

# HỦY NIÊM YẾT TỰ NGUYỆN TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN: HIỆN TƯỢNG VÀ ĐỘNG CƠ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP

Trương Thị Nam Thăng\*, Đinh Anh Tuấn\*\*

*Hủy niêm yết tự nguyện có thể đơn thuần là chuyển sàn hoặc xuống sàn, thay đổi sở hữu như mua bán, sáp nhập doanh nghiệp hoặc chuyển từ công ty sở hữu đại chúng sang sở hữu tư nhân (going private hoặc PtoP). Lý do và động cơ chủ yếu của việc hủy niêm yết này có thể bao gồm tình hình kinh doanh quá kém, tự nguyện hủy trước khi hủy bắt buộc để bảo toàn thương hiệu và giá trị thị trường; thị trường đánh giá quá thấp giá trị doanh nghiệp dẫn đến những rủi ro về danh tiếng và khả năng bị thâu tóm đối với doanh nghiệp; tái cơ cấu sở hữu bao gồm giảm số lượng cổ đông nước ngoài hoặc các nhà sáng lập, quản trị hiện tại thu gom cổ phiếu để biến các công ty đại chúng hiện tại thành công ty gia đình. Bài viết giúp tìm hiểu động cơ của một số doanh nghiệp khi hủy niêm yết tự nguyện dựa trên nghiên cứu tình huống, từ đó đưa ra một số khuyến nghị cho bên quản lý thị trường, nhà đầu tư, nhà quản trị doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** chuyển sang sở hữu tư nhân (PtoP), hủy niêm yết tự nguyện, thị trường chứng khoán Việt Nam

## 1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2012 trải qua nhiều biến động, với chỉ số tăng mạnh vào nửa đầu năm do kỳ vọng phục hồi kinh tế, sau đó giảm mạnh, chủ yếu do các biến cố liên quan tới lãnh đạo các ngân hàng lớn và nợ xấu tăng cao. Mặc dù tỷ suất sinh lời vẫn khá hấp dẫn, theo số liệu tính đến ngày 14/11/2012 của Morningstar, VN-Index tăng 11% từ đầu năm 2012, xếp thứ 25 trong số 40 chỉ số chứng khoán tăng mạnh nhất thế giới năm 2012. Trong số hơn 600 công ty niêm yết trên cả 2 sàn giao dịch chứng khoán, thị trường ghi nhận một số lượng lớn các công ty hủy niêm yết. Có 25 cổ phiếu và 1 chứng chỉ quỹ lên sàn niêm yết, đồng thời có 22 cổ phiếu hủy niêm yết trong cùng năm.

Phần lớn việc hủy niêm yết là do các công ty ghi nhận lỗ trong 3 năm liên tiếp; một năm liên không có giao dịch; một số công ty đã được chấp nhận hồ sơ, nhưng không niêm yết chứng khoán, nên có quyết định của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC) hủy niêm yết. Ba trường hợp nêu trên là các trường hợp bị hủy niêm yết (*forced delisting*).

Có một số trường hợp mặc dù chưa bị hủy niêm yết bắt buộc, nhưng tình hình kinh doanh cũng đã rất khó khăn, nên tự nguyện hủy trước khi bị hủy bắt buộc, phần lớn các trường hợp này chuyển sang sàn UPCoM (sàn giao dịch cổ phiếu của các công ty đại chúng chưa niêm yết). Tuy nhiên, có một số ít các công ty không gặp nhiều khó khăn trong kinh doanh (không ghi nhận lỗ trong các năm gần đây), vẫn quyết định rời sàn với các lý do khác như không nhận được các lợi ích từ việc niêm yết như kỳ vọng, cổ đông kiểm soát không muốn mất quyền kiểm soát công ty, các công ty thực hiện sáp nhập và mua lại. Các trường hợp này được gọi là *tự nguyện hủy niêm yết (voluntary delisting)*. Ngay cả đối với nhóm tự nguyện hủy niêm yết này, có thể thấy có 2 loại động cơ chính: 1 nhóm là xuống sàn hoặc chuyển sàn (*going dark*) và một nhóm thay đổi cơ cấu sở hữu, thay vì sở hữu đại chúng, nay chuyển về một nhóm cổ đông lớn, có thể cổ đông sáng lập hoặc công ty mẹ, trường hợp thứ hai này được gọi là *going private* hoặc *Public to Private (PtoP)*, tức là chuyển hình thức sở hữu từ công ty đại chúng sang

công ty tư nhân. Ngược với quy trình ban đầu lên sàn, từ công ty tư nhân sang công ty đại chúng (Private to Public) (thường được thực hiện bằng việc chào bán ra công chúng lần đầu IPO).

Hiện tượng hủy niêm yết là khá mới ở Việt Nam. Tuy nhiên, như đề cập ở trên, việc hủy niêm yết không chỉ đơn thuần là hủy, lý do hủy có thể rất khác nhau và động cơ hủy niêm yết cũng khác nhau ở các doanh nghiệp. Bài báo này được viết với mục tiêu khám phá các khái niệm khá mới này ở Việt Nam, phân biệt giữa *going dark* và *going private*, tìm hiểu các động cơ của doanh nghiệp khi lựa chọn *going dark* và *going private*. Một số hiện tượng hủy niêm yết tự nguyện ở Việt Nam trong những năm gần đây sẽ được phân tích điển cứu để phân biệt hiện tượng và động cơ của các doanh nghiệp. Bài báo nhằm cung cấp những khái niệm mới không chỉ cho giới học thuật và mà các nhà đầu tư, và nhà quản trị doanh nghiệp trong quyết định đầu tư, cũng như các quyết định bước vào hoặc rút lui thị trường chứng khoán.

Phần đầu của bài viết sẽ hệ thống một số nội dung lý thuyết liên quan đến hủy niêm yết tự nguyện, chuyển sở hữu tư nhân và các động cơ của doanh nghiệp hủy niêm yết. Phần tiếp theo của bài sẽ tập trung nghiên cứu một số tình huống hủy niêm yết tự nguyện ở Việt Nam. Phương pháp nghiên cứu đối với bài viết là tổng hợp, phân tích tài liệu (*text analysis*) từ các công bố báo chí, nghị quyết đại hội đồng cổ đông, nghị quyết hội đồng quản trị, bài phỏng vấn các nhà quản trị các công ty liên quan.

## 2. Một số vấn đề lý thuyết

Hủy niêm yết (*delisting*) là việc một doanh nghiệp có cổ phiếu đăng ký giao dịch trên các sàn giao dịch chứng khoán không còn phải tuân thủ các nghĩa vụ của một công ty niêm yết và hủy toàn bộ các cổ phiếu khỏi hoạt động giao dịch trên các sàn giao dịch chứng khoán.

*Going private* là giao dịch trong đó một bên (có thể là một công ty con hoặc một cổ đông lớn) tiến hành mua lại cổ phiếu của một công ty đang niêm yết, thông qua việc sáp nhập hoặc đấu thầu mua lại cổ phiếu. Sau khi mua lại cổ phiếu, công ty hủy niêm yết khỏi sàn giao dịch và không còn phải tuân thủ các quy định về công bố thông tin của Ủy ban Chứng khoán. *Going dark* cũng là hủy niêm yết với quy trình tương tự, tuy nhiên không có quy trình mua lại cổ phiếu từ các cổ đông hiện hữu.

Theo định nghĩa của Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ, PtoP (*going private*) là việc một công ty giảm số lượng cổ đông xuống dưới 300<sup>1</sup> và công ty này không còn là công ty niêm yết. Có 4 loại giao dịch

PtoP: (i) một cá nhân hoặc tổ chức bên ngoài mua lại toàn bộ hoặc phần lớn tổng số cổ phần niêm yết; (ii) Công ty được sáp nhập hoặc mua lại bởi một công ty khác; (iii) Công ty hợp nhất cổ phiếu của mình, giảm số lượng cổ phần và cổ đông, cổ đông không có đủ số lượng cổ phiếu để sáp nhập sẽ nhận được khoản thanh toán bằng tiền mặt; (iv) Các nhà đầu tư bên ngoài hoặc nhóm những người bên trong công ty mua lại cổ phần.

Cũng giống như việc tự nguyện hủy niêm yết (*going dark*), các công ty chuyển sang sở hữu tư nhân cũng hủy niêm yết cổ phiếu của mình và không phải tuân thủ các yêu cầu của một công ty niêm yết từ Ủy ban Chứng khoán. Chính vì cùng là hủy niêm yết, nên thường hai khái niệm này bị nhầm lẫn và cho là giống nhau. Các công ty hủy niêm yết (*going dark*) có thể tiếp tục giao dịch trên các sàn giao dịch OTC hoặc không. Trong khi đó, các giao dịch tư nhân hóa thường là tái cấu trúc doanh nghiệp để việc sở hữu công ty tập trung vào ban điều hành, hội đồng quản trị hoặc các nhà quỹ đầu tư. PtoP thường đòi hỏi phải tăng vốn vào doanh nghiệp, phải tuân thủ một số thủ tục pháp lý phức tạp, cũng như phải có một số lượng nhất định cổ đông phê duyệt và có tiểu ban độc lập thuộc hội đồng quản trị tiến hành việc này với mục đích giảm thiểu xung đột lợi ích cổ đông.

Hủy niêm yết (*going dark*) và chuyển sang sở hữu tư nhân (*going private*) là các sự kiện khác nhau, nên động cơ là khác nhau. Hủy niêm yết thường có động cơ chủ yếu là không phải tuân thủ các yêu cầu của Ủy ban Chứng khoán. Trong khi đó, PtoP thường bắt nguồn từ các bên có liên minh với nhau, cho rằng doanh nghiệp hiện tại đang không được điều hành một cách hiệu quả, không được đánh giá đúng giá trị, nên cần thiết chuyển đổi hình thức sở hữu của doanh nghiệp.

PtoP có xu hướng phức tạp, rủi ro và chi phí cao, đồng thời các công ty thường phải đủ hấp dẫn hoặc quy mô đủ lớn mới có thể thu hút được các nhà đầu tư đấu thầu mua cổ phiếu để chuyển sang sở hữu tư nhân. Ngoài ra, các nhà quản trị và điều hành các doanh nghiệp làm ăn không hiệu quả thường không ưa thích giao dịch PtoP, bởi vì giao dịch này thường dẫn đến thay đổi hội đồng quản trị và ban điều hành. Ngay cả trong trường hợp các công ty vận hành hiệu quả và đủ hấp dẫn để chuyển sang sở hữu tư nhân, các nhà quản trị đương thời của các doanh nghiệp vẫn ưa thích hủy niêm yết hơn. Bởi vì, hủy niêm yết có nghĩa là làm cho doanh nghiệp mình trở nên ít được biết đến, giảm tính minh bạch và giảm khả năng bị tiếp quản bởi đối thủ cạnh tranh. Hai động

cơ chính để phân biệt giữa hai loại giao dịch này là giảm chi phí (niêm yết, công bố thông tin) đối với hủy niêm yết (*going dark*) và vấn đề người đại diện (liên quan đến hội đồng quản trị, ban điều hành và quyền kiểm soát công ty) đối với giao dịch chuyển sang sở hữu tư nhân (*PtoP*, hoặc *going private*).

Nếu so sánh với các công ty chuyển sang sở hữu tư nhân, các công ty *going dark* thường có quy mô nhỏ hơn, có vấn đề nghiêm trọng hơn về tài chính, có ít cơ hội phát triển hơn và kết quả hoạt động kém hiệu quả hơn. Thường một quyết định hủy niêm yết được thị trường đón nhận không mấy tích cực so với quyết định chuyển sang sở hữu tư nhân. Bởi thị trường cho rằng doanh nghiệp hủy niêm yết không đủ hấp dẫn để chuyển sang sở hữu tư nhân, hoặc những người bên trong doanh nghiệp (nhà quản trị hoặc cổ đông lớn) đang tìm cách núp bóng dưới một hình thức sở hữu khác. Ngoài ra, khi một công ty được chuyển sang sở hữu tư nhân, phần cổ phiếu do các nhà đầu tư nhỏ lẻ nắm giữ thường được các cổ đông lớn mua lại với giá tốt hơn giá thị trường. Thị trường thường phản ứng *tích cực* khi có công bố giao dịch chuyển sang sở hữu tư nhân và *tiêu cực* khi công bố hủy niêm yết.

Khi quyết định hủy niêm yết tự nguyện, các công ty thường kỳ vọng nhận được một số **lợi ích** sau:

- Việc trở thành một công ty tư nhân có thể làm tăng tính thanh khoản cho các nhà đầu tư, trong khi thị trường chứng khoán đang ở giai đoạn tăng trưởng thấp hoặc ít có giao dịch trên thị trường;

- Các công ty giảm thời gian sử dụng để đáp ứng việc tuân thủ các quy chế về công bố và minh bạch thông tin, thời gian này được ban điều hành và hội đồng quản trị sử dụng để tập trung vào hoạt động kinh doanh, tạo ra giá trị dài hạn cho cổ đông;

- Giảm khả năng tham gia các khiếu kiện liên quan đến cổ đông;

- Không phải công bố thông tin về giao dịch với người bên trong;

- Thành viên hội đồng quản trị và ban điều hành không còn phải chịu trách nhiệm cá nhân, và cả khả năng nghĩa vụ hình sự khi còn điều hành một công ty niêm yết;

- Không phải tiết lộ các thông tin về chiến lược, kế hoạch kinh doanh, thù lao của hội đồng quản trị, ban điều hành và những thông tin nhạy cảm ra bên ngoài;

- Công ty được tự do tiến hành các giao dịch kinh doanh mà mình cho là phù hợp, không phải xin phê duyệt của các bên hữu quan như trước;

- Cơ cấu quản trị công ty đơn giản hơn rất nhiều,

có thể không cần phải kiểm toán độc lập, thư ký công ty, các tiêu bản thuộc hội đồng quản trị...

Tuy nhiên, khi quyết định hủy niêm yết, các công ty có thể phải đối mặt với các **bất lợi** sau:

- Ngay cả trong trường hợp đã hủy niêm yết, nếu công ty vẫn còn giao dịch trên các thị trường phi chính thức hoặc quy mô vẫn là công ty đại chúng, công ty vẫn phải tuân thủ các yêu cầu của một công ty đại chúng của Ủy ban Chứng khoán;

- Có thể vẫn phải công bố thông tin đối với các cổ đông hiện tại, ví dụ phải tiến hành đại hội đồng cổ đông thường niên;

- Giảm tính thanh khoản của cổ phiếu, bởi vì giao dịch trên các thị trường ít chính thức;

- Có thể có những xung đột và khiếu kiện của cổ đông, đặc biệt là của các cổ đông nhỏ lẻ không thể giao dịch cổ phiếu của mình;

- Giảm khả năng thu hút các nguồn vốn không chỉ từ cổ đông mà cả từ ngân hàng và các bên cho vay khác (vì công ty không niêm yết có nhiều rủi ro vì tính minh bạch thấp);

- Các giao dịch chuyển sang sở hữu tư nhân (*PtoP*) có thể gặp phải rủi ro không thực hiện được do không có đủ số cổ đông bán cổ phiếu để bên mua thu gom;

- Trong các giao dịch *PtP*, do phải thực hiện đấu thầu mua lại cổ phiếu nên có khả năng công ty bị thầu tóm bởi một bên thứ ba.

Có thể thấy, việc hủy niêm yết tự nguyện ngoài những lý do như làm ăn thua lỗ, rút lui trước khi *hủy niêm yết bắt buộc*, hoặc bị sáp nhập & mua lại bởi một công ty khác, chủ yếu được thúc đẩy từ việc tiến hành phân tích chi phí/lợi ích (*cost-benefit analysis*). Các nhà quản trị, nhà đầu tư nhận thấy:

*Thứ nhất, không đạt được những kỳ vọng* (lợi ích như mong đợi): thị trường chứng khoán âm đảm nên không đạt được mục tiêu về tiếp cận nguồn vốn; đồng thời thị trường ít giao dịch nên tính thanh khoản kém; rủi ro không được phân tán rộng rãi. Thay vì phân tán rủi ro, các nhà sáng lập và cổ đông lớn của công ty gặp phải rủi ro lớn mất quyền kiểm soát doanh nghiệp. Do thị trường âm đảm, đánh giá thấp giá trị cổ phiếu, khả năng cổ phiếu của doanh nghiệp bị thu gom dễ dàng bởi đối thủ cạnh tranh và dễ dàng có được quyền kiểm soát và ra quyết định trong doanh nghiệp.

*Thứ hai, đối mặt với những bất lợi lớn*: việc tuân thủ quy chế niêm yết dẫn đến một cơ cấu quản trị rất phức tạp, đòi hỏi nhân sự cao cấp, các quy trình ra quyết định phức tạp, công bố thông tin nên có nhiều khả năng mất thông tin trọng yếu, cạnh tranh trở nên

khó khăn, tất cả những điều trên đều dẫn đến chi phí cao: không chỉ là chi phí công bố, nhân sự, mà cả chi phí cơ hội.

Những lợi ích, bất lợi và động cơ hủy niêm yết và tư nhân hóa trên sẽ được xem xét cụ thể trong một số ít các trường hợp hủy niêm yết tự nguyện ở Việt Nam trong thời gian gần đây.

### 3. Quy định thị trường đối với tự nguyện hủy niêm yết

Ở các thị trường chứng khoán khác nhau sẽ có các quy định khác nhau về hủy niêm yết tự nguyện, mặc dù vẫn có một số điểm chung là phải có đơn theo mẫu gửi lên Ủy ban Chứng khoán, mức độ phê duyệt của cổ đông cũng khác nhau tùy từng nước và thời gian có hiệu lực của quyết định hủy là khác nhau.

Theo Luật Giao dịch Chứng khoán *Hoa Kỳ*, một công ty có quyền hủy niêm yết tự nguyện nếu nộp đơn cho SEC (Ủy ban Giao dịch Chứng khoán Hoa Kỳ). Công ty đó phải công bố ý định nộp đơn hủy niêm yết, ban hành thông cáo báo chí thông báo ý định đó 10 ngày trước khi nộp mẫu đơn xin hủy niêm yết. 10 ngày sau khi nộp đơn, thường công ty sẽ có phê chuẩn của SEC. Tuy nhiên, phải 90 ngày sau đó công ty mới chính thức hủy toàn bộ chứng khoán giao dịch. Sau khi hủy niêm yết, nếu công ty đó vẫn có hơn 500 cổ đông và tổng tài sản hơn 10 triệu USD (bản chất là một công ty đại chúng), thì vẫn phải thực hiện các nghĩa vụ báo cáo thông tin.

Theo quy định niêm yết, Sở Giao dịch Chứng khoán *Singapore* sẽ cho phép một công ty được hủy niêm yết tự nguyện nếu: (i) việc hủy niêm yết được

chấp nhận bởi hơn 75% cổ đông hiện hữu và không quá 10% cổ đông phản đối; (ii) có đề xuất về rút lui cho cổ đông, bằng tiền mặt hoặc có bao gồm tiền mặt trong đề xuất. Hội đồng quản trị của các công ty được yêu cầu phải tính đến lợi ích của tất cả các cổ đông. Công ty phải chỉ định một cố vấn tài chính độc lập sẽ đánh giá tính hợp lý của đề xuất rút lui và không bị ảnh hưởng bởi tiếng nói của các cổ đông lớn. Phần lớn hủy niêm yết tự nguyện ở Singapore đều là vì mục đích tư nhân hóa (PtoP), bởi vì nhiều công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Singapore là các công ty có nguồn gốc gia đình, và sở hữu phần lớn bởi các gia đình sáng lập.

Sàn Giao dịch Chứng khoán *Hồng Kông* (HKEx) quy định việc hủy niêm yết có thể là tự nguyện (thông qua sáp nhập, mua lại hoặc tư nhân hóa) và không tự nguyện (do vi phạm các quy định của thị trường hoặc kết quả kinh doanh kém). Tại HKEx, một công ty không được phép hủy niêm yết tự nguyện nếu chưa đạt được cả 4 yêu cầu sau: (i) có chấp thuận của đại hội đồng cổ đông; (ii) có ít nhất 75% phiếu bầu chấp thuận hủy niêm yết; (iii) không được quá 10% số phiếu bầu chống lại việc hủy niêm yết; (iv) các cổ đông được bồi thường theo hình thức tiền mặt hoặc các lựa chọn hợp lý khác. Bảng 1 cung cấp một số thông tin về điều kiện mức biểu quyết cần có từ cổ đông để công ty có quyền thực hiện hủy niêm yết tự nguyện.

Ở Việt Nam, điều 60, Nghị định 58/2012/NĐ-CP quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật Chứng khoán sửa đổi nêu điều kiện một tổ chức chỉ được hủy bỏ niêm

**Bảng 1. So sánh các điều kiện hủy niêm yết tự nguyện tại một số quốc gia**

Quốc gia	Cơ quan quản lý	Điều kiện về mức biểu quyết
Đức	BAFin (German Federal Financial Supervisory Authority)	Không có hạn mức, chỉ cần có nghị quyết của HĐQT
Pháp	AMF (Autorité des marchés financiers)	95% số phiếu bầu đồng ý của cổ đông
Ý	CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)	98% số phiếu bầu đồng ý của cổ đông
Anh	FSA (Financial Services Authority)	Không có hạn mức, chỉ cần có nghị quyết của HĐQT
Hoa Kỳ	SEC (Securities and Exchange Commission)	SEC sẽ có quy định cho từng trường hợp
Singapore	SGX (Singapore Exchange)	75% phiếu bầu chấp thuận, không quá 10% phản đối
HongKong	HKEx (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited)	75% phiếu bầu chấp thuận, không quá 10% phản đối
Việt Nam	SSC (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước)	Ít nhất 50% phiếu bầu của cổ đông không phải cổ đông lớn

*Nguồn: tổng hợp của tác giả*

yết chứng khoán khi (i) có quyết định của Đại hội đồng cổ đông có trên 50% số phiếu biểu quyết của các cổ đông không phải là cổ đông lớn chấp thuận hủy bỏ niêm yết; (ii) không được hủy bỏ niêm yết trong thời hạn 02 năm kể từ ngày đưa cổ phiếu vào niêm yết. Các tổ chức có chứng khoán niêm yết chỉ được niêm yết lại sau 12 tháng kể từ ngày hủy bỏ niêm yết. Các công ty nộp đơn yêu cầu lên Sở Giao dịch Chứng khoán, Sở sẽ trả lời đồng ý hoặc không đồng ý trong vòng 30 ngày kể từ ngày nộp đơn.

Có thể thấy, Luật Chứng khoán Việt Nam chưa phân biệt các giao dịch hủy niêm yết, hủy bắt buộc và hủy tự nguyện, và giao dịch tự nhân hóa. Đồng thời, hai trường hợp Singapore và Hồng Kông đều lấy đa số là 75% quyền bỏ phiếu của cổ đông nói chung phê chuẩn cho quyết định hủy. Trong khi đó, ở Việt Nam, yêu cầu phải có ít nhất 50% số phiếu của cổ đông không phải cổ đông lớn là khá tiên tiến. Bởi vì, ngay cả trong trường hợp có 75% số phiếu phê duyệt, nhưng quyết định vẫn có thể trong tay các cổ đông lớn. Với yêu cầu của Việt Nam, các cổ đông nhỏ lẽ dường như có nhiều tiếng nói hơn trong các vụ hủy niêm yết. Cả yêu cầu của Singapore và HongKong đều yêu cầu không được nhiều hơn 10% phản đối và đặc biệt là yêu cầu về đề xuất cụ thể hình thức bồi thường cho cổ đông bằng một hình thức hợp lý nào đó. Trong khi đó, bảo vệ lợi ích tài chính của cổ đông nhỏ lẽ chưa được quan tâm trong Luật Chứng khoán Việt Nam.

### 3.1. Hủy niêm yết – hiện tượng

Nhìn vào lịch sử và xu hướng những năm gần đây, có thể thấy rằng việc các công ty rút lui khỏi

sàn chứng khoán thực sự là một hiện tượng.

Tại Mỹ, một số lượng lớn những công ty niêm yết đã tự nguyện rút khỏi sàn giao dịch, một vài công ty trong số này còn có một lượng lớn các nhà đầu tư bên ngoài. Thị trường cũng chứng kiến việc lên tiếng của một số nhà đầu tư theo tổ chức về vấn đề này. Cụ thể trong khoảng thời gian từ 01/01/1996 tới 31/05/2004, đã có 406 công ty thực hiện các thủ tục tự nguyện hủy niêm yết. Hình 1 cho thấy số lượng bùng nổ các giao dịch tự nhân hóa trong năm 2003 (180 giao dịch) và 120 giao dịch năm 2004 tại thị trường chứng khoán Mỹ.

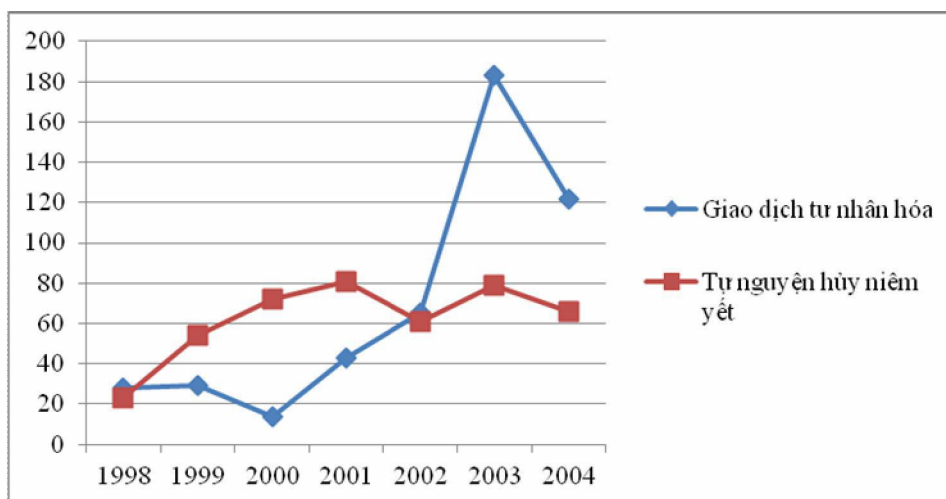
Tại Châu Á, mặc dù làn sóng này không mạnh như ở các nước phương Tây, tập trung vào các loại hình giao dịch này có thể hữu ích cho các nước châu Á có nền kinh tế đang nổi lên. Ví dụ, ở Malaysia, trong thời gian 2000 - 2007, có 60 công ty đã thực hiện các giao dịch để rút lui khỏi sàn chứng khoán. (Lee et al (2010).).

Như đã trình bày ở phần mở đầu của bài, riêng trong năm 2012, ở Việt Nam có tới 22 hủy niêm yết trong đó:

16 trường hợp hủy niêm yết bắt buộc bao gồm: 05 trường hợp do vi phạm nghiêm trọng công bố thông tin; 01 doanh nghiệp không có giao dịch trong vòng 12 tháng liên tiếp; 05 doanh nghiệp do lỗ 03 năm liên tiếp; và 05 doanh nghiệp đã được phép niêm yết, nhưng không đưa cổ phiếu lên giao dịch;

06 trường hợp hủy niêm yết tự nguyện trong đó: 01 doanh nghiệp giải thể công ty; 03 doanh nghiệp sáp nhập với công ty khác; 01 doanh nghiệp chuyển xuống sàn UPCoM; 01 doanh nghiệp tránh án bị

**Hình 1. Số lượng các giao dịch tự nhân hóa và tự nguyện hủy niêm yết qua các năm trên thị trường chứng khoán Mỹ**



Nguồn: tác giả thể hiện lại từ bảng 1, C. Leuz et al. (2008)

hủy niêm yết bắt buộc; 01 doanh nghiệp tái cơ cấu sở hữu với mục đích kinh doanh.

Tiếp đó trong quý I năm 2013, tính đến thời điểm 31/03/2013, có 05 công ty đã thông qua nghị quyết đại hội đồng cổ đông việc hủy niêm yết, trong đó đã có 03 công ty chính thức hủy niêm yết.

Bảng 2 cung cấp danh sách 11 công ty hủy niêm yết tự nguyện trong năm 2012 và quý I/2013, với số lượng phân bổ khá đồng đều ở cả hai sàn HOSE và HNX. Tribeco (TRI) đã niêm yết được 10 năm, quyết định hủy từ cuối tháng 11/2011 và 5 tháng sau chính thức hủy niêm yết. Mekophar và Vinafco là 2 công ty mới niêm yết năm 2010 và quyết định hủy đúng 2 năm theo yêu cầu tối thiểu của Luật Chứng khoán. Phần lớn các công ty mất từ 2 đến 5 tháng để tiến hành các thủ tục mua lại cổ phiếu, hoặc chuyển sàn từ khi có quyết định của cổ đông đến lúc chính thức hủy.

### 3.2. Hủy niêm yết tự nguyện – động cơ: nghiên cứu tình huống

Trước năm 2012, thị trường chứng khoán đã ghi nhận một số ít trường hợp hủy niêm yết tự nguyện bao gồm Hacinco năm 2009, Kinh đô miền Bắc năm 2010 và SGT năm 2011.

**Hacinco** chính thức niêm yết từ ngày 14/07/2005. Sau đó gần 4 năm, 02/12/2009, công ty tuyên bố chính thức hủy niêm yết thông qua nghị quyết đại hội đồng cổ đông bất thường. 10 tháng sau đó (15/12/2009), công ty chính thức hủy niêm yết các cổ phiếu trên Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Thị giá cổ phiếu của công ty này vào thời điểm niêm yết là 179.400 đồng (gấp 17 lần so với mệnh giá của công ty). Nguyên nhân được nêu ra là do sau gần 4 năm, “*công ty không thể hoàn thành điều kiện về vốn điều lệ từ 8,5 tỷ lên 10 tỷ và số lượng cổ đông là 100 đối với một công ty niêm yết*”. Đại hội đồng cổ đông đã quyết định tự nguyện rút lui trước khi bị buộc phải rời theo quy chế niêm yết của HNX.

Công ty cổ phần **Kinh Đô miền Bắc** (NKD)

**Bảng 2. Danh sách các công ty hủy niêm yết tự nguyện năm 2012 và quý I/2013**

STT	Tên công ty	Sở giao dịch	Mã chứng khoán	Ngày niêm yết	Ngày quyết định hủy niêm yết	Ngày chính thức hủy niêm yết
1	Công ty Cổ phần Nước giải khát Sài Gòn	HOSE	TRI	28/12/2001	29/11/2011	10/04/2012
2	Công ty Cổ phần Hóa - Dược phẩm MEKOPHAR	HOSE	MKP	02/06/2010	11/07/2012	12/07/2012
3	Công ty Cổ phần Sông Đà 6.04	HNX	S64	25/12/2006	06/07/2012	13/07/2012
4	Công ty Cổ phần Sông Đà 6.06	HNX	SSS	28/08/2007	22/06/2012	13/07/2012
5	Công ty Cổ phần Xây lắp và Đầu tư Sông Đà	HNX	SDS	23/07/2008	10/07/2012	14/09/2012
6	Công ty Cổ phần Cấp Sài Gòn	HOSE	CSG	10/07/2009	01/08/2012	04/10/2012
7	Công ty Cổ phần VINAFCO	HOSE	VFC	24/07/2006	19/04/2012	31/01/2013
8	Công ty cổ phần Viglacera Thăng Long	HNX	TLT	08/12/2006	13/12/2012	28/02/2013
9	CTCP Viglacera Đông Triều	HNX	DTC	25/12/2006	14/12/2012	22/03/2013
10	Công ty Cổ phần Bao bì PP Bình Dương	HNX	HBD	15/06/2009	26/03/2013	Chưa xác định
11	Công ty Cổ phần Gò Đàng	HOSE	AGD	07/01/2010	27/12/2012	Chưa xác định

Nguồn: tổng hợp của tác giả

chính thức hủy niêm yết trên sàn HOSE từ tháng 12/2012, sau 6 năm lên sàn. Lý do của việc hủy niêm yết đó là công ty được sáp nhập với Tập đoàn Kinh đô (KDC), bản chất là công ty mẹ của công ty này.

**Công ty Cổ phần Công nghệ Viễn thông Sài Gòn (SGT)** là công ty thuộc lĩnh vực công nghệ/dịch vụ công nghệ thông tin, chính thức niêm yết trên sàn HOSE từ 18/01/2008. Ngày 22/04/2011, ĐHĐCĐ năm tài chính 2010 của SGT đã diễn ra bất ngờ thông qua chủ trương hủy niêm yết cổ phiếu tại HOSE. ĐHĐCĐ ủy quyền cho HĐQT: (i) lựa chọn thời điểm phù hợp để hủy niêm yết; (ii) quyết định số lượng và giá mua cổ phiếu quỹ và tạo điều kiện cho những cổ đông không muốn tiếp tục tham gia tái cấu trúc công ty bán cổ phiếu. Nguyên nhân và động cơ xin hủy niêm yết của SGT được giải thích bởi thị trường, việc định giá thấp của thị trường, khả năng hủy động vốn thấp, cũng như hoạt động kinh doanh không tốt của chính doanh nghiệp. Mặc dù vậy, cho đến thời điểm tháng 04/2013, HĐQT của công ty vẫn chưa giải quyết dứt điểm được việc tự hủy niêm yết.

Trong số các công ty hủy niêm yết tự nguyện năm 2012, 2 trường hợp là **Công ty CP Sông Đà 6.04 (S64)** và **Công ty CP Sông Đà 6.06 (SSS)** xin hủy vì lý do sáp nhập với Công ty CP Sông Đà 6 (SD6) là công ty mẹ của 2 công ty này. Cả 3 công ty này đều niêm yết trên HNX. Phương án sáp nhập được đưa ra là hoán đổi cổ phần, với tỷ lệ hoán đổi cổ phần S64 và SD6 là 1:0,9 (nghĩa là 1 cổ phiếu S64 đổi lấy 0,9 cổ phiếu SD6) và tỷ lệ hoán đổi cổ phần SSS và SD6 cũng là 1:0,9 (1 cổ phiếu SSS đổi lấy 0,9 cổ phiếu SD6). Giá cổ phiếu của hai công ty này cho đến thời điểm đăng ký hủy niêm yết đều thấp hơn mệnh giá. Việc sáp nhập 2 công ty con của Sông Đà 6 nằm trong chiến lược tái cấu trúc tổng thể công ty xây dựng này, làm cho hoạt động hiệu quả hơn. Chính Công ty Sông Đà 6 đã được cổ đông phê duyệt sáp nhập với Công ty CP Sông Đà – Hoàng Long trong Đại hội ngày 17/04/2013.

**Công ty Cổ phần Xây lắp và Đầu tư Sông Đà (SDS)** tháng 7/2012 đã được cổ đông phê duyệt kế hoạch hủy niêm yết, mặc dù công ty vẫn có kết quả kinh doanh dương trong những trước đó, giá giao dịch của SDS vào thời điểm quyết định hủy niêm yết chỉ có 3.800 đồng/cp. Cổ phiếu của công ty được chuyển sang giao dịch ở sàn UPCoM. Đây cũng là một trường hợp công ty bị ảnh hưởng bởi thị trường có tính thanh khoản thấp và đánh giá thấp giá trị công ty. Các công ty không thấy được lợi ích của việc niêm yết, và việc chuyển sàn với mục đích giữ

mức thanh khoản nhất định của chứng khoán, thay vì hoàn toàn *going dark*.

**Công ty Cổ phần Nước giải khát Sài Gòn Tribeco (TRI)** là công ty đầu tiên hủy niêm yết trong năm 2012 sau 10 năm niêm yết. Việc hủy niêm yết tự nguyện bản chất là việc tránh bị hủy niêm yết bắt buộc do vốn chủ sở hữu công ty này bị âm 26 tỷ đồng do thua lỗ nhiều năm liền. Trước thời điểm quyết định hủy niêm yết, toàn bộ hội đồng quản trị của Tribeco đã rút lui, nhường chỗ cho cổ đông lớn nước ngoài Uni-President VN (doanh nghiệp 100% vốn của Đài Loan), với tỉ lệ sở hữu gần 44%, tiếp quản. Việc tiếp quản bằng việc mỗi lần công ty tăng vốn, cổ đông lớn Đài Loan lại tham gia vốn trên giá trị cổ phiếu rất thấp của công ty và chiếm ưu thế sở hữu cả ở Tribeco và Tribeco Bình Dương. Hệ quả là Tribeco tiến hành giải thể doanh nghiệp sau khi hủy niêm yết và đối tác Đài Loan được hưởng toàn bộ thương hiệu Tribeco của 20 năm xây dựng. Nếu quan sát từ thông tin tuyên bố, chỉ có thể thấy rằng Tribeco hủy niêm yết để tránh phải hủy niêm yết và mục tiêu là giải thể doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu nhìn hệ quả đằng sau việc giải thể doanh nghiệp, có thể là động cơ mua lại – tư nhân hóa thương hiệu Tribeco của cổ đông Đài Loan.

**Công ty Cổ phần Hóa - Dược phẩm Mekophar (MKP)** chính thức niêm yết từ 02/06/2010, hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty cũng như các hoạt động giao dịch trên sàn đều cho thấy những tín hiệu tốt về triển vọng phát triển của công ty. Tuy nhiên, chỉ sau gần một năm rưỡi kể từ ngày niêm yết, công ty đã tiến hành Đại hội cổ đông bất thường ngày 11/07/2011 để “*báo cáo tình hình sản xuất kinh doanh của công ty 06 tháng đầu năm 2011 cùng hợp bản một số vấn đề quan trọng*”, mà theo như tờ trình hội đồng cổ đông ngày 05/07/2011, thì “*vấn đề quan trọng*” chính là việc hủy niêm yết tự nguyện. Lý do chính của việc hủy niêm yết là Mekophar xin đăng ký bổ sung ngành nghề kinh doanh, tuy nhiên Sở Kế hoạch và Đầu tư TP. Hồ Chí Minh đã không cấp bổ sung ngành nghề trên vì Công ty là doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (4,28% từ các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán). Sở hữu nước ngoài mặc dù nhỏ nhưng trở thành bất lợi cho công ty trong quá trình xin mở rộng giấy phép kinh doanh.

Tuy nhiên, để hủy niêm yết, theo yêu cầu của HOSE, MKP phải mua 30% vốn làm cổ phiếu quỹ để đảm bảo quyền thoái vốn của cổ đông. Từ ngày 17/5 đến ngày 18/6/2012, MKP chào mua công khai 2,87 triệu cổ phiếu, tương đương 28,4% vốn ở MKP với giá 49.000 đồng/cổ phiếu làm cổ phiếu quỹ.

Theo dự tính, số cổ phiếu quỹ gom trong lần mua này cộng với số cổ phiếu quỹ đã mua trước đó sẽ đủ tỷ lệ 30%, đủ điều kiện để MKP rời sàn. Thế nhưng, hết thời hạn đăng ký, MKP chỉ mua được hơn 109.400 cổ phiếu, do không cổ đông nào chịu bán. Dù MKP không mua được số cổ phiếu quỹ như yêu cầu, nhưng HOSE vẫn cho phép MKP được rút niêm yết, bởi như phía doanh nghiệp chia sẻ, MKP đã làm đúng yêu cầu về đảm bảo quyền cổ đông.

Trường hợp của MKP cho thấy mặc dù có sự phê duyệt đa số của cổ đông, nhưng về mặt quy trình khá phức tạp để có thể thu gom được đủ số lượng cổ phiếu để thực sự xuống sàn, trong trường hợp vẫn có một số lượng cổ đông nhất định chưa phê duyệt quyết định này. Tuy nhiên, từ góc độ thị trường, những khó khăn như vậy cần phải được các doanh nghiệp lường trước và xem xét nghiêm túc trước khi quyết định lên sàn hoặc rời sàn.

**Công ty Cổ phần Cáp Sài Gòn (CSG)** là công ty niêm yết đầu tiên trên HOSE giải thể. Công ty này giao dịch lần đầu vào tháng 07/2009 và hủy niêm yết từ tháng 10/2012. Trước khi có kế hoạch hủy niêm yết, công ty đã có kế hoạch giảm vốn điều lệ. Tuy nhiên, vì chưa có tiền lệ giảm vốn điều lệ đối với công ty niêm yết, nên phải xin ý kiến cơ quan chức năng. Dưới sức ép của cổ đông lớn nhất là Sacom (sở hữu khoảng 35% cổ phần công ty) công ty đã tiến hành giải thể mặc dù ban điều hành không mong muốn điều này. Vào thời điểm giải thể, giá trị vốn hóa thị trường của CSG chỉ còn 187 tỷ đồng, thấp hơn 20% số tiền mặt 235 tỷ đồng mà công ty này nắm giữ.

Đây là một trường hợp tiêu biểu của việc không thể quản lý sử dụng hiệu quả dòng tiền tự do. Số tiền huy động hai lần từ cổ đông (chủ yếu là cổ đông nhỏ lẻ) đã không được sử dụng vào các hoạt động đầu tư mà chủ yếu được gửi ngân hàng. Phân tích báo cáo tài chính của CSG cho thấy hoạt động kinh doanh không có triển vọng, đồng thời bằng nhiều cách khác nhau, Sacom đã thu hồi lại toàn bộ số tiền đầu tư thêm vào CSG, chính vì thế cách tốt nhất đó là trả tiền lại cho cổ đông bằng việc giải thể công ty, và chia cho cổ đông từ 13-15.000 đồng/cp khi giải thể. Tình huống này cho thấy việc hủy niêm yết có thể bắt nguồn từ những khác biệt về động cơ, lợi ích của các nhà quản trị cũng như các nhóm cổ đông.

**Công ty cổ phần VINAFCO (VFC)** là công ty đầu tiên của năm 2013 hủy niêm yết (từ ngày 31/01/2013). VINAFCO là một công ty thuộc lĩnh vực công nghiệp/ giao nhận - tiếp vận; chính thức niêm yết từ 24/07/2006 với 5.575.627 cổ phiếu. Lợi nhuận ròng của công ty liên tục cho thấy những

bước phát triển ổn định và vững chắc qua các năm, ngay cả trong thời kỳ khủng hoảng 2008 – 2009. Một bất ngờ diễn ra vào ĐHCĐ thường niên cho năm tài chính 2011 (19/04/2012), một trong các cổ đông lớn của VFC là Cty TNHH Đầu tư Golden Age – nắm 25,25% cổ phần – đã đề xuất hủy niêm yết. Golden Age cho rằng “việc niêm yết không mang lại lợi ích cho cổ đông, tính thanh khoản kém, không phản ánh đúng giá trị doanh nghiệp”. Vốn điều lệ của VFC vào cuối năm 2012 là 340 tỷ đồng, với 3 cổ đông lớn nắm 72,3% cổ phần. Ngoài Golden Age còn có Cty TNHH Mascon nắm 35,3% và VI (Vietnam Investments) Fund I nắm 12,2%. Phương án hủy niêm yết đã được ĐHCĐ thông qua.

**Công ty Cổ phần Gò Đàng (AGD)** có hoạt động kinh doanh chủ yếu là thu mua, chế biến, nuôi trồng thủy sản. Công ty này chính thức niêm yết từ ngày 02/06/2010. ĐHCĐ bất thường ngày 05/10/2012 đã thông qua nghị quyết hủy niêm yết tự nguyện toàn bộ cổ phiếu đang niêm yết. Nội dung này nằm ngoài chương trình Đại hội được công bố từ trước. Mặc dù, doanh thu hợp nhất trong 6 tháng đầu năm 2012 của AGD giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước, lãi ròng của công ty vẫn đạt đến 58 tỷ đồng. Đại hội cũng nhất trí mua lại toàn bộ cổ phần của các cổ đông nhỏ với giá 50.000 đồng/cổ phiếu, và thông qua việc phát hành 6 -9 triệu cổ phiếu để chào bán cho cổ đông chiến lược với giá không thấp hơn 55.000 đồng/cổ phiếu. Mục tiêu của phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược được thông báo là nhằm đáp ứng vốn cho các dự án quan trọng của doanh nghiệp. Mức giá 50.000 đồng chào mua từ cổ đông nhỏ lẻ cao hơn khoảng 16% so với giá cổ phiếu của AGD vào thời điểm công bố nghị quyết đại hội đồng cổ đông (46.000 đồng/cổ phiếu). Cổ phiếu của AGD có giá trị tương đối cao trên thị trường, mặc dù thanh khoản thấp, chỉ vài một vài nghìn đơn vị cổ phiếu được giao dịch cho mỗi phiên. AGD có hai cổ đông lớn chiếm đến 64% cơ cấu sở hữu của công ty, trong đó gia đình chủ tịch hội đồng quản trị sở hữu 42,11% công ty, gia đình 1 thành viên hội đồng quản trị sở hữu gần 22% cổ phiếu công ty. Theo đại diện của AGD, việc hủy niêm yết là để huy động vốn từ tổ chức nước ngoài. Hiện tại cổ đông nước ngoài là Panga Holdco đã tăng lượng cổ phần nắm giữ lên gần 49%. Có thể việc hủy niêm yết là bước đầu, cùng với việc công ty mua lại cổ phần của cổ đông nhỏ, AGD đang nhắm đến việc cho phép nhà đầu tư nước ngoài tăng lượng nắm giữ cổ phiếu vượt quá 49%.

Có một thông lệ không có lợi cho cổ đông thiểu số trong một số trường hợp hủy niêm yết ở Việt Nam là việc thảo luận và quyết định hủy niêm yết



trong Đại hội đồng cổ đông bất thường nhưng không có trong chương trình nghị sự được thông báo trước. Điều này gây bất ngờ cho cổ đông nhỏ lẻ, họ không có sự chuẩn bị bằng cách tìm hiểu và tập hợp lại trước khi ra một quyết định tối quan trọng cho công ty mình sở hữu như hủy niêm yết.

**Công ty Cổ phần Đầu tư Alphanam** là công ty hoạt động đa ngành gồm sản xuất thiết bị điện và vật liệu điện; cho thuê ô tô, buôn bán gạo, bất động sản,

lắp đặt thang máy,... được niêm yết trên HOSE từ 18/12/2007, với số lượng cổ phiếu niêm yết lần đầu là 30 triệu cổ phiếu, giá đóng cửa phiên giao dịch đầu tiên là 63.500 đồng/cổ phiếu. Sau 04 năm niêm yết, giá cổ phiếu của Alphanam vào cuối phiên ngày 11/4/2013 (ngày công bố ý định hủy niêm yết) chỉ còn 8.800 đồng. Cổ phiếu công ty này đã bị đưa vào diện cảnh báo từ ngày 03/04/2012 do lợi nhuận sau thuế kiểm toán hợp nhất năm 2012 âm. Về cơ cấu sở hữu, cho đến hết tháng 12/2012, chủ tịch Hội đồng

**Bảng 3. Một số trường hợp hủy niêm yết tự nguyện tiêu biểu: lý do công bố và động cơ**

S T T	Tên công ty	Hình thức ra quyết định hủy	Thị giá thời điểm hủy	Lý do công bố	Động cơ hủy niêm yết	Tình trạng hiện tại
1	Hacingo	15/12/2009 ĐHĐCĐ bất thường	179.400	Chưa đủ điều kiện vốn điều lệ, số lượng cổ đông	Không đạt được mục tiêu huy động vốn	Công ty tư nhân
2	Kinh đô miền Bắc	02/12/2012 Quyết định của HĐQT	41.200	Sáp nhập với Kinh đô	Tái cấu trúc doanh nghiệp	Niêm yết trên HOSE
3	Tribeco	10/2/2012 Lấy ý kiến bằng văn bản, 87,91%	1.800	Lỗ liên tục	Rút lui trước khi bị hủy	Giải thể
4	Mekophar	ĐHĐCĐ bất thường	52.000	Tái cơ cấu cổ đông	Giấy phép kinh doanh	Công ty đại chúng
5	Sông Đà 6.04	ĐHĐCĐ bất thường	6.300	Sáp nhập với Sông Đà 6	Tái cấu trúc, tăng cường năng lực DN	Giao dịch trên HNX
6	Sông Đà 6.06	ĐHĐCĐ thường niên	4.000	Sáp nhập với Sông Đà 6	Tái cấu trúc, tăng cường năng lực DN	Giao dịch trên HNX
7	Xây lắp và Đầu tư Sông Đà	ĐHĐCĐ thường niên, 100%	4.100	Chuyển sàn UPCoM	Chuyển sàn, giảm những yêu cầu niêm yết	Giao dịch trên UPCoM
8	Cáp Sài Gòn	ĐHĐCĐ bất thường, 100%	12.200	Giải thể	Năng lực điều hành hạn chế + sức ép của cổ đông lớn + vấn đề luồng tiền tự do	Đã giải thể
9	VINAFCO	ĐHĐCĐ thường niên, 100%	5.600	Không thấy lợi ích của niêm yết	Tư nhân hóa, tránh không bị mất giá DN	Công ty đại chúng
10	Viglacera Thăng Long	ĐHĐCĐ thường niên, 99,86%	1.000	Chuyển sàn	Tránh bị hủy niêm yết bắt buộc, hạn chế các tuân thủ niêm yết	Giao dịch trên UPCoM
11	Viglacera ĐôngTriều	ĐHĐCĐ bất thường, 100%	3.000	Chuyển sàn	Tránh bị hủy niêm yết bắt buộc, hạn chế các tuân thủ niêm yết	Giao dịch trên UPCoM
12	Bao bì PP Bình Dương	ĐHĐCĐ thường niên, 77,47%	8.000 (cập nhật 22/04/2013)	Tình hình kinh doanh khó khăn	Không nhận được lợi ích từ hoạt động niêm yết	Chưa hủy
13	Gò Đàng	ĐHĐCĐ bất thường	61.000 (cập nhật 22/04/2013)	Không huy động được vốn, mở room cho	Tư nhân hóa bởi đội ngũ quản trị	Chưa hủy
14	Alphanam	Đề xuất tại ĐHĐCĐ bất thường thường niên	8.800 (công bố kế hoạch hủy: 11/4/2013)	Tái cấu trúc DN	Tái cấu trúc DN, tư nhân hóa	Chưa hủy

Nguồn: tổng hợp của tác giả

quản trị kiêm Tổng giám đốc công ty và những người liên quan sở hữu lên đến hơn 65% cổ phiếu của công ty.

Trong Quyết định của Hội đồng quản trị công ty ngày 11/04/2013, lý do của quyết định hủy niêm yết được đưa ra là công ty tập trung vào các mục tiêu dài hạn, nên trong ngắn hạn phải đối mặt với các khoản lỗ, công ty rời sàn để không phải chịu áp lực với những mục tiêu ngắn hạn, tập trung vào lợi ích dài hạn thông qua chủ động hơn trong việc tái cấu trúc doanh nghiệp. Lý do chính thức được nêu ra trong Quyết định của Hội đồng quản trị, tuy nhiên, một số nguyên nhân khác được nêu ra bởi chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám đốc bao gồm lý do cá nhân là chuyển sang làm nghề giáo viên, chuyển giao thể hệ lãnh đạo, giảm rủi ro khi thị trường chứng khoán không sáng sủa, cũng như cả ý định tư nhân hóa.

Bảng 3 tổng kết lại một số trường hợp tiêu biểu về hủy niêm yết trong giai đoạn vừa qua từ 2009 đến tháng 4 năm 2013. Có thể quan sát thấy lý do công bố về việc hủy niêm yết không có nhiều khác biệt: (i) chuyển sàn; (ii) tái cấu trúc doanh nghiệp; (iii) định giá thấp giá trị doanh nghiệp; (iv) sáp nhập; (v) tránh án hủy niêm yết bắt buộc; (vi) không đạt được mục tiêu huy động vốn; (vii) vướng về quy định pháp luật.

Tuy nhiên, nếu xét về bản chất, các giao dịch chủ yếu tập trung vào 2 nhóm:

*Going dark*: chuyển sàn hoặc xuống sàn để giảm việc tuân thủ các quy định tuân thủ khắt khe của một công ty niêm yết, trong khi các lợi ích kỳ vọng từ việc niêm yết không đạt được hoặc kết quả kinh doanh kém;

*Going private*: vì thị trường đánh giá thấp giá trị doanh nghiệp, tính thanh khoản kém, rủi ro về danh tiếng doanh nghiệp cao, việc rút lui khỏi thị trường là cơ hội để các nhà quản trị, những cổ đông lớn của doanh nghiệp mua lại cổ phần của doanh nghiệp để chuyển hóa công ty thành công ty tư nhân của họ. Việc quay trở lại sàn vẫn được mang ra để hứa với cổ đông, tuy nhiên, việc quay trở lại sàn chỉ sau khi thị trường chứng khoán có tình hình sáng lạn hơn nhiều so với hiện nay. Đây cũng là một cơ hội tốt để các nhà quản trị - điều hành hiện tại có thể không phải là người sáng lập, hoặc là sở hữu gia đình, có thể chuyển hóa doanh nghiệp thành sở hữu tư nhân hoặc sở hữu gia đình.

#### 4. Một số khuyến nghị và kết luận

Từ việc nghiên cứu khuôn khổ pháp lý điều chỉnh các giao dịch hủy niêm yết tự nguyện, các nhà quản lý thị trường chứng khoán cần thiết phải chi tiết hóa

các giao dịch này. Hiện tại, trong các luật hiện hành chủ yếu tập trung vào các giao dịch hủy niêm yết bắt buộc, liên quan đến việc không tuân thủ các quy chế cơ bản của thị trường như lỗ trong 3 năm liên tục, không có giao dịch trong 12 tháng, vi phạm nghiêm trọng công bố thông tin... Nên bổ sung các điều khoản về hủy niêm yết tự nguyện, trong đó phân biệt các giao dịch tư nhân hóa và hủy niêm yết tự nguyện đơn thuần. Tăng cường yêu cầu bảo vệ cổ đông nhỏ lẻ đặc biệt là các công ty khi hủy niêm yết phải có thông báo trước nội dung trong chương trình nghị sự (thay vì một bất ngờ lớn như hiện nay) và phải có kế hoạch đề xuất chương trình xử lý sau hủy niêm yết. Hạn chế sự can thiệp sâu của cổ đông chi phối thường ngồi trong hội đồng quản trị, có thể bổ xung các yêu cầu về thành lập một ủy ban tư vấn độc lập đánh giá đề xuất và định giá giá trị doanh nghiệp.

Đối với các nhà quản trị- điều hành các doanh nghiệp niêm yết hoặc tư nhân, việc quyết định niêm yết hoặc hủy niêm yết cần phải được xem xét kỹ lưỡng về những lợi ích và bất lợi có thể gặp phải. Để chuyển một công ty tư nhân thành một công ty đại chúng và niêm yết đòi hỏi nhiều nỗ lực, chi phí từ phía doanh nghiệp. Và điều ngược lại, là hủy niêm yết, chuyển từ công ty đại chúng sang công ty tư nhân hoặc không niêm yết cũng không hề dễ dàng, bởi vì cần phải trải qua nhiều thủ tục, đặc biệt là có kế hoạch thu gom cổ phiếu trong trung hạn, cũng như xử lý số cổ phiếu sở hữu bởi cổ đông nhỏ lẻ đủ để số lượng cổ đông dưới 100 để không còn là công ty đại chúng. Các nhà quản trị cũng cần phải thận trọng trong việc thu gom lượng cổ phiếu quỹ đủ lớn để tự vệ chống lại các hoạt động tiếp quản đối thủ trong trường hợp giá cổ phiếu quá thấp, làm mất quyền kiểm soát công ty.

Các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đặc biệt các nhà đầu tư cá nhân, nhỏ lẻ cần phân biệt rõ các trường hợp hủy niêm yết hay tư nhân hóa, cũng như động cơ của công ty hoặc ban điều hành, hội đồng quản trị, một số cổ đông lớn của công ty đằng sau quyết định này. Ngay cả trường hợp hủy niêm yết vì lý do làm ăn thua lỗ, dẫn đến giải thể doanh nghiệp, các nhà đầu tư cũng nên tích cực hơn trong việc đặt câu hỏi ngược lại với hội đồng quản trị và ban điều hành về năng lực quản trị, thị trường khó khăn hay đây chỉ là hành động cố ý để làm giảm giá trị doanh nghiệp và đằng sau là mục tiêu tư nhân hóa lại doanh nghiệp, chuyển về sở hữu gia đình. Trong trường hợp hủy niêm yết, các nhà đầu tư cần gây sức ép để doanh nghiệp hoặc chủ động nhóm cổ đông thuê ngoài các dịch vụ tư vấn độc lập để định giá chính xác giá trị doanh nghiệp.

Nghiên cứu này mới chỉ dừng lại ở giới thiệu một số khái niệm cơ bản về hủy niêm yết tự nguyện, chuyển sở hữu tư nhân, các quy định pháp lý về hủy niêm yết và nghiên cứu hiện tượng và một số tình huống điển hình về lý do công bố và động cơ của doanh nghiệp khi hủy niêm yết tự nguyện. Các

nghiên cứu tiếp theo có thể giới thiệu sâu hơn các khái niệm trên, có thể tiếp tục nghiên cứu sâu hơn các tình huống điển hình thông qua dữ liệu sơ cấp, hoặc chạy số liệu về thực trạng tài chính và hệ quả kinh tế của tất cả các công ty hủy niêm yết trong lịch sử. □

### Chú thích:

1. Số lượng cổ đông tối thiểu để trở thành công ty đại chúng, con số này ở Việt Nam là 100.

### Tài liệu tham khảo:

András Marosi and Nadia Massoud (2004), *Why Do Firms Go Dark?* University of Alberta.

Hàn Phi (2013), “Ông chủ Alphanam “Tôi đã hoàn thành sứ mệnh doanh nhân”, *Báo điện tử VnExpress*, truy cập ngày 25 tháng 04 năm 2013, < <http://kinhdoanh.vnexpress.net/tin-tuc/doanh-nhan/ong-chu-alphanam-toi-da-hoan-thanh-su-menh-doanh-nhan-2727724.html> >

Leuz et. al, 2008, Why Do Firms Go Dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations, *Journal of Accounting and Economics* 45 (2008) 181–208.

Thành Nam (2012), “Tổng giám đốc CSG: Quyết định giải thể là từ SAM”, *Đầu tư Chứng khoán*, truy cập ngày 25 tháng 2 năm 2013, < <http://s.cafef.vn/CSG-89960/tong-giam-doc-csg-quyet-dinh-giai-the-la-tu-sam.chn> >

Thanh Thương (2012), “Thêm nhiều công ty xin hủy niêm yết”, *Báo điện tử Thời báo Kinh tế Sài Gòn*, truy cập ngày 25 tháng 02 năm 2013, < <http://www.thesaigontimes.vn/Home/taichinh/chungkhoan/88943/> >

Tường Vi (2012), “Công ty họ Viglacera liên tiếp tạm biệt sàn chứng khoán”, *Báo điện tử VnExpress*, truy cập ngày 25 tháng 2 năm 2013, < <http://kinhdoanh.vnexpress.net/tin-tuc/vi-mo/cong-ty-ho-viglacera-lien-tie-p-ta-m-bie-t-sa-n-chu-ng-khoa-n-2724756.html> >.

## Voluntary delisting on stock exchange: Phenomenon and motivation of companies

### Abstract

*Voluntary delisting could be simply a transfer of stocks to OTC market or going dark, a change of ownership such as merger, acquisition, or public to private (PtoP) transactions. The main reasons and motivations could include negative corporate performance, companies apply for voluntary delisting before forced delisting in order protect their brandname and market value; market undervalue company stocks which lead to risks in reputation and companies might become target of hostile takeovers; ownership restructuring including decrease foreign ownership, or company founders and current senior management team repurchase companies stocks to transfer current public companies into private family owned ones. This article studies motivations of some voluntary delisting companies based on case studies and provides some recommendations to stock market regulators, investors and companies managers.*

---

### Thông tin tác giả:

\***Trương Thị Nam Thắng**, tiến sĩ

- Nơi công tác: Khoa Quản trị kinh doanh, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: [thangtruongnam@gmail.com](mailto:thangtruongnam@gmail.com)

\*\* **Đinh Anh Tuấn**

- Nơi công tác: Khoa Quản trị kinh doanh, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: [tuanda@sife-neu.org](mailto:tuanda@sife-neu.org)