

SỰ GẮN KẾT GIỮA CỔ PHẦN HÓA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM THỰC TRẠNG VÀ DỰ ĐOÁN

PGS.TS.Lê Hoàng Nga*

1. Quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam.

Cổ phần hóa (CPH) Doanh nghiệp nhà nước (DNNN) là chủ trương của Đảng và Nhà nước ta vào đầu những năm 90 của thế kỷ qua trong quá trình chuyển đổi cơ cấu kinh tế ở Việt Nam. Đây cũng là xu thế chung ở các nước khi chuyển sang kinh tế thị trường nhằm đạt tới hiệu quả cao của quản lý kinh tế về lợi nhuận, sử dụng tốt các nguồn lực thông qua đa sở hữu. Trải qua nhiều tháng năm, CPH DNNN ở Việt Nam còn là một vấn đề mà chúng ta chưa giải quyết triệt để. (xem bảng 1)

Một vấn đề quan trọng trong cổ phần hoá DNNN là tỷ lệ sở hữu vốn trong doanh nghiệp, qua đó có thể thấy tính chất triệt để và đại chúng ở doanh nghiệp đạt ở mức độ nào. (xem bảng 2)

Phần lớn các doanh nghiệp được CPH trong thời gian qua là những doanh nghiệp vừa và nhỏ, có thể thấy qua bảng số liệu sau: (xem bảng 3)

Số DNNN CPH có quy mô vốn nhỏ dưới 10 tỷ đồng chiếm 87% tổng số DN đã CPH, trong đó chủ yếu có vốn dưới 5 tỷ đồng.

Kết quả CPH: Vốn điều lệ tăng 44%; Doanh thu bình quân tăng 23,6%; Lợi nhuận thực hiện bình quân tăng

Bảng 1. Số lượng DNNN CPH ở Việt Nam

Giai đoạn	Số lượng DNNN được CPH	Lấy kể
6/1992-5/1996	5	5
5/1996-6/1998	25	30
6/1998-12/1998	86	116
1999	250	366
2000	212	578
2001	204	782
2002	164	946
2003	537	1.483
11/2004	577	2.064
3/2005	436	2.500

Nguồn: Ban đổi mới doanh nghiệp Trung ương 3/2005

139,76%; Nộp ngân sách Nhà trẻ trong CPH các DNNN. nước bình quân tăng 24,9%.

Nhìn vào kết quả CPH động của CPH DNNN tới hoạt trong thời gian 1992-2004, ta động của thị trường chứng có thể thấy rằng về tiến độ, khoán (TTCK) Việt Nam CPH được tiến hành khá chậm trong thời gian qua.

chưa, chưa năm nào đạt kế 2. Tác động của CPH hoạch CPH do Nhà nước đặt DNNN tới hoạt động của ra. Dù số DNNN được CPH là TTCK Việt Nam trong thời doanh nghiệp vừa và nhỏ gian qua

trong những ngành không Trên thế giới, quá trình thật sự chiếm vị trí lớn trong CPH gắn liền với việc niêm nền kinh tế. Tỷ lệ Nhà nước yết chứng khoán trên TTCK, nắm giữ vốn trong doanh điều này có lợi cho cả doanh nghiệp là lớn. Đây chính là nghiệp, thị trường lần người kết quả của cách làm CPH đầu tư. Trong thời gian từ năm 1992-2004, rõ ràng là khép kín theo chủ trương của việc CPH DNNN ở Việt Nam Chính phủ, vừa làm vừa rút không gần bỏ chặt chẽ với kinh nghiệm với việc tập TTCK tập trung. Kể từ khi trung trước mắt vào người lao động trong doanh nghiệp. Trung tâm giao dịch chứng

Bài viết này không bàn luận khoán (TTGDCK) TP. HCM nhiều về thực trạng CPH với chính thức hoạt động từ tháng các kết quả, thuận lợi, khó khăn 7/2000, giữa hai lĩnh vực CPH và các nguyên nhân gây chậm

* Học viện Ngân hàng (*)

Bảng 2: Tỷ lệ phân phối vốn trong DNNN được CPH

Giai đoạn	Tỷ lệ Nhà nước nắm giữ (%)	Tỷ lệ vốn do người lao động trong công ty nắm giữ (%)	Tỷ lệ vốn do cổ đông ngoài xã hội nắm giữ (%)
6/1992-5/1996	28	52,5	19,5
5/1996-6/1998	42	25,4	32,6
6/1998-12/2000	27,68	51,56	20,64
2001-12/2004	49,77	37,65	12,58
Bình quân	43,6	39,3	14

Bảng 3: Quy mô vốn bình quân (tỷ đồng/doanh nghiệp)

Giai đoạn	Quy mô bình quân (tỷ đồng/nghiệp)
6/1992-5/1996	6,3
5/1996-6/1998	1,979
6/1998-12/2000	3,790
2001-12/2004	8,97

USD), bình quân 80 tỷ đồng/phiên, tăng 6,6 lần so với năm 2003, trong đó giá trị giao dịch cổ phiếu tăng gần 4 lần.

Về cổ phiếu: vào cuối năm 2003, tổng giá trị niêm yết cổ phiếu trên TTGDCK TP.HCM là trên 1.100 tỷ đồng, giá trị vốn hóa trên 3.300 tỷ đồng (tương đương 200 triệu USD), chiếm khoảng 0,4% GDP. Vào cuối năm 2004, tổng số vốn huy động của 26 công ty niêm yết là 236 triệu USD. Trong khi đó kế hoạch đặt ra là đạt 6,4% vào cuối năm 2005 và 20-25% vào cuối năm 2010. Ở các nước trong khu vực, tổng giá trị cổ phiếu của TTCK Hồng Kông là 363 tỷ USD, Seoul là 232 tỷ USD, Bangkok là 39 tỷ USD, Manila là 14 tỷ USD (vào cuối năm 2003).

Người đầu tư nhiều khi không biết mua bán cổ phiếu của mình ở đâu cho có lợi. Hiện nay, hầu như việc chuyển nhượng cổ phiếu diễn ra trong nội bộ công ty, dẫn đến sự mất công bằng và tập trung cổ phiếu vào một số cổ đông nhất định. Việc huy động vốn vì vậy không đạt được mục tiêu, người đầu tư không thật sự quan tâm tới cổ phiếu, vốn tiết kiệm không chảy vào công ty cổ phần. TTGDCK TP. Hà Nội cũng chưa thể ngay lập tức thực hiện chuyển nhượng cổ phiếu của các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong thời gian đầu. Vì vậy, giao dịch trên TTCK tự do còn sôi động hơn giao dịch chính thức rất nhiều. Một hiện tượng mới gần đây là đầu tư vào cổ phiếu

và hoạt động chứng khoán bắt đầu có quan hệ với nhau.

-Tác động lớn đầu tiên mà công ty cổ phần có thể gây ra cho TTCK là tạo hàng. Ở Đức có một phương ngôn rất hay: Không có A thì không có B- Không có cổ phiếu (Aktie) thì không có TTCK (Borse). Cũng có thể hiểu là không có công ty cổ phần đúng nghĩa của nó thì cũng không có TTCK. Một công ty cổ phần đúng nghĩa là công ty có phần đại chúng, điều mà chúng ta vẫn chưa đạt được nhiều trong thời kỳ CPH khép kín. Nếu như kỳ vọng vào việc tạo ra hàng hóa cho TTCK thì điều này còn rất hạn chế. Cho đến tháng 3/2005, số lượng DNNN CPH là 2.242 thì số lượng cổ phiếu được niêm yết trên TTGDCK là 27, chiếm khoảng 1% khả năng cung cấp. Số lượng doanh nghiệp ở Việt Nam đến đầu tháng 1/2005 là 150.000 doanh nghiệp. Cũng do một số

nguyên nhân từ cơ chế mà một số công ty cổ phần, ví dụ hoạt động trong ngành ngân hàng như ACB, Ngân hàng Sài Gòn Thương tín... muốn niêm yết cổ phiếu trên TTGDCK - đây cũng là cổ phiếu mà công chúng quan tâm, song lại chưa đưa lên sàn được. Những công ty niêm yết được cổ phiếu trên TTGDCK lại không phải là những doanh nghiệp lớn (cuối năm 2004 có 24 công ty niêm yết với số vốn 1.200 tỷ đồng). Với tỷ lệ cổ phiếu của những doanh nghiệp CPH (đa số là doanh nghiệp vừa và nhỏ) bán ra ngoài xã hội ít, khoảng 14-15% thì lượng cổ phiếu cung cấp cho thị trường càng nhỏ bé.

- Một hy vọng khác mà các công ty cổ phần có thể đáp ứng cho TTCK là *tính thanh khoản* của chứng khoán công ty. Tổng giá trị giao dịch chứng khoán năm 2004 đạt gần 20.000 tỷ đồng, (1,3 tỷ

của các doanh nghiệp CPH lần đầu ở TTGDCK hay ở bên ngoài TTCK tập trung nhiều hơn. Không chỉ vì mua cổ phiếu ở đó rẻ hơn, không cao hơn so với mệnh giá, mà còn vì số lượng cổ phiếu nhiều hơn, đa dạng về ngành nghề kinh doanh hơn, khả năng tìm kiếm lợi nhuận cao hơn.

Những cuộc đấu giá cổ phần của những DNNN CPH lần đầu hoặc các ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) đều thu hút sự quan tâm của giới đầu tư (ví dụ đấu giá của Công ty cổ phần sữa Việt Nam, Bảo Minh, đầu Tư Tường An, các NHTMCP tăng vốn điều lệ như Ngân hàng Sài Gòn Thương tin có vốn điều lệ 740 tỷ đồng - hiện đang có kế hoạch tăng vốn lên 1.250 tỷ đồng trong năm 2005; NHTMCP Á châu 600 tỷ đồng và dự định tăng lên tới 800 tỷ năm 2005; Eximbank 500 tỷ đồng với kế hoạch tăng vốn lên tới 700 tỷ trong năm 2005, ngân hàng Kỹ thương 412 tỷ đồng; Ngân hàng Sài Gòn Công thương tăng từ 300 tỷ đồng lên 500 tỷ đồng...). Đây vẫn là cổ phiếu bán trên thị trường thứ cấp.

Về trái phiếu công ty:

Loại trái phiếu này chủ yếu do 4 Ngân hàng thương mại Nhà nước (NHTMNN), 4 công ty tài chính thực hiện phát hành ra công chúng với 13.002 tỷ đồng, kỳ hạn từ 1-5 năm trong thời gian 1998- cuối năm 2004. Chỉ có trái phiếu Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (NHDT&PTVN) đáp ứng được các yêu cầu niêm yết và

giao dịch trên TTCK. Từ năm 1998- đến cuối năm 2004, NHDT&PTVN đã tiến hành 5 đợt phát hành với 4.214 tỷ đồng, kỳ hạn 12 tháng, 13 tháng, 18 tháng, 24 tháng, 36 tháng. Các công ty hoạt động trong các lĩnh vực kinh tế khác hầu như chưa phát hành trái phiếu công ty. Còn các DNNN được CPH cũng ở tình trạng tương tự, hầu như chưa sử dụng việc phát hành trái phiếu công ty để đáp ứng nhu cầu vốn của mình. Trái phiếu công ty có rất ít ỏi với 1-2 loại với trái phiếu của công ty xi măng Anh Sơn (7,2 tỷ đồng), công ty thép Miền nam và chưa trở thành hàng hóa trên TTCK. (bảng 4)

chậm, chủ yếu là CPH các doanh nghiệp vừa và nhỏ, một khác cách bán cổ phiếu theo ND 64/ ND-CP không tạo điều kiện cho công chúng đầu tư mua cổ phiếu lần đầu.

- Tác động thứ ba mà quá trình CPH có thể đến TTCK là *thông tin*. Ai cũng công nhận tính cần thiết của thông tin mà các công ty cổ phần đem lại cho công chúng, vì thông tin càng đầy đủ thì quyết định càng chính xác. Tuy nhiên, đây là một lãnh địa chưa được khai phá kỹ càng. Với các DNNN bán đấu giá cổ phần lần đầu ra bên ngoài, người đầu tư lấy từ bản cáo bạch. Nhưng điều

Bảng 4: Kết quả phát hành trái phiếu của các TCID 2000-2004

Năm	Trái phiếu VND			Trái phiếu USD		
	Giá trị phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn (tháng)	Lãi suất (% năm)	Giá trị phát hành (tỷ USD)	Kỳ hạn (tháng)	Lãi suất (% năm)
2000	1.067	60	6,9; 7,1	125,6	60	5,26; 5,49
2001	419	13; 24	7,0; 7,5	41,9	60; 84	3,9; 4,1
2002	2.202	12; 24	7,8; 8,4			
2003	6.489	12; 13; 18; 24	8,2; 8,6; 8,8; 9	25,3	18; 24; 36; 60	2,4; 2,5; 2,7; 3,1
2004	2.644	13; 18; 24; 36	8,2; 8,3; 8,4; 8,6	122	24; 36; 60	2,8; 3,1; 3,4

Người: NHNN

Về niêm yết trái phiếu (bảng 5) Trong các trái phiếu công ty mới chỉ có trái phiếu của NHDT&PTVN là được niêm yết với tổng giá trị niêm yết là 157,7 tỷ đồng vào năm 2000. Như vậy, trái phiếu công ty chưa thực sự đảm bảo được tính thanh khoản vốn có của nó.

Như vậy, rõ ràng là, một trong những lý do làm cho TTCK tập trung ở Việt Nam phát triển chưa cao và thiếu hấp dẫn là tiến trình CPH này phụ thuộc vào nhận thức và thiện chí của ban lãnh đạo nên thông tin lúc có lúc không. Với các DNNN đã CPH xong thì hầu như không có công ty cổ phần nào hiện lưu ký ở công ty chứng khoán cung cấp đầy đủ thông tin cho nhà đầu tư. Vì vậy, nhà đầu tư tự tham khảo ở các nhà tư vấn mới giới chứng khoán trên thị trường tự do, từ các website chuyên về thông tin chứng khoán. Việc che đậy thông tin chính là lực cản của

187/2004/ND-CP của Chính phủ về CPH DNNN, tỷ lệ cổ phiếu bán ra bên ngoài tối thiểu bằng 20% vốn điều lệ của doanh nghiệp. (Gán đây nhiều Bộ, nhiều doanh nghiệp vẫn không thực hiện đúng quy định này, ví dụ ngành Bưu chính CPH 5 doanh nghiệp trong ngành với tỷ lệ cổ đông bên ngoài đều dưới 20%, Bộ Công nghiệp CPH công ty dệt may Huế mà không có sự tham gia của cổ đông bên ngoài).

Như vậy, một phần nguyên nhân nằm ở tư tưởng và nhận thức về CPH ở doanh nghiệp, ban lãnh đạo doanh nghiệp và đây quả là một quá trình lâu dài.

+ Nhà nước sẽ CPH những DNNN lớn trong những ngành có tầm quan trọng như hàng không, bảo hiểm, ngân hàng, bưu chính viễn thông, hàng hải, dầu khí, xi măng... thậm chí sẽ CPH các Tổng công ty lớn. Một khi các đại gia lớn được CPH và bán cổ phiếu ra bên ngoài, cho dù không đạt tới tỷ lệ 20%, thì lượng cổ phiếu sẽ nhiều hơn, khả năng luân chuyển sẽ cao hơn, tính hấp dẫn sẽ mạnh hơn.

+ CPH các DNNN gắn với niêm yết cổ phiếu trên TTGDCK. Đây là một quyết định đúng, tuy là muộn, và cũng không dễ thực hiện trong thực tế hiện nay. Thậm chí chúng ta cần tới các biện pháp hành chính để buộc các doanh nghiệp này niêm yết trên TTGDCK.

+ Cùng với sự ra đời của TTGDCK Hà Nội, phương thức bán đấu giá cổ phiếu lần đầu đã được phát triển và thu được thành công. Hiện nay, ND 187/2004/ND-CP quy

định: nếu khối lượng cổ phiếu bán ra bên ngoài dưới 1 tỷ đồng thì doanh nghiệp tự tổ chức đấu giá trực tiếp tại doanh nghiệp, nếu khối lượng bán ra trên 1 tỷ đồng thì bán đấu giá thông qua các tổ chức tài chính trung gian, nếu khối lượng cổ phần bán ra trên 10 tỷ đồng thì bán đấu giá tại TTGDCK. Với những quy định mang tính hành chính như vậy, lượng hàng hóa cho thị trường sẽ ngày càng nhiều hơn.

- Xuất hiện nhiều công ty cổ phần đại chúng hơn với sự tham gia của người đầu tư bên ngoài nhiều hơn. Chỉ khi TTCK có mặt các công ty lớn thì nó mới thực sự sôi động trong luân chuyển vốn, gần kết được giữa huy động vốn và luân chuyển vốn. Nhận thức của công chúng về các công ty cổ phần sẽ đúng dần hơn, thiết thực hơn.

- Cơ chế cung cấp thông tin sẽ phải điều chỉnh cho phù hợp hơn với sự phối hợp giữa tài chính (chính sách thuế, phí), cung cấp các báo cáo bạch... Việc bắt buộc phải có kiểm toán trong các báo cáo thu nhập được công bố, đặc biệt là quy định về kiểm toán độc lập, ví dụ đối với các NHTMNN, là vô cùng quan trọng.

- Cổ đông là người nước ngoài sẽ tham gia vào các DNNN được CPH nhiều hơn, và qua đó là vào TTCK nhiều hơn. Với tỷ lệ hiện nay là 30%, số lượng người đầu tư nước ngoài sẽ ngày càng tăng lên. Điều này làm cho thị trường mang tính chuyên nghiệp hơn, việc học hỏi kinh nghiệm đầu tư đối với người đầu tư trong nước sẽ thường

xuyên hơn. Đồng thời thị trường sẽ sôi động hơn.

Như vậy, cùng với các nỗ lực phấn đấu mang tính hành chính của Nhà nước và các Bộ hữu quan, quá trình CPH DNNN sẽ diễn ra thực chất hơn, đúng nghĩa hơn để tạo ra các công ty cổ phần đại chúng. Có thể đó là một quá trình khó khăn, dài lâu song là tất yếu để thay "máu" cho các DNNN.

4. Một số biện pháp cần thiết:

- Vào thời điểm này, có lẽ các biện pháp mang tính hành chính là cần thiết và nổi lên vị trí quan trọng, bên cạnh các biện pháp kinh tế. Sự quyết tâm của Nhà nước, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, các UBND tỉnh, thành phố sẽ là đầu tàu để kéo con tàu CPH đi mạnh hơn. Điều này thể hiện trong những quyết định mà Bộ Tài chính đã ban hành trong những tháng đầu năm 2005.

- Cần mạnh dạn thực hiện CPH theo hướng mở, CPH mang tính thị trường thông qua các hoạt động đấu giá công khai. Tuy nhiên, để tránh việc nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào các DNNN lớn, có tính nhạy cảm, nên quy định tỷ lệ vốn mà nhà đầu tư nước ngoài được tham gia vào doanh nghiệp. Nếu không tình trạng sẽ xảy ra như đối với CPH Vinamilk.

- TTCK chỉ sôi động khi có các doanh nghiệp lớn tham gia và CPH sắp tới sẽ tập trung vào những ngành quan trọng với những doanh nghiệp lớn. Chúng ta sẽ phải nghĩ tới việc CPH các Tổng công ty nhà nước với một tỷ lệ nhất định. Khó khăn hiện

VIỆC TĂNG VỐN ĐIỀU LỆ CỦA CÁC NGÂN HÀNG CỔ PHẦN CẦN ĐƯỢC SỰ QUẢN LÝ CHẶT CHẼ TỪ PHÍA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC

Thành Tâm

nay mà CPH các DNNN, nhất là các doanh nghiệp trong các Tổng Công ty nhà nước gặp phải là vấn đề tài chính, xử lý nợ tồn đọng và các tồn tại tài chính trước và sau CPH, cách giải quyết các tồn tại này trong nội bộ doanh nghiệp hoặc Tổng Công ty. Vai trò của Tổng Công ty là rất quan trọng trong việc hỗ trợ về tài chính, kinh phí CPH, các ưu đãi về mua cổ phần cho các doanh nghiệp trong Tổng Công ty. Vì vậy, về quản lý vốn kịp thời ban hành các quy định phù hợp với việc CPH đồng thời các doanh nghiệp trong một Tổng công ty để giải quyết đồng bộ các tồn tại tài chính.

Một biện pháp không mới nhưng luôn luôn cần thiết là vấn đề tư tưởng của ban lãnh đạo các DNNN. Vấn đề này tồn tại đã lâu, trở thành một trở ngại cho tiến trình CPH ở nhiều ngành nhiều môi. Tình hình hiện nay không cho phép nhiều thời gian cho những chần chừ này, vì hội nhập đã đến gần, tách thực trở nên gay gắt, nếu không kịp thời chuyển đổi thì mình sẽ chìm trước. Quyết tâm của nhà lãnh đạo là một động lực quan trọng cho CPH ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Báo cáo của Ban đổi mới các DNNN của Bộ Tài chính, 2004
- Báo cáo của TTGDCK TP.HCM
- Báo cáo tổng kết của UBCKNN năm 2004
- Đầu tư Chương khoản 2004-2005
- Báo cáo của Vụ Tín dụng, NHNN VN năm 2004

Trong thời gian gần đây nhiều ngân hàng thương mại cổ phần (TMCP) đã tích cực tăng nhanh vốn điều lệ, đã làm cho bức tranh về tình trạng tài chính của các ngân hàng cổ phần sáng sủa hơn các năm trước đây.

Thực trạng vốn điều lệ của các Ngân hàng cổ phần - điều chỉnh hàng

Đơn vị: tỷ đồng

Tên NH	2001	2002	2003	2004
NH MỸ XUYẾN	5.000	7.000	10.000	15.500
NH AN BÌNH	5.000	6.000	35.904	70.044
NH NINH BÌNH	5.000	6.000	9.000	85.000
NH TÂN VIỆT	70.035	70.035	70.035	102.167
NH BẮC Á	50.000	70.000	85.000	110.000
NH NAM Á	49.000	70.000	70.000	112.188
NH ĐÔNG NAM Á	50.000	70.000	85.000	150.000
NH SÀI GÒN	71.000	71.000	92.800	150.000
NH PHÁT TRIỂN NHÀ TP.HCM	59.726	70.026	70.026	150.023
NH VIỆT Á			115.438	190.439
NH TMCP CÁC ĐƠN VỊ NGHIỆP NGOẠI QUỐC	174.900	174.900	174.900	198.409
NH PHƯƠNG ĐÔNG	70.000	70.000	101.351	200.000
NH HÀNG HẢI	109.310	109.310	109.310	200.000
NH NHÀ NH	71.044	80.000	120.000	200.000
NH QUỐC TẾ	75.810	75.810	175.000	250.000
NH SÀI GÒN CÔNG THƯƠNG	144.997	181.997	250.000	303.500
NH PHƯƠNG NAM	82.540	114.260	142.501	321.680
NH QUẢN ĐỘI	209.051	259.051	280.000	350.000
NH ĐÔNG Á	120.000	200.000	253.000	350.000
NH KỸ THƯƠNG	102.345	117.870	180.000	412.700
NH Á CHÂU	341.428	341.428	423.911	481.138
NH XUẤT NHẬP KHẨU	300.000	300.000	300.000	500.000
NH SÀI GÒN THƯƠNG TÍN	191.000	271.661	505.000	740.000

(Nguồn: LATS, Hoàng Thị Nga 2004 và thông báo thay đổi vốn của các ngân hàng.)

(Bảng trên không đề cập đến các ngân hàng không có thay đổi vốn)