài khoản giao dịch của doanh nghiệp tại công ty chứng khoán và cử cán bộ chuyên trách quản lý việc sử dụng tài khoản này.

**Thứ tư,** Thực hiện việc kinh doanh trên thị trường chứng khoán: Tiến hành phân tích chứng khoán để lựa chọn và quyết định đầu tư chứng khoán.

***b. Nghiên cứu xây dựng danh mục đầu tư tối ưu.***

Để xây dựng danh mục đầu tư tối ưu doanh nghiệp công nghiệp cần xây dựng tiêu chí phân ngành và bộ chỉ số chứng khoán ngành.

\* Quy định tiêu chí ngành nhằm:

- Thực hiện phân loại hoạt động kinh tế theo nhóm các ngành nghề, lĩnh vực của nền kinh tế phục vụ việc nghiên cứu, phân tích có khoa học.

- Đáp ứng các tiêu chuẩn về phân ngành theo chuẩn quốc gia, quốc tế về phân ngành nhằm đạt được sự thống nhất trong hoạt động thống kê và phân tích đầu tư của doanh nghiệp công nghiệp.

- Tham khảo tiêu chí phân ngành theo quyết định số 10/2007/QĐ-TTg ngày 23 tháng 01 năm 2007 của Thủ tướng Chính phủ về ban hành hệ thống ngành kinh tế của Việt Nam và dựa trên cơ sở nghiên cứu đánh giá thực tế hoạt động của các doanh nghiệp để làm căn cứ phân chia ngành phù hợp với mục tiêu xây dựng danh mục đầu tư tối ưu.

**Nội dung tiêu chí phân ngành:** Hệ thống ngành được phân chia theo 3 cấp tiêu chí.

- Tiêu chí cấp 1: Gồm 3 khu vực kinh tế quốc dân:
  - + Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản.
  - + Khu vực công nghiệp và xây dựng.
  - + Khu vực dịch vụ.
- Tiêu chí cấp 2: Gồm các nhóm ngành nhỏ trong từng khu vực.
- Tiêu chí cấp 3: Gồm các lĩnh vực kinh tế cụ thể trong từng nhóm ngành.

<b>Tiêu chí 1</b>	<b>Tiêu chí 2</b>	<b>Tiêu chí 3</b>
<b>Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản</b>	<b>Nông nghiệp</b>	Trồng cây hàng năm Trồng cây lâu năm Chăm sóc cây giống Chăn nuôi Trồng trọt, chăn nuôi hỗn hợp Săn bắt, đánh bắt
	<b>Lâm nghiệp</b>	Trồng rừng và khai thác sản phẩm từ rừng Khai thác gỗ
	<b>Thủy sản</b>	Khai thác thủy sản Nuôi trồng thủy sản
<b>Khu vực công nghiệp và xây dựng</b>	<b>Công nghiệp khai thác</b>	Khai thác Quặng Khai thác than Khai thác khí đốt tự nhiên Khai thác dầu mỏ Khai khoáng khác (cát, sỏi ...)
	<b>Công nghiệp chế biến</b>	Chế biến thực phẩm Đồ uống Tinh chế sản phẩm công nghiệp tự nhiên Chế biến nhựa và các sản phẩm nhân tạo Hoá chất
		Chế tạo máy móc thiết bị Chế tạo đồ điện tử Chế biến, chế tạo khác
	<b>Công nghiệp điện nước</b>	Sản xuất và phân phối điện nước Sản xuất thiết bị điện
<b>Xây dựng</b>	Xây dựng nhà dân dụng Xây dựng công trình cơ sở hạ tầng Hoạt động xây dựng chuyên dụng	
<b>Khu vực</b>	<b>Thương nghiệp</b>	Xuất nhập khẩu

<b>dịch vụ</b>		Phân phối trong nước
	<b>Khách sạn, nhà hàng</b>	Khách sạn Kinh doanh nhà hàng
	<b>Vận tải, bưu điện, du lịch</b>	Vận tải Du lịch Bưu điện Viễn thông
	<b>Tài chính, ngân hàng, bảo hiểm</b>	Ngân hàng Bảo hiểm Chứng khoán Quỹ Tư vấn Khác
	<b>Khoa học</b>	Công nghệ phần mềm Công nghệ Mạng Nghiên cứu sáng chế
	<b>Kinh doanh bất động sản</b>	
	<b>Quản lý Nhà nước</b>	
	<b>Giáo dục đào tạo</b>	
	<b>Y tế</b>	Bệnh viện, Y Dược phẩm
	<b>Văn hoá</b>	Xuất bản sách Phân phối sách
	<b>Đảng, đoàn thể, hiệp hội</b>	Thuộc nhà nước Không thuộc nhà nước
	<b>Phục vụ cá nhân, cộng đồng</b>	Giải trí
		Hỗ trợ Các hình thức dịch vụ khác
	<b>Dịch vụ làm thuê</b>	Sửa chữa máy móc thiết bị Khác

\* Xây dựng bộ chỉ số chứng khoán ngành nhằm:

- Xây dựng bộ chỉ số chứng khoán từng ngành trên cơ sở tổng hợp dữ liệu giao dịch của cổ phiếu từng ngành làm căn cứ phân tích, đánh giá bài bản, khoa học.

- Có được chỉ số chung phản ánh sự thay đổi giá cả của các cổ phiếu trong ngành, giúp cho việc so sánh với chỉ số VN-Index và HaSTC-Index hoặc giữa các ngành.

- Sử dụng chỉ số này trong phân tích kỹ thuật.



### **Cách xây dựng bộ chỉ số chứng khoán ngành:**

- Bộ chỉ số chứng khoán ngành được xây dựng trên cơ sở tính riêng chỉ số của nhóm cổ phiếu thuộc từng ngành theo quy tắc tính chỉ số VN-Index, HaSTC-Index hoặc theo quy tắc bình quân gia quyền, bình quân số học.

#### **Công thức tính chỉ số:**

$$\text{Ngành-Index} = \frac{\text{Tổng vốn hóa hiện tại}}{\text{Tổng giá trị cơ sở}} * 100$$

#### Trong đó:

Tổng vốn hóa hiện tại là tổng giá trị vốn hóa của tất cả các cổ phiếu niêm yết của ngành.

Giá trị vốn hóa = Giá chứng khoán \* Khối lượng đang lưu hành hiện tại.

Tổng giá trị cơ sở là tổng giá trị vốn hóa tại thời điểm bắt đầu tính toán.

#### Đặc biệt:

Giá trị cơ sở sẽ được điều chỉnh khi có thêm hoặc bớt đi một hay một số cổ phiếu mới. Khi đó:

$$\text{Tổng giá trị cơ sở sau khi thay đổi} = \frac{\text{Tổng vốn hóa phiên trước liền kề} + \text{Giá trị tăng thêm}}{\text{Tổng vốn hóa phiên trước liền kề}} * \text{Tổng giá trị cơ sở trước khi thay đổi}$$

### **Chỉ số Ngành - Index và cách sử dụng:**

Có sự khác biệt giữa HaSTC vì: HoSE sẽ tính theo khối lượng đang lưu hành nhưng ở HaSTC thì không có sự điều chỉnh giá khi những công ty trả cổ tức hoặc phát hành thêm cổ phiếu, Vốn hoá sẽ tính theo ngày niêm yết thêm.

Ví dụ: Ngày cơ sở: 01/06/2009. Lấy mốc Ngành-Index là 100 (ở giá mở cửa ngày 01/04/2008).

Giá trị điều chỉnh của kỳ gốc khi thêm, bớt CP sẽ lấy giá trị tăng thêm là:

Giá trị vốn hoá của CP tăng thêm trong phiên giao dịch đầu tiên (tức giá mở cửa ngày đầu tiên) đối với việc tăng CP.

Giá trị vốn hoá cuối cùng (tức giá đóng cửa phiên cuối cùng) của CP bỏ đi đối với việc giảm số lượng CP trong tính toán chỉ số.

Khi doanh nghiệp công nghiệp xây dựng được tiêu chí phân ngành và bộ chỉ số chứng khoán ngành, doanh nghiệp phải thực hiện phân tích chứng khoán

để lựa chọn và quyết định danh mục đầu tư tối ưu nhất. Khi tiến hành phân tích, doanh nghiệp phải áp dụng cả hai công cụ phân tích chủ yếu là phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật đối với từng loại cổ phiếu, từng loại trái phiếu.

Trên cơ sở kết quả phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật, doanh nghiệp phải xây dựng được danh mục đầu tư hợp lý, bao gồm cả danh mục đầu tư ngắn hạn, đầu tư trung hạn, dài hạn. Lựa chọn những cổ phiếu, trái phiếu của những công ty có tiềm năng, có kết quả kinh doanh tốt, có khả năng tăng giá khi thị trường chứng khoán phục hồi và đi vào ổn định.

Để phân tán rủi ro trong hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán, doanh nghiệp phải luôn đặt sự an toàn và bảo toàn vốn lên hàng đầu. Để hạn chế rủi ro tới mức thấp nhất thì doanh nghiệp cần thiết phải phân bổ đồng đều rủi ro cho từng loại chứng khoán. Đồng thời, các danh mục đầu tư phải hướng vào thị trường sơ cấp, đặc biệt là những chứng khoán trong nội bộ ngành và của các ngành có nhiều triển vọng phát triển.

Tiến hành phân tích cổ phiếu trên thị trường với mục tiêu là đưa ra dự báo về giá cổ phiếu và xu hướng giá cổ phiếu trong tương lai, tìm khả năng sinh lời cao. Đó là một trong những nội dung quan trọng - xác định giai đoạn nào của chu kỳ cổ phiếu tăng trưởng - giúp doanh nghiệp cân nhắc để đi đến quyết định đầu tư chứng khoán có hiệu quả nhất.

Việc dự báo giá cổ phiếu diễn biến trong tương lai có ý nghĩa rất quan trọng. Nếu dự đoán giá diễn biến đúng, sẽ mang lại thành công lớn và ngược lại, sẽ thua thiệt, thậm chí có khi dẫn đến phá sản. Muốn phân tích cổ phiếu để dự báo tốt về diễn biến giá cổ phiếu, nhà đầu tư cần phải xem xét, nghiên cứu và tìm ra câu trả lời thoả đáng các vấn đề cụ thể: Các cổ phiếu nào sẽ lên giá - vì sao? Các cổ phiếu đó lên giá bao nhiêu - do đâu? Trong thời gian bao lâu, thì các cổ phiếu đó đạt mức tăng như vậy - vì đâu? Phải phân tích và tìm ra một ưu thế cạnh tranh nhất định so với các đối thủ khác như: độc quyền về công nghệ, phát minh sáng chế, chiếm lĩnh thị trường hoặc phương pháp quản lý khoa học, chặt chẽ, nâng cao hiệu quả kinh doanh v.v...

Vấn đề quan trọng trong phân tích cổ phiếu là phải xác định và lựa chọn cổ phiếu tăng trưởng - nghĩa là cổ phiếu đó có thể tiếp tục tăng trưởng trong tương lai. Cần phân tích kỹ những loại cổ phiếu đang lưu hành. Mỗi loại cổ phiếu lại mang sắc thái riêng, từng tiêu chí "đậm, nhạt" khác nhau - nổi lên là:

công nghệ, sản phẩm, thị trường, tái đầu tư, lợi tức, tỷ số nợ và các tổ chức quản lý.vv..., đặc biệt là chiến lược phát triển trong tương lai. Trong thực tế kinh doanh chứng khoán, việc dự báo biến động giá và xu hướng giá ngắn hạn có nhiều thành công và chính xác hơn dự báo xu hướng dài hạn, vì tính nhạy cảm và phức tạp của thị trường chứng khoán. Phân tích kỹ thuật cổ phiếu nhằm nghiên cứu những diễn biến hay hành vi thị trường - thông qua việc nghiên cứu các mô hình giao dịch và các hành vi hiện tại của thị trường, vốn đã phức tạp - để có thể biết được một cách sâu sắc các hành vi có thể xảy ra trong tương lai của thị trường. Những thông tin về một cổ phiếu, hoặc một ngành, hoặc một thị trường đều có thể được các nhà đầu tư nghiên cứu, xem xét, và do đó, nó phản ánh vào trong giá, cổ tức, lợi nhuận và mô hình giao dịch. Nhà đầu tư có thể đầu tư vào một cổ phiếu khi phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật cùng đưa ra kết luận chung về xu hướng biến động của giá và của thị trường chứng khoán.

### **3.2.1.8. Giải pháp đào tạo đội ngũ cán bộ đầu tư kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp.**

Để hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của doanh nghiệp công nghiệp được hiệu quả và chuyên nghiệp, doanh nghiệp phải thành lập nhóm cán bộ chuyên nghiệp đã được đào tạo về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Để có thể hình thành được đội ngũ cán bộ đầu tư chuyên nghiệp, doanh nghiệp phải chủ động thu hút nguồn lao động đặc biệt này trên thị trường, hoặc chủ động đào tạo về nhân sự.

Thực tế cho thấy, các doanh nghiệp vẫn chưa thực sự coi trọng đến vấn đề nhân sự cho hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán, còn để cho cán bộ chưa có kinh nghiệm và chưa được đào tạo bài bản về thị trường chứng khoán, dẫn đến hoạt động đầu tư còn mang tính chộp rứt, manh mún. Vì vậy, việc hình thành đội ngũ cán bộ đầu tư chuyên nghiệp, có chuyên môn cao là rất quan trọng cho các doanh nghiệp công nghiệp khi tham gia đầu tư kinh doanh chứng khoán.

- 100% Cán bộ đầu tư chứng khoán phải có giấy phép hành nghề.
- 100% Cán bộ đầu tư chứng khoán có trình độ Đại học và sau Đại học.
- Đối với các dịch vụ tư vấn đầu tư, quản lý tài sản, quản lý rủi ro, tái cơ cấu tài chính: Tối thiểu 2 cán bộ có chứng chỉ CFA.

Đội ngũ cán bộ đầu tư chịu trách nhiệm phân tích chứng khoán, xây dựng danh mục đầu tư tối ưu để trình Ban lãnh đạo doanh nghiệp công nghiệp quyết định đầu tư. Đội ngũ cán bộ này cũng phải chịu trách nhiệm tư vấn cho lãnh đạo thời điểm mua và bán chứng khoán một cách kịp thời để lãnh đạo có thể ra quyết định đúng đắn.

Bởi lẽ, đặc điểm của thị trường chứng khoán là biến động thường xuyên, vì vậy, khi thực hiện đầu tư kinh doanh chứng khoán, đặc biệt là đầu tư trên sàn giao dịch tập trung, doanh nghiệp công nghiệp phải đưa ra các quyết định nhanh chóng, có khi từng phút, từng giờ. Vì vậy, để đảm bảo tính kịp thời, nhanh chóng khi ra quyết định đầu tư, doanh nghiệp có thể căn cứ vào năng lực trình độ của đội ngũ cán bộ đầu tư để giao hạn mức đầu tư cho từng cán bộ. Trên cơ sở hạn mức giao dịch, cán bộ có thể tự quyết định mua bán trong hạn mức giao dịch của mình.

Ngoài ra, doanh nghiệp cũng phải xây dựng quy chế đầu tư, quy chế phân cấp ủy quyền trong hoạt động đầu tư, doanh nghiệp phải xây dựng được hạn mức đầu tư theo từng ngành, từng lĩnh vực cho từng thời kỳ, hạn mức chốt lỗ, hạn mức chốt lãi, tạo cơ sở cho đội ngũ cán bộ đầu tư có thể thực hiện các hoạt động đầu tư một cách an toàn và hiệu quả nhất.

### **3.2.1.9. Giải pháp nâng cao năng lực và trình độ quản trị doanh nghiệp.**

Bộ máy quản trị gọn nhẹ, năng động, linh hoạt trước những biến động của thị trường luôn là đòi hỏi bức thiết đối với công tác quản trị doanh nghiệp. Muốn vậy, phải chú ý ngay từ khâu tuyển dụng theo nguyên tắc tuyển người theo yêu cầu của công việc. Việc hoạt động theo mô hình công ty cổ phần sẽ tạo điều kiện cho những cá nhân có khả năng bộc lộ ưu thế sẵn có của mình, tuy nhiên, bản thân doanh nghiệp phải có nhận thức rõ ràng về vấn đề này bằng văn bản các quy chế, nội quy, tiêu chuẩn.

Cơ cấu tổ chức bộ máy quản trị phải thích ứng với những biến động của môi trường kinh doanh. Phải xác định rõ chức năng, quyền hạn, chế độ trách nhiệm đối với mối quan hệ giữa các bộ phận, cá nhân trong bộ máy quản trị và phải được quy định rõ ràng trong điều lệ tổ chức hoạt động của công ty cổ phần.

Thiết lập hệ thống thông tin hợp lý là nhiệm vụ không kém phần quan trọng trong công tác tổ chức quản trị. Việc thiết lập hệ thống thông tin phải đáp ứng yêu cầu sau:

- Phải đáp ứng nhu cầu sử dụng thông tin, đảm bảo thường xuyên cung cấp thông tin cần thiết đến đúng các địa chỉ nhận tin.

- Tăng cường chất lượng công tác thu nhận, xử lý thông tin đảm bảo thường xuyên cập nhật, bổ sung thông tin.

- Đảm bảo chi phí thu thập, xử lý và khai thác, sử dụng thông tin là thấp nhất.

- Phải phù hợp với trình độ và phát triển công nghệ tin học, từng bước hội nhập với hệ thống thông tin quốc tế.

Đối với các doanh nghiệp sau cổ phần hoá, số cổ phần do nhà nước nắm giữ chiếm một tỷ lệ lớn cần có sự thay đổi đột phá trong cơ cấu quản lý của các công ty cổ phần. Thành viên Hội đồng quản trị cũng như thành viên Ban Giám đốc công ty phải là những người có năng lực và trình độ quản trị doanh nghiệp, tránh tình trạng như trước đây (*chủ yếu được bổ nhiệm theo quyết định hành chính đơn thuần*). Do vậy, giải pháp nâng cao năng lực và trình độ quản trị doanh nghiệp có vị trí đặc biệt quan trọng trong việc thực hiện mục tiêu nâng cao hiệu quả kinh tế - xã hội của sản xuất – kinh doanh trong các công ty cổ phần.

Quản trị Công ty hiện nay là một vấn đề quan trọng mà các công ty cần phải có sự đầu tư cần thiết và lâu dài. Hệ thống quản trị công ty bao gồm một loạt các nguyên tắc xác định những mối quan hệ (*quyền lợi và trách nhiệm*) giữa các cổ đông, các nhà quản lý công ty, các chủ nợ, Chính phủ, các bên nắm giữ quyền lợi khác trong một công ty và những cơ chế trực tiếp hoặc gián tiếp để thực thi những nguyên tắc này. Những nội dung chính của quản trị công ty bao gồm: cơ cấu sở hữu, việc bảo vệ và kiểm soát các cổ đông, kiểm soát và bảo vệ các chủ nợ, thị trường chuyển nhượng quyền kiểm soát công ty, cạnh tranh thị trường và tài chính công ty. Đây là những vấn đề rất mới đối với doanh nghiệp cổ phần hoá so với doanh nghiệp nhà nước trước đây. Do đó, cần thực hiện các cách thức sau để giải quyết vấn đề quản trị cho công ty cổ phần:

- Tăng cường đào tạo, bồi dưỡng kiến thức chung về luật pháp cho những người lao động và cán bộ quản lý doanh nghiệp về quyền lợi và nghĩa vụ của cổ đông, của cơ quan quản lý Nhà nước, các cơ quan quản lý trong Công ty cổ phần

như Đại hội đồng cổ đông, Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, trình tự thủ tục thông qua các quyết định quan trọng của công ty nhằm làm cho cổ đông, đặc biệt cổ đông là những người lao động nhận thức được, tránh tình trạng xảy ra xung đột trong nội bộ doanh nghiệp hoặc làm cho việc làm chủ của người lao động và các cổ đông thiểu số chỉ là hình thức do họ không hiểu về nguyên tắc tổ chức và hoạt động của công ty cổ phần. Từ đó đảm bảo cho hoạt động của công ty cổ phần thực sự hiệu quả sau chuyển đổi sở hữu.

- Đào tạo và thường xuyên, bồi dưỡng, cập nhật cho các cán bộ quản lý những kiến thức cơ bản, hiện đại, thiết thực về quản trị doanh nghiệp theo cơ chế thị trường theo các giác độ: Kinh tế, quản lý, tâm lý và chính sách kinh tế và quản lý mới của Đảng và Nhà nước, để từ đó họ có thể vận dụng và áp dụng vào quản lý thực tế doanh nghiệp nhằm góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty.

- Tổ chức nghiên cứu phát hiện các vấn đề quản trị doanh nghiệp sau cổ phần hóa, tổ chức tọa đàm, tập huấn về quản trị công ty cổ phần.

### **3.2.1.10. Giải pháp đầu tư công nghệ thông tin phục vụ cho hoạt động kinh doanh chứng khoán trong doanh nghiệp công nghiệp.**

Đối với doanh nghiệp, công nghệ luôn luôn đóng một vai trò quyết định. Khả năng lưu trữ, chiết xuất, phân tích và tổng hợp các thông tin liên quan tới khách hàng, dịch vụ, thị trường, cạnh tranh, vv.. trong một thời gian ngắn với độ chính xác cao không những giúp các doanh nghiệp tiết kiệm thời gian, chi phí mà còn tạo nên những lợi thế cạnh tranh giúp cho các doanh nghiệp đứng vững trên thị trường. Sự đòi hỏi về công nghệ này đối với hoạt động kinh doanh chứng khoán lại càng gay gắt. Cập nhật, chính xác với độ ổn định cao. Tập hợp lại, các yếu tố này tạo nên một sức ép không ngừng buộc các doanh nghiệp công nghiệp khi thực hiện đầu tư chứng khoán phải liên tục phát triển hệ thống công nghệ nhằm tránh bị tụt hậu và tạo sức mạnh cạnh tranh. Vì vậy, giải pháp cần thiết .

- Trang bị hệ thống công nghệ thông tin hiện đại phục vụ cho hoạt động đặt lệnh trực tuyến, đặt lệnh qua Voice, vắn tin tài khoản tự động, tích hợp các công nghệ và dịch vụ ngân hàng như ATM, Payment Gateway với các giao dịch chứng khoán.

- Nâng cấp, hoàn thiện và bổ sung các phần mềm hỗ trợ cho các hoạt động phân tích. Thực sự biến sức mạnh công nghệ thành sức mạnh cạnh tranh cho hoạt động phân tích.

- Xây dựng các hệ thống quản trị, kinh doanh tự động như các hệ thống quản lý danh mục đầu tư, CRM, ERP, MIS.

### **3.2.1.11 Giải pháp quản lý rủi ro khi doanh nghiệp công nghiệp tham gia thị trường chứng khoán.**

Để giảm thiểu các rủi ro có thể gặp trong hoạt động kinh doanh nói chung và hoạt động tài chính trên thị trường chứng khoán nói riêng, mỗi doanh nghiệp cần xây dựng một hệ thống quản lý rủi ro, vừa đảm bảo mục tiêu kinh doanh, tạo ra lợi thế cạnh tranh và đem lại giá trị tăng thêm cho doanh nghiệp đồng thời giảm thiểu rủi ro trong hoạt động tài chính của mình trên thị trường chứng khoán.

Quản lý rủi ro là quá trình thực hiện việc xác định, đo lường rủi ro; xây dựng và thực hiện kế hoạch phòng ngừa, giảm thiểu rủi ro; giám sát, kiểm tra, kiểm soát rủi ro.

Quản lý rủi ro được thiết lập bởi Hội đồng quản trị, Ban điều hành và các cán bộ có liên quan khác áp dụng trong quá trình xây dựng chiến lược doanh nghiệp thực hiện xác định những sự vụ có khả năng xảy ra gây ảnh hưởng đến doanh nghiệp đồng thời quản lý rủi ro trong phạm vi cho phép nhằm đưa ra mức độ đảm bảo trong việc đạt được mục tiêu của doanh nghiệp.

Để thực hiện quản lý rủi ro tốt, **trước hết**, doanh nghiệp xây dựng Chính sách quản lý rủi ro doanh nghiệp. Chính sách quản lý rủi ro xác định phương pháp tiếp cận đối với rủi ro và quản lý rủi ro, đồng thời nêu rõ trách nhiệm trong việc quản lý rủi ro trong toàn bộ doanh nghiệp. Hội đồng quản trị là người chịu trách nhiệm xác định hướng chiến lược và cơ cấu cho chức năng quản lý rủi ro doanh nghiệp nhằm đảm bảo hoạt động hiệu quả nhất. Các bộ phận chức năng trong doanh nghiệp có trách nhiệm trong việc quản lý rủi ro hàng ngày, gắn kết việc nhận thức và tuyên truyền về quản lý rủi ro trong bộ phận mình công tác.

**Thứ hai**, xây dựng quy trình quản lý rủi ro, trong đó nêu rõ các bước trong quá trình quản lý rủi ro bao gồm các nội dung cơ bản sau:

- Nhận biết rủi ro: Các rủi ro tiềm ẩn chỉ có thể được nhận biết thông qua các dữ liệu đáng tin cậy và việc kiểm tra thường xuyên các hồ sơ trong quá khứ,

những phát triển hiện tại và những xem xét cho tương lai. Đây là những yếu tố quan trọng để xác định các vấn đề có thể xảy ra trong tương lai. Những cán bộ thực hiện công việc nhận biết rủi ro cần hiểu rõ về bản chất của rủi ro mà họ đang xem xét. Trong quá trình tìm hiểu, phải thu thập những dữ liệu liên quan, có thể sử dụng phân tích SWOT, kinh nghiệm tích lũy, nhận biết và phân loại hồ sơ, huy động trí não, phân tích hệ thống v.v.. quá trình này đòi hỏi phải thiết lập một tư duy logic và phân tích có hệ thống để quản lý một cách có hiệu quả các rủi ro liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp.

- Đánh giá rủi ro: Bao gồm việc nhận biết chính xác các rủi ro tiềm ẩn và đưa ra được các ưu tiên theo khả năng xảy ra, phạm vi của tác động và tần xuất, xác định mức độ rủi ro mà doanh nghiệp có khả năng chịu được và thiết lập các điều kiện kiểm soát. Quá trình đánh giá rủi ro phải được ghi lại một cách chi tiết, lưu lại và văn bản hóa tất cả các công việc để giúp cho việc nghiên cứu và lập chiến lược quản lý rủi ro.

- Xử lý rủi ro: Bao gồm việc sử dụng chiến lược giảm rủi ro, xử lý các khủng hoảng và giảm hoặc tránh các tổn thất do rủi ro mang lại. Các chiến lược xử lý rủi ro thông thường bao gồm:

+ Tránh rủi ro: Trường hợp này rủi ro được tránh bằng cách không tham gia vào hoạt động có rủi ro.

+ Giảm rủi ro: Lựa chọn một chiến lược thích hợp hoặc cách tiếp cận nhằm giảm rủi ro hoặc khả năng xảy ra rủi ro

+ Chấp nhận rủi ro: Là việc chấp nhận tình trạng rủi ro và xác định chiến lược tốt nhất có thể để giải quyết với những tổn thất và tác động của rủi ro.

+ Chuyển rủi ro: Đưa vào những điều luật mới, hợp đồng, bảo hiểm việc chia sẻ trách nhiệm đối với rủi ro.

- Theo dõi và định lượng: Cần một cơ chế phòng ngừa hiệu quả, coi quản lý rủi ro như là một yếu tố quan trọng khi hoạch định và quản lý chiến lược hoạt động của doanh nghiệp. Bao gồm việc thu thập thường xuyên các thông tin, tích lũy kinh nghiệm, theo dõi những rủi ro cố hữu và thực hiện các thử nghiệm để xác nhận hiệu lực và hiệu quả của chiến lược và các bước quản lý rủi ro. Đó là các quá trình tìm kiếm để tránh những chiến lược quản lý rủi ro đã lỗi thời và không thể giải quyết một cách hoàn toàn những rủi ro mới và các tình huống kèm theo nó.



**Thứ ba,** Xây dựng và nâng cao văn hóa nhận thức về rủi ro trong doanh nghiệp trong đó có việc đào tạo về quản lý rủi ro trong doanh nghiệp; thiết kế và rà soát quy trình quản lý rủi ro; điều phối các hoạt động chức năng khác nhau có liên quan đến vấn đề quản lý rủi ro trong doanh nghiệp... cũng cần được quan tâm, chú trọng.

Để thiết lập được một hệ thống quản lý rủi ro hoạt động hiệu quả, bên cạnh việc xây dựng chính sách quản lý rủi ro của doanh nghiệp, bản thân lãnh đạo doanh nghiệp phải cam kết ủng hộ việc triển khai, đảm bảo không tồn tại khái niệm "vùng cấm" trong doanh nghiệp, những khu vực không được tiếp cận đánh giá, kiểm soát. Đồng thời, lãnh đạo doanh nghiệp cũng phải thật sự coi trọng công tác thông tin, tuyên truyền và đào tạo để xây dựng văn hóa quản lý rủi ro đến mọi đối tượng trong doanh nghiệp.

### **3.2.2. Các giải pháp phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam.**

#### **3.2.2.1. Giải pháp hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến thị trường chứng khoán trước ngưỡng cửa suy thoái của TTCK.**

*Thứ nhất*, mặc dù Luật chứng khoán được ra đời hơn một năm, tạo ra khung pháp lý cao nhất và thống nhất cho hoạt động của thị trường chứng khoán, góp phần thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, qua hơn một năm Luật chứng khoán đi vào thực tế, đã bộc lộ một vài hạn chế cần phải chỉnh sửa và bổ sung. Hiện tại, vẫn chưa có quy định, hướng dẫn chi tiết về việc phát hành chứng khoán riêng lẻ của các công ty đại chúng, chào bán và niêm yết chứng khoán của các pháp nhân nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đây là điều luật đã "vênh" với thực tế. Đối với hoạt động chào bán chứng khoán, Luật chứng khoán chỉ quy định điều chỉnh đối với hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng mà chưa quy định về việc chào bán cổ phần riêng lẻ. Hiện nay, hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ được điều chỉnh tại Luật Doanh nghiệp năm 2005. Tuy nhiên, Luật Doanh nghiệp chưa có quy định cụ thể hướng dẫn hoạt động chào bán cổ phần riêng lẻ mà giao cho Chính phủ hướng dẫn chi tiết, khoản 6 Điều 87 Luật Doanh nghiệp quy định: "Chính phủ quy định hướng dẫn việc chào bán cổ phần riêng lẻ".

Thực tế hiện nay, nhiều công ty cổ phần có nhu cầu phát hành thêm cổ phiếu cho một số ít các nhà đầu tư (*theo hình thức phát hành cổ phiếu riêng lẻ*) nhưng chưa có văn bản quy định dẫn đến lúng túng và khó khăn trong việc thực

hiện. Ngoài ra, do chưa có văn bản điều chỉnh cụ thể nên hiện tại có nhiều doanh nghiệp trong và ngoài nước lợi dụng việc phát hành riêng lẻ để phân phối cổ phiếu ra đại chúng thông qua việc mua đi, bán lại quyền mua cổ phần hoặc phát hành cho một số đối tượng không phù hợp với mục đích thu hút các nhà đầu tư lâu dài và gắn bó quyền lợi với công ty, không đảm bảo quyền lợi cho các cổ đông hiện hữu của công ty, đặc biệt là các cổ đông nhỏ.

Hiện nay, giao dịch chứng khoán trên thị trường tự do ngày càng có xu hướng gia tăng, tiềm ẩn nhiều rủi ro do đây không phải là thị trường minh bạch về thông tin và không được vận hành theo một cơ chế thị trường công bằng, trật tự theo quy định của pháp luật. Rủi ro trong thanh toán cũng rất cao vì chủ yếu thực hiện bằng tiền mặt và cơ chế chuyển nhượng chứng khoán trực tiếp dưới hình thức giấy biên nhận giữa các nhà đầu tư với nhau. Do đó, nếu không có biện pháp quản lý thị trường này thì nguy cơ lừa đảo, đổ vỡ là rất lớn và sẽ lan truyền đến thị trường tập trung, đặc biệt là khi thị trường rơi vào giai đoạn giảm giá như hiện nay.

Vì vậy, cần sớm ban hành Nghị định về chào bán cổ phần riêng lẻ nhằm hướng dẫn quy định tại Luật Doanh nghiệp, tạo hệ thống pháp lý thống nhất điều chỉnh hoạt động chứng khoán nói chung, sớm đưa hoạt động phát hành riêng lẻ vào khuôn khổ pháp lý, có sự quản lý của Nhà nước nhằm bảo vệ lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và sự toàn vẹn của thị trường chứng khoán. Bộ Tài chính là cơ quan được giao nhiệm vụ soạn thảo Nghị định về chào bán cổ phần riêng lẻ, tuy nhiên, hiện tại vẫn đang trong quá trình xây dựng dự thảo và xin ý kiến chỉ đạo của Chính phủ. Để quản lý hoạt động phát hành riêng lẻ cần sớm ban hành Nghị định về chào bán cổ phần riêng lẻ.

**Thứ hai,** Luật chứng khoán cũng chưa quy định việc phát hành và niêm yết của các công ty 100% vốn nước ngoài. Thực tế thời gian qua đã có công ty 100% vốn nước ngoài thực hiện bán cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên (*dưới 100 người*) nhưng sau đó đã được giao dịch trên thị trường OTC. Mặt khác, nhà đầu tư trong trường hợp này sẽ chịu nhiều rủi ro và không được bảo vệ, đồng thời doanh nghiệp cũng không chịu những ràng buộc theo quy định như công ty trong nước. Đã có rất nhiều doanh nghiệp có văn bản đề nghị Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở giao dịch chứng khoán thành phố Chí Minh quy định về thủ

tục pháp lý liên quan đến doanh nghiệp nước ngoài muốn chào bán chứng khoán tại Việt Nam, tuy nhiên hiện nay Luật chứng khoán vẫn chưa quy định.

**Thứ ba**, để nâng cao chất lượng hàng hoá trên thị trường chứng khoán cần phải có những quy định thắt chặt hơn nữa điều kiện thực hiện chào bán và niêm yết của các công ty đại chúng, phải gắn việc phát hành chứng khoán với việc niêm yết, đăng ký giao dịch. Nghị định 14/2007/NĐ-CP cần sớm bổ sung quy định điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng là tổ chức phát hành phải thực hiện niêm yết/đăng ký giao dịch cổ phiếu trên thị trường tập trung, đồng thời với việc chào bán. Đây là điểm sẽ làm thay đổi hoạt động của thị trường tự do lâu nay. Hạn chế tình trạng phát hành cổ phiếu, chào bán ồ ạt nhưng chưa có mục đích cụ thể, thời gian qua, đã có không ít các doanh nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu, đặc biệt là hoạt động phát hành thêm một cách ồ ạt, phương án sử dụng vốn chưa rõ ràng và thực tế hiệu quả sử dụng phần vốn phát hành chưa cao. Để khắc phục hạn chế này, Ủy ban chứng khoán Nhà Nước cần kiến nghị Bộ Tài chính cho phép hướng dẫn hồ sơ chào bán chứng khoán phải bổ sung dự án đầu tư đã được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt và phương án sử dụng vốn huy động từ công chúng cho dự án đầu tư.

**Thứ tư**, liên quan đến vấn đề công bố thông tin, minh bạch hóa thị trường, cần phải có quy định cụ thể hơn, bao trùm các đối tượng cần phải công bố thông tin như các định chế tài chính, các tổ chức, cá nhân có liên quan. Tại Singapore, khi một cá nhân có liên quan tới doanh nghiệp (*như Ủy viên Hội đồng quản trị*) mà có quan hệ kinh tế với bản thân doanh nghiệp đó nhưng với tư cách khác cũng phải công bố thông tin đầy đủ để tránh các trường hợp trục lợi.

**Thứ năm**, hoàn thiện đồng bộ hệ thống pháp luật, giải quyết xung đột giữa các luật:

- Hiện nay đang tồn tại sự bất bình đẳng về nghĩa vụ công bố thông tin giữa các doanh nghiệp niêm yết và các doanh nghiệp không niêm yết, do vậy, để tạo ra sự bình đẳng giữa các doanh nghiệp tạo động lực để các doanh nghiệp tích cực tham gia phát hành và niêm yết chứng khoán, cần bổ sung vào Luật doanh nghiệp nghĩa vụ bắt buộc kiểm toán định kỳ bởi các công ty kiểm toán đã được lựa chọn trước đối với tất cả các loại hình doanh nghiệp.

- Để hạn chế các hoạt động tội phạm trên thị trường chứng khoán, giúp cho hoạt động của thị trường chứng khoán được an toàn cần bổ sung vào Luật

Hình sự các tội danh trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán. Thực tế thời gian qua đã xuất hiện nhiều hoạt động tội phạm mới trên thị trường chứng khoán như: giao dịch nội gián, cò mồi, thực hiện làm giá bất hợp pháp cả trên thị trường tập trung và thị trường OTC, đưa thông tin sai lệch để trục lợi... Tất cả những hoạt động tội phạm này đã gây ra rủi ro cho các nhà đầu tư, làm hạn chế sự phát triển của thị trường chứng khoán và các hoạt động tài chính của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Vì vậy, để khắc phục hạn chế này cần sớm có quy định chi tiết về việc xử lý các hoạt động tội phạm trên thị trường chứng khoán.

- Xây dựng hành lang pháp lý cho các công ty định mức tín nhiệm, đặc biệt là các quy định liên quan đến vấn đề chất lượng kế toán, kiểm toán, quy định về bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư trong trường hợp công ty niêm yết bị phá sản, hoặc thua lỗ nhiều năm phải ngừng giao dịch. Trên thực tế đã xuất hiện tình trạng doanh nghiệp đã bị Công ty kiểm toán từ chối xác nhận kiểm toán toàn phần nhưng sau đó vẫn "làm cách nào đó" có được xác nhận của một công ty kiểm toán khác và đủ tiêu chuẩn niêm yết, hoặc trường hợp của công ty Bông Bạch Tuyết, do thua lỗ nhiều năm, công ty đã bị ngừng hoạt động giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM một thời gian đã làm hoang mang cho các nhà đầu tư và ảnh hưởng đến uy tín của các doanh nghiệp niêm yết. Vì vậy, cần phải có những quy định cụ thể hơn nữa để bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư, nâng cao chất lượng của các công ty định mức tín nhiệm, tạo động lực thúc đẩy năng lực quản trị công ty của đội ngũ lãnh đạo các doanh nghiệp, kích thích sản xuất phát triển, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tham gia trên thị trường chứng khoán.

- Bổ sung Luật doanh nghiệp các quy định về quản trị công ty, thu tóm, sát nhập doanh nghiệp, mua lại cổ phiếu, bỏ phiếu tích lũy nhằm tăng cường tính minh bạch và bảo vệ quyền lợi cổ đông. Hiện nay quá trình mua bán sát nhập đang diễn ra rất phổ biến và theo dự báo hoạt động này sẽ rất sôi động trong thời gian tới, vì vậy cần sớm hoàn thiện và bổ sung các quy định liên quan đến các hoạt động này.

- Nhanh chóng ban hành và áp dụng Luật thu nhập đối với các khoản thu nhập từ hoạt động kinh doanh chứng khoán, nhằm tạo ra sân chơi bình đẳng cho

các thành phần kinh tế tham gia vào thị trường chứng khoán và góp phần nâng cao thu nhập cho ngân sách Nhà nước.

**Thứ sáu**, sửa đổi hoặc bổ sung các quy định liên quan đến nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán; quy chế hoạt động và cung cấp dịch vụ; các biện pháp kiểm soát dòng vốn đầu tư nước ngoài.

### **3.2.2.2. Giải pháp ổn định thị trường chứng khoán trước sự suy thoái của nền kinh tế trong nước.**

**Thứ nhất**, cần thực hiện giải pháp xử lý vấn đề thanh khoản của các ngân hàng để đảm bảo an toàn cho ngân hàng kết hợp với xử lý vấn đề nợ đọng cho vay chứng khoán (*cầm cố Repo*) và bất động sản trong các ngân hàng thương mại để tránh đổ vỡ cho ngân hàng. Năm 2008, dư nợ cho vay chứng khoán và bất động sản của các ngân hàng đang ở mức rất cao và có nhiều món nợ cho vay chứng khoán đã đến giai đoạn giải chấp vì giá cổ phiếu đã giảm đến 60%. Để tránh tình trạng mất khả năng thanh khoản, gây đổ vỡ cho các ngân hàng, cần phải tổng rà soát và đánh giá lại con số thực chất cho vay đầu tư chứng khoán (*cả cầm cố và Repo*) cũng như cho vay bất động sản để có hướng xử lý và tháo gỡ dần.

**Thứ hai**, Ngân hàng Nhà nước rà soát lại tổng mức vay tiền gửi ngoại tệ và nợ ngắn hạn bằng ngoại tệ và kết hợp với Bộ Tài chính rà soát lại tổng mức đầu tư gián tiếp nước ngoài. Trên cơ sở tổng mức dự trữ ngoại hối, có sự đánh giá lại khả năng chống đỡ của nền kinh tế nếu có sự đảo chiều.

**Thứ ba**, tạm giãn bớt việc thắt chặt tín dụng với thị trường chứng khoán và bất động sản để tránh tác động của việc giảm sút tối đa nguồn vốn đầu tư vào thị trường chứng khoán. Việc giải chấp chứng khoán cũng cần nên hạn chế trong giai đoạn ngắn hạn. Trong bối cảnh giá chứng khoán liên tục giảm như thời gian qua, việc các ngân hàng đồng loạt tiến hành giải chấp chứng khoán đã làm cho giá cổ phiếu giảm mạnh. Vì vậy, để tháo gỡ khó khăn trước mắt, các ngân hàng, công ty chứng khoán tạm ngừng giải chấp. Ngân hàng Nhà nước cần hỗ trợ tài chính cho các ngân hàng thông qua hoạt động tái chiết khấu để tạo thanh khoản cho các tổ chức tín dụng.

**Thứ tư**, cần phải tăng cường cầu đầu tư nước ngoài, hiện tại vẫn tiếp tục giữ tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam như hiện nay (49%, riêng đối với Ngân hàng là 35%). Tuy nhiên, cần phải

tháo gỡ các thủ tục hành chính (ví dụ như tháo gỡ quy định các ngân hàng nước ngoài mua cổ phiếu của các ngân hàng chưa niêm yết phải xin phép Ngân hàng Nhà nước) để tạo ra sức cầu đối với khối các ngân hàng và từ đó tác động chung đến tâm lý thị trường. Mặt khác, trong giai đoạn tới, cũng cần xem xét mở rộng tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực ngân hàng, theo dự báo của các nhà phân tích chứng khoán với việc mở rộng room cho các nhà đầu tư nước ngoài sẽ là một nhân tố quan trọng để hỗ trợ mức cầu của thị trường, từ đó sẽ tác động tích cực đến thị trường, tạo sự tăng trưởng ổn định và bền vững cho thị trường chứng khoán.

**Thứ năm**, cần nghiên cứu điều chỉnh biên độ sao cho hợp lý và có tác động tích cực đến thị trường. Trong thời gian qua, Bộ Tài chính (*Ủy ban chứng khoán Nhà Nước*) đã giảm biên độ để ngăn chặn đà sụt giảm chứng khoán và hoạt động giải chấp cầm cố, ổn định tâm lý nhà đầu tư. Việc giảm biên độ giao dịch cũng đã có tác động thiết thực trong việc ngăn chặn sự sụt giảm sâu, tuy nhiên, phải thừa nhận rằng đây chỉ là biện pháp mang tính chất tình thế. Do vậy, trong thời gian trước mắt, vẫn tạm thời duy trì biên độ như hiện nay thêm một thời gian, vì diễn biến kinh tế vĩ mô và thị trường chưa có sự cải thiện đủ sức tạo ra sự hồi phục ổn định. Khi thị trường có dấu hiệu ổn định lại sẽ từng bước nới biên độ để tạo sức hấp dẫn cho thị trường.

**Thứ sáu**, cần phải duy trì sự hỗ trợ thị trường của Tổng công ty vốn nhà nước (SCIC): Trong thời gian qua, Tổng công ty vốn nhà nước đã phát huy vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ sự phục hồi của thị trường chứng khoán vào thời điểm suy thoái của thị trường thông qua việc mua, bán một số loại cổ phiếu có tác động đến thị trường, do vậy, cần tiếp tục giao cho SCIC thực hiện can thiệp mua bán một số loại cổ phiếu có chất lượng tốt để đầu tư đồng thời góp phần can thiệp thị trường theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ. Tuy nhiên, giải pháp này chỉ mang tính hỗ trợ thị trường, không phải là giải pháp bình ổn thị trường.

### **3.2.2.3. Giải pháp tạo lập hàng hoá trên thị trường chứng khoán.**

**Thứ nhất**, Phối hợp phát triển thị trường tài chính, Chính phủ cần có một chiến lược tổng thể phát triển thị trường tài chính bao gồm thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Trên cơ sở chiến lược phát triển thị trường tài chính, Bộ Tài chính phối hợp với Ngân hàng Nhà nước trong việc thực thi chính sách tài khoá, chính sách tiền tệ nhằm tạo nên một cơ cấu lãi suất phù hợp trên thị trường, từ lãi

suất tiền gửi, lãi suất tiền vay, lãi suất trái phiếu chính phủ đến lợi tức của các cổ phiếu phải hợp lý, tạo điều kiện thuận lợi cho thị trường chứng khoán hoạt động có hiệu quả.

**Thứ hai,** Thực hiện các giải pháp thúc đẩy nhanh quá trình chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần vì quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp Nhà nước là một kênh cung cấp hàng hoá quan trọng cho thị trường chứng khoán, vì vậy, cần thực hiện ngay các giải pháp sau:

- Xác định mục tiêu chính của cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước là thông qua chuyển đổi hình thức sở hữu để tạo động lực và cơ chế kinh doanh năng động cho doanh nghiệp nhằm nâng cao hiệu quả sản xuất – kinh doanh và sức cạnh tranh của doanh nghiệp và của nền kinh tế.

- Mở rộng phạm vi cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước, hạn chế tối đa những lĩnh vực mà Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối.

- Đẩy mạnh nâng cao hiệu quả công tác phổ biến và tuyên truyền chủ trương của Đảng và chính sách của Nhà nước về cổ phần hoá.

- Đổi mới công tác chỉ đạo thực hiện quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước như xây dựng, chỉ đạo thực hiện kế hoạch cổ phần hoá và tổ chức các dịch vụ hoặc hướng dẫn các doanh nghiệp thực hiện các công việc cần thiết cho cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước.

- Tạo khung pháp lý đồng bộ cho việc tổ chức và hoạt động của các công ty cổ phần, cần chú trọng việc hướng dẫn thi hành các điều khoản về Công ty cổ phần trong Luật Doanh nghiệp. Trong quá trình đổi mới, việc chuyển đổi từ mô hình công hữu sang mô hình đa sở hữu đang đặt ra nhiều vấn đề về sở hữu. Cần phải có hệ thống chính sách đảm bảo bình đẳng, thống nhất quyền lợi cụ thể, mang lại hiệu quả kinh tế - xã hội cao giữa các thành phần kinh tế như quyền bình đẳng trong việc thu thuế, quyền cạnh tranh, quyền vay vốn.

- Có những chính sách hỗ trợ thông tin, tín dụng, thị trường cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

- Hoàn thiện cơ chế quản lý của Nhà nước tại các công ty cổ phần. Thời gian qua, Nhà nước đã ban hành nghị định và thông tư hướng dẫn về vấn đề này, tuy nhiên, do đây là lĩnh vực tương đối mới, lại nhạy cảm nên vẫn cần có những điều chỉnh cần thiết nhằm hoàn thiện hơn nữa cơ chế chính sách quản lý vốn nhà nước tại công ty cổ phần, cụ thể như sau:

+ Cần phân định rõ ràng tiêu chuẩn, quyền lợi và nghĩa vụ của người đại diện sở hữu cổ phần Nhà nước và người trực tiếp quản lý cổ phần Nhà nước tại công ty cổ phần. Tăng thẩm quyền và trách nhiệm đối với người đại diện.

+ Cần có quy định rõ cơ chế phối hợp giữa những người quản lý trực tiếp vốn Nhà nước tại một doanh nghiệp nhằm tránh việc các cá nhân quản lý trực tiếp phần vốn Nhà nước có ý kiến biểu quyết khác nhau, đảm bảo lợi ích của Nhà nước trong công ty cổ phần.

+ Tạo môi trường vĩ mô thuận lợi cho hoạt động của các công ty cổ phần trong quá trình phát triển trong điều kiện hội nhập WTO, như đẩy mạnh cải cách thể chế kinh tế, điều chỉnh vai trò và trách nhiệm của Nhà nước, thúc đẩy và tạo điều kiện thuận lợi cho việc thành lập các hội hay hiệp hội ngành nghề.

**Thứ ba**, cần tiếp tục hoàn thiện, cải tiến các phương thức phát hành trái phiếu. Hiện nay, phương thức phát hành trái phiếu còn nhiều hạn chế như phương thức bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính phủ, cơ chế phát hành trái phiếu doanh nghiệp Nhà nước... Các phương thức phát hành cần phù hợp với các nhà đầu tư khác nhau nhằm thu hút rộng rãi hơn nữa các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Khi phát hành trái phiếu Chính phủ theo phương thức đấu thầu qua SGDCK (*cũng như qua Ngân hàng Nhà nước*) cần hạn chế áp đặt lãi suất một cách chủ quan. Để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu nên áp dụng lãi suất thả nổi và có thể áp dụng những quy định linh hoạt trong cơ chế thanh toán lãi như lãi trả trước, lãi nhập gốc.

**Thứ tư**, Có những ưu đãi để khuyến khích các ngân hàng thương mại cổ phần, ngân hàng thương mại Nhà nước cổ phần hoá và các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài chuyển thành công ty cổ phần đủ điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng và thực hiện niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán, vì đây là các doanh nghiệp tương đối lớn và có uy tín trên thị trường chứng khoán. Việc các ngân hàng, các tổng công ty thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng sẽ tạo ra một lượng cung hàng hoá khá lớn và có chất lượng cho thị trường chứng khoán.

### **3.2.2.4. Giải pháp phát triển các tổ chức kinh doanh và hỗ trợ thị trường.**

#### **a. Tăng cường và nâng cao chất lượng của các công ty chứng khoán.**



**Thứ nhất,** Nâng cao năng lực tài chính đối với các công ty chứng khoán: Theo quy định của luật chứng khoán, các công ty chứng khoán thành lập nếu đăng ký đầy đủ 04 nghiệp vụ thì mức vốn điều lệ là 300 tỷ đồng. Tuy nhiên, thực tế trong thời gian qua các công ty chứng khoán được thành lập 104 công ty chứng khoán, trong đó có 32 công ty có vốn điều lệ 300 tỷ đồng, còn lại là các công ty có vốn điều lệ dưới 300 tỷ, thậm chí có công ty chứng khoán vốn điều lệ chỉ có 10,8 tỷ VND. Vì vậy, khi Luật chứng khoán ra đời Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã yêu cầu các công ty chứng khoán phải tăng vốn điều lệ để đạt mức vốn tối thiểu theo quy định để đầu tư cơ sở vật chất, kỹ thuật và đào tạo nhân lực nhằm nâng cao chất lượng dịch vụ và mở rộng đa dạng hoá các hoạt động kinh doanh chứng khoán. Mặt khác, các công ty chứng khoán muốn trở thành nhà tạo lập thị trường cần đảm bảo điều kiện về vốn để đảm bảo khả năng nắm giữ và liên tục chào mua, chào bán các loại chứng khoán do mình đảm nhận vai trò tạo lập thị trường.

Bên cạnh việc tăng vốn điều lệ cho các công ty chứng khoán, việc thành lập một công ty tài chính có vốn góp của nhà nước để cung cấp các dịch vụ về tài chính, bảo lãnh các khoản vay của công ty chứng khoán là cần thiết. Ngoài ra, khi thị trường phát triển, công ty này có thể đứng ra thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán mới như bán khống, quyền chọn, hợp đồng tương lai. Trong trường hợp thị trường có nhiều biến động bất thường về giá cả, công ty tài chính có thể đứng ra thực hiện các giao dịch nhằm bình ổn thị trường.

Song hành với việc tạo nguồn vốn cho công ty chứng khoán thì việc quản lý và sử dụng nguồn vốn cũng là một yếu tố hết sức quan trọng, đảm bảo cho việc bảo toàn và phát triển nguồn vốn một cách hiệu quả như:

- Xây dựng và vận hành giao dịch trực tuyến giữa ngân hàng và công ty chứng khoán, luôn đảm bảo việc quản lý tách biệt giữa tài khoản tiền và tài sản của khách hàng với tài sản của công ty chứng khoán.

- Xây dựng hệ thống quản lý tài chính, hệ thống này dựa trên cơ sở kiểm toán định kỳ và đánh giá các điều kiện tài chính của công ty. Việc đánh giá các điều kiện tài chính dựa trên các yếu tố: Cấu trúc tài chính (*cơ cấu vốn*) và khả năng thanh toán; đánh giá lợi nhuận; đánh giá rủi ro (*rủi ro thị trường, rủi ro cơ bản, rủi ro đối tác kinh doanh*).

**Thứ hai,** Nâng cao năng lực hoạt động đối với công ty chứng khoán.

- Các vấn đề về tổ chức và đào tạo nhân lực.

Thời gian qua, công tác đào tạo nguồn nhân lực chưa được quan tâm đúng mức, phần lớn các nhân viên được tuyển chọn vào công ty chứng khoán là tốt nghiệp đại học qua các trường và 03 chứng chỉ hành nghề (*cơ bản, luật, phân tích*), dẫn đến khi các công ty chứng khoán đi vào hoạt động gặp không ít khó khăn khi triển khai các mặt nghiệp vụ, chỉ tập trung vào mảng môi giới là chủ yếu.

Chính vì vậy, để trở thành một công ty chứng khoán hoạt động chuyên nghiệp trong lĩnh vực tư vấn cổ phần hoá, tư vấn niêm yết, tư vấn đầu tư, quản lý tài sản, quản lý rủi ro, tái cơ cấu tài chính cần xây dựng đội ngũ cán bộ nhân viên có chứng chỉ kiểm toán quốc tế (ACCA), CPA hoặc chứng chỉ tương đương, chứng chỉ định giá quốc tế CAV.

Bên cạnh đó, công ty chứng khoán cần đẩy mạnh hoạt động nghiên cứu tìm hiểu về hoạt động kinh doanh chứng khoán tại các nước trong khu vực và thế giới. Thường xuyên tổ chức các đợt đi học tập, tham quan, khảo sát ở nước ngoài để nhân viên đội ngũ kinh doanh tích lũy thêm kinh nghiệm, có thể vận dụng linh hoạt vào thực tế Việt Nam.

### **Thứ ba, Giải pháp nâng cao năng lực về công bố thông tin.**

Hoạt động của thị trường chứng khoán thành công hay không phụ thuộc rất nhiều về việc công bố thông tin, đảm bảo tính công khai, minh bạch và giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định đúng đắn khi tham gia thị trường. Tuy nhiên, trong thời gian quan tại các sàn giao dịch của công ty chứng khoán hiện tại mới có bảng tin hoặc đặt các máy tính để khách hàng theo dõi diễn biến thị trường dẫn đến nhà đầu tư muốn biết thông tin về các công ty niêm yết và các thông tin khác liên quan đến giao dịch chứng khoán trên thị trường, thông tin từ phía cơ quan quản lý rất hạn chế. Vì vậy, các công ty chứng khoán cần sớm xây dựng phòng thông tin riêng với chức năng thực hiện việc truyền tải các thông tin từ Ủy ban chứng khoán, thị trường giao dịch chứng khoán, lưu giữ các thông tin về tổ chức niêm yết, văn bản pháp luật, pháp quy do cơ quan quản lý ban hành, các tài liệu phân tích diễn biến giao dịch để nhà đầu tư có thể khai thác và cập nhật thông tin một cách dễ dàng.

Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán cần triển khai xây dựng và hoàn thiện nội dung trang Web của công ty để có thể cung cấp các dịch vụ hỗ trợ tốt hơn cho các nhà đầu tư, các trang Web cho phép nhà đầu tư theo dõi danh mục đầu tư, kết quả giao dịch cũng như thực hiện các giao dịch trực tuyến.

#### **Thứ tư, Giải pháp nâng cao chất lượng dịch vụ và đa dạng hóa loại hình kinh doanh.**

Nhìn chung chất lượng hoạt động dịch vụ của các công ty chứng khoán Việt Nam chưa cao, số các công ty chứng khoán thực hiện đầy đủ bốn nghiệp vụ vẫn còn rất ít. Một số dịch vụ của các công ty chứng khoán như dịch vụ bảo lãnh, tư vấn và tự doanh có chất lượng chưa cao, đặc biệt là dịch vụ bảo lãnh phát hành, hiện nay, số lượng các công ty có đủ điều kiện về vốn để thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chỉ chiếm 32/104 công ty. Các hoạt động tư vấn của các công ty phát triển chưa mạnh, chủ yếu chỉ là môi giới chứng khoán, việc thành lập được bộ phận tư vấn chuyên nghiệp cho các nhà đầu tư của các công ty chứng khoán vẫn chưa được triển khai. Vì vậy, để nâng cao chất lượng dịch vụ của các công ty chứng khoán, góp phần thúc đẩy các hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp, các công ty chứng khoán cần phải:

- Nhanh chóng mở rộng và nâng cao chất lượng dịch vụ tư vấn, thành lập bộ phận tư vấn chuyên nghiệp cho các nhà đầu tư giao dịch mua bán cổ phiếu cả trên sàn tập trung và sàn Upcom.

- Mở rộng và nâng cao chất lượng hoạt động bảo lãnh phát hành cho các doanh nghiệp, trong thời gian tới các công ty chứng khoán có thể hợp tác cùng các ngân hàng thương mại để thực hiện đồng bảo lãnh cho các đợt phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp.

- Mở rộng mạng lưới hoạt động bao gồm các chi nhánh, các đại lý nhận lệnh trên tất cả các tỉnh, thành phố, nơi có sự phát triển về nhu cầu đầu tư và kinh doanh chứng khoán.

#### **b. Giải pháp phát triển thị trường giao dịch Upcom theo hướng tập trung.**

Mặc dù đã có những kết quả bước đầu đáng ghi nhận nhưng sau một thời gian hoạt động, thị trường Upcom còn có nhiều hạn chế và cần phải thực hiện một số giải pháp sau:

**Thứ nhất**, về phương thức giao dịch, hiện nay thị trường Upcom chỉ áp dụng phương thức giao dịch thỏa thuận (điện tử và thông thường) và quy định không được xé lệnh. Điều này gây khó khăn cho các nhà đầu tư, vì giả sử với lệnh bán 10.000 cổ phiếu B, trong khi lệnh mua chỉ có 5.000 cổ phiếu B thì lệnh mua sẽ không được khớp. Trong bối cảnh hiện nay, khi mà các công ty chứng khoán chưa sẵn sàng với vai trò market maker thì cần cho phép các lệnh giao dịch được xé lẻ. Nếu được chấp thuận thì điều này sẽ khắc phục được những bất cập nêu trên.

**Thứ hai**, những quy định đối với UPcom chưa tạo được cơ chế linh hoạt trong giao dịch - vốn là một đặc trưng hấp dẫn nhất của thị trường tự do. Chính vì vậy, một giải pháp đã được đề xuất chính là việc cho phép các công ty chứng khoán được phép tổ chức thị trường song song với UPcom. Điều đó có nghĩa là, nếu doanh nghiệp đăng ký lên UPcom sẽ theo quy định hiện hành, còn các công ty đại chúng, sau khi thực hiện lưu ký chứng khoán cũng sẽ được giao dịch tại sàn do các công ty chứng khoán tổ chức và chỉ phải gửi báo cáo về Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội để tổng hợp, chuyển sang Trung tâm Lưu ký để thanh toán, bù trừ.

Giải pháp này sẽ tạo một nguồn hàng khá lớn đang nằm tại các công ty chứng khoán (hiện có khoảng gần 190 công ty đại chúng ủy quyền quản lý sổ cổ đông tại các công ty chứng khoán). Đề xuất trên cũng sẽ tạo tính thanh khoản rất tốt cho thị trường, song điều quan trọng hơn là sẽ tạo sự minh bạch cho các giao dịch tại công ty chứng khoán. Tuy nhiên, để giải quyết được vấn đề cho các công ty chứng khoán được tổ chức giao dịch thì cũng có nghĩa cơ quan quản lý sẽ phải giải quyết một số vấn đề mang tính kỹ thuật đặt ra, trong đó có việc xác định giá tham chiếu khi một loại cổ phiếu được nhiều công ty chứng khoán tổ chức giao dịch, xác định biên độ...

**Thứ ba**, với điều kiện giao dịch hiện nay (thanh toán T+3; nhà đầu tư cá nhân không được cùng mua, cùng bán trong phiên; giờ giao dịch không thực sự thuận tiện...) đã làm giảm đi tính linh hoạt, vốn là điểm hấp dẫn của thị trường OTC. Đó cũng là lý do khiến công ty đại chúng chưa đủ điều kiện niêm yết không thực sự mặn mà khi đăng ký giao dịch tại đây, việc lưu ký chứng khoán tập trung không được công ty đại chúng hào hứng thực hiện.

**Thứ tư**, để thị trường sôi động thì điều quan trọng là chất lượng hàng hóa phải được kiểm chứng và minh bạch hóa thông tin. Cần tăng cường công tác công bố thông tin trên thị trường Upcom, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư khi tham gia thị trường này.

**Thứ năm**, cần sớm triển khai áp dụng một số quy định thuận lợi cho giao dịch trên sàn UPcom như cho phép nhà đầu tư được mở nhiều tài khoản, được cùng mua cùng bán chứng khoán trong phiên, được phép thực hiện giao dịch ký quỹ. Nếu được áp dụng, các quy định này sẽ giúp gia tăng đáng kể tính thanh khoản và tính hấp dẫn của UPCoM.

### **3.2.2.5. Giải pháp phát triển hình thức bảo hiểm cho các công ty chứng khoán.**

Như trên đã phân tích sự phát triển ổn định và bền vững của các công ty chứng khoán là một trong những nhân tố thúc đẩy sự tham gia của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán, Mặt khác, hoạt động đầu tư kinh doanh trên thị trường chứng khoán là hoạt động kinh doanh chứa đựng rất nhiều rủi ro, vì vậy, việc phát triển và áp dụng các loại bảo hiểm cho các công ty chứng khoán sẽ giúp các nhà đầu tư an tâm hơn trong quá trình đầu tư kinh doanh của mình, cũng như sử dụng các sản phẩm bảo lãnh phát hành của các công ty chứng khoán khi thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng. Luật chứng khoán cũng đã có quy định tất cả các công ty chứng khoán phải có bảo hiểm trách nhiệm. Chính bản thân Luật chứng khoán cũng đã đưa ra yêu cầu, cho thấy sự nhận thức cần thiết về ý nghĩa của sản phẩm bảo hiểm này trong quá trình phát triển.

Hiện tại, chưa có loại hình bảo hiểm trực tiếp nào cho các nhà đầu tư, tuy nhiên sản phẩm bảo hiểm cho các công ty chứng khoán bao gồm ba loại chính:

**Thứ nhất**, Loại hình bảo hiểm bảo vệ những hoạt động hàng ngày của công ty chứng khoán, như: mất chứng từ trong quá trình vận chuyển, bị đánh cắp chứng từ.

**Thứ hai**, Loại hình bảo hiểm dành cho cán bộ điều hành công ty chứng khoán trước những quyết định đầu tư, quản lý của họ hoặc họ có những quy trình không đúng với quy định của pháp luật...

**Thứ ba**, Loại hình bảo hiểm trách nhiệm, bảo hiểm cho công ty chứng khoán khi mà nhân viên của họ làm sai nghiệp vụ, như đầu tư không đúng theo

yêu cầu của khách hàng, sử dụng tài khoản của khách hàng để trục lợi, tư vấn sai lệch.

Có nhiều rủi ro mà nhà đầu tư có thể gặp phải như nhân viên của công ty chứng khoán đưa ra những quyết định đầu tư, những tư vấn không chính xác. Do vậy, nếu như các công ty chứng khoán mua các sản phẩm bảo hiểm này sẽ tạo ra niềm tin nhất định đối với các nhà đầu tư. Các công ty chứng khoán đứng ra mua bảo hiểm này và khi xảy ra rủi ro sẽ được bồi thường những thiệt hại cho khách hàng của mình. Đó là sản phẩm bảo hiểm dành cho các công ty chứng khoán nhưng lại bảo vệ được quyền lợi của các nhà đầu tư.

Chính vì vậy, việc phát triển các sản phẩm bảo hiểm cho các công ty chứng khoán sẽ giúp các doanh nghiệp có thể tiếp cận tốt hơn và an toàn hơn với thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, hiện tại ở Việt Nam các sản phẩm bảo hiểm này chưa phát triển và các công ty bảo hiểm Việt Nam cũng chưa hiểu biết nhiều về loại hình bảo hiểm này nhưng theo chúng tôi để tạo nên thị trường chứng khoán chuyên nghiệp, các công ty bảo hiểm cần nghiên cứu để phát triển các sản phẩm này nhằm cung cấp dịch vụ cho các công ty chứng khoán Việt Nam. Trong giai đoạn trước mắt, các công ty chứng khoán cũng cần các công ty tư vấn có uy tín trên thế giới để tư vấn mua các sản phẩm bảo hiểm của các công ty bảo hiểm trên thế giới.

### **3.2.2.6. Giải pháp phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm.**

Trong tình hình thị trường chứng khoán phát triển rất nhanh như vừa qua, việc đánh giá định mức tín nhiệm (ĐMTN) doanh nghiệp trở thành yếu tố vô cùng quan trọng. Đây được xem như một giấy thông hành khi tham gia thị trường vốn của doanh nghiệp. Trên thế giới, hoạt động ĐMTN xuất hiện từ rất lâu với sự ra đời của công ty ĐMTN đầu tiên là Moodys và đến nay đã trở thành công ty ĐMTN lớn nhất thế giới, có mặt ở trên 100 quốc gia. Ngoài ra, còn phải kể đến những công ty như Standard & Poor, Fitch... đang là những cái tên quen thuộc trong ngành ĐMTN.

ĐMTN doanh nghiệp thực chất là việc đánh giá chất lượng, mức độ tin cậy, khả năng thanh toán của một công ty phát hành đối với các công cụ nợ ngắn hạn (như hối phiếu, tín phiếu, chứng chỉ tiền gửi), hoặc dài hạn (như trái phiếu, cổ phần ưu đãi cổ tức...) dựa trên các yếu tố rủi ro có liên quan. Việc ra đời các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam sẽ mang lại nhiều lợi ích thiết thực, là

một công cụ để các doanh nghiệp thực hiện phát hành và niêm yết cổ phiếu. Sản phẩm của các tổ chức tín nhiệm cung cấp một hệ thống xếp hạng các công ty tài chính trên thị trường, từ đó cung cấp cơ sở cho các nhà đầu tư tham khảo. Sản phẩm đánh giá tín nhiệm có vai trò bảo vệ cho các nhà đầu tư và tăng thêm tính hấp dẫn cho thị trường chứng khoán. Các doanh nghiệp nếu được các công ty tín nhiệm đánh giá cao thì khi thực hiện phát hành cổ phiếu sẽ được các nhà đầu tư ưa chuộng hơn.

Ở Việt Nam, khái niệm ĐMTN còn rất mới mẻ. Hiện cả nước mới chỉ có một số đơn vị hoạt động trong lĩnh vực có liên quan tới ĐMTN như: Công ty cổ phần tín nhiệm và xếp hạng doanh nghiệp, Trung tâm Thông tin tín dụng (*CIC-thuộc Ngân hàng Nhà nước*) và Trung tâm Đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp (*CRVC-thuộc Công ty Phần mềm và truyền thông Vietnamnet*)... Nhưng thực tế, các đơn vị này vẫn chưa phải là tổ chức đánh giá ĐMTN theo đúng nghĩa, bởi lẽ hoạt động chính vẫn chỉ là cung cấp thông tin có liên quan tới các doanh nghiệp mà chưa thực hiện nghiệp vụ đánh giá ĐMTN theo chuẩn mực quốc tế. Trong số đó, CRVC hiện đã phải tạm ngừng hoạt động do chưa nhận được sự quan tâm đúng mức của các cấp chức năng và của thị trường.

Các doanh nghiệp cũng chưa quen với việc sử dụng các sản phẩm của các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín trên thế giới. Số các doanh nghiệp thực hiện xếp hạng định mức tín nhiệm còn rất hạn chế. Trong thời gian gần đây, chỉ có vài doanh nghiệp thuê đánh giá của các tổ chức định mức tín nhiệm quốc tế. điển hình là Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV), Ngân hàng ngoại thương Việt Nam, Ngân hàng ACB và Ngân hàng TMCP Kỹ thương (Techcombank).

	BIDV (Moody's)		TechcomBank (Moody's)	ACB (Moody's)	VCB (S&P)
	2006	2007			
<b>Xếp hạng tiền gửi nội tệ và ngoại tệ</b>	Ba1/B1	Ba1/B1	Ba1/B1	Ba1/B1	BB+/BB
<b>Xếp hạng nhà phát hành nội tệ và ngoại tệ</b>	Ba1/Ba3	Ba1/Ba2	Ba1/Ba2	Ba1/Ba2	B/B
<b>Xếp hạng năng lực tài chính</b>	E	E+	D-	D	D

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Chính kết quả đánh giá định mức tín nhiệm của Moody's đã giúp cho BIDV khá thành công khi phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế.

Với xu thế hội nhập quốc tế hóa, các doanh nghiệp Việt Nam muốn phát hành và niêm yết chứng khoán ở các thị trường tài chính quốc tế, thì chìa khóa để các doanh nghiệp có thể đến với các thị trường quốc tế một cách thành công và hiệu quả nhất là phải được đánh giá xếp hạng bởi các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín.

Hiện nay, đề án thành lập công ty xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp đang được CIC xây dựng với sự trợ giúp kỹ thuật của một số tổ chức quốc tế, song khi nào công ty này ra đời thì chưa ai có thể trả lời, bởi nó vẫn còn quá nhiều rào cản liên quan về pháp lý, nghiệp vụ...

Trong điều kiện hiện có đến 90% doanh nghiệp trong nước có quy mô vừa và nhỏ, thì việc thành lập các công ty ĐMTN trong nước là có lợi hơn so với sử dụng dịch vụ cho các công ty ĐMTN nước ngoài cung cấp. Vì vậy, để thúc đẩy các hoạt động tài chính của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán cần thiết phải thành lập được các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam. Tuy nhiên, việc phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam còn nhiều khó khăn, bởi lẽ, hai văn bản pháp lý quan trọng nhất cho TTCK Việt Nam hiện nay là Luật Chứng khoán và Luật doanh nghiệp đều chưa đề cập đến ĐMTN và các vấn đề có liên quan. Sự chuẩn bị từ phía các cơ quan quản lý nhà nước vẫn chỉ dừng lại ở giai đoạn “đặt vấn đề” tại các cuộc hội thảo, hội nghị. Để có thể thành lập được các tổ chức định mức tín nhiệm, thiết nghĩ cần phải có những văn bản pháp quy liên quan đến vấn đề này, tạo tiền đề cho sự phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam.

### **3.2.2.7. Giải pháp phát triển các sản phẩm thị trường chứng khoán phái sinh.**

Thị trường chứng khoán Việt Nam đang phát triển nhanh chóng. Tuy nhiên, sự phát triển nhanh này đã bộc lộ những rủi ro tiềm ẩn cho công chúng đầu tư, trong đó có các nhà đầu tư là các doanh nghiệp. Vì vậy, để tăng cường các hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp cũng như của các nhà đầu tư, đã đến lúc cần phải có công cụ bảo vệ cho họ. Thị trường chứng khoán phái sinh được các chuyên gia xem là một trong những giải pháp



nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay, cũng như thúc đẩy các hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp.

Các nghiệp vụ tài chính phái sinh là sản phẩm tất yếu của sự phát triển ngày càng sâu, rộng và đa dạng của thị trường tài chính. Sự biến động khó lường của giá cả hàng hoá, lãi suất, tỷ giá trên thị trường là những nguyên nhân gây ra rủi ro cho các nhà đầu tư trong các phi vụ mua, bán. Để hạn chế thấp nhất những rủi ro thua lỗ có thể xảy ra, các nghiệp vụ tài chính phái sinh đã được hình thành, đó thực chất là những hợp đồng tài chính mà giá trị của nó phụ thuộc vào một hợp đồng mua bán cơ sở.

Trước tiên ta cần phải nói đến một số công cụ phái sinh chuẩn mực:

**Thứ nhất**, Hợp đồng mua bán trước (*còn gọi là công cụ kỳ hạn*): Là một công cụ tài chính phái sinh đơn giản. Đó là một thoả thuận mua hoặc bán một tài sản (*hàng hoá hoặc các tài sản tài chính*) tại một thời điểm trong tương lai với một giá đã xác định trước.

Đặc điểm của hợp đồng này là: Thông thường hợp đồng này được thực hiện giữa các tổ chức tài chính (TCTC) với nhau, hoặc giữa TCTC với các khách hàng là doanh nghiệp phi tài chính (*các hợp đồng này thường được ký kết song phương*). Hợp đồng mua bán trước chỉ được thực hiện khi đáo hạn: Đến thời điểm đáo hạn người bán trong hợp đồng phải thực hiện bán tài sản cho người mua và nhận một khoản tiền từ người mua với mức giá cả đã định trước trong hợp đồng.

VD: Repo chứng khoán là giao dịch mua hoặc bán lại chứng khoán có kỳ hạn được sử dụng trên thị trường tài chính. Đây là loại hình giao dịch mà nhà đầu tư có thể mua và bán chứng khoán (*trái phiếu, cổ phiếu...*) của chính mình trong một khoảng thời gian thoả thuận nhất định với công ty chứng khoán. Hiểu một cách đơn giản, giao dịch repo là việc nhà đầu tư đi vay tiền và dùng chứng khoán để thế chấp.

**Thứ hai**, Hợp đồng mua bán trong tương lai là một công cụ tài chính phái sinh, tương tự như hợp đồng mua bán trước, chỉ khác có một số điểm sau:

Hợp đồng mua bán trong tương lai thường được ký kết và thực hiện hợp đồng thông qua một môi giới trên thị trường chứng khoán; và người mua và người bán thường không quen biết nhau, do vậy đơn vị môi giới thường đưa ra một số các tiêu chuẩn cho những hợp đồng này.

Các loại hàng hoá được giao dịch trên thị trường chứng khoán mua bán hợp đồng trong tương lai gồm, heo, bò, đường, len ..., sản phẩm tài chính gồm, chỉ số chứng khoán, ngoại tệ, trái phiếu công ty, trái phiếu chính phủ.

**Thứ ba,** Hợp đồng quyền chọn – Option hay quyền chọn mua hoặc bán.

Có hai loại hợp đồng quyền chọn: Hợp đồng quyền chọn mua và hợp đồng quyền chọn bán. Hợp đồng quyền chọn mua là thoả thuận cho phép người cầm hợp đồng có quyền mua sản phẩm từ một nhà đầu tư khác với mức giá định sẵn vào ngày đáo hạn của hợp đồng. Còn hợp đồng quyền bán là thoả thuận cho phép người cầm hợp đồng có quyền bán sản phẩm cho một nhà đầu tư khác với mức giá định sẵn vào ngày đáo hạn của hợp đồng.

Đặc điểm của hợp đồng lựa chọn: Khác với hợp đồng mua, bán trước và hợp đồng mua bán tương lai, hợp đồng quyền chọn không bắt buộc các bên phải giao sản phẩm. Hợp đồng chỉ quy định quyền giao hay nhận, mà không bắt buộc thực hiện nghĩa vụ của mình. Người mua quyền có thể: Thực hiện quyền, hay bán quyền cho một người mua khác; hay không thực hiện quyền. Để có quyền này, khi ký hợp đồng, người cầm hợp đồng phải trả quyền phí; giá trong hợp đồng được gọi là giá thực hiện; ngày định trong hợp đồng gọi là ngày đáo hạn hay ngày thực hiện.

**Thứ tư,** Nghiệp vụ hoán đổi là một hợp đồng trong đó hai bên thoả thuận trao đổi nghĩa vụ thanh toán. Thông thường giao dịch này bao gồm các thanh toán lãi và trong một số trường hợp là thanh toán nợ gốc. Giao dịch hoán đổi lãi suất và hoán đổi ngoại tệ là sản phẩm được kết hợp trực tiếp giữa hai ngân hàng, hoặc giữa ngân hàng với khách hàng.

Giao dịch hoán đổi được tạo ra để xử lý những sự không tương xứng này, tạo cho ngân hàng, doanh nghiệp kiểm soát tốt hơn các dòng lưu chuyển tiền tệ của mình. Khi mới xuất hiện công cụ này các ngân hàng đã dàn xếp các giao dịch hoán đổi cho các bên cụ thể có nhu cầu cần bổ sung cho nhau. Các ngân hàng thu được phí do làm đại diện trong các giao dịch này.

Hiện nay, trên thị trường tài chính ở Việt nam, các nghiệp vụ phái sinh bắt đầu xuất hiện khoảng 6 năm trước đây và đến nay xuất hiện nhiều loại công cụ phái sinh đang được thực hiện. Số lượng các giao dịch còn ít, khoảng gần 15 hợp đồng hoán đổi lãi suất và một số ít hợp đồng phái sinh không chuẩn khác đã được cho phép thực hiện. Có thể liệt kê một số tổ chức tín dụng đã được Ngân hàng nhà nước cho phép thực hiện:

- Ngân hàng Citibank thực hiện thí điểm hoán đổi lãi suất giữa 2 đồng tiền từ ngày 1/3/2005 đến 2/2006.

- Ngân hàng Standard Chartered chi nhánh tại Việt Nam thực hiện hoán đổi lãi suất chéo giữa 2 đồng tiền chéo (Cross Currency Swap- CCS) đối với khoản vay ngoại tệ của khách hàng sau khi khách hàng vay ngoại tệ.

- Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam, thực hiện thí điểm giao dịch quyền chọn lãi suất đối với các khoản cho vay hoặc đi vay trung hạn bằng USD hoặc Euro.

- Ngân hàng HSBC thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất cộng dồn - Daily range accrual, thời hạn của hợp đồng tối đa 5 năm. Theo thoả thuận hoán đổi này, khách hàng vay của HSBC sẽ trả Sibor cộng với phần chênh lệch và tổng lãi suất phải trả này không vượt quá mức lãi suất cao nhất đã được định trước. Đổi lại HSBC sẽ trả Sibor cộng với phần chênh lệch cho những ngày lãi suất Sibor giao động trong một khoảng được định trước.

- Thực hiện nghiệp vụ quyền chọn ngoại tệ (Option ngoại tệ/ VND): Đã cho phép thực hiện thí điểm Ngân hàng thương mại cổ phần Quốc tế, Ngân hàng ngoại thương (8/2005); Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển, Ngân hàng thương mại cổ phần Kỹ thương, Ngân hàng thương mại cổ phần Quân đội (12/2005).

- Ngân hàng Calyon, Citibank, ABN-AMRO thực hiện nghiệp vụ hoán đổi lãi suất bắt đầu thực hiện trong tương lai (Forward Start Swap) là thoả thuận để tham gia giao dịch hoán đổi lãi suất vào một ngày cụ thể trong tương lai theo một mức lãi suất đã được định trước.

- Cho phép Ngân hàng thương mại cổ phần Kỹ Thương thực hiện giao dịch hợp đồng tương lai trên thị trường hàng hóa (9/2004); Vinasin thực hiện giao dịch hoán đổi ngoại tệ.

Qua thống kê trên cho thấy, thị trường các công cụ tài chính phái sinh đã hình thành ở Việt Nam, tuy nhiên còn rất nhỏ bé và chưa phổ biến. Nguyên nhân chủ yếu của tình trạng này là do mức độ phát triển của thị trường tiền tệ, thị trường vốn còn thấp, trên thị trường còn thiếu vắng các nhà đầu tư am hiểu kỹ về lợi ích cũng như kỹ thuật tính toán lợi nhuận từ các loại nghiệp vụ này. Bên cạnh đó các nhà môi giới, các nhà **cơ lợi** còn quá ít trên thị trường tiền tệ, thị trường chứng khoán để thúc đẩy các nhà đầu tư tham gia mạnh mẽ thị trường này.

Để phát triển các sản phẩm này, thì việc cần triển khai đầu tiên là phổ biến kiến thức cho nhà đầu tư về thị trường chứng khoán phái sinh là rất quan trọng. Vì thị trường này phức tạp hơn rất nhiều so với giao dịch bình thường. Điều quan trọng nhất là nhà đầu tư phải hiểu hết lợi ích cũng như rủi ro của thị trường chứng khoán phái sinh. Để làm được điều đó, vai trò của các công ty chứng khoán, tổ chức tài chính rất quan trọng, tạo điều kiện cho nhà đầu tư tiếp cận được cả lý thuyết và thực tế.

Thật ra, các hợp đồng mua bán tương lai, kỳ hạn và quyền chọn không xa lạ với nhiều doanh nghiệp, nhà đầu tư tại Việt Nam. Trong những giao dịch về vàng, gạo, cà phê... hiện nay các hợp đồng này đã được sử dụng khá nhiều. Luật chứng khoán Việt Nam cũng có quy định về các hình thức giao dịch trên. Tuy nhiên, để giao dịch diễn ra được trong thực tế thì điều quan trọng là Chính phủ, Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước cùng với Bộ Tài Chính, các cơ quan quản lý cần phải tiến hành xây dựng môi trường pháp lý điều chỉnh và kiểm soát hoạt động của lĩnh vực này; đẩy mạnh công tác nghiên cứu ứng dụng các mô hình tổ chức sàn giao dịch quyền chọn nước ngoài vào Việt Nam cho phù hợp với tình hình hiện tại; tuyên truyền, phổ biến và đào tạo về quyền chọn chứng khoán nhằm nâng cao kiến thức và sự hiểu biết cho công chúng đầu tư, phải thành lập được một sàn giao dịch cùng với trung tâm lưu ký, thanh toán...

### **3.3. Kiến nghị và đề xuất.**

#### **3.3.1. Kiến nghị đối với Chính phủ.**

Để tạo điều kiện cho việc thực hiện các giải pháp đã được đề cập tại Chương III, cần phải có một số điều kiện từ phía Chính phủ như sau:

- Cần xây dựng một khuôn khổ pháp lý đồng bộ, chặt chẽ về thị trường vốn, và thị trường chứng khoán. Phải đảm bảo sự thống nhất đồng bộ giữa Luật

chứng khoán với các Luật khác có liên quan. Khuôn khổ pháp lý đối với thị trường chứng khoán không chỉ bó hẹp trong phạm vi Luật chứng khoán mà còn liên quan đến các nội dung, các quy định của Luật doanh nghiệp chung và Luật đầu tư thống nhất, Luật các tổ chức tín dụng, Luật kinh doanh bảo hiểm, Luật dân sự và luật hình sự. Khuôn khổ pháp lý về TTCK cần quán triệt nguyên tắc quản lý thị trường chứng khoán theo khuyến nghị của IOSCO về các lĩnh vực: quản lý tổ chức phát hành chứng khoán, quỹ đầu tư tập thể, tổ chức trung gian thị trường, thị trường thứ cấp..., đồng thời phải phù hợp với đặc điểm tình hình của Việt Nam theo xu hướng phát triển và hội nhập.

- Cần phải củng cố, sắp xếp lại hệ thống tài chính bao gồm tài chính công trong đó có vấn đề thu, chi ngân sách Nhà nước và phát hành các công cụ nợ của Chính phủ để huy động vốn bù đắp thiếu hụt Ngân sách và cho đầu tư phát triển; sắp xếp lại tài chính doanh nghiệp, trong đó thường xuyên chuyển đổi các doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thành công ty cổ phần là then chốt. Cần rà soát lại các lĩnh vực nhà nước không cần nắm cổ phần chi phối để tiếp tục bán số cổ phần của nhà nước ra bên ngoài; sắp xếp lại các tổ chức tín dụng, các tổ chức tài chính phi ngân hàng, các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ theo hướng xóa bỏ bao cấp của nhà nước và định hướng cho các đối tượng này tham gia vào thị trường vốn, TTCK với các loại hình nghiệp vụ được pháp luật quy định.

- Tạo ra môi trường kinh doanh minh bạch, áp dụng chế độ công khai hóa thông tin, kiểm toán, kế toán, và thực hiện nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất. Các chuẩn mực và các quy định này không chỉ áp dụng cho các tổ chức tham gia TTCK mà phải là quy định bắt buộc chung đối với các doanh nghiệp, cá tổ chức kinh tế ở Việt Nam.

- Quan tâm đến việc phát triển cơ sở hạ tầng và hệ thống công nghệ thông tin, tạo ra một hệ thống mạng, một hệ thống đường truyền thuộc quản lý quốc gia, đảm bảo một hệ thống công nghệ tin học hiện đại, an toàn thống nhất đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế.

- Về lâu dài cần xác định rõ vị thế, vai trò của cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán trong việc định ra khuôn khổ pháp luật, xây dựng và thực thi các chính sách, tăng cường giám sát và cưỡng chế thực thi hoạt động của thị trường; nâng cao tính độc lập của các cơ sở hạ tầng cho các

Trung tâm đảm bảo tính hiện đại và phát triển; cho phép xây dựng cơ chế tài chính, hạch toán kinh tế một cách tương đối độc lập với mức thu nhập ổn định và khuyến khích được sự nghiên cứu, đào tạo và phát triển; tạo nguồn kinh phí nhất định cho phép đào tạo phổ cập kiến thức cho công chúng dưới nhiều hình thức khác nhau.

### **3.3.2. Kiến nghị với các Bộ, Ngành, Chính quyền địa phương và cơ quan quản lý chức năng.**

- Rà soát các quy định pháp lý về thuế, phí, lệ phí và ngoại hối để có hướng tháo gỡ những bất cập, tạo cơ chế tài chính thông thoáng cho các thành phần tham gia thị trường chứng khoán nhằm khuyến khích thị trường phát triển nhưng vẫn đảm bảo sự tuân thủ các quy định pháp luật về Thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân và quản lý ngoại hối.

- Nghiên cứu, xây dựng quy chế kết nối giữa thị trường bảo hiểm, đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm xã hội và thị trường vốn theo hướng sửa đổi điều lệ và cơ chế tài chính của Bảo hiểm xã hội, cho phép sử dụng nguồn vốn nhàn rỗi đầu tư vào các công cụ có mức sinh lời ổn định, xem xét cho phép thành lập các quỹ hưu trí tự nguyện, quỹ hưu trí cộng đồng để thu hút vốn nhàn rỗi trong dân cư; nghiên cứu và đưa vào hoạt động thị trường chứng khoán phái sinh cho các công cụ quyền chọn, hợp đồng tương lai; xây dựng thị trường trái phiếu chuyên biệt nhằm tăng hàng hóa và đa dạng các phương thức giao dịch, hấp dẫn sự tham gia của các nhà đầu tư.

- Cần có sự phối hợp chặt chẽ để thực hiện tốt quyết định của Thủ tướng chính phủ về sắp xếp lại các doanh nghiệp nhà nước, chuyển công ty Nhà nước thành công ty cổ phần, tổ chức thực hiện thành công quyết định số 528/QĐ-TTg của Thủ tướng chính phủ về việc bán đấu giá cổ phần lần đầu đối với doanh nghiệp cổ phần hóa, gắn cổ phần hóa với việc đăng ký niêm yết giao dịch cổ phiếu trên TTCK.

- Triển khai thực hiện phương thức phát hành khác nhau, đặc biệt là phương thức bảo lãnh thông qua các tổ chức có chức năng bảo lãnh phát hành, tăng cường hơn nữa tính công khai minh bạch trong cổ phần hóa, yêu cầu các công ty phải kiểm toán và công bố thông tin đầy đủ, từng bước hoàn thiện điều

kiện bán ra công chúng và điều kiện đấu giá cổ phần hóa, nghiên cứu và đẩy mạnh nghiệp vụ phát hành trái phiếu địa phương và trái phiếu doanh nghiệp để tạo nguồn cũng hàng hóa cho TTCK OTC.

- Cần có sự phối hợp tốt giữa UBCKNN và các Bộ, ngành, địa phương trong việc phát hành trái phiếu để huy động vốn của địa phương và ngành qua TTCK. Ngoài cổ phiếu, trái phiếu, cần có kế hoạch phát triển các sản phẩm khác như chứng chỉ quỹ đầu tư, các sản phẩm phái sinh để tạo sự phong phú, đa dạng về chủng loại hàng hóa có chất lượng cao cho thị trường.

- UBCKNN khẩn trương xây dựng và thực hiện đề án phát triển công nghệ thông tin trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK nhằm tạo ra sự thống nhất trong hoạt động công nghệ thông tin của các SGDCK. TTLKCK, kết hợp với công ty chứng khoán, ngân hàng thanh toán và thậm chí hệ thống này cần phải kết nối với các nhà đầu tư theo yêu cầu phát triển của thị trường.

- UBCKNN cần có sự tổng kết, đánh giá lại hoạt động giao dịch thứ cấp của SGDCKHN, tăng cường khả năng phân tích, dự báo tình hình thị trường để có giải pháp điều chỉnh và triển khai các bước đi thích hợp như: áp dụng phương thức giao dịch từ xa, bỏ đại diện của các công ty chứng khoán tại sàn của Trung tâm, nhanh chóng ban hành các tiêu chuẩn và tạo điều kiện để cấp phép hoạt động cho các nhà tạo lập thị trường, chuẩn bị cơ sở vật chất kỹ thuật nhất là hệ thống giao dịch và hệ thống công bố thông tin, từng bước tái cấu trúc lại thị trường theo hướng tách các SGDCK ra khỏi UBCKNN .

- Thực hiện việc đăng ký, lưu ký tập trung đối với công ty cổ phần đại chúng, có chính sách khuyến khích các công ty cổ phần khác đăng ký, lưu ký qua TTLKCK hoặc ủy thác quản lý số cổ đông, đại lý chuyển nhượng qua công ty chứng khoán để từng bước giảm thiểu rủi ro trong giao dịch chứng khoán chưa niêm yết. Trong thời gian trước mắt, cần nghiên cứu cơ chế giao dịch chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết trên thị trường tập trung thông qua hệ thống giao dịch của công ty chứng khoán có sự giám sát hệ thống trung tâm (*theo mô hình bảng yết giá thông tin – Pink Sheet*) để từng bước công khai hóa thông tin hoạt động của doanh nghiệp và đưa chứng khoán vào giao dịch có sự quản lý,

giám sát nhất định, đây là những bước chuẩn bị cho việc đưa hệ thống giao dịch chứng khoán OTC vào hoạt động.

- UBCKNN cần triển khai có hiệu quả đề án nâng cấp hệ thống đào tạo về chứng khoán và TTCK, vấn đề cơ bản là phải xây dựng được một nền “*văn hóa chứng khoán*”, “*văn hóa quản trị công ty*”, từng bước chuyển hóa về nhận thức và tư duy cho cán bộ quản lý cũng như các doanh nghiệp và các nhà đầu tư.

- Đẩy mạnh quan hệ hợp tác quốc tế trong lĩnh vực chứng khoán, trong đó có nội dung thực hiện cam kết về lĩnh vực chứng khoán khi triển khai thực hiện Hiệp định thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ và tham gia WTO. UBCKNN cần làm tốt nghĩa vụ là thành viên của IOSCO, tích cực tham gia vào hoạt động chung về quản lý TTCK, đàm phán, ký kết các biên bản ghi nhớ song phương với Ủy ban chứng khoán các nước, tranh thủ sự hỗ trợ về kỹ thuật, cơ chế quản lý, điều hành thị trường của các tổ chức tài chính tiền tệ quốc tế.

### **3.3.3. Đối với các doanh nghiệp.**

- Nhận thức được tầm quan trọng của hoạt động tài chính doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Xây dựng mục tiêu, chiến lược cho hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

- Không coi phát hành cổ phiếu là mục đích tự thân hoặc là cơ hội đầu cơ kinh doanh cổ phiếu của doanh nghiệp, nhất là phát hành cổ phiếu bổ sung, cổ phiếu thưởng mà phải gắn với kế hoạch sản xuất kinh doanh rõ ràng, cụ thể, khả thi.

- Xây dựng phương án kinh doanh hiệu quả nhất khi thực hiện huy động vốn trên thị trường chứng khoán.

- Thành lập bộ phận chuyên trách xây dựng phương án phát hành cổ phiếu gồm các cơ quan tư vấn và cán bộ có trách nhiệm, trình độ chuyên môn và đạo đức tốt. Hình thành được đội ngũ cán bộ được đào tạo cơ bản về thị trường chứng khoán, có kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư. Xây dựng danh mục đầu tư tối ưu và hiệu quả.



- Thu thập thông tin đầy đủ về các vấn đề có liên quan tới xây dựng, triển khai, giám sát thực hiện phương án phát hành cổ phiếu.
- Chủ động phòng ngừa, đối phó với các vi phạm từ nội bộ hoặc từ đơn vị tư vấn trong xây dựng, triển khai phương án phát hành cổ phiếu.
- Có thể áp dụng hình thức phát hành riêng lẻ.

**Kết luận chương 3:** Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán có ý nghĩa rất quan trọng đối với sự phát triển của các doanh nghiệp công nghiệp nói riêng và sự phát triển của thị trường chứng khoán nói chung. Để thúc đẩy các hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán cần thực hiện cả giải pháp thuộc bản thân doanh nghiệp công nghiệp và các giải pháp phát triển thị trường chứng khoán.

Để thúc đẩy hoạt động tài chính của mình trên thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp phải xây dựng phương án phát hành huy động vốn trên thị trường chứng khoán một cách có hiệu quả; Nâng cao tính minh bạch; Đa dạng hoá hình thức huy động vốn qua thị trường chứng khoán; nghiên cứu hình thức trả cổ tức, trái tức hiệu quả; Nghiên cứu, phân tích về Thị trường chứng khoán, đào tạo đội ngũ cán bộ có kiến thức về TTCK một cách chuyên nghiệp; Nâng cao năng lực và trình độ quản trị điều hành của công ty cổ phần; Đầu tư cơ sở hạ tầng phục vụ cho hoạt động kinh doanh chứng khoán trong doanh nghiệp công nghiệp; Nghiên cứu xây dựng hệ thống quản lý rủi ro hiệu quả. Để thực hiện thành công các giải pháp này, cần phải có sự hỗ trợ từ phía Chính Phủ, Các bộ ngành, các cơ quan chức năng và từ chính bản thân các doanh nghiệp.

Hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến thị trường chứng khoán; Các giải pháp ổn định trước mắt đối với thị trường chứng khoán trước sự suy giảm của nền kinh tế trong nước và thế giới; Giải pháp phát triển và tạo lập hàng hóa cho thị trường chứng khoán; Giải pháp phát triển các tổ chức kinh doanh và hỗ trợ; Phát triển thị trường OTC theo hướng tập trung; Phát triển các hình thức bảo hiểm cho các công ty chứng khoán; Phát triển các định mức tín nhiệm tại Việt Nam; Phát triển các sản phẩm thị trường chứng khoán phái sinh. Ngoài các giải pháp mang tính vĩ mô, cần phải thực hiện các giải pháp vi mô đối với bản thân các doanh nghiệp. Để thúc đẩy hoạt động tài chính của mình trên thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp phải nâng cao năng lực và trình độ quản trị điều hành của công ty cổ phần; Phát triển kỹ thuật và công nghệ; Nâng cao trình độ và tạo động lực cho đội ngũ lao động trong công ty cổ phần. Để thực hiện thành công các giải pháp này, cần phải có sự hỗ trợ từ phía Chính Phủ, Các bộ ngành, các cơ quan chức năng và từ chính bản thân các doanh nghiệp.

## KẾT LUẬN

Thị trường chứng khoán đóng một vai trò hết sức quan trọng đối với sự phát triển của các doanh nghiệp công nghiệp thông qua các hoạt động tài chính. Thực tế thời gian qua cho thấy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam diễn ra hết sức sôi động và là một trong những hoạt động quan trọng, có ý nghĩa lớn đối với sự phát triển của doanh nghiệp nói riêng và sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung. Hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán bao gồm ba hoạt động chính: Hoạt động phát hành cổ phiếu ra công chúng, hoạt động trả cổ tức, trái tức và hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán.

Đối với bản thân doanh nghiệp công nghiệp, việc tham gia vào thị trường chứng khoán với tư cách là những nhà cung cấp hàng hoá trên thị trường sẽ là một kênh thu hút vốn quan trọng cho hoạt động sản xuất kinh doanh, khi tham gia vào thị trường chứng khoán, đặc biệt đối với các doanh nghiệp đã niêm yết, các doanh nghiệp sẽ dễ dàng kêu gọi vốn từ các nhà đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Mặt khác, các doanh nghiệp còn tham gia vào thị trường chứng khoán với tư cách là một nhà đầu tư chứng khoán. Hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán cũng là một hoạt động kinh doanh tiềm năng và hết sức mới mẻ đối với doanh nghiệp.

Việc thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp sẽ thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán vì các doanh nghiệp công nghiệp tham gia trên thị trường vừa với tư cách là nhà cung cấp hàng hoá cho thị trường chứng khoán, vừa với tư cách là nhà đầu tư kinh doanh chứng khoán.

Luận án đã tập trung nghiên cứu và làm rõ những vấn đề về lý luận, thực trạng và giải pháp thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

Trong phần lý luận, Luận án đã hệ thống hoá trên cơ sở tổng kết những vấn đề về khái niệm, vai trò, phân loại thị trường chứng khoán và các chủ thể tham gia cũng như các hoạt động cơ bản của TTCK. Luận án cũng trình bày tổng quan về hoạt động tài chính của DNCN trên TTCK cả về bản chất, vai trò cũng

như các nhân tố bên ngoài và nhân tố bản thân doanh nghiệp tác động đến hoạt động tài chính chủ yếu của các doanh nghiệp công nghiệp trên TTCK ở Việt Nam. Luận án đã nghiên cứu kinh nghiệm hoạt động tài chính trên TTCK của một số tập đoàn công nghiệp lớn trên thế giới là General Motor của Mỹ, PetroChina của Trung Quốc và Airbus của Châu Âu, Luận án đã chỉ ra những thành công và những hạn chế về hoạt động tài chính ở mỗi tập đoàn công nghiệp trên các khía cạnh phát hành chứng khoán, niêm yết chứng khoán, hoạt động đầu tư kinh doanh chứng khoán và rút ra các bài học kinh nghiệm cho các DNCN ở Việt Nam.

Phần thực trạng, luận án đã sử dụng nhiều phương pháp phân tích chuỗi giá trị để trình bày và vẽ lên một bức tranh tổng thể về thực trạng phát triển TTCK ở Việt Nam thời gian qua với những bước thăng trầm, cả những giai đoạn tăng trưởng cao cũng như thời kỳ suy thoái của TTCK ở Việt Nam. Luận án đã sử dụng phương pháp nghiên cứu thích hợp để thu thập những số liệu tương đối đầy đủ, toàn diện, hệ thống, cập nhật trong điều kiện có thể. Trên cơ sở đó, luận án phân tích, đánh giá chính xác, khách quan để tìm ra những cơ hội, nguy cơ, mặt mạnh, mặt yếu và nguyên nhân chính của những thành công và hạn chế cản trở hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

Phần giải pháp của luận án, sau khi phân tích thực trạng hoạt động tài chính của các DNCN trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam, định hướng phát triển, luận án đã tập trung đưa ra hệ thống giải pháp cho bản thân doanh nghiệp công nghiệp và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam. Những giải pháp trong Luận án xuất phát từ việc tìm hiểu, điều tra thực tế và những kết quả nghiên cứu khoa học mang tính ứng dụng và thực tiễn cao, phù hợp với điều kiện kinh tế xã hội của đất nước và phù hợp với chiến lược phát triển của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

Để hoàn thành Luận án, tác giả đã đầu tư công sức, trí tuệ và tâm huyết trong một thời gian dài, với mong muốn góp một phần công sức của mình vào việc thúc đẩy hoạt động tài chính của các DNCN trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam nhanh, mạnh, chất lượng và hiệu quả.

## DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

1. Nguyễn Thị Loan (2008) “Giải pháp thúc đẩy hoạt động tài chính của các doanh nghiệp công nghiệp trên thị trường chứng khoán” *Tạp chí kinh tế và dự báo*, (tháng 9/2008), số 17, trang 20-21.
2. Nguyễn Thị Loan (2008) “Các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán” *Tạp chí ngân hàng*, (tháng 10/2008), số 19, trang 33-35.
3. Nguyễn Thị Loan (2008) “Xây dựng các tổ chức định mức tín nhiệm, một giải pháp thúc đẩy hoạt động phát hành cổ phiếu ra công chúng” *Tạp chí khoa học và đào tạo ngân hàng*, (tháng 10/2008), số 77, trang 51-52.
4. Nguyễn Thị Loan (2009) “Nghịệp vụ phái sinh và thực trạng sử dụng tại Việt Nam” *Tạp chí chứng khoán*, (tháng 5/2009), số 5, trang 21-22.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

### A. TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT.

1. Bộ tài chính (2004), *Thông tư số 126/2004/TT-BTC về Hướng dẫn thực hiện Nghị định số 187/2004/NĐ-CP của Chính phủ về chuyển đổi công ty nhà nước thành công ty cổ phần.*
2. Trần Thị Minh Châu (2003), *Thị trường chứng khoán và những điều kiện kinh tế xã hội hình thành và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, Nhà xuất bản chính trị Quốc gia, Hà Nội.
3. Chính phủ (2004), *Nghị định 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 của Chính phủ về chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần.*
4. Đặng Ngọc Đức (2004), *Hoạt động ngân hàng thương mại với sự phát triển của thị trường chứng khoán*, Luận án Tiến sỹ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
5. Đặng Quang Gia - Chủ biên (1996), *Từ điển thị trường chứng khoán, tài chính, kế toán, ngân hàng*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
6. Đỗ Văn Hải (1998), *Nghiên cứu định hướng chiến lược phát triển doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam đến năm 2010*, Đề tài nghiên cứu khoa học, Vụ Công nghiệp - Bộ Kế hoạch và Đầu tư.
7. Phạm Thị Thu Hằng (2007), *Báo cáo thường niên doanh nghiệp Việt Nam 2007.*
8. Trần Đăng Khâm (2003), *Giải pháp thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trong tiến trình xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, Luận án Thạc sỹ, Trường Đại học kinh tế quốc dân, Hà Nội.
9. Đào Lê Minh - Chủ biên (2005), *Giáo trình những vấn đề cơ bản về thị trường chứng khoán và thị trường chứng khoán*, Trung tâm nghiên cứu khoa học và đào tạo chứng khoán, Hà Nội.
10. Nguyễn Đăng Nam (2005), *Các chính sách nhằm khuyến khích và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ tham gia thị trường chứng khoán*, Đề tài nghiên cứu khoa học, Hà Nội.
11. Nguyễn Văn Nam; Vương Trọng Nghĩa (2002), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, Nhà xuất bản tài chính, Hà Nội.
12. Lê Hoàng Nga (2001), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, Nhà xuất bản thống kê, Hà Nội.
13. Tổng cục thống kê (2007), *Thực trạng Doanh nghiệp qua kết quả điều tra năm 2005, 2006, 2007*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
14. Quốc hội nước cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam (2005). Luật doanh nghiệp.
15. Quốc hội nước cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam (2006). Luật chứng khoán.

16. Nguyễn Sơn (2007), *Lựa chọn mô hình và các bước đi thích hợp để thành lập TTCK Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường Đại học kinh tế quốc dân Hà Nội, Hà Nội.
17. Trần Ngọc Thơ (2003), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
18. Thủ tướng chính phủ (2003), *Quyết định của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010*.
19. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (2004), *Tài liệu làm việc của Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội và chuyên gia Hàn Quốc*, Hà Nội.
20. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (2007), *Báo cáo kết quả hoạt động 6 tháng đầu năm 2007*.
21. Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (2007), *Báo cáo kết quả hoạt động 6 tháng đầu năm 2007*, Hà Nội.
22. Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (2007), *Báo cáo kết quả hoạt động năm 2008*, Thành Phố Hồ Chí Minh.
23. Lê Văn Tư (2003), *Thị trường chứng khoán*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
24. Đoàn Thanh Tùng (2005), *Thúc đẩy phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng tại Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.
25. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2007, 2008), *Báo cáo tổng hợp kết quả hoạt động năm 2007, 2008*, Hà Nội.
26. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2005, 2006, 2007), *Báo cáo thường niên năm 2005, 2006, 2007*, Hà Nội
27. [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn)
28. [www.hnx.vn](http://www.hnx.vn)
29. [www.gso.gov.vn](http://www.gso.gov.vn)

## **B. TÀI LIỆU TIẾNG ANH.**

30. Dennis W. Carlton, Jeffrey M. Perloff (1994), *Modern Industrial Organization*, Harpercollins College Division, US
31. Lawrence S. Ritter (1991), *Principles of Financial Market*, New York University, US .
32. Stephen Ross (2003), *Fundamentals of Corporate Financial*, UK
33. Stephan Martin (2001), *Industrial Organization: A European Perspective*, Oxford University Press, Incor
34. US. Securities and Exchange Commission (2008), *Annual Report*, US
35. Van Horne JC (2001), *Fundamentals of Financial Management*, Stanford University, US.
36. Websites: [Http://www.Worldbank.org](http://www.Worldbank.org) , [Http://www.statistic.com.us](http://www.statistic.com.us), [Http://www.taxmarketing.com.us](http://www.taxmarketing.com.us) , [Http://www.express.us](http://www.express.us) .

**PHỤ LỤC 1**  
**Số lượng các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết**  
**trên thị trường qua các năm**

<b>STT</b>	<b>Mã cổ phiếu</b>	<b>Sàn niêm yết</b>	<b>Tên Doanh nghiệp</b>	<b>Loại hình</b>	<b>Năm niêm yết</b>
1	HAP	HOSE	Công ty Cổ phần HAPACO	CP	2000
2	LAF	HOSE	Công ty Cổ phần Chế biến Hàng xuất khẩu Long An	CPH	2000
3	REE	HOSE	Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh	CP	2000
4	SAM	HOSE	Công ty Cổ phần Cáp và Vật liệu Viễn thông	CPH	2000
5	BBC	HOSE	Công ty Cổ phần Bibica	CPH	2001
6	CAN	HOSE	Công ty Cổ phần Đồ hộp Hạ Long	CPH	2001
7	TRI	HOSE	Công ty Cổ phần Nước Giải Khát Sài Gòn - TRIBECO	CPH	2001
8	AGF	HOSE	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang	CPH	2002
9	BT6	HOSE	Công ty Cổ phần Bê tông 620 Châu Thới	CPH	2002
10	GIL	HOSE	Công ty Cổ phần Sản xuất Kinh doanh Xuất nhập khẩu Bình Thạnh	CPH	2002
11	KHA	HOSE	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Khánh Hội	CPH	2002
12	SAV	HOSE	Công ty Cổ phần Hợp tác Kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex	CPH	2002
13	TS4	HOSE	Công ty Cổ phần Thủy sản số 4	CPH	2002
14	PMS	HOSE	Công ty Cổ phần Cơ khí Xăng dầu	CPH	2003
15	HRC	HOSE	Công ty Cổ phần Cao su Hoà Bình	CPH	2004
16	NKD	HOSE	Công ty Cổ phần Chế biến Thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc	CP	2004
17	SFC	HOSE	Công ty Cổ phần Nhiên liệu Sài Gòn	CPH	2004
18	KDC	HOSE	Công ty Cổ phần Kinh Đô	CP	2005
19	NHC	HOSE	Công ty Cổ phần Gạch ngói Nhị Hiệp	CP	2005
20	PAC	HOSE	Công ty Cổ phần Pin Ấc quy Miền Nam	CPH	2005
21	TYA	HOSE	Công ty Cổ phần Dây và Cáp điện Taya Việt Nam	CP	2005
22	VSH	HOSE	Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	CPH	2005
23	ABT	HOSE	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	CPH	2006
24	BHS	HOSE	Công ty Cổ phần Đường Biên Hòa	CPH	2006
25	BHV	HaSTC	Công ty cổ phần Bá Hiến Viglacera	CPH	2006
26	BMC	HOSE	Công ty Cổ phần Khoáng sản Bình Định	CPH	2006
27	BMP	HOSE	Công ty Cổ phần Nhựa Bình Minh	CPH	2006
28	CIC	HaSTC	Công ty cổ phần Đầu Tư và Xây Dựng COTEC	CPH	2006
29	CLC	HOSE	Công ty Cổ phần Cát Lợi	CPH	2006

30	DCT	HOSE	Công ty Cổ phần Tâm lợp Vật liệu xây dựng Đồng Nai	CPH	2006
31	DRC	HOSE	Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng	CPH	2006
32	DTC	HaSTC	Công ty cổ phần Viglacera Đông Triều	CPH	2006
33	DTT	HOSE	Công ty Cổ phần Kỹ nghệ Đô Thành	CPH	2006
34	FMC	HOSE	Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta	CPH	2006
35	GMC	HOSE	Công ty Cổ phần Sản xuất Thương mại May Sài Gòn	CPH	2006
36	HNM	HaSTC	Công ty cổ phần Sữa Hà Nội	CPH	2006
37	IFS	HOSE	Công ty Cổ phần Thực phẩm Quốc tế	CP	2006
38	KHP	HOSE	Công ty Cổ phần Điện lực Khánh Hòa	CPH	2006
39	LBM	HOSE	Công ty Cổ phần Khoáng sản và Vật liệu xây dựng Lâm Đồng	CPH	2006
40	LGC	HOSE	Công ty Cổ phần Cơ khí - Điện Lữ Gia	CPH	2006
41	LTC	HaSTC	Công ty cổ phần Điện Nhẹ Viễn Thông	CPH	2006
42	MCV	HOSE	Công ty Cổ phần Cavico Việt Nam Khai thác Mỏ và Xây dựng	CPH	2006
43	MEC	HaSTC	Công ty cổ phần Someco Sông Đà	CPH	2006
44	NAV	HOSE	Công ty Cổ phần Nam Việt	CP	2006
45	NPS	HaSTC	Công ty cổ phần May Phú Thịnh - Nhà Bè	CPH	2006
46	NTP	HaSTC	Công ty cổ phần nhựa Tiên Phong	CPH	2006
47	PGC	HOSE	Công ty Cổ phần Gas Petrolimex	CPH	2006
48	POT	HaSTC	CTPC Thiết bị Bưu điện	CPH	2006
49	PTC	HOSE	Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng Bưu điện	CPH	2006
50	PVD	HOSE	Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí	CPH	2006
51	RAL	HOSE	Công ty Cổ phần Bóng đèn Phích nước Rạng Đông	CPH	2006
52	SJ1	HOSE	Công ty Cổ phần Thủy sản Số 1	CPH	2006
53	SJD	HOSE	Công ty Cổ phần Thủy điện Cần Đơn	CPH	2006
54	SMC	HOSE	Công ty Cổ phần Đầu tư Thương mại SMC	CPH	2006
55	STP	HaSTC	Công ty Cổ phần Công nghiệp Thương mại Sông Đà	CPH	2006
56	TKU	HaSTC	Công ty Cổ phần Công Nghiệp Tung Kuang	CP	2006
57	TTP	HOSE	Công ty Cổ phần Bao bì Nhựa Tân Tiến	CPH	2006
58	VID	HOSE	Công ty Cổ phần Giấy Viễn Đông	CPH	2006
59	VIS	HOSE	Công ty Cổ phần Thép Việt Ý	CP	2006
60	VNM	HOSE	Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam	CPH	2006
61	VTA	HOSE	Công ty Cổ phần VITALY	CP	2006
62	VTB	HOSE	Công ty Cổ phần Điện tử Tân Bình	CPH	2006
63	VTV	HaSTC	Công ty Cổ phần Vật tư Vận tải Xi măng	CPH	2006
64	BLF	HaSTC	Công ty cổ phần Thủy sản Bạc Liêu	CP	2007
65	C92	HaSTC	Công ty cổ phần Xây dựng công trình Giao thông 492	CPH	2007
66	CDC	HaSTC	Công ty cổ phần Đầu Tư và Xây Lắp Chương Dương	CPH	2007



67	CSG	HaSTC	Công ty cổ phần Cáp Sài Gòn	CP	2007
68	DCC	HOSE	Công ty Cổ phần Xây dựng Công nghiệp (Descon)	CPH	2007
69	DPM	HOSE	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - Công ty Cổ phần	CPH	2007
70	GTA	HOSE	Công ty Cổ phần Chế biến Gỗ Thuận An	CPH	2007
71	HHC	HaSTC	Công ty cổ phần Bánh kẹo Hải Hà	CPH	2007
72	HPG	HOSE	Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát	CP	2007
73	HIS	HOSE	Công ty Cổ phần Vật tư Tổng hợp và Phân bón Hóa sinh	CPH	2007
74	HT1	HOSE	Công ty Cổ phần Xi măng Hà Tiên 1	CPH	2007
75	ICF	HOSE	Công ty Cổ phần Đầu tư Thương mại Thủy Sản	CP	2007
76	L10	HOSE	Công ty Cổ phần Lilama 10	CPH	2007
77	LUT	HaSTC	Công ty cổ phần Xây dựng công trình Lương Tài	CPH	2007
78	MIC	HaSTC	Công ty cổ phần Kỹ nghệ Khoáng sản Quảng Nam	CPH	2007
79	MPC	HOSE	Công ty Cổ phần Thủy hải sản Minh Phú	CP	2007
80	PGS	HaSTC	Công ty cổ phần Kinh doanh khí hoá lỏng Miền Nam	CPH	2007
81	PVS	HaSTC	Công ty cổ phần Kỹ thuật và Dịch vụ Dầu khí	CPH	2007
82	SCJ	HaSTC	Công ty cổ phần Xi Măng Sài Sơn	CPH	2007
83	TCM	HOSE	Công ty Cổ phần Dệt may Thành Công	CPH	2007
84	TCR	HOSE	Công ty Cổ phần Công nghiệp Gốm sứ Taicera	CP	2007
85	TLT	HaSTC	Công ty cổ phần Gạch men Viglacera Thăng Long	CP	2007
86	TNG	HaSTC	Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG	CPH	2007
87	TPC	HOSE	Công ty Cổ phần Nhựa Tân Đại Hưng	CP	2007
88	TRC	HOSE	Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh	CPH	2007
89	TSC	HOSE	Công ty Cổ phần Vật tư Kỹ thuật Nông nghiệp Cần Thơ	CPH	2007
90	TST	HaSTC	Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Viễn thông	CPH	2007
91	UNI	HOSE	Công ty Cổ phần Viễn Liên	CP	2007
92	VHC	HOSE	Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn	CP	2007
93	XMC	HaSTC	Công ty Cổ phần Bê tông và Xây dựng Vinaconex Xuân Mai	CPH	2007
94	ACL	HOSE	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	CP	2008
95	AGC	HaSTC	Công ty cổ phần Cà Phê An Giang	CP	2008
96	ALP	HOSE	Công ty Cổ phần ALPHANAM	CP	2008
97	ANV	HOSE	Công ty Cổ phần Nam Việt	CP	2008
98	B82	HaSTC	Công ty cổ phần 482	CPH	2008
99	BAS	HOSE	Công ty Cổ phần BASA	CP	2008
100	CAD	HOSE	Công ty Cổ phần Chế biến và Xuất nhập khẩu Thủy sản CADOVIMEX	CP	2008
101	CAP	HaSTC	Công ty cổ phần Lâm Nông sản Thực phẩm Yên Bái	CPH	2008

102	CNT	HOSE	Công ty Cổ phần Xây dựng và Kinh doanh vật tư	CPH	2008
103	DBC	HaSTC	Công ty cổ phần Dabaco Việt Nam	CPH	2008
104	DCS	HaSTC	Công ty cổ phần Đại Châu	CP	2008
105	DQC	HOSE	Công ty Cổ phần Bóng đèn Điện Quang	CPH	2008
106	FBT	HOSE	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Lâm - Thủy sản Bến Tre	CPH	2008
107	FPC	HOSE	Công ty Cổ phần Full Power	CP	2008
108	HLA	HOSE	Công ty Cổ phần Hữu Liên Á Châu	CP	2008
109	HSG	HOSE	Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen	CP	2008
110	KMF	HaSTC	Công ty cổ phần Mirae Fiber	CP	2008
111	KMR	HOSE	Công ty Cổ phần MIRAE	CP	2008
112	KSH	HOSE	Tổng Công ty Cổ phần Khoáng sản Hà Nam	CPH	2008
113	L43	HaSTC	Lilama 45.3	CPH	2008
114	L61	HaSTC	Lilama 69.1	CPH	2008
115	L62	HaSTC	Lilama 69.2	CPH	2008
116	LSS	HOSE	Công ty Cổ phần Mía đường Lam Sơn	CPH	2008
117	MMC	HaSTC	Công ty cổ phần Khoáng sản Mangan	CPH	2008
118	NVC	HaSTC	Công ty cổ phần Nam Vàng	CP	2008
119	PIT	HOSE	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Petrolimex	CPH	2008
120	QNC	HaSTC	Công ty Cổ phần Xi măng và Xây dựng Quảng Ninh	CPH	2008
121	SPP	HaSTC	Công ty Cổ phần Bao bì Nhựa Sài Gòn	CP	2008
122	THB	HaSTC	Công ty Cổ phần Bia Thanh Hoá	CPH	2008
123	TTF	HOSE	Công ty Cổ phần Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành	CP	2008
124	VGS	HaSTC	Công ty Cổ phần Ống thép Việt Đức	CP	2008
125	VHG	HOSE	Công ty Cổ phần Đầu tư và Sản xuất Việt Hàn	CP	2008
126	VKP	HOSE	Công ty Cổ phần Nhựa Tân Hóa	CPH	2008

PHỤ LỤC 2

**Số lượng các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết  
Trả cổ tức qua các năm**

STT	Doanh nghiệp công nghiệp	6 tháng đầu năm 2009	Năm 2008	Năm 2007	Năm 2006	Năm 2005	Năm 2004	Năm 2003	Năm 2002
1	BHV	65	70.5	15	12				
2	SCJ	40	36						
3	NKD	24	18	9	18	18	18	16	14
4	KDC	24	18	9	18	16	16	16	16
5	ABT	20	35	30	20	20			
6	SFC	20	30	15	20	17	15	15	13
7	VNM	20	29	29	19	17			
8	BMC	18	35	25	20				
9	NHC	18	30	19	21	17	21	19	
10	QNC	15	37						
11	ACL	15	35	33					
12	PAC	15	22	5	15	15			
13	BMP	15	20	10	29	18			
14	DRC	15	19	30	11				
15	HHC	15	15		15	12			
16	DBC	15	15						
17	VHC	15	12	15					
18	MPC	14		15	10				
19	MEC	11	15	12	15				
20	TTP	10	30	6	15	15			
21	GIL	10	25	16	8	16	16	24	25
22	HPG	10	20	10					
23	STP	10	20						
24	VSH	10	18	14	8				
25	L62	10	16						
26	VTV	10	15	5					
27	UNI	10	14	5	15				
28	SPP	10	10						
29	SAM	10		25	8	16	16	16	16
30	BHS	10		8		20			
31	NSC	8	22	19	11	17			
32	SJ1	8	20	16	21	15			
33	RAL	8	20	9	16	16			
34	MIC	8	19						
35	L43	8	18						
36	SMC	8	16	5	14	12			
37	KHA	8	15	10	12	18	19	15	16
38	LSS	8	15		20	20			
39	DCC	7.5	6	5	12	15			
40	CLC	7	25	12	12	12			
41	LGC	7	17	15	15	30			
42	DPM	7	15	10					

43	VTB	7	12	10	22	22			
44	L10	7	6	7					
45	L61	7	6						
46	REE	7			16	14	13	12	12
47	CAP	6.2	16.2						
48	GMC	6	15	15	18	18			
49	CAN	6	14	12	13	13	5	6	7
50	ALP	6	12		30				
51	BBC	6	10	8	5	12	12	12	12
52	TS4	6	5	12	5	12	12	12	18
53	PGC	6		12	6	12	12		
54	LAF	6				11	18	16	18
55	SAV	5	10	14	16	16	16	16	16
56	KHP	5	10	12	8	6			
57	TRI	4		15	15	15	15	18	18
58	CSG	4							
59	NAV	0	12		6	12	12		
60	PTC	0	3	16	15				
61	DTC		140	20	20	17			
62	NPS		40	40	15				
63	TSC		32	40	19				
64	HRC		30	30	60	50			
65	TRC		30	30					
66	TCR		30						
67	PVD		25	19	13				
68	VIS		25	10	10	11			
69	B82		20						
70	MMC		20						
71	NST		18	18	22				
72	LTC		17		25	20			
73	TST		17						
74	CDC		16	15	40	12			
75	TNG		16						
76	DCT		15	15	14	18			
77	XMC		15	15					
78	PVS		15	14					
79	HSI		15	11	14				
80	DTT		15	7	12	12			
81	PIT		15	5					
82	BT6		15		8	15	15	15	15
83	PGS		14.5						
84	FMC		12	18	25	25	28		
85	CNT		12						
86	TCM		11	7	6				
87	LBM		11	6		10			
88	THB		11						
89	IFS		10	16	9				
90	AGF		10	12	6	8	18	24	24
91	CIC		10	10	25	30			
92	MCO		10	10	17	15			

93	TTF		10		15				
94	VID		10		10	17			
95	ICF		10		10				
96	BLF		10						
97	HSG		10						
98	KSH		10						
99	SJD		8		14	17			
100	C92		8						
101	LUT		7.32	6					
102	HLA		7						
103	GTA		6	13	13				
104	PMS		6	12	14	12	12	12	12
105	BAS		6						
106	POT		6						
107	VGS		6						
108	HT1		5.5	7					
109	HNM		5	13	10				
110	FBT		5	8					
111	VKP		5						
112	DQC		4	100	120	92			
113	VHG			20	20	6			
114	VTA			12	5	7			
115	TPC			7					
116	TKU			5	10				
117	FPC				20	20			
118	HAP				12	20	10	30	30
119	AGC								
120	CAD								
121	DCS								
122	KMF								
123	KMR								
124	TLT								
125	TYA								