

A decorative border of colorful fish, specifically striped fish with orange, black, and blue stripes, arranged in a rectangular frame around the page.

Tiểu luận

Tài chính chứng khoán

MỤC LỤC

PHẦN MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG I: CƠ SỞ LÝ LUẬN	5
I. Lý luận chung về nguồn vốn đầu tư trong doanh nghiệp và việc huy động vốn qua phát hành chứng khoán	5
1. Nguồn vốn đầu tư trong doanh nghiệp và các hình thức huy động vốn	5
1.1. Khái niệm nguồn vốn đầu tư	5
1.2 Các nguồn huy động vốn đầu tư	5
1.2.1 Trên góc độ của toàn bộ nền kinh tế. (vĩ mô)	5
1.2.2 Trên góc độ các doanh nghiệp (vi mô)	6
2. Phát hành chứng khoán – một hình thức huy động vốn đầu tư	7
2.1. Phát hành riêng lẻ	7
2.2 Phát hành chứng khoán ra công chúng	7
2.2.1 Khái niệm	7
2.2.2 Điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng của doanh nghiệp	8
2.2.3 Ưu điểm, nhược điểm của việc huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu ra công chúng	8
3. Quy trình phát hành chứng khoán ra công chúng	10
4. Bảo lãnh phát hành chứng khoán	12
5. Quản lý của nhà nước về phát hành chứng khoán ra công chúng	13
CHƯƠNG II: THỰC TRẠNG VIỆC HUY ĐỘNG VỐN BẰNG CÁCH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM	15
I. Thực trạng việc huy động vốn đầu tư của các công ty ở Việt Nam bằng cách phát hành chứng khoán	15
II. Những điểm còn hạn chế trong việc huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán ra công chúng. Nguyên nhân của hạn chế đó	16
1. Không có kế hoạch sử dụng vốn huy động được	16
2. Thời điểm phát hành chứng khoán để huy động vốn là không thích hợp	17
3. Sử dụng vốn huy động được vào đầu tư tài chính, bất động sản	19
4. Việc tăng vốn quá lớn trong một lộ trình quá nhanh có thể dẫn đến phá vỡ cấu trúc vốn, mất cân đối giữa vốn chủ sở hữu và vốn nợ, dẫn đến sử dụng vốn không hiệu quả	19

5. Sự yếu kém trong khâu chuẩn bị hồ sơ phát hành chứng khoán.	20
6. Không xác định được cổ đông chiến lược của các công ty trong phát hành chứng khoán.....	21
7. Xảy ra tình trạng loãng giá chứng khoán khi phát hành thêm chứng khoán ra công chúng.....	22
8. Phương pháp phát hành sai do đơn vị tư vấn thiếu kinh nghiệm hoặc không sử dụng tư vấn.	23
9. Không quan tâm đến mối quan hệ giữa cổ đông và công ty.	24
10. Phát hành chứng khoán không vì lợi ích của đại đa số cổ đông.....	25
CHƯƠNG III: GIẢI PHÁP ĐỐI VỚI VIỆC THỰC HIỆN DỰ ÁN PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU RA CÔNG CHÚNG.....	26

PHẦN MỞ ĐẦU

Hiện nay với việc phát triển sôi động của thị trường chứng khoán trong nước thì việc huy động vốn thông qua dự án phát hành chứng khoán ra công chúng đang là một kênh huy động vốn đầu tư rất tiềm năng cho doanh nghiệp.

Tuy nhiên trong thời gian vừa qua có nhiều doanh nghiệp đã tiến hành những đợt phát hành cổ phiếu không thành công như mong muốn. Vậy nguyên nhân của sự việc trên là ở đâu?

Nếu với vị trí của một công ty muốn huy động vốn để tiến hành hoạt động đầu tư sản xuất kinh doanh khi cân nhắc các cách huy động vốn khác nhau thì khi nào hình thức huy động bằng cách phát hành chứng khoán ra công chúng phát huy hiệu quả nhất và thực hiện điều đó như thế nào?

Đề án nhằm giải quyết một số câu hỏi sau.

- Khi nào nên chọn hình thức huy động vốn bằng cách phát hành chứng khoán ra công chúng.

- Phát hành chứng khoán như thế nào để thu được nguồn vốn đầu tư là lớn nhất, phục vụ hiệu quả cho các dự án đầu tư đang thiếu vốn.

- Có thể sử dụng việc phát hành bỏ xung để thu hút vốn cho doanh nghiệp trong trường hợp nào?

CHƯƠNG I CƠ SỞ LÝ LUẬN

I. Lý luận chung về nguồn vốn đầu tư trong doanh nghiệp và việc huy động vốn qua phát hành chứng khoán.

1. Nguồn vốn đầu tư trong doanh nghiệp và các hình thức huy động vốn.

1.1. Khái niệm nguồn vốn đầu tư.

Nguồn hình thành vốn đầu tư chính là phần tích lũy được thể hiện dưới dạng giá trị được chuyển hóa thành vốn đầu tư đáp ứng yêu cầu phát triển của xã hội. Đây là thuật ngữ dùng để chỉ các nguồn tập trung và phân phối cho đầu tư phát triển kinh tế đáp ứng nhu cầu chung của nhà nước và của xã hội.

1.2 Các nguồn huy động vốn đầu tư.

1.2.1 Trên góc độ của toàn bộ nền kinh tế.(vĩ mô).

Trên góc độ của toàn bộ nền kinh tế, nguồn vốn đầu tư bao gồm nguồn vốn đầu tư trong nước và nguồn vốn đầu tư nước ngoài.

Nguồn vốn đầu tư trong nước.

Nguồn vốn đầu tư trong nước là phần tích lũy của nội bộ nền kinh tế bao gồm tiết kiệm của khu vực dân cư, các tổ chức kinh tế, các doanh nghiệp và tiết kiệm của chính phủ được huy động vào quá trình tái sản xuất của xã hội. Nguồn vốn đầu tư trong nước bao gồm.

+ Nguồn vốn nhà nước

Nguồn vốn của nhà nước bao gồm nguồn vốn của ngân sách nhà nước, nguồn vốn tín dụng đầu tư phát triển của nhà nước và nguồn vốn đầu tư phát triển của doanh nghiệp nhà nước.

+ Nguồn vốn của dân cư và tư nhân.

Nguồn vốn từ khu vực tư nhân bao gồm phần tiết kiệm của dân cư, phần tích lũy của các doanh nghiệp dân doanh, các hợp tác xã.

Nguồn vốn đầu tư nước ngoài.

Nguồn vốn đầu tư nước ngoài bao gồm toàn bộ phần tích lũy của cá nhân, các doanh nghiệp, các tổ chức kinh tế và chính phủ nước ngoài có thể huy động vào quá trình đầu tư phát triển của nước sở tại.

Có thể xem xét nguồn vốn đầu tư nước ngoài trên phạm vi rộng hơn đó là dòng lưu chuyển vốn quốc tế (International Capital Flow). Về thực chất

các dòng lưu chuyển vốn quốc tế là biểu hiện cụ thể của quá trình chuyển giao nguồn lực tài chính giữa các quốc gia trên thế giới.

Trong nguồn vốn đầu tư nước ngoài được chia ra.

- Tài trợ phát triển chính thức (ODF – Official Development Finance).
- Nguồn tín dụng từ các ngân hàng thương mại quốc tế.
- Đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI.
- Nguồn huy động qua thị trường vốn quốc tế.

1.2.2 Trên góc độ các doanh nghiệp (vi mô).

Trên góc độ vi mô, nguồn vốn đầu tư của các doanh nghiệp, các đơn vị thực hiện đầu tư bao gồm 2 nguồn chính: *nguồn vốn bên trong* (internal funds) và *nguồn vốn bên ngoài* (external funds).

+ *Nguồn vốn bên trong.*

Nguồn vốn bên trong hình thành từ phần tích lũy từ nội bộ doanh nghiệp (vốn góp ban đầu, thu nhập giữ lại) và phần khấu hao hàng năm. Nguồn vốn này có ưu điểm là bảo đảm tính độc lập, chủ động, không phụ thuộc vào chủ nợ, hạn chế rủi ro về tín dụng. Dự án được tài trợ từ nguồn vốn này sẽ không làm suy giảm khả năng vay nợ của đơn vị. Theo lý thuyết quỹ đầu tư nội bộ (the internal fund theory), trong điều kiện bình thường đây là nguồn tài trợ chủ yếu cho hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Tuy nhiên trong nhiều trường hợp nếu chỉ dựa vào nguồn vốn này sẽ bị hạn chế về quy mô đầu tư.

+ *Nguồn vốn bên ngoài.*

Nguồn vốn này có thể hình thành từ việc vay nợ hoặc phát hành chứng khoán ra công chúng (public offering) thông qua hai hình thức tài trợ chủ yếu: tài trợ gián tiếp qua các trung gian tài chính (ngân hàng thương mại, các tổ chức tín dụng...) hoặc tài trợ trực tiếp qua thị trường vốn: thị trường chứng khoán Việt Nam, hoạt động tín dụng thuê mua.

Tại Việt Nam trong những năm vừa qua nguồn vốn tài trợ gián tiếp qua các trung gian tài chính tồn tại phổ biến và là kênh huy động vốn chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, do nhu cầu đầu tư ngày càng gia tăng, năng lực của các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng khó có thể đáp ứng hết được nhu cầu đầu tư của các doanh nghiệp. Chính vì vậy hình thức tài trợ trực tiếp thông qua thị trường vốn đã và sẽ ngày càng được quan tâm thỏa đáng hơn.

Huy động vốn qua thị trường chứng khoán có ưu điểm là quy mô huy động vốn rộng rãi hơn (thông qua phát hành chứng khoán ra công chúng).

Bên cạnh đó, yêu cầu công khai, minh bạch cao trên thị trường chứng khoán cũng tạo điều kiện và sức ép buộc các doanh nghiệp sử dụng vốn có hiệu quả hơn. Tuy nhiên tính cạnh tranh và rủi ro cũng sẽ lớn hơn.

Trong những phần sau sẽ trình bày cụ thể về hình thức huy động vốn này.

2. Phát hành chứng khoán – một hình thức huy động vốn đầu tư.

Như đã chỉ ra ở trong phần 1, phát hành chứng khoán ra thị trường là một trong những hình thức huy động vốn đầu tư của doanh nghiệp.

Có 2 hình thức phát hành chứng khoán là phát hành riêng lẻ và phát hành chứng khoán ra công chúng.

2.1. Phát hành riêng lẻ.

Phát hành riêng lẻ là quá trình trong đó chứng khoán được bán trong phạm vi một số người nhất định (thông thường là cho các nhà đầu tư có tổ chức), với những điều kiện (khối lượng phát hành) hạn chế. Việc phát hành chứng khoán riêng lẻ thông thường chịu sự điều chỉnh của Luật công ty. Chứng khoán phát hành theo phương thức này không phải là đối tượng giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán.

2.2 Phát hành chứng khoán ra công chúng

2.2.1 Khái niệm

Phát hành chứng khoán ra công chúng là quá trình trong đó chứng khoán được bán rộng rãi ra công chúng, cho một số lượng lớn người đầu tư, trong tổng lượng phát hành phải giành một tỷ lệ nhất định cho các nhà đầu tư nhỏ và khối lượng phát hành phải đạt được một mức nhất định. Những công ty phát hành chứng khoán ra công chúng được gọi là các công ty đại chúng.

Phát hành chứng khoán ra công chúng gồm có phát hành cổ phiếu ra công chúng và phát hành trái phiếu ra công chúng.

Phát hành cổ phiếu ra công chúng được thực hiện theo một trong hai hình thức sau:

- Phát hành lần đầu ra công chúng (IPO): là việc phát hành trong đó cổ phiếu của công ty lần đầu tiên được bán rộng rãi cho công chúng đầu tư.
- Chào bán sơ cấp (phân phối sơ cấp): là đợt phát hành cổ phiếu bổ sung của công ty đại chúng cho rộng rãi công chúng đầu tư.

Phát hành trái phiếu ra công chúng được thực hiện bằng một hình thức duy nhất, đó là chào bán sơ cấp (phân phối sơ cấp).

Mục đích của việc phân biệt hai hình thức phát hành (*phát hành riêng lẻ* và *phát hành ra công chúng* như trên là nhằm có các biện pháp bảo vệ cho công chúng đầu tư, nhất là những nhà đầu tư nhỏ không hiểu biết nhiều về lĩnh vực chứng khoán. Nhằm mục đích này, để được phép phát hành ra công chúng, tổ chức phát hành phải là những công ty làm ăn có chất lượng cao, hoạt động sản xuất kinh doanh có hiệu quả, đáp ứng được các điều kiện do cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán (Ủy ban chứng khoán nhà nước) qui định.

2.2.2 Điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng của doanh nghiệp.

Việc phát hành chứng khoán ra công chúng phải chịu sự chi phối của pháp luật về chứng khoán và phải được cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán cấp phép. Những công ty phát hành chứng khoán ra công chúng phải thực hiện một chế độ báo cáo, công bố thông tin công khai và chịu sự giám sát riêng theo qui định của pháp luật chứng khoán.

Mỗi nước có những quy định riêng trong việc phát hành chứng khoán ra công chúng tuy nhiên để phát hành chứng khoán ra công chúng thông thường đều phải đảm bảo những yêu cầu chung.

- Về qui mô vốn.
- Về hoạt động kinh doanh có hiệu quả.
- Về đội ngũ quản lý công ty.
- Về tính khả thi của dự án được sử dụng vốn sau khi huy động

Ở Việt Nam việc quy định điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng được quy định tại điều 12 luật chứng khoán ban hành ngày 29/6/2006.

- a) Doanh nghiệp 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;
- b) Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký chào bán phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán;
- c) Có phương án phát hành và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán được Đại hội đồng cổ đông thông qua.

2.2.3 Ưu điểm, nhược điểm của việc huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu ra công chúng.

a. Những ưu điểm.

- Phát hành chứng khoán ra công chúng sẽ tạo ra hình ảnh đẹp và sự nổi tiếng của công ty, nhờ vậy công ty sẽ dễ dàng hơn và tốn ít chi phí hơn trong việc huy động vốn qua phát hành trái phiếu, cổ phiếu ở những lần sau. Thêm

vào đó, khách hàng và nhà cung ứng của công ty thường cũng sẽ trở thành cổ đông của công ty và do vậy công ty sẽ rất có lợi trong việc mua nguyên liệu và tiêu thụ sản phẩm.

- Phát hành chứng khoán ra công chúng sẽ làm tăng giá trị tài sản ròng, giúp công ty có được nguồn vốn lớn và có thể vay vốn của ngân hàng với lãi suất ưu đãi hơn cũng như các điều khoản về tài sản cầm cố sẽ ít phiền hà hơn. Ví dụ như các cổ phiếu của các công ty đại chúng dễ dàng được chấp nhận là tài sản cầm cố cho các khoản vay ngân hàng. Ngoài ra, việc phát hành chứng khoán ra công chúng cũng giúp công ty trở thành một ứng cử viên hấp dẫn hơn đối với các công ty nước ngoài với tư cách làm đối tác liên doanh.

- Phát hành chứng khoán ra công chúng giúp công ty có thể thu hút và duy trì đội ngũ nhân viên giỏi bởi vì khi chào bán chứng khoán ra công chúng, công ty bao giờ cũng dành một tỷ lệ chứng khoán nhất định để bán cho nhân viên của mình. Với quyền mua cổ phiếu, nhân viên của công ty sẽ trở thành cổ đông, và được hưởng lãi trên vốn thay vì thu nhập thông thường. Điều này đã làm cho nhân viên của công ty làm việc có hiệu quả hơn và coi sự thành bại của công ty thực sự là thành bại của mình.

- Phát hành chứng khoán ra công chúng, công ty có cơ hội tốt để xây dựng một hệ thống quản lý chuyên nghiệp cũng như xây dựng được một chiến lược phát triển rõ ràng. Công ty cũng dễ dàng hơn trong việc tìm người thay thế, nhờ đó mà tạo ra được tính liên tục trong quản lý. Bên cạnh đó, sự hiện diện của các uỷ viên quản trị không trực tiếp tham gia điều hành công ty cũng giúp tăng cường kiểm tra và cân đối trong quản lý và điều hành công ty.

- Phát hành chứng khoán ra công chúng làm tăng chất lượng và độ chính xác của các báo cáo của công ty bởi vì các báo cáo của công ty phải được lập theo các tiêu chuẩn chung do cơ quan quản lý qui định. Chính điều này làm cho việc đánh giá và so sánh kết quả hoạt động của công ty được thực hiện dễ dàng và chính xác hơn.

b. Những nhược điểm.

- Phát hành cổ phiếu ra công chúng làm phân tán quyền sở hữu và có thể làm mất quyền kiểm soát công ty của các cổ đông sáng lập do hoạt động thôn tính công ty. Bên cạnh đó, cơ cấu về quyền sở hữu của công ty luôn luôn bị biến động do chịu ảnh hưởng của các giao dịch cổ phiếu hàng ngày.

- Chi phí phát hành chứng khoán ra công chúng cao, thường chiếm từ 8-10% khoản vốn huy động, bao gồm các chi phí bảo lãnh phát hành, phí tư

vấn pháp luật, chi phí in ấn, phí kiểm toán, chi phí niêm yết... Ngoài ra, hàng năm công ty cũng phải chịu thêm các khoản chi phí phụ như chi phí kiểm toán các báo cáo tài chính, chi phí cho việc chuẩn bị tài liệu nộp cho cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và chi phí công bố thông tin định kỳ.

- Công ty phát hành chứng khoán ra công chúng phải tuân thủ một chế độ công bố thông tin rộng rãi, nghiêm ngặt và chịu sự giám sát chặt chẽ hơn so với các công ty khác. Hơn nữa, việc công bố các thông tin về doanh thu, lợi nhuận, vị trí cạnh tranh, phương thức hoạt động, các hợp đồng nguyên liệu, cũng như nguy cơ bị rò rỉ thông tin mật ra ngoài có thể đưa công ty vào vị trí cạnh tranh bất lợi.

- Đội ngũ cán bộ quản lý công ty phải chịu trách nhiệm lớn hơn trước công chúng. Ngoài ra, do qui định của pháp luật, việc chuyển nhượng vốn cổ phần của họ thường bị hạn chế.

3. Quy trình phát hành chứng khoán ra công chúng.

Để tiến hành phát hành chứng khoán ra công chúng thì thông thường công ty cần phải thực hiện những bước sau:

- Tổ chức đại hội cổ đông để xin ý kiến chấp thuận của đại hội cổ đông về việc phát hành chứng khoán ra công chúng, đồng thời thống nhất mục đích huy động vốn; số lượng vốn cần huy động; chủng loại và số lượng chứng khoán dự định phát hành; cơ cấu vốn phát hành dự tính phân phối cho các đối tượng: Hội đồng quản trị, cổ đông hiện tại, người lao động trong doanh nghiệp, người bên ngoài doanh nghiệp, người nước ngoài...

- Hội đồng quản trị ra quyết định thành lập ban chuẩn bị cho việc xin phép phát hành chứng khoán ra công chúng. Chức năng chủ yếu của ban chuẩn bị là chuẩn bị các hồ sơ xin phép phát hành để nộp lên cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán; lựa chọn tổ chức bảo lãnh phát hành (nếu cần), công ty kiểm toán và tổ chức tư vấn và cùng với các tổ chức này xây dựng phương án phát hành và dự thảo bản cáo bạch để cung cấp cho các nhà đầu tư.

- Ban chuẩn bị lựa chọn người đứng đầu tổ hợp bảo lãnh phát hành. Trong phần lớn các trường hợp phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng, để đảm bảo sự thành công của đợt phát hành thì tổ chức phát hành phải chọn ra được một tổ chức bảo lãnh phát hành. Tổ chức bảo lãnh phát hành với uy tín và mạng lưới rộng lớn của mình sẽ giúp cho việc phân phối chứng khoán của tổ chức phát hành diễn ra một cách suôn sẻ. Chính vì vậy, khi tiến hành phát hành chứng khoán ra công chúng thì *việc lựa chọn tổ chức*

bảo lãnh phát hành có ý nghĩa rất quan trọng, và mang tính quyết định đến sự thành bại của đợt phát hành.

- Người đứng đầu tổ hợp bảo lãnh phát hành lựa chọn các thành viên khác của tổ hợp. Trong trường hợp khối lượng chứng khoán phát hành là quá lớn, vượt quá khả năng của một tổ chức bảo lãnh phát hành thì tổ chức bảo lãnh phát hành chính (tổ chức bảo lãnh đã được lựa chọn) sẽ đứng ra lựa chọn các thành viên khác để cùng với mình tiến hành bảo lãnh cho toàn bộ đợt phát hành.

- Ban chuẩn bị cùng với tổ hợp bảo lãnh phát hành, công ty kiểm toán và tổ chức tư vấn tiến hành định giá chứng khoán phát hành. Định giá chứng khoán là khâu khó khăn nhất và phức tạp nhất khi tiến hành phát hành chứng khoán ra công chúng. Nếu định giá chứng khoán quá cao thì sẽ khó khăn trong việc bán chứng khoán, còn nếu định giá chứng khoán quá thấp thì sẽ làm thiệt hại cho tổ chức phát hành. Vì thế, việc định giá chứng khoán một cách hợp lý sao cho người mua và người bán đều chấp nhận được là hết sức quan trọng và cần phải được phối hợp của tổ chức bảo lãnh, công ty kiểm toán và tổ chức tư vấn của công ty.

- Chính thức thành lập tổ hợp bảo lãnh phát hành và ký hợp đồng bảo lãnh phát hành với tổ chức phát hành.

- Công ty kiểm toán xác nhận các báo cáo tài chính trong hồ sơ xin phép phát hành.

- Tổ chức phát hành nộp hồ sơ lên Ủy ban chứng khoán. Thông thường tổ chức phát hành sẽ được trả lời về việc cấp hay từ chối cấp giấy phép trong một thời hạn nhất định kể từ ngày nộp hồ sơ xin phép phát hành đầy đủ và hợp lệ. Trong thời gian chờ Ủy ban chứng khoán Nhà nước xem xét hồ sơ, tổ chức phát hành có thể sử dụng nội dung trong bản cáo bạch sơ bộ để thăm dò thị trường.

- Sau khi được cấp phép phát hành, tổ chức phát hành phải ra thông báo phát hành trên các phương tiện thông tin đại chúng, đồng thời công bố ra công chúng bản cáo bạch chính thức và việc thực hiện việc phân phối chứng khoán trong một thời gian nhất định kể từ khi được cấp giấy phép. Thời hạn phân phối được qui định khác nhau đối với mỗi nước. Ở Việt nam, theo qui định tại Nghị định 48/Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán thì thời hạn này là 90 ngày, trong trường hợp xét thấy hợp lý và cần thiết, Ủy ban chứng khoán nhà nước có thể gia hạn thêm.

- Tiến hành đăng ký, lưu giữ, chuyển giao và thanh toán chứng khoán sau khi kết thúc đợt phân phối chứng khoán.

- Sau khi hoàn thành việc phân phối chứng khoán, tổ chức phát hành cùng với tổ chức bảo lãnh phát hành phải báo cáo kết quả đợt phát hành cho Ủy ban chứng khoán và tiến hành đăng ký vốn với cơ quan có thẩm quyền.

- Trường hợp tổ chức phát hành có đủ điều kiện niêm yết thì có thể làm đơn xin niêm yết gửi lên Ủy ban chứng khoán và Sở giao dịch chứng khoán nơi công ty niêm yết.

4. Bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Công ty khi có ý định phát hành chứng khoán ra công chúng thường là những công ty chưa có kinh nghiệm và không có chuyên môn trong lĩnh vực phát hành chứng khoán thì nên thuê những tổ chức tư vấn phát hành chứng khoán và bảo lãnh phát hành chứng khoán. Việc lựa chọn công ty bảo lãnh phát hành chứng khoán ra công chúng là một khâu quan trọng, ảnh hưởng lớn đến chất lượng đợt phát hành.

Bảo lãnh phát hành là việc tổ chức bảo lãnh giúp tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán, tổ chức việc phân phối chứng khoán và giúp bình ổn giá chứng khoán trong giai đoạn đầu sau khi phát hành. Trên thế giới, các ngân hàng đầu tư thường là những tổ chức đứng ra làm bảo lãnh phát hành. Tổ chức bảo lãnh là người chịu trách nhiệm mua hoặc chào bán chứng khoán của một tổ chức phát hành nhằm thực hiện việc phân phối chứng khoán để hưởng hoa hồng.

Các phương thức bảo lãnh phát hành.

- **Bảo lãnh với cam kết chắc chắn:** là phương thức bảo lãnh mà theo đó tổ chức bảo lãnh cam kết sẽ mua toàn bộ số chứng khoán phát hành cho dù có phân phối được hết chứng khoán hay không. Trong hình thức bảo lãnh tổ hợp theo "cam kết chắc chắn", một nhóm các tổ chức bảo lãnh hình thành một tổ hợp để mua chứng khoán của tổ chức phát hành với giá chiết khấu so với giá chào bán ra công chúng (POP) và bán lại các chứng khoán đó ra công chúng theo giá POP. Chênh lệch giữa giá mua chứng khoán của các tổ chức bảo lãnh và giá chào bán ra công chúng được gọi là hoa hồng chiết khấu.

- **Bảo lãnh theo phương thức dự phòng:** đây là phương thức thường được áp dụng khi một công ty đại chúng phát hành bổ sung thêm cổ phiếu thường ở các nước phát triển. Trong trường hợp đó, công ty cần phải bảo vệ quyền lợi cho các cổ đông hiện hữu, và như vậy, công ty phải chào bán cổ phiếu bổ sung cho các cổ đông cũ trước khi chào bán ra công chúng bên

ngoài. Dĩ nhiên, sẽ có một số cổ đông không muốn mua thêm cổ phiếu của công ty. Do vậy, công ty cần có một tổ chức bảo lãnh dự phòng sẵn sàng mua những quyền mua không được thực hiện và chuyển thành những cổ phiếu để phân phối ra ngoài công chúng. Có thể nói, bảo lãnh theo phương thức dự phòng là việc tổ chức bảo lãnh cam kết sẽ mua nốt số chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết của tổ chức phát hành và bán lại ra công chúng. Tại các nước đang phát triển, khi các tổ chức bảo lãnh còn non trẻ và chưa có tiềm lực lớn thì phương thức bảo lãnh phát hành dự phòng lại là phương thức bảo lãnh thông dụng nhất.

- **Bảo lãnh với cố gắng cao nhất:** là phương thức bảo lãnh mà theo đó tổ chức bảo lãnh tổ chức bảo lãnh thoả thuận làm đại lý cho tổ chức phát hành. Tổ chức bảo lãnh không cam kết bán toàn bộ số chứng khoán mà cam kết sẽ cố gắng hết sức để bán chứng khoán ra thị trường, nhưng nếu không phân phối hết sẽ trả lại cho tổ chức phát hành phần còn lại.

- **Bảo lãnh theo phương thức bán tất cả hoặc không:** trong phương thức này, tổ chức phát hành yêu cầu tổ chức bảo lãnh bán một số lượng chứng khoán nhất định, nếu không phân phối được hết sẽ huỷ toàn bộ đợt phát hành.

- **Bảo lãnh theo phương thức tối thiểu - tối đa:** là phương thức trung gian giữa phương thức bảo lãnh với cố gắng cao nhất và phương thức bảo lãnh bán tất cả hoặc không. Theo phương thức này, tổ chức phát hành yêu cầu tổ chức bảo lãnh bán tối thiểu một tỷ lệ chứng khoán nhất định (mức sàn). Vượt trên mức ấy, tổ chức bảo lãnh được tự do chào bán chứng khoán đến mức tối đa quy định (mức trần). Nếu lượng chứng khoán bán được đạt tỷ lệ thấp hơn mức yêu cầu thì toàn bộ đợt phát hành sẽ bị huỷ bỏ.

5. Quản lý của nhà nước về phát hành chứng khoán ra công chúng

Phát hành chứng khoán ra công chúng là một hình thức phát hành phổ biến mà các tổ chức phát hành áp dụng vì có nhiều thuận lợi hơn so với hình thức phát hành riêng lẻ. Trong phương thức phát hành này thì nội dung quản lý của nhà nước bao gồm.

- Quản lý cấp giấy phép phát hành: Thông thường là do cơ quan quản lý và giám sát thị trường chứng khoán quản lý. Ở Việt Nam và phần lớn các nước khác là do Ủy Ban chứng khoán nhà nước quản lý.

- Quyết định đình chỉ, thu hồi giấy phép khi TCPH không tuân thủ các quy định trước, trong và sau khi phát hành chứng khoán ra công chúng.

- Quản lý và giám sát việc công bố thông tin của tổ chức phát hành.

- Ban hành các văn bản liên quan đến việc phát hành và chào bán chứng khoán ra công chúng.

Hiện tại trên thế giới có hai trường phái quản lý chứng khoán trên thị trường sơ cấp được gọi là *trường phái quản lý theo chất lượng* và *trường phái “công bố thông tin đầy đủ”*.

Theo *trường phái quản lý chất lượng* thì các cơ quan quản lý về chứng khoán đặt ra rất nhiều tiêu chuẩn để đảm bảo các công ty tham gia vào thị trường là các công ty có chất lượng và có sự ổn định hợp lý.

Theo *trường phái công bố thông tin đầy đủ* thì cơ quan quản lý về chứng khoán ít đưa ra tiêu chuẩn cho các công ty tham gia vào thị trường mà chú trọng vào việc đảm bảo thông tin liên quan tới mọi mặt hoạt động của các công ty được công bố rộng rãi ra công chúng.

Tại các nước phát triển, các cơ quan quản lý về chứng khoán thường có xu hướng quản lý thị trường theo trường phái công bố thông tin đầy đủ. Còn tại các quốc gia đang phát triển việc quản lý thị trường chứng khoán sơ cấp thường áp dụng trường phái quản lý theo chất lượng. Sự lựa chọn này phụ thuộc vào sự phát triển của thị trường chứng khoán mỗi nước.

CHƯƠNG II

THỰC TRẠNG VIỆC HUY ĐỘNG VỐN BẰNG CÁCH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

I. Thực trạng việc huy động vốn đầu tư của các công ty ở Việt Nam bằng cách phát hành chứng khoán.

Trong những năm gần đây, cùng với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam, TTCK cũng có những bước tăng trưởng nhất định. Mức vốn hóa của thị trường cổ phiếu (trên 2 TTGD-CK Tp.HCM và Hà Nội) tính đến ngày 29/6/2007 đạt 304.000 tỷ đồng (tương đương 20 tỷ USD), chiếm khoảng 33% GDP, trong khi cuối năm 2006, mức vốn hóa là 221.156 tỷ đồng (tương đương 14 tỷ USD), chiếm 22,7% GDP. Trong đó, tổng giá trị vốn hàng hóa tại TTGDCK Tp.HCM đạt trên 211.000 tỷ đồng (tương đương 13,2 tỷ USD). Điều này có thể chứng tỏ rằng, TTCK đã và đang trở thành một kênh huy động vốn hiệu quả cho các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp đã niêm yết trên TTGDCK Tp.HCM và Hà Nội.

Trên thực tế, từ đầu năm 2007 đến nay đã có nhiều công ty nộp hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng dưới hình thức chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, đối tác chiến lược, phát hành cổ phiếu trả cổ tức, phát hành cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động. Trong giai đoạn này, đã có 66 công ty được cấp giấy chứng nhận đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng với số vốn huy động lên đến trên 20 nghìn tỷ đồng, đoán góp đáng kể vào sự phát triển của doanh nghiệp nói riêng cũng như nền kinh tế nói chung. Ngoài ra, số lượng các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa (CPH), bán đấu giá qua TTGDCK cũng lên đến hơn 40 doanh nghiệp với gần 451 triệu cổ phần, trong đó có 2 tập đoàn lớn là Công ty Phân đạm và Hóa chất dầu khí Việt Nam thu về cho ngân hàng nhà nước hàng nghìn tỷ đồng...

Trong đó đứng đầu là ngành Tài chính chiếm 28% tổng giá trị vốn hóa lưu động toàn thị trường niêm yết, đứng thứ hai là ngành Dịch vụ Tiêu dùng với 13.51%, đứng thứ tư là ngành Hàng tiêu dùng và Công nghiệp, đứng thứ năm là ngành Điện nước. Ngành Dầu khí thấp nhất với tỷ lệ là 4%.

Tuy nhiên công ty có tổng giá trị thị trường lớn nhất là FPT với tổng giá trị thị trường lưu động là 29 ngàn tỷ đồng (tương đương với gần 1,8 tỷ USD). Trong danh sách Top 10 công ty có tổng giá trị thị trường lưu động lớn nhất, đứng sau FPT là Vinamilk với 1,2 tỷ USD và Ngân hàng Sài Gòn

Thương tín với gần 1,1 tỷ USD.

Trong Top 10, số lượng các công ty thuộc ngành Tài chính là nhiều nhất, 4 công ty, thể hiện rõ nét ưu thế vượt trội của ngành Tài chính đối với các ngành khác trên khía cạnh tổng giá trị vốn hóa lưu động trên toàn thị trường niêm yết.

10 công ty có tổng giá trị vốn hóa lưu động toàn thị trường 6 tháng đầu năm 2007

Mã	Giá trị vốn hóa lưu động	ICB Ngành
FPT	29,556,349,890,731	Dịch vụ tiêu dùng
VNM	19,734,718,534,380	Hàng tiêu dùng
STB	19,181,125,527,142	Tài chính
ACB	17,283,960,275,251	Tài chính
SJS	16,089,727,500,000	Tài chính
PPC	10,081,600,257,830	Điện nước
GMD	9,360,205,611,626	Công nghiệp
PVD	8,796,480,000,000	Dầu khí
SSI	8,558,784,500,000	Tài chính
REE	8,404,064,238,375	Công nghiệp

Như vậy ta thấy rằng thông qua thị trường chứng khoán, các công ty đã có một nguồn huy động vốn dồi dào bằng cách phát hành chứng khoán ra công chúng.

Mục tiêu là đến năm 2010 chúng ta có thể huy động vốn qua thị trường chứng khoán 10-15% GDP, tức là tương đương 10-15 tỷ USD. Hiện nay quy mô thị trường chúng ta mới khoảng 3 tỷ USD.

II. Những điểm còn hạn chế trong việc huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán ra công chúng. Nguyên nhân của hạn chế đó.

Khi xem xét các công ty phát hành chứng khoán ra công chúng trong thời gian vừa qua có thể rút ra được những hạn chế sau.

1. Không có kế hoạch sử dụng vốn huy động được.

Thời gian qua có nhiều đợt phát hành huy động vốn theo nhu cầu phát triển của doanh nghiệp, đây là biểu hiện tích cực về hiệu lực hoạt động của thị trường chứng khoán. Nhưng đồng thời cũng có không ít đợt phát hành tiềm ẩn khả năng là để tranh thủ, để tận dụng nguồn vốn khá vô tư trước các cơn khát

đầu tư trên thị trường. Điều này phần nào đã dẫn đến tình trạng sử dụng vốn không đúng theo nhu cầu phát triển, không theo dự án cụ thể hay kế hoạch sử dụng vốn đã được xác lập. Do vậy, kỳ vọng của nhà đầu tư, mong đợi của nền kinh tế và của thị trường chưa được đáp ứng.

Đợt phát hành chứng khoán ra công chúng một mặt phải tuân thủ các trình tự theo quy định của luật pháp và điều lệ công ty, mặt khác cần đáp ứng các yêu cầu có tính ước lệ về huy động và sử dụng vốn đại chúng. Đợt phát hành đó cần xuất phát từ các toan tính phát triển tích cực, thể hiện bởi dự án và kế hoạch cụ thể.

Sau đợt phát hành, một đợt phát hành thành công không đơn giản chỉ là việc doanh nghiệp thu được nhiều tiền, mà là cần có sự thống nhất về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và kỳ vọng của nhà đầu tư. Chính vì lẽ này mà trên thế giới người ta rất chú trọng đến mục tiêu cũng như quy mô vốn huy động của đợt phát hành, tính toán dòng tiền thu về và sử dụng thế nào cho hiệu quả nhất, phát hành một lúc hay từng đợt, sử dụng vốn cổ phần hay trái phiếu...

Ở Việt Nam khi các công ty phát hành chứng khoán để huy động vốn điều này xem ra còn dễ dãi, nên có vẻ như lúc phát hành thì thủ tục, bài bản, còn việc sử dụng vốn là chuyện tính sau. Có doanh nghiệp thu về cùng lúc một lượng vốn rất lớn để rồi lúng túng, lúc đó mới làm kế hoạch sử dụng vốn. Điều này thể hiện sự thiếu chặt chẽ trong việc khai thác nguồn tiền của đại chúng, có thể làm cho môi trường phát hành xấu đi.

Thực tế là tuy trong hồ sơ đăng ký xin được phát hành chứng khoán ra công chúng của doanh nghiệp thì đã có yêu cầu phải có giải trình về việc mục đích sử dụng vốn huy động được như thế nào. Tuy nhiên đây vẫn là một khâu “rất dễ” với các doanh nghiệp với tâm lý cho rằng đó chỉ là một dự án trên giấy tờ nên không cần thiết phải làm cụ thể, chi tiết và chính xác. Tâm lý cứ thu hút được vốn đã rồi sẽ lo chuyện kiểm tra dự án sau vẫn là tâm lý phổ biến trong doanh nghiệp đặc biệt là ở thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay, nhà đầu tư nhờ lẽ, không chuyên nghiệp nên không nắm bắt được việc này.

2. Thời điểm phát hành chứng khoán để huy động vốn là không thích hợp.

Việc tập trung quá nhiều doanh nghiệp phát hành cổ phiếu và tiến hành IPO vào một thời điểm nhất định trong năm có thể ảnh hưởng đến khối lượng vốn huy động hiệu quả của doanh nghiệp và quyền lợi của các cổ đông do chịu ảnh hưởng của quan hệ cung – cầu trên TTCK.

Đối với một công ty muốn phát hành chứng khoán ra công chúng thì lựa chọn thời điểm phát hành là rất quan trọng. Thị trường đang phát triển tốt, sôi động, giá các cổ phiếu đang tăng trưởng và ở mức độ cao là điều kiện thuận lợi cho đợt phát hành của công ty. Nếu thị trường ảm đạm, nhà đầu tư đang bị quan vào thị trường và vào các cổ phiếu trên thị trường sẽ là cản trở, khó khăn cho đợt phát hành này. Ngoài ra cũng cần nắm bắt thị trường một cách cụ thể hơn để lựa chọn chính xác. Trước khi phát hành ra công chúng doanh nghiệp phải điều tra thị trường định phát hành (thị trường chứng khoán niêm yết tập trung hoặc thị trường OTC), phân tích đánh giá xem trong thời điểm đó lượng cung và cầu trên thị trường ra sao, chiều hướng biến đổi như thế nào, các công ty có sản phẩm tương tự như của công ty đã phát hành cổ phiếu trên thị trường đó chưa và cổ phiếu đó đang ở tình trạng nào?

Nếu lựa chọn sai thời điểm phát hành thì thông tin về đợt phát hành có thể ảnh hưởng xấu đến thị trường và qua đó làm ảnh hưởng đến cổ phiếu của công ty đang lưu hành (giá cổ phiếu đang lưu hành giảm) và ảnh hưởng đến số vốn dự kiến huy động.

Trường hợp của công ty cổ phần Kinh Đô đầu tháng 11/2007 là một ví dụ cho việc công bố thời điểm phát hành chứng khoán bổ sung không đúng thời điểm. Trước thời gian đó giá cổ phiếu của công ty Kinh Đô giảm mạnh. Sự “quay đầu” đột ngột về giá của cổ phiếu Công ty cổ phần Kinh Đô (KDC) trong phiên giao dịch ngày 1/11/2007 đã phần nào củng cố niềm tin cho nhà đầu tư nhỏ đối với doanh nghiệp niêm yết. Đây cũng được xem là “phần thưởng” dành cho những người đặt “sự chung thủy” vào cổ phiếu KDC.

Tuy nhiên, ngay sau đó, giá cổ phiếu này lại tiếp tục “rơi” và những lời ca thán về quyết định thiếu công bằng của Công ty cổ phần Kinh Đô một lần nữa lại rộ lên. Ngay sau khi KDC công bố thông tin sẽ phát hành thêm cổ phiếu, giá cổ phiếu KDC liên tục giảm. Điều này trái ngược lại với quy luật tăng giá chung của thị trường, nhất là đối với những cổ phiếu blue - chips. Nguyên nhân là do HĐQT Công ty Kinh Đô quyết định giới hạn đối tượng được nhận cổ phiếu mới. Theo đó, chỉ những nhà đầu tư chiến lược và nhà đầu tư lớn mới được quyền mua thêm cổ phiếu với giá được xác định từ thị trường. Với quyết định trên, không có lý do gì mà những nhà đầu tư lớn lại không đẩy mạnh bán ra để hưởng quyền mua thêm cổ phiếu và tất nhiên kéo theo sự sụt giảm của giá cổ phiếu.

Trưởng phòng tư vấn một công ty chứng khoán tại TP.HCM cho biết, khả năng ép giá xuống cực thấp đối với cổ phiếu KDC là rất lớn và nó có tỷ lệ tương ứng với số lượng cổ phiếu mà Kinh Đô phát hành thêm. Vì thế, sức ép

giảm giá cổ phiếu đối với nhà đầu tư nhỏ trong khoảng thời gian chờ phát hành thêm cổ phiếu sẽ rất mạnh. Có không ít nhà đầu tư đã phải “bán tháo” cổ phiếu này khi mức giá liên tục rơi từ ngưỡng 240.000 đồng/cổ phiếu xuống còn 203.000 đồng/cổ phiếu. Nhiều chuyên gia chứng khoán còn cho rằng, giá KDC có thể giảm xuống 100.000 đồng/cổ phiếu, nếu Công ty cổ phần Kinh Đô tiếp tục thể hiện sự phân biệt đối xử giữa các nhà đầu tư.

3. Sử dụng vốn huy động được vào đầu tư tài chính, bất động sản.

Điều này cũng một phần xuất phát từ việc công ty không xác định chính xác mục đích sử dụng của nguồn vốn huy động được, một mặt khác có những công ty muốn huy động vốn qua phát hành chứng khoán để đầu tư vào thị trường tài chính hoặc bất động sản.

Thặng dư vốn từ việc phát hành cổ phiếu vừa qua ở nhiều doanh nghiệp là khá lớn. Để vốn không nằm “chết” một chỗ, doanh nghiệp đưa tiền trở lại vào thị trường chứng khoán thông qua hình thức đầu tư tài chính; hoặc trường hợp phổ biến thứ hai là dùng tiền huy động để đầu tư bất động sản. Trong tình hình nền kinh tế ổn định thì không sao nhưng nếu có biến động thì có nguy cơ kéo theo đổ vỡ dây chuyền”.

Doanh nghiệp ngành thủy sản huy động vốn xong đem tiền bỏ vào bất động sản; công ty ngành cơ điện phát hành cổ phiếu tăng vốn nhưng lại đầu tư sang lĩnh vực ngân hàng... Đó chỉ là 2 trong rất nhiều ví dụ về việc doanh nghiệp đem nguồn vốn huy động qua TTCK để đầu tư tài chính vào các lĩnh vực khác. Điều này có thể mang lại lợi nhuận lớn cho DN và cổ đông nhưng cũng tiềm ẩn không ít rủi ro.

4. Việc tăng vốn quá lớn trong một lộ trình quá nhanh có thể dẫn đến phá vỡ cấu trúc vốn, mất cân đối giữa vốn chủ sở hữu và vốn nợ, dẫn đến sử dụng vốn không hiệu quả.

Đối với việc đầu tư dự án trung và dài hạn, việc doanh nghiệp huy động vốn từ các cổ đông là khá hợp lý bởi nguồn vốn từ ngân hàng cho doanh nghiệp vay chủ yếu là vốn ngắn hạn, khó có thể đáp ứng nhu cầu đầu tư dự án. Tuy nhiên, do việc huy động vốn từ cổ phiếu dẫn đến dư thừa vốn chủ sở hữu và doanh nghiệp lại đưa vào đầu tư tài sản lưu động ngắn hạn thì sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn. Nguồn vốn chủ sở hữu chỉ thích hợp cho đầu tư tài sản cố định, tài sản lưu động thường xuyên. Cấu trúc vốn tối ưu hiện vẫn là một vấn đề khá khó khăn ở nhiều doanh nghiệp.

Cấu trúc này phải đạt được ba yếu tố: chi phí sử dụng vốn thấp nhất, rủi ro thấp nhất, và giá trị doanh nghiệp tăng cao. Khi vốn huy động vào nhiều mà tiến độ giải ngân cho dự án chậm thì doanh nghiệp có thể tạm thời đem

đầu tư vào chỗ khác tuy nhiên phải tính đến tiêu chí an toàn. Nguồn vốn nhàn rỗi tạm thời này có thể đầu tư vào trái phiếu thay vì đầu tư vào thị trường cổ phiếu đầy rủi ro.

Điều này cho thấy không phải khi nào thì huy động vốn qua phát hành chứng khoán thu được số vốn lớn đã là một sự thành công. Doanh nghiệp cần phải xác được cấu trúc vốn ổn định của doanh nghiệp mình.

5. Sự yếu kém trong khâu chuẩn bị hồ sơ phát hành chứng khoán.

Việc chuẩn bị hồ sơ thủ tục xin cấp phép phát hành chứng khoán của các công ty ở Việt Nam còn yếu kém. Điều này một mặt gây khó khăn cho Ủy Ban Chứng khoán nhà nước trong việc đánh giá tính chính xác và cấp phép cho phát hành chứng khoán, mặt khác nó làm mất thời gian, công sức và làm gia tăng chi phí của đợt phát hành chứng khoán của công ty. Ngay trong thời gian gần đây đã có rất nhiều ngân hàng, doanh nghiệp bị xử lý vi phạm do không hoàn thành đúng thủ tục phát hành cổ phiếu ra công chúng.

Chỉ trong hai ngày 5-6/11/2007, Thanh tra Chứng khoán (Ủy ban Chứng khoán) đã ban hành tới 10 quyết định xử phạt 10 trường hợp vi phạm, đạt mức độ xử phạt nhiều nhất từ trước tới nay. Bởi trong cả 6 tháng đầu năm 2007, Thanh tra Chứng khoán cũng chỉ ban hành khoảng 10 quyết định loại này. Trong 10 trường hợp vi phạm vừa qua, phổ biến ở những vi phạm trong phát hành và báo cáo thông tin, cụ thể: Ngày 5/11, Thanh tra Chứng khoán ban hành 4 quyết định xử phạt 4 ngân hàng thương mại, gồm Ngân hàng Đông Á (EAB), Ngân hàng Sài Gòn, Ngân hàng Xuất nhập khẩu Việt Nam và Ngân hàng Gia Định. Bởi 4 ngân hàng đều thực hiện phát hành cổ phiếu để tăng vốn điều lệ nhưng chưa báo cáo đầy đủ và đúng thời hạn theo quy định hiện hành (vi phạm Điều 33 Nghị định 36/2007/NĐ-CP). Vì vậy, xét tính chất và mức độ vi phạm, Thanh tra Chứng khoán quyết định cảnh cáo đối với 4 ngân hàng nói trên. Trong ngày 6/11, Thanh tra Chứng khoán tiếp tục ban hành 6 quyết định, xử phạt 4 công ty đại chúng và 2 công ty chứng khoán. 4 công ty đại chúng là Công ty Cổ phần Giấy Sài Gòn, Công ty Cổ phần Lilama 10, Công ty Cổ phần Cao su Sao Vàng và Công ty Cổ phần Phát triển đô thị Từ Liêm. Mức phạt cao nhất 70 triệu đồng thuộc về Công ty Cổ phần Giấy Sài Gòn. Trong thời gian Ủy ban Chứng khoán xem xét hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng, công ty này đã thực hiện 6 lần phát hành riêng lẻ mà không báo cáo. Giấy Sài Gòn đã vi phạm quy định về công bố thông báo phát hành, cụ thể: Ngày 14/6/2007, Ủy ban Chứng khoán đã cấp giấy chứng nhận chào bán chứng khoán ra công chúng cho đợt chào bán 3,2

triệu cổ phiếu của Công ty. Tuy nhiên, công ty này đã không thực hiện công bố thông báo phát hành theo quy định.

Công ty Cổ phần Phát triển đô thị Từ Liêm cũng bị phạt 70 triệu đồng do đã phân phối chứng khoán không đúng nội dung của đăng ký chào bán theo quy định; hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng có thông tin sai lệch, không có đầy đủ thông tin cần thiết theo quy định. Đặc biệt, đợt phát hành cổ phiếu của Công ty Cổ phần Phát triển đô thị Từ Liêm còn có nhiều điểm không rõ ràng, trái với quy định của Luật Doanh nghiệp và Điều lệ Công ty. Trong quá trình phát hành, Hội đồng Quản trị đã không thực hiện đúng Nghị quyết Đại hội cổ đông, có hành vi hợp pháp hóa việc làm sai của mình.

Hai trường hợp còn lại là Công ty Cổ phần Lilama 10 và Công ty Cổ phần Cao su Sao Vàng, bị phạt ở mức 30 triệu đồng do đã thực hiện phân phối chứng khoán không đúng thời hạn phát hành theo quy định của pháp luật.

Qua đó thấy rằng trước khi phát hành cổ phiếu ra công chúng cần nghiên cứu kỹ lưỡng văn bản quy phạm pháp luật là luật chứng khoán để tránh những chi phí không đáng có do vi phạm

6. Không xác định được cổ đông chiến lược của các công ty trong phát hành chứng khoán.

Nếu như trước đây, việc tìm cổ đông chiến lược, nhất là nhà đầu tư nước ngoài, đối với các DNNN cổ phần hóa (CPH) có mục tiêu đầu tiên là thu hút nguồn vốn để nâng cao năng lực tài chính thì hiện nay, việc hợp tác và tìm kiếm cổ đông chiến lược đang có sự thay đổi thực chất hơn. Doanh nghiệp CPH và nhà đầu tư chiến lược nước ngoài đang tìm đến với nhau vì những mục đích dài hạn. Nguồn vốn của nhà đầu tư và sự tăng giá cổ phiếu một thời được coi là số một đang được đưa xuống hàng dưới.

Cổ đông chiến lược ở đây được hiểu là nơi hội tụ những sức mạnh mà doanh nghiệp đó đang thiếu và cần được tăng cường. Ví dụ như để đẩy mạnh bán hàng, doanh nghiệp cần tìm những cổ đông tương đồng với yếu tố đầu ra của mình. Khi sản xuất một sản phẩm nào đó, nếu những nhà phân phối, tiêu thụ đồng thời là cổ đông, họ sẽ ưu tiên cho sản phẩm ấy bởi vì nó gắn với quyền lợi của họ thì đầu ra của sản phẩm sẽ tốt hơn.

Nếu chọn cổ đông chiến lược ở lĩnh vực tài chính - ngân hàng, thế mạnh của họ nằm ở khả năng quản trị. Lúc đó, cổ đông chiến lược này sẽ mang kinh nghiệm và những điểm mạnh của họ để gắn kết vào doanh nghiệp, nhờ đó doanh nghiệp sẽ mạnh hơn. Do vậy, tùy theo loại hình kinh doanh của mình mà doanh nghiệp tìm kiếm cổ đông chiến lược cho phù hợp.

Hết sức hợp lý khi Vinamilk trở thành cổ đông lớn của Đường Biên Hoà, nguyên liệu không thể thiếu trong các sản phẩm của Vinamilk. Hay Công ty Dịch vụ vệ sinh các công trình bất động sản Panpacific mua cổ phần của Hoàng Anh Gia Lai - công ty có các dự án bất động sản lớn trải dài trên cả nước, để Panpacific có thể đảm nhận dịch vụ ở các dự án này... Tuy nhiên, không ít trường hợp đơn thuần chỉ là đầu tư tài chính với kỳ vọng lợi nhuận cao. Nhiều nhà đầu tư chỉ chăm chăm đầu tư vào các công ty có khoản đầu tư tài chính lớn, và ngược lại, nhiều công ty thường khuyến khích trưng mắng đầu tư tài chính nhằm tạo lực đẩy cho giá cổ phiếu trên thị trường. Nguyên nhân là 2 năm trở lại đây, lợi nhuận từ đầu tư tài chính cao hơn hầu hết các ngành khác. Tuy nhiên, đây chỉ là một thời kỳ nhất định. Về lâu dài, một doanh nghiệp phát triển mắng đầu tư tài chính cùng với mắng sản xuất kinh doanh truyền thống của mình phải tự cân đối được rủi ro về quản trị, về chiến lược. Và quan trọng nhất là người điều hành doanh nghiệp phải thuyết phục được nhà đầu tư về chiến lược phát triển mắng đầu tư tài chính trong tổng thể chiến lược phát triển doanh nghiệp là phù hợp. Nếu các chiến lược này không có mối liên hệ, không là động lực phát triển lẫn nhau thì hiệu quả đầu tư tài chính chỉ đơn giản là lợi nhuận đo bằng con số. Về lâu dài, con số này sẽ giảm đi, khi đó giá cổ phiếu doanh nghiệp phải đối mặt với thách thức lớn khi kỳ vọng của nhà đầu tư về tương lai doanh nghiệp giảm đi.

7. Xảy ra tình trạng loãng giá chứng khoán khi phát hành thêm chứng khoán ra công chúng.

"Loãng" giá chứng khoán là hiện tượng giá giảm do số lượng cổ phiếu tăng lên. Có hai cách giải thích cho hiện tượng này. Thứ nhất là do nguồn cung chứng khoán của công ty tăng so với nhu cầu hiện tại làm giá chứng khoán giảm. Lý do thứ hai là gánh nặng tạo ra lợi nhuận đặt lên vai công ty sẽ lớn hơn khi số cổ phiếu tăng lên.

Cuối năm 2006 đầu năm 2007, hàng loạt công ty phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng và đã được thị trường hưởng ứng. Giá trung bình quân của các công ty có tên tuổi thường gấp 6-12 lần mệnh giá, và gấp 4-7 lần giá khởi điểm, có trường hợp cao nhất là giá trung bình cao gấp 14 lần giá khởi điểm trong đợt đấu giá lần đầu của Tổng công ty Bảo hiểm dầu khí (PVI). Với mức giá bán cổ phiếu cao như vậy, cổ phiếu trở thành nguồn vốn huy động cực rẻ cho các công ty khi cần huy động thêm vốn.

Bên cạnh đó, các công ty cũng phát hành mới cổ phiếu thông qua hình thức phát hành cổ phiếu thưởng, bán cổ phiếu mới cho cổ đông với giá ưu đãi ở mức rất sát hoặc bằng với mệnh giá. Chính sách cổ phiếu thưởng, cổ phiếu mới được mua giá ưu đãi được thị trường hưởng ứng mạnh mẽ, các tỉ lệ thưởng hấp dẫn: một thưởng ba (trường hợp Công ty cổ phần Đầu tư phát triển đô thị và khu công nghiệp Sông Đà - SJS vào tháng 1-2007), một thưởng hai (như trường hợp Công ty Khoáng sản Bình Định - BMC tháng 4-2007) đều được xem là thông tin tốt lành đẩy giá cổ phiếu tăng lên rất cao ngay cả sau khi số cổ phiếu thưởng, cổ phiếu mới được niêm yết lên sàn.

Lúc này yếu tố "loãng" giá chứng khoán chưa có tác động đến thị trường. Niềm say mê sở hữu càng nhiều chứng khoán càng tốt làm các nhà đầu tư quên đi rằng lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu giảm đi. Chỉ đến khi Ngân hàng Nhà nước có chỉ thị 03 kiểm soát luồng tín dụng đổ vào thị trường CK, nhu cầu chứng khoán bắt đầu giảm, cũng là lúc thị trường nghiệm ra bài học về hiện tượng "loãng" giá CK.

Trong thời gian hiện nay thì "loãng" giá chứng khoán là một trong những điều cần nhắc kỹ lưỡng trước khi phát hành chứng khoán bổ sung ra công chúng đối với những công ty đã có cổ phiếu lưu hành.

8. Phương pháp phát hành sai do đơn vị tư vấn thiếu kinh nghiệm hoặc không sử dụng tư vấn.

Nếu những công ty tiến hành phát hành cổ phiếu ra công chúng lần đầu (IPO) hoặc phát hành chứng khoán bổ sung mà không nắm chắc những việc phải làm, trình tự các công việc, thủ tục pháp lý... đã quy định thì rất dễ dẫn đến những sai sót trong khi tiến hành.

Tất nhiên nếu tiến hành thuê những tổ chức tài chính tư vấn phát hành lớn và uy tín trên thế giới đứng ra chịu trách nhiệm cho đợt phát hành thì chất lượng đợt phát hành đó chắc chắn sẽ rất tốt vì phong cách làm việc chuyên nghiệp của những tổ chức này. Tuy nhiên đối với những doanh nghiệp nhỏ do hạn chế về chi phí cho đợt phát hành nên đã không thuê những tổ chức đứng ra làm tư vấn phát hành cho công ty đó.

Nếu là một công ty phát hành cần cần nhắc những lợi ích và chi phí khi tiến hành thuê một tổ chức làm bảo lãnh phát hành hoặc tư vấn phát hành.

Ủy ban chứng khoán nhà nước cũng đã có kế hoạch thành lập một tổ tư vấn đầu giá, phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp cổ phần hóa. Theo đó, các

DN khi thực hiện CPH và đấu giá phát hành cổ phiếu ra công chúng phải đăng ký để Bộ Tài chính nắm được tình hình, nhất là đối với các DN lớn có sự ảnh hưởng đến thị trường. Trên cơ sở đó, tổ công tác này sẽ tư vấn cho Bộ Tài chính quyết định về phương thức phát hành, phân định kế hoạch đấu giá cổ phần ra công chúng. Đảm bảo đấu giá thành công và không ảnh hưởng đến thị trường.

9. Không quan tâm đến mối quan hệ giữa cổ đông và công ty.

Trong cuốn sách "Corporate Governance and Equity Prices" (tạm dịch: Quản trị doanh nghiệp và giá cổ phiếu) do Paul Gopers (Harvard) và Andrew Metrick (trường Wharton, Đại học Pennsylvania) có đoạn: "Một doanh nghiệp mà quyền lợi của cổ đông được quan tâm hơn sẽ có giá trị doanh nghiệp cao hơn, nhiều lợi nhuận hơn, chi phí sử dụng vốn ít hơn và ít nguy cơ bị mua bán tháo tóe".

Trên thế giới, hoạt động quan hệ với nhà đầu tư (investor relation - IR) rất được chú ý, không chỉ các công ty niêm yết mà còn cả các CTCK (thông qua hỗ trợ DN xúc tiến hoạt động công bố thông tin). Ở TTCK Hàn Quốc, IR được coi là hoạt động không thể thiếu và một trong những trách nhiệm của các CTCK, Sở giao dịch chứng khoán là phải tư vấn giúp công ty niêm yết thực hiện tốt hoạt động này, giúp nhà đầu tư biết đến DN và sẵn sàng bỏ vốn đầu tư vào DN.

Có ý kiến cho rằng, giao dịch của thị trường chứng khoán chỉ đơn thuần là việc chảy vốn từ túi người này qua túi người khác mà không thực sự mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp, tuy nhiên, đây bị coi là cách nhìn phiến diện. Thực tế cho thấy, khi thị trường thứ cấp phát triển thì thị trường sơ cấp, nơi doanh nghiệp phát hành các loại chứng khoán mới có cơ hội phát triển. Điều dễ nhận thấy là khi Thị trường chứng khoán bùng nổ, các doanh nghiệp thực hiện IPO đã huy động được lượng vốn lớn với chi phí khá thấp.

Vậy nhưng, vấn đề phát hành cổ phiếu những tháng gần đây lại gặp không ít khó khăn, nhiều trường hợp phải hoãn lại. Điều này cho thấy, khi mối quan hệ giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư tốt, lợi ích đầu tiên là dành cho doanh nghiệp phát hành. Việc phát triển mối quan hệ giữa doanh nghiệp và cổ đông góp phần quan trọng trong bảo vệ và gắn bó nhà đầu tư với doanh nghiệp. Khi nhà đầu tư hiểu rõ doanh nghiệp, những quyết định đầu tư sẽ

đúng đắn hơn, sự gắn bó lâu dài hơn, và họ sẽ thực sự thể hiện được vai của cổ đông.

10. Phát hành chứng khoán không vì lợi ích của đại đa số cổ đông.

Đối với những công ty đã trở thành công ty đại chúng thực hiện phát hành chứng khoán để huy động vốn mới trong thời gian qua đã diễn ra tình trạng có những đợt phát hành thiếu công bằng giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ. Trong những đợt phát hành này những cổ đông lớn thường được ưu tiên mua cổ phiếu nhiều hơn và với giá rẻ hơn những cổ đông nhỏ khác. Điều này dẫn đến những bức xúc trong những cổ đông lẻ. Báo Thanh Niên số ra ngày 31.3 đã phản ánh phương án phát hành cổ phiếu (CP) mới để tăng vốn điều lệ của Công ty cổ phần vận tải xăng dầu VITACO theo cách bất bình đẳng: ưu ái cho Tổng công ty xăng dầu Việt Nam (TCTXDVN) - cổ đông chiếm 51% vốn - được mua CP mới với giá thấp hơn 2,5 lần so với các cổ đông khác. Những đợt phát hành này tuy đều làm tăng vốn điều lệ của công ty đại chúng nhưng sẽ làm ảnh hưởng đến quan hệ của những cổ đông nhỏ đến công ty và từ đó ảnh hưởng xấu đến cổ phiếu của công ty. Điều đó cũng thể hiện những công ty hiện này chưa chú ý quan tâm đến mối quan hệ đối với đại đa số cổ đông của mình.

CHƯƠNG III

GIẢI PHÁP ĐỐI VỚI VIỆC THỰC HIỆN DỰ ÁN PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU RA CÔNG CHÚNG

Sau khi phân tích những ưu nhược điểm của phương pháp huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu ra công chúng có thể nêu ra một số biện pháp nhằm nâng cao khả năng huy động vốn và sử dụng vốn huy động được của doanh nghiệp qua phương pháp này như sau.

*** Cân nhắc kỹ lưỡng trước mỗi đợt phát hành chứng khoán ra công chúng để huy động vốn sản xuất kinh doanh.**

- Trước khi tiến hành phát hành chứng khoán để huy động vốn doanh nghiệp nên có sự cân nhắc, thậm chí là nên có sự kiểm chế cần thiết trong các quyết định phát hành. Điều quan trọng của một đợt phát hành cần có là dự án thật sự và khả thi, đồng thời phải có trước “con số mục tiêu”, mà cụ thể là quy mô vốn cần huy động là bao nhiêu với kế hoạch sử dụng vốn cụ thể. Đặc biệt, không chỉ phát hành xong là thôi mà việc sử dụng vốn cần được tiếp tục giám sát và đây có khi là việc tối quan trọng, vì nếu không sẽ dễ dẫn đến tình trạng sử dụng vốn sai mục đích ban đầu hay thậm chí tùy tiện. Đây cũng là việc giám sát để bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư, vì cần biết khi bỏ tiền ra mua cổ phần người ta tin vào cáo bạch.

- Khi huy động được vốn sau khi phát hành, không nên sử dụng vốn huy động này vào đầu tư tài chính hoặc bất động sản hay vào những tài sản lưu động ngắn hạn khác.

- Nên thuê tổ chức tư vấn phát hành nếu là những công ty phát hành cổ phiếu để huy động vốn lần đầu và không có chuyên môn về chứng khoán. Bên cạnh yêu cầu các công ty chứng khoán cung ứng nghiệp vụ tư vấn phát hành sâu hơn, chuyên nghiệp hơn, cần đồng hành cùng doanh nghiệp (vấn đề độ thành công của đợt phát hành và uy tín tư vấn), cơ quan quản lý phát hành cũng cần có sự quan tâm hơn nữa trong việc cải thiện bối cảnh huy động vốn và môi trường đầu tư nói chung.

- Phải quan tâm đến mối quan hệ với cổ đông kể cả những cổ đông nhỏ. Trong việc thực hiện phát hành cổ phiếu bổ sung để huy động vốn phải chú ý không làm ảnh hưởng đến lợi ích của những cổ đông nhỏ.

- Trong phát hành cổ phiếu ra công chúng phải xác định chính xác cổ đông chiến lược của công ty và của đợt phát hành đó.

*** Trái phiếu doanh nghiệp - kênh huy động vốn mới.**

Ngoài hình thức vay vốn tín dụng truyền thống và phương pháp phát hành cổ phiếu để huy động vốn thì doanh nghiệp hiện nay còn có thể sử dụng việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp để huy động vốn.

Trong năm 2006 Thủ tướng Chính phủ đã ký quyết định ban hành Nghị định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp nhằm tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có thêm kênh huy động vốn phục vụ hoạt động đầu tư, sản xuất và kinh doanh. Theo đó, các công ty cổ phần, công ty nhà nước trong thời gian chuyển đổi thành công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc công ty cổ phần theo quy định của Luật Doanh nghiệp và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam đều có thể phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Hai năm trở lại đây, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã có những thay đổi đáng ghi nhận và việc phát hành trái phiếu đang trở thành sự lựa chọn hấp dẫn cho doanh nghiệp để huy động vốn tài trợ dự án và mở rộng hoạt động kinh doanh.

Đây thực sự là kênh huy động vốn hiệu quả, đem lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp. Tuy nhiên hiện nay các doanh nghiệp phát hành chứng khoán ra công chúng vẫn chủ yếu sử dụng hình thức là phát hành cổ phiếu chứ không phải trái phiếu.

*** Học tập hình thức huy động vốn dài hạn bằng cách phát hành cổ phiếu ở một số nước phát triển.**

Tại Mỹ, ngay ở bản chứng thư lập hội (articles of association), những người sáng lập công ty đã ấn định số vốn của công ty là bao nhiêu, chia ra bao nhiêu phần bằng nhau, gọi là cổ phần. Khi cổ phần bán đi thì người mua nhận được biên nhận đã trả tiền gọi là cổ phiếu và họ trở thành cổ đông.

Cổ phần luôn là cách thức giải quyết vấn đề vốn một cách hiệu quả nhất. Công ty bán cổ phần để gọi vốn, giống như bán một viên kẹo. Ở mức phát triển thấp, công ty chỉ có viên kẹo làm theo hai hình, hình vuông có đề tên người chủ và hình tròn không đề tên ai. Loại vuông không được chuyển nhượng cho người khác, gọi là cổ phiếu ghi danh, còn loại tròn có thể chuyển nhượng cho bất kỳ ai, gọi là cổ phiếu vô danh. Chuyển nhượng cổ phiếu dễ dàng cũng là một cách thu hút người mua. Đến mức phát triển cao hơn, công ty dựa trên lợi ích của các cổ đông để bán cổ phiếu ưu đãi cho cổ đông. Đây là cổ phiếu được ưu tiên chia lời.

Để huy động vốn, công ty sẽ bán cổ phiếu cho cổ đông tùy theo số tiền cần có. Nếu định bán rộng rãi ra cho dân chúng, thì công ty cần phải đăng ký

cổ phiếu với Sở giao dịch chứng khoán, được gọi là niêm yết chứng khoán trên thị trường chứng khoán. Lúc đó, cổ phiếu có thêm một tên mới là chứng khoán. Nếu chỉ bán cho vài người thì không phải đăng ký cổ phiếu. Tùy theo tình hình tài chính của công ty, nếu làm ăn khá, công ty sẽ mua lại số cổ phiếu đó để cất giữ.

Sau khi gọi vốn lần đầu, những lần sau, muốn tăng vốn, công ty bán nốt số cổ phiếu hãy còn giữ lại lúc đầu, hay phát hành một đợt cổ phiếu mới. Mức phát hành bao nhiêu sẽ do hội đồng quản trị công ty quyết định. Cứ mỗi lần phát hành mà muốn bán ra công chúng thì lại phải làm đủ thủ tục niêm yết như lần đầu.

*** Huy động vốn qua thị trường chứng khoán nước ngoài.**

Đây là một hướng đi mới nhưng rất tiềm năng và hứa hẹn có thể huy động những nguồn vốn lớn cho các công ty Việt Nam.

Trong năm 2006 chúng ta đã có doanh nghiệp đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ thông qua hình thức “sáp nhập nghịch”. Công ty cổ phần Cavico Việt Nam đã áp dụng hình thức “sáp nhập nghịch” để yết giá cổ phiếu của Công ty trên thị trường Pink Sheets của Mỹ. Mặc dù Pink Sheets chỉ là dịch vụ báo giá điện tử, nhưng việc Cavico Việt Nam tham gia thị trường này cũng đẩy lên làn sóng “tò mò” của dư luận. Một cách bài bản hơn, nhiều doanh nghiệp lớn của Việt Nam như Kinh Đô, Gemadep, Vinamilk... sau một thời gian phát triển, hiện có quy mô ngang tầm với các doanh nghiệp trong khu vực, đã lên kế hoạch đưa cổ phiếu sang niêm yết tại TTCK nước ngoài. Hiện nay, quan điểm của Ủy Ban Chứng Khoán Việt Nam là không hạn chế.

