

HỌC VIỆN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA HỒ CHÍ MINH

NGUYỄN NGỌC KỲ

**THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CÁC CÔNG
TY ĐẠI CHỨNG CHƯA NIÊM YẾT**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Chuyên ngành: Kinh tế chính trị

HÀ NỘI - 2016

HỌC VIỆN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA HỒ CHÍ MINH

NGUYỄN NGỌC KỲ

**THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CÁC CÔNG
TY ĐẠI CHỨNG CHƯA NIÊM YẾT**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Chuyên ngành: Kinh tế chính trị

Mã số: 62 31 01 02

Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS. PHẠM QUỐC TRUNG

HÀ NỘI - 2016

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các số liệu nêu trên trong luận án là trung thực, có nguồn gốc rõ ràng và được trích dẫn đầy đủ theo đúng quy định.

Tác giả

Nguyễn Ngọc Kỳ

MỤC LỤC

	Trang
MỞ ĐẦU	1
Chương 1: TỔNG QUAN CÁC CÔNG TRÌNH LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN	7
1.1. Các công trình ngoài nước	7
1.2. Các công trình trong nước	14
1.3. Đánh giá khái quát các công trình liên quan và những vấn đề đặt ra cần tiếp tục nghiên cứu trong luận án	20
Chương 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CÁC CÔNG TY ĐẠI CHỨNG CHƯA NIÊM YẾT	22
2.1. Khái quát về thị trường chứng khoán các Công ty đại chứng chưa niêm yết	22
2.2. Thị trường giao dịch chứng khoán các Công ty đại chứng chưa niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội	46
2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động của thị trường chứng khoán các Công ty đại chứng chưa niêm yết	53
2.4. Kinh nghiệm phát triển thị trường chứng khoán các Công ty đại chứng chưa niêm yết ở một số nước trên thế giới	63
Chương 3: THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CÁC CÔNG TY ĐẠI CHỨNG CHƯA NIÊM YẾT HÀ NỘI	76
3.1. Quá trình hình thành và phát triển thị trường chứng khoán các Công ty đại chứng chưa niêm yết Hà Nội	76
3.2. Thực trạng thị trường chứng khoán các Công ty đại chứng chưa niêm yết Hà Nội giai đoạn 2009-2015	88
3.3. Đánh giá về thị trường chứng khoán các Công ty đại chứng chưa niêm yết Hà Nội	108
Chương 4: ĐỊNH HƯỚNG VÀ GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CÁC CÔNG TY ĐẠI CHỨNG CHƯA NIÊM YẾT HÀ NỘI ĐẾN NĂM 2020	120
4.1. Mục tiêu và định hướng phát triển thị trường chứng khoán các Công ty đại chứng chưa niêm yết Hà Nội	120
4.2. Những giải pháp phát triển thị trường chứng khoán các Công ty đại chứng chưa niêm yết Hà Nội	126
4.3. Kiến nghị	144
KẾT LUẬN	148
DANH MỤC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ	150
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	151

DANH MỤC BẢNG

	Trang
Bảng 2.1: Phân biệt thị trường OTC và Sàn Giao dịch chứng khoán	35
Bảng 2.2: Phân biệt thị trường OTC và sàn giao dịch chứng khoán tự do	36
Bảng 3.1: Cơ cấu mẫu phiếu điều tra	83
Bảng 3.2: Danh sách 10 công ty tham gia đầu tiên trên UPCoM	88
Bảng 3.3: Khối lượng giao dịch năm 2014-2015	101

DANH MỤC ĐỀ THI

	Trang
Đề thi 3.1: Thuận lợi cho quá trình hình thành, phát triển thị trường UPCoM Hà Nội	85
Đề thi 3.2: Hạn chế của thị trường UPCoM Hà Nội	86
Đề thi 3.3: Những khó khăn của TTCK UPCoM Hà Nội	87
Đề thi 3.4: Hiện trạng của thị trường UPCoM Hà Nội	87
Đề thi 3.5: Sự lựa chọn thị trường chứng khoán của nhà đầu tư	90
Đề thi 3.6: Lý do nhà đầu tư không chọn thị trường UPCoM Hà Nội	91
Đề thi 3.7: Giá trị giao dịch bình quân trên UPCoM (2010-2014)	97
Đề thi 3.8: Khối lượng giao dịch bình quân phiên trên UPCoM (2010-2014)	97
Đề thi 3.9: Khối lượng giao dịch bình quân phiên trên UPCoM (2010-2014)	98
Đề thi 3.10: Biến động chỉ số và khối lượng UPCoM năm 2010	98
Đề thi 3.11: Biến động chỉ số và khối lượng UPCoM năm 2011	99
Đề thi 3.12: Biến động về chỉ số và khối lượng năm 2013	99
Đề thi 3.13: Biến động về chỉ số và khối lượng năm 2013-2014	100
Đề thi 3.14: Đánh giá chất lượng hệ thống thông tin trên UPCoM	106

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

CK	:	Chứng khoán
CP	:	Cổ phiếu
CPH	:	Cổ phần hóa
CTCK	:	Công ty chứng khoán
CTCP	:	Công ty cổ phần
CTĐC	:	Công ty đại chúng
CTNY	:	Công ty niêm yết
ĐKGD	:	Đăng ký giao dịch
ĐKLK	:	Đăng ký lưu ký
DN	:	Doanh nghiệp
DNNN	:	Doanh nghiệp nhà nước
GD	:	Giao dịch
GDCK	:	Giao dịch chứng khoán
GDP	:	Tổng sản phẩm kinh tế quốc dân
GTGD	:	Giá trị giao dịch
IPO	:	Phát hành cổ phiếu ra công chúng lần đầu
KDCK	:	Kinh doanh chứng khoán
KLGD	:	Khối lượng giao dịch
KT - XH	:	Kinh tế - Xã hội
KTTT	:	Kinh tế thị trường
NHTM	:	Ngân hàng thương mại
NHTMCP	:	Ngân hàng thương mại cổ phần
NY	:	Niêm yết
OTC (Over the Counter)	:	Thị trường chứng khoán phi tập trung
SGDCK	:	Sở Giao dịch chứng khoán
TTCK	:	Thị trường chứng khoán
TTGDCK	:	Trung tâm Giao dịch chứng khoán
TTLKCK	:	Trung tâm Lưu ký chứng khoán
TTTC	:	Thị trường tài chính
TTV	:	Thị trường vốn
UBCKNN	:	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
UPCoM (Unlisted Public Companies Market)	:	Thị trường chứng khoán các Công ty đại chúng chưa niêm yết
XHCN	:	Xã hội chủ nghĩa

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Trên thế giới, vai trò của thị trường chứng khoán phi tập trung khởi đầu được tạo lập bởi hình mẫu (NASDAQ) tại Mỹ do Hiệp hội các nhà giao dịch chứng khoán Hoa Kỳ thiết lập và quản trị vào những năm thập niên 70 của thế kỷ 20, theo hình mẫu này được nhân rộng tại nhiều quốc gia trên thế giới, như JASDAQ (Nhật Bản), KOSDAQ (Hàn Quốc)... hay sau này được xây dựng theo nhiều cấp độ như Pink Sheet; Green Sheet; Bulletin Board.... Cho dù theo hình mẫu nào, tổ chức nào quản lý (quản lý nhà nước, hay mô hình tự quản) thì vai trò của thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC) cũng được khẳng định là thị trường huy động và phân bổ các nguồn vốn trung và dài hạn quan trọng của doanh nghiệp.

Việc tạm dừng của một số thị trường chứng khoán tại một số nước sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008-2009, cho thấy vai trò quan trọng của thị trường OTC trong hệ thống tài chính thế giới. Theo nhiều nhà nghiên cứu quốc tế về tài chính thì sự phát triển nhanh chóng về mặt quy mô, độ phức tạp của thị trường OTC đã dẫn đến sự tích tụ nguy cơ về mặt hệ thống trong hệ thống tài chính toàn cầu, là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2009. Điều này được minh chứng ở tốc độ tăng trưởng chóng mặt của thị trường OTC những năm trước khủng hoảng tài chính. Nếu năm 1998, thị trường OTC trên thế giới tăng trưởng đạt 72.000 tỷ đô la Mỹ thì đến năm 2008 con số này đã lên đến 684.000 tỷ đô la Mỹ [45], trong khi GDP của Mỹ chỉ tăng từ 11.513 tỷ đô la Mỹ năm 1998 lên 14.833 tỷ đô la Mỹ năm 2008 [52]. Chính vì vậy, cần thiết phải có một thị trường OTC được tổ chức hợp lý, hoạt động ổn định với những quy định nghiêm ngặt để quản lý thị trường OTC trên cơ sở tôn trọng các quy luật kinh tế thị trường.

Mặc dù đóng vai trò quan trọng như vậy và có sức tăng trưởng lớn như vậy, nhưng đến năm 2000, Việt Nam mới đưa vào vận hành thị trường chứng khoán (TTCK) chính thức dành cho các công ty niêm yết quy mô lớn trên Sàn giao dịch chứng khoán (SGDCK) thành phố Hồ Chí Minh và năm 2005 trên SGDCK Hà Nội, và đến năm 2009 đưa vào hoạt động thị trường chứng khoán các Công ty đại chúng

chưa niêm yết (UPCoM - Unlisted public companies Market). Thị trường UPCoM của Việt Nam được thành lập theo Quyết định số 3567/QĐ-BTC ngày 08/11/2007 của Bộ Tài chính và đi vào hoạt động chính thức ngày 24/6/2009 tại SGDCK Hà Nội. Đây là một dấu mốc quan trọng của TTCK Việt Nam. Sự ra đời của thị trường UPCoM thể hiện nỗ lực của Chính phủ, Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) trong việc thực hiện mục tiêu đưa thị trường tự do vào khuôn khổ quản lý của Nhà nước thông qua việc điều chỉnh một phân đoạn tương đối của thị trường tự do, thị trường dành cho chứng khoán (CK) của các Công ty đại chúng (CTĐC) chưa niêm yết.

Thị trường UPCoM được xây dựng với ý tưởng xuyên suốt là tạo lập một thị trường "tập dượt" cho các doanh nghiệp (DN) quy mô nhỏ, chưa đủ điều kiện niêm yết hoặc chưa sẵn sàng lên niêm yết, trong đó phát huy vai trò trung tâm của các trung gian tài chính là CTCK đóng vai trò là "bà đỡ" cho các hoạt động giao dịch tạo lập thị trường và CK được tổ chức giao dịch thông qua các SGDCK là tổ chức duy nhất ở Việt Nam được tổ chức TTCK và thanh toán, bù trừ thông qua Trung tâm lưu ký chứng khoán (TTLKCK).

Thực tiễn vận hành hơn 06 (sáu) năm qua của thị trường UPCoM cho thấy bước đầu đã tổ chức được một thị trường giao dịch cổ phiếu cho khoảng 250 DN quy mô vừa và nhỏ với tổng mức vốn hóa thị trường khoảng 54.000 tỉ đồng. Hoạt động của thị trường UPCoM đã góp phần thu hẹp thị trường chứng khoán tự do, đưa vào quỹ đạo quản lý nhà nước theo hướng minh bạch và công khai, góp phần ổn định thị trường vốn nói riêng và thị trường tài chính (TTTC) nói chung. Tuy nhiên, sự phát triển và tăng trưởng của thị trường UPCoM chưa được như kỳ vọng, hiện tại quy mô thị trường vẫn còn khiêm tốn, số lượng cổ phiếu niêm yết ít và còn nhiều doanh nghiệp cổ phần hóa chưa tham gia thị trường, tính thanh khoản của thị trường kém; cấu trúc hoạt động và phương thức giao dịch chưa hợp lý, số lượng nhà đầu tư tham gia chưa nhiều... Sự kém phát triển của thị trường UPCoM ảnh hưởng tiêu cực tới TTCK nói chung, tới DN niêm yết và tới nhà đầu tư nói riêng. Không thể phủ nhận nỗ lực của các cấp quản lý đối với sự vận hành của thị trường UPCoM thời gian qua, song cũng cần nhìn nhận thẳng thắn rằng mô hình thị trường chưa phù

hợp, hàng hóa chưa phong phú, các quy định quản lý còn nhiều bất cập..., Điều này đặt ra vấn đề lý luận cần lý giải rõ, từ đó có định hướng và giải pháp phát triển thị trường này trong tương lai.

Vì vậy, nhiều vấn đề đặt ra hiện nay đối với tổ chức thị trường UPCoM, như:

- 1) Cấu trúc tổ chức thị trường đã thực sự hợp lý chưa, đặc biệt trong bối cảnh hiện nay, xu hướng hợp nhất các SGDCK trên thế giới dẫn đến những thay đổi trong bản chất hoạt động của thị trường OTC;
- 2) Các quan hệ giao dịch trên thị trường này được thực hiện theo nguyên tắc nào;
- 3) Làm thế nào để mở rộng quy mô, tăng khả năng thanh khoản, thu hút và tạo điều kiện cho các CTĐC chưa niêm yết tham gia thị trường, các CTCK thể hiện và khẳng định vai trò nhà tạo lập thị trường trong thời gian tới;
- 4) Việc gắn cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước (DNNN) với đưa vào giao dịch trên thị trường tập trung để minh bạch hóa và công khai;
- 5) Vấn đề mở cửa thị trường (nới lỏng sở hữu nước ngoài) gắn với hội nhập và toàn cầu hóa, đặc biệt khi Việt Nam tham gia đầy đủ các hiệp ước, điều ước quốc tế đa phương và song phương.

Qua nghiên cứu, cho thấy, đến nay, chưa có một chuyên khảo nào nghiên cứu một cách đầy đủ, có hệ thống về thị trường UPCoM Hà Nội. Điều này đặt ra vấn đề lý luận cần lý giải rõ, từ đó có định hướng và giải pháp phát triển thị trường này trong tương lai. Để góp phần vào luận giải cho vấn đề này, với những kiến thức lý luận và thực tiễn tích lũy được, tôi mạnh dạn lựa chọn nội dung nghiên cứu: "***Thị trường chứng khoán các công ty đại chúng chưa niêm yết Hà Nội***" làm luận án Tiến sĩ kinh tế, chuyên ngành Kinh tế chính trị tại Học viện Chính trị quốc gia Hồ Chí Minh.

2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu luận án

2.1. Mục tiêu nghiên cứu

- Làm rõ cơ sở lý luận và thực tiễn về thị trường UPCoM.
- Phân tích, đánh giá thực trạng thị trường UPCoM Hà Nội thời gian qua.
- Một số giải pháp và kiến nghị nhằm phát triển thị trường UPCoM Hà Nội.

2.2. Nhiệm vụ nghiên cứu

- Luận giải rõ cơ sở lý luận về thị trường UPCoM.