

SỰ HOẠT ĐỘNG LỆCH PHA TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Trịnh Thị Hoa Mai

Khoa Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

Thực trạng chung của thị trường chứng khoán (TTCK) nước ta hiện nay là sự trì trệ ở mức báo động đỏ. Để tìm ra những giải pháp cứu nguy thị trường, một điều có ý nghĩa là nhìn nhận lại thị trường trong hơn 3 năm qua để rút ra những bài học bổ ích cho công tác điều hành thị trường. Với mục đích đó bài báo này đề cập đến một vấn đề đã tồn tại khi TTCK đang ở vào thời kì hoạt động náo nhiệt nhất. Thị trường thứ cấp đã từng hoạt động sôi động bên cạnh một thị trường sơ cấp đóng băng là một đặc trưng rõ nét của TTCK Việt Nam. Đó còn được gọi là sự hoạt động "lệch pha" trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Một hiện tượng vừa không bình thường của TTCK ở vào giai đoạn phát triển mạnh, vừa ẩn chứa những nguy cơ kìm hãm sự phát triển tiếp theo của nó.

Chúng ta đều biết, một trong những nét đặc trưng trong hoạt động của thị trường tài chính là sự hoạt động nhịp nhàng của hai loại thị trường: thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Thị trường sơ cấp là nơi diễn ra hoạt động mua bán chứng khoán mới phát hành lần đầu. Khi thị trường sơ cấp vận hành, các công ty cần vốn đã huy động được vốn. Thị trường thứ cấp là nơi diễn ra hoạt động mua đi bán lại các chứng khoán đã được phát hành. Tuy không làm tăng vốn cho các công ty niêm yết, nhưng sự hoạt động náo nhiệt của thị trường thứ cấp tạo động lực để thị trường sơ cấp tiếp tục hồi sinh và phát triển. Vì thế TTCK chỉ hoạt động khi cả 2 thị trường được vận hành suôn sẻ. Ấy vậy mà ở Việt Nam đã từng hiện diện một TTCK, ở đó thị trường thứ cấp rất sôi động bên cạnh một thị trường sơ cấp hầu như vẫn ngủ yên. Thực trạng này phản ánh rằng, một mặt, sự sôi động của thị

trường cấp 2 hoàn toàn độc lập với thị trường cấp 1. Cụ thể, đã có những thời gian mà cầu chứng khoán > cung chứng khoán rất nhiều, để dẫn đến hiện tượng giá cả chứng khoán tăng liên tục ngay cả khi DN không có những bước chuyển mạnh về kết quả kinh doanh. Ngược lại, giá cả chứng khoán sụt giảm mạnh, do cầu chứng khoán suy giảm, ngay cả khi các công ty niêm yết vẫn có các chỉ số tài chính rất lành mạnh. Mặt khác, sự sôi động của thị trường cấp 2 đã không có tác dụng làm cho thị trường cấp 1 nóng lên, không tạo ra động lực để thị trường sơ cấp tiếp tục hoạt động. Từ khi khai trương đến nay vẫn chỉ duy nhất có Công ty cổ phần giấy Hải Phòng-HAPACO- xin phát hành thêm cổ phiếu. Phần lớn các công ty đều không có kế hoạch tiếp tục cung ứng thêm những chứng khoán mới cho thị trường. Ở đây cần phải khẳng định rằng, sự độc lập của hai thị trường như vậy là một trạng thái không bình thường. Hoạt động như thế tức là TTCK chưa vận hành theo đúng cơ chế vốn có của nó. Điều đó cũng có nghĩa là, chừng nào TTCK mới chỉ thực hiện được chức năng phân phối lại thu nhập từ nhà đầu tư này đến nhà đầu tư khác, thì chừng đó TTCK vẫn còn chưa làm đúng chức năng cơ bản của nó là luân chuyển vốn từ nơi nhàn rỗi đến nơi có nhu cầu đầu tư.

Thực trạng này cần phải được xem xét từ hai phía. Thứ nhất là nguyên nhân của sự đóng băng trên thị trường sơ cấp và vấn đề thứ hai là điều gì tạo ra sự náo nhiệt trên thị trường thứ cấp. Trong mục này chúng tôi tập trung phân tích vấn đề thứ nhất, (vấn đề thứ hai sẽ được trở lại vào một dịp khác).

Trên TTCK Việt Nam, trong những phiên giao dịch đầu, sự hiện diện của một số công ty niêm yết (CTNY) là kết quả của quá trình phân đấu và chọn lọc. Đó là các doanh nghiệp (DN) tiêu biểu trong nền kinh tế ở giai đoạn đó. Song, nếu xét một cách công bằng thì các CTNY buổi ban đầu có được vinh dự đó là do họ được khuyến khích, được ưu tiên khá nhiều. Điều này được thể hiện ngay từ quá trình họ trở thành công ty cổ phần (CTCP), đến những động tác được phép can thiệp vào thị trường, để khi thì kéo giá lên, khi thì kìm giá xuống của họ. Có lẽ những ưu đãi đó cũng hoàn toàn tương xứng với vai trò lịch sử lớn lao của họ, như là những người đi tiên phong trong việc tạo lập TTCK Việt Nam, một sự kiện được ghi vào lịch sử, đánh dấu sự phát triển nền kinh tế thị trường (KTTT) ở Việt Nam giai đoạn cuối thế kỉ

20(!). Nhưng có thể thấy rõ những bất cập cũng nảy sinh từ đây. Do hoàn cảnh xuất hiện trên TTCK đặc biệt như vậy nên đa phần các CTNY không chú tâm lắm đến việc sử dụng một cách hiệu quả đồng vốn đã vay được. Thay vào đó, họ lo nhiều hơn đến việc giữ giá, hoặc tăng giá cổ phiếu của mình bằng các biện pháp phi thị trường, nhưng lại được khuyến khích. Có nhiều công ty đặt mục đích niêm yết trên TTCK là để được hưởng những ưu đãi như giảm thuế trong 2 năm, để quảng bá thương hiệu của mình trên thị trường v.v..., chứ không hẳn là để huy động vốn cho kinh doanh. Những hành vi này góp phần làm đóng băng thị trường sơ cấp, làm cho tình trạng nghèo nàn hàng hoá trên TTCK bị kéo dài. Thị trường diễn ra việc mua bán cổ phiếu của các công ty kiểu như vậy, đương nhiên chưa thể coi là kênh dẫn vốn lành mạnh cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế.

Khi tổ chức Đại hội cổ đông để thông qua kế hoạch hoạt động từng năm, mỗi công ty có dự án riêng, nhưng có một điểm chung nhất là các công ty này đều không muốn phát hành thêm cổ phiếu để huy động thêm vốn. Có thể nhận thấy là các công ty niêm yết đều thờ ơ với việc huy động vốn trên TTCK. Chẳng hạn, SACOM cần huy động tới 350 tỷ đồng, TRASIMEX cũng cần đến vài chục tỷ đồng... nhưng lại trông chờ vốn bằng các con đường khác. Ngày 18/12/ 2001 LAFOCO chính thức công bố tiến hành xây dựng nhà máy chế biến thủy sản xuất khẩu. Dự án có giá trị đầu tư khoảng 38,4 tỉ đồng. Trong đó 8,4 tỉ từ vốn tự có, 30 tỉ còn lại công ty dự định vay từ Quỹ hỗ trợ phát triển với lãi suất 0,45%/ tháng, chứ không huy động bằng phát hành cổ phiếu mới....

Có nhiều lý do giải thích hiện tượng này. Nhưng dù là nguyên nhân nào thì điều này cũng phản ánh một thực tế là TTCK chưa được xem là nơi huy động vốn hấp dẫn cho các doanh nghiệp. Ra đời trong bối cảnh khi các công ty niêm yết đều là DN cổ phần hoá, vì thế hoạt động của TTCK Việt Nam thời gian qua chủ yếu diễn ra trên thị trường thứ cấp. Thị trường sơ cấp không hoạt động vì không có hoạt động phát hành chứng khoán (CK). Như vậy việc đưa cổ phiếu vào niêm yết chỉ là bước đăng ký lại và lưu ký số chứng khoán đã phát hành trong giai đoạn cổ phần hoá trước đây. Do tính chất như vậy, nên việc mua bán các cổ phiếu trên rõ ràng không tăng thêm một đồng vốn nào cho các công ty niêm yết. Đối chiếu với các chức năng

của TTCK thì rõ ràng, TTCK VN thời gian qua mới tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán đã phát hành, chứ chưa thực hiện chức năng chính của TTCK là huy động vốn dài hạn cho doanh nghiệp. Điều này lại xuất phát từ chính thái độ của các DN đối với thị trường. Các DN hiện nay dường như chưa cần đến kênh huy động vốn qua TTCK.

Tim hiểu các động cơ tham gia TTCK của các công ty cổ phần hiện nay cho thấy, các công ty này trông đợi từ TTCK nhiều vấn đề khác, chứ không phải là vấn đề tạo nguồn vốn. Rõ ràng, nếu chỉ đạt được vấn đề huy động vốn thì các CTCP này không nhất thiết phải trông đợi vào TTCK, một kênh còn quá mới mẻ ở Việt Nam với đầy rủi ro. Thực tế là, nếu đã đạt được các điều kiện để niêm yết như quy định trong Nghị định 48/1998/ ND-CP, thì các công ty này cũng rất dễ tiếp cận nguồn vốn của các NHTM. Hơn nữa, nếu vay ngân hàng, các công ty này còn có lợi hơn về chi phí, về thuế, từ đó sẽ có điều kiện trả cổ tức cao hơn cho cổ đông, và quan trọng hơn là, quyền điều hành, quản lý công ty vẫn thuộc về các cổ đông cũ. Rõ ràng, tham gia niêm yết trên TTCK các CTCP đã tính đến những lợi ích khác. Suy cho cùng, các CTCP trên thế giới khi tham gia TTCK cũng đều có nhiều mục tiêu. Song, mục tiêu huy động vốn cho kinh doanh phải là mục tiêu hàng đầu, các mục tiêu khác chỉ là hệ quả. Còn đối với Việt Nam tình hình lại có phần khác. Việc một số công ty hàng đầu trên TTCK như REE, SACOM khi cần huy động thêm vốn lại trông đợi vào con đường khác, như đã nêu, càng chứng tỏ TTCK Việt Nam hiện nay chưa được coi là kênh đầu tư quan trọng đối với các DN trong nền kinh tế.

Sự tách rời hai thị trường còn xuất phát từ quản lý nhà nước trên 2 thị trường chưa hợp lý. Ở Việt Nam dường như TT thứ cấp đã có môi trường hoạt động tốt hơn TT sơ cấp, cụ thể:

Thứ nhất, thị trường thứ cấp được quản lý chặt chẽ và tập trung ở TTGDCK. Tính chất chặt chẽ này biểu hiện ở các quy định khá cụ thể, chi tiết, từ việc niêm yết đến các giao dịch diễn ra trên TT, qua các hoạt động của các chủ thể; những quy định với các tổ chức phát hành CK, tổ chức trung gian với các nhà đầu tư. Hơn nữa, những quy định có tính pháp quy này không ngừng được xem xét để sửa đổi, bổ sung cho phù hợp với thực tế. Chúng ta biết việc ra đời Nghị định 48/1998/ND-CP là kết quả của gần 10 năm nghiên cứu và đến nay

TTCK lại chuẩn bị đón nhận văn bản sửa đổi Nghị định này. Trong khi đó thị trường sơ cấp lại gần như bị thả nổi. Chủ thể chính sẽ xuất hiện trên TT sơ cấp là những CTCP được thành lập, hoặc từ quá trình CPH các DNNN, hoặc là được thành lập mới theo Luật Doanh nghiệp. Quy định pháp lý mà các công ty này phải tuân theo là những văn bản hướng dẫn CPH của Bộ Tài chính. Các văn bản này không thống nhất và không đồng bộ. Cụ thể, các điều kiện cần phải có để niêm yết trên TTGDCK chặt chẽ hơn nhiều so với điều kiện bán cổ phiếu cho công chúng của các DNNN đã CPH. Quả thật, chỉ đến khi có nhu cầu phát hành thêm cổ phiếu để huy động thêm vốn như HAPACO, các DN mới thấy hết sự thiếu đồng bộ của các văn bản hiện hành. Sự kiện công ty HAPACO được phép phát hành cổ phiếu mới là một dấu hiệu đáng mừng, ghi nhận sự khởi sắc của thị trường sơ cấp, nhưng những trục trặc của đợt phát hành thêm cổ phiếu mới của HAPACO thời gian qua có ảnh hưởng xấu đến ý định huy động thêm vốn của các công ty niêm yết trên TTCK. Các điều kiện để công ty đã niêm yết phát hành thêm cổ phiếu khó khăn hơn rất nhiều so với việc phát hành thêm cổ phiếu của một CTCP đơn thuần, chưa niêm yết. Đối với các CTCP niêm yết trên TTCK, thủ tục phát hành cổ phiếu phải tuân thủ theo quy định của Nghị định 48/1998/ ND-CP và phải được chấp nhận của UBCKNN. Còn đối với CTCP chưa niêm yết lại không có văn bản pháp lệnh nào điều chỉnh, không phải kiểm toán. Nhà đầu tư vào các cổ phiếu này thì không được cung cấp thông tin đầy đủ và chính xác. Đây là một bất hợp lý. Bởi vì, việc phát hành cổ phiếu ra thị trường, cho dù là của CT đã niêm yết hay chưa niêm yết, thì đều có chung mục đích huy động vốn cho DN. Vì thế, các DN này đều phải bình đẳng trước pháp luật.

Ngoài ra, chính những ưu đãi cho các CT đã niêm yết so với các CT chưa niêm yết lại tiềm ẩn yếu tố kìm hãm thị trường. Nếu nó khuyến khích DN niêm yết CK trên thị trường, thì nó lại gây trở ngại cho việc xuất hiện các CTNY mới. Do được ưu đãi nên các CTNY có khả năng trả cổ tức khá cao. Có công ty có tỉ lệ cổ tức lên đến 15-18%/năm (Theo Chứng khoán Việt Nam tháng 7/2002 và Đầu tư chứng khoán số 147). Rõ ràng Trong điều kiện lãi suất vay NHTM chỉ vào khoảng 9%-10%/ năm thì lẽ đương nhiên các DN chưa lên sàn giao dịch sẽ chọn con đường vay vốn qua NHTM hơn

Thứ hai, giá cả của CK trên thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp tuy bị quy định bởi những nhân tố khác nhau, song chúng đều được hình thành từ thị trường, do thị trường tác động. Giữa thị giá và mệnh giá có mối liên hệ phụ thuộc, nhưng vẫn có tính độc lập tương đối. Giá cả cổ phiếu có thể trùng, có thể cao hơn và cũng có thể thấp hơn mệnh giá. Thông thường giá bán của các công ty mới phát hành ở thị trường sơ cấp là theo mệnh giá, vì lúc đó người mua chưa có căn cứ để xác định giá cổ phiếu. Còn với các công ty đã hoạt động một thời gian, đã có vị trí nhất định trên thị trường, thì giá bán thường cao hơn mệnh giá. Với những CT hoạt động kém hơn, giá CK của họ có thể không còn được bằng với mệnh giá ban đầu nữa. Thế nhưng, ở Việt Nam tình hình diễn ra lại không hoàn toàn như vậy. Nếu trên thị trường thứ cấp giá cả CK đã phần nào tuân thủ thị trường, chịu tác động của các nhân tố thị trường (cho dù đó là yếu tố tâm lý của các nhà đầu tư chứng khoán), thì giá bán cổ phiếu của các CTNY trên thị trường sơ cấp còn bị can thiệp thô bạo bởi những nhân tố phi thị trường. Có thể nói, các cổ phiếu của các DNNN đã CPH buộc phải bán theo mệnh giá 10.000 đồng/ cổ phiếu, cho dù hiệu quả hoạt động giữa các DN là khác nhau, biểu hiện ở mức cổ tức công bố là rất khác nhau. Việc quy định các DN có tỉ lệ cổ tức hàng tháng khác nhau phải chấp nhận bán cổ phiếu với cùng mức giá là một sự phi lý. Kết quả tất yếu của sự không tôn trọng thị trường đã xảy ra. Chỉ có người thân quen mới có thể mua được cổ phiếu của những DN có tỉ lệ cổ tức chi trả cao. Thị trường sơ cấp rõ ràng đã biến dạng từ trong trứng! Tệ hại hơn, sự méo mó của thị trường sơ cấp lại làm thị trường thứ cấp bị ảnh hưởng. Giá cả của những cổ phiếu được mua với giá thấp trên thị trường sơ cấp như vậy lập tức được tăng nhanh trên thị trường thứ cấp. Trên thị trường mua bán những cổ phiếu chưa NY, giá cả của các cổ phiếu đó có thể tăng gấp nhiều lần. Và chính phủ phải ra tay. Việc quy định giá trần cho các cổ phiếu niêm yết như vậy, thực chất là sự chống đỡ lại thị trường, song không đem lại kết quả như mong muốn, mà chỉ là sai lầm nối tiếp sai lầm mà thôi! Thị trường đã nổi giận: cơn sốt dài về giá cổ phiếu đã để lại nhiều ấn tượng và bài học quý báu cho chúng ta. TTCK đã phụ lòng người, nó không trở thành kênh huy động vốn và tạo điều kiện cho việc sử dụng đồng vốn có hiệu quả, mà trái lại, vốn chủ sở hữu của các DNNN CPH đã thất thoát hàng nghìn tỉ đồng. Đó

là cái giá khá đắt cho những bài học quý báu: để có mức giá hợp lý của các cổ phiếu trên thị trường sơ cấp cần phải qua đấu giá, chính cung - cầu về những cổ phiếu mới phát hành lần đầu sẽ quyết định giá của các cổ phiếu đó.

- **Cuối cùng** là vấn đề về thông tin. Cung cấp thông tin cho thị trường ở Việt Nam hiện nay vẫn là những hạn chế lớn. Biết rằng, khắc phục vấn đề thông tin không đối xứng trên thị trường là không thể được, nhưng chúng ta phải có sự quan tâm đồng đều đến việc cung cấp thông tin trên cả hai thị trường. Hiện nay, trên thị trường sơ cấp, thông tin còn thiếu tính công khai. Việc định giá tài sản công ty thường thấp hơn nhiều so với giá thị trường, tính chiếu lệ sơ sài của các phương án CPH của doanh nghiệp so với bản cáo bạch của các công ty muốn niêm yết trên TTGDCK v.v... Tất cả những điều đó thể hiện sự không đồng bộ trong quản lý của nhà nước đối với hai thị trường này. Thực tế, nếu chúng ta gắn được quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp với vấn đề phát hành cổ phiếu ra công chúng, thì việc đăng kí NY trên TTGDCK của các CTCP chỉ còn dựa vào các tiêu chuẩn, như quy mô vốn của DN, lượng cổ phiếu, tình hình hoạt động kinh doanh của công ty... Việc phát hành cổ phiếu ra công chúng sẽ tạo một nguồn cung hàng hoá mới, hàng hoá thực sự cho TTCK. Thị trường sơ cấp, mới có điều kiện hồi sinh và liên tục phát triển.

Như vậy để thị trường sơ cấp hồi sinh trở lại, vấn đề cấp bách hiện nay là cần có những cơ chế để làm tăng mối quan tâm của các DN đến TTCK. Các DN phải thực sự thấy rằng đây là nơi huy động vốn hữu hiệu nhất. Trong điều kiện như hiện nay, cần có các biện pháp kích thích DN phát sinh nhu cầu vốn đầu tư. Mặc dù nhà nước đã có những ưu đãi đáng kể cho DN. Song, điều quan trọng là các DN chưa có nhu cầu gọi vốn. Họ đang dúi dự án trong khi nền kinh tế đang thừa vốn. Do vậy, ngoài những ưu đãi trên cổ phiếu, Nhà nước cần cải thiện môi trường đầu tư, hỗ trợ DN trong việc tìm kiếm đối tác, mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm v.v... Một điều cũng rất quan trọng để các công ty quan tâm hơn đến TTCK là các biện pháp khuyến khích trên phải gắn liền với việc hạn chế, đi đến chấm dứt những khoản vay không hợp lý từ ngân hàng, của các DN, đặc biệt là các DNNN. Chỉ có như vậy, TTCK Việt Nam mới bước ra khỏi tình

trạng hoạt động lệch pha, không bình thường như đã từng xảy ra ở nước ta.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- 1 F.S. Mishkin. Tiền tệ ngân hàng và thị trường tài chính. Nhà xuất bản khoa học kỹ thuật, Hà Nội, 1994.
- 2 Huy Nam. Thị trường chứng khoán. Tại sao? Nhà xuất bản Trẻ, Tp. Hồ Chí Minh, 2002.
- 3 Phạm Văn Quan. Chứng khoán và tìm hiểu thị trường chứng khoán. Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội, 2001.
- 4 Tạp chí Chứng khoán Việt Nam năm 2000, 2001, 2002, 2003.
- 5 Tạp chí Đầu tư Chứng khoán năm 2001, 2002, 2003.
- 6 Tạp chí Ngân hàng 2000, 2001, 2002, 2003.