

Vấn đề vốn cho phát triển cho đến bây giờ vẫn thực sự là nỗi lo hàng đầu cho các doanh nghiệp trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt của thị trường. Một trong những giải pháp tối ưu về vốn ở tầm chiến lược lâu dài là thành lập thị trường chứng khoán. Hình thành và phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) hiện đang là vấn đề bức xúc trong nền kinh tế nước ta.

Nhưng như mọi người đều biết, muốn có TTCK thì phải có chứng khoán, cũng tức là phải có hành hoá cho thị trường đó. Chứng khoán lưu hành trên TTCK thường bao gồm các loại trái phiếu dài hạn và các loại cổ phiếu. Việc hình thành một TTCK chỉ có ý nghĩa khi tạo ra và duy trì được hoạt động của nó. Muốn vậy phải có nguồn cung và cầu chứng khoán cũng như không thể thiếu các định chế tài chính trung gian làm cầu nối giữa cung và cầu chứng khoán.

Nhìn vào thực tế nước ta, trong hơn 10 năm đổi mới, nền kinh tế liên tục tăng trưởng với tốc độ cao, đặc biệt là giai đoạn 1991 - 1995 tốc độ tăng trưởng đạt bình quân 8,2%/năm, cao hơn bất cứ giai đoạn phát triển nào trước đó. Nhưng cũng trong quá trình phát triển đó, nền kinh tế luôn luôn lâm vào tình trạng thiếu vốn. Xây dựng các doanh nghiệp mới theo hướng công nghiệp hoá, hiện đại hoá thiếu vốn đã đành, ngay những doanh nghiệp hiện đang hoạt động cũng không đủ vốn để duy trì hoạt động, nhất là để đổi mới trang thiết bị. Bước sang những năm đầu của kế hoạch 1996-2000, năm 1996 vẫn duy trì ở mức cao 9%, nhưng sang năm 1997, một mặt do thiên tai, một mặt khác do ảnh hưởng cuộc khủng hoảng tiền tệ của các nước trong khu vực, tình trạng đối vốn càng trở nên trầm trọng hơn, nên tốc độ tăng trưởng chỉ còn 8,8%. Năm 1998 có thể còn thấp hơn nếu như không có giải pháp có hiệu

MỘT SỐ BIỆN PHÁP TĂNG CUNG CẦU CHỨNG KHOÁN

Thạc sĩ BÙI KIM YẾN



quá.

Trong khi nền kinh tế đối vốn thì nhiều nguồn vốn nhàn rỗi trong dân cư, trong các tổ chức kinh tế xã hội và cả trong các doanh nghiệp lại chưa có biện pháp hữu hiệu để huy động. Việc hình thành và phát triển TTCK thông qua việc mua bán chứng khoán sẽ giúp cho việc giao lưu vốn từ người có vốn đến người cần vốn được dễ dàng và linh hoạt hơn.

Để thúc đẩy việc hình thành và phát triển TTCK, chúng tôi đề nghị nên tích cực tìm giải pháp từ 2 mặt: tăng cung chứng khoán và tăng cầu chứng khoán.

1. Tăng cung chứng khoán

Các chứng khoán lưu hành trên thị trường chứng khoán gồm các loại trái phiếu dài hạn và cổ phiếu.

a. Trái phiếu dài hạn:

Từ năm 1991 đến nay nhà nước ta rất quan tâm đến việc huy động các

nguồn tài chính qua việc phát hành trái phiếu. Nhiều văn bản pháp quy về việc phát hành trái phiếu đã được ban hành, trong đó có các loại như: tín phiếu kho bạc; trái phiếu công trình; trái phiếu doanh nghiệp...

Nhưng đáng tiếc, trong các loại trái phiếu trên, trái phiếu kho bạc chiếm vị trí cao nhất và chủ yếu lại là trái phiếu ngắn hạn. Trong giai đoạn 1991-1995 đặc biệt là từ 1992 trở đi mỗi năm thông qua trái phiếu kho bạc huy động cho ngân sách nhà nước hàng ngàn tỷ đồng. Nhưng trái phiếu ngắn hạn thì tác dụng không lớn. Huy động các nguồn lực tài chính qua hình thức này, người sử dụng chưa làm ra hiệu quả đã phải trả nợ. Bởi vậy nó chỉ thích hợp trong điều kiện dùng để bù đắp bội chi ngân sách. Khi đến hạn, ngân sách nhà nước có thể sử dụng các khoản thu

ngân sách để trả nợ hoặc phát hành trái phiếu mới để trả nợ cũ. Từ góc độ TTCK thì loại trái phiếu này không thể đưa ra lưu hành trên TTCK được.

Các loại trái phiếu khác như trái phiếu công trình, trái phiếu doanh nghiệp, đòi hỏi thời hạn trái phiếu phải dài hơn thì phát hành mới có hiệu quả. Ngay trái phiếu kho bạc cũng đòi hỏi như vậy. Thời gian vừa qua có lẽ do chưa quen hoặc còn chịu ảnh hưởng bởi các đợt nhà nước phát hành công trái trước đây nên nhiều người chưa mạnh dạn mua loại trái phiếu dài hạn. Do đó chỉ mới một vài đơn vị phát hành trái phiếu công trình, còn trái phiếu doanh nghiệp thì hầu như chưa có doanh nghiệp nào phát hành. Tuy vậy, gần đây tình hình đã có nhiều biến chuyển. Vừa qua Ngân hàng Đầu tư và Phát triển phát hành một đợt trái

phiếu với tổng số tiền huy động là 1.000 tỷ đồng. Thời hạn của trái phiếu gồm các loại 1 năm, 2 năm, 3 năm và 5 năm và trả lãi trước năm đầu. Kết quả đáng khích lệ là chỉ trong 18 ngày khách hàng đã mua hết. Điều đó chứng tỏ tiềm lực về vốn trong dân chúng không phải là nhỏ, vấn đề ở chỗ chúng ta có biết khơi gợi khả năng đó hay không.

Tình hình trên cho thấy việc mở rộng hơn nữa diện phát hành trái phiếu dài hạn là có thể được. Bởi vậy, nên có những biện pháp khuyến khích phát hành trái phiếu công trình và trái phiếu doanh nghiệp mạnh mẽ hơn. Trong tình hình các doanh nghiệp cổ phần trong nền kinh tế chưa nhiều, cổ phiếu còn ít, hàng hoá cho TTCK trong giai đoạn đầu chủ yếu sẽ là trái phiếu dài hạn.

b. Cổ phiếu :

Nhà nước đã có chủ trương cổ phần hoá một bộ phận các doanh nghiệp nhà nước (DNNN), nhưng chủ trương này triển khai thực hiện còn quá chậm. Tính đến đầu năm 1998, cả nước mới có 21 DNNN được cổ phần hoá và khoảng hơn 100 công ty cổ phần ngoài quốc doanh mới thành lập, nhưng tất cả lại đều là công ty cổ phần nội bộ, chưa đủ tiêu chuẩn là công ty cổ phần đại chúng. Cổ phiếu các công ty cổ phần này chưa thể lưu hành trên TTCK... Bởi vậy, để có nhiều cổ phiếu lưu hành trên TTCK, một mặt cần đẩy nhanh tiến độ cổ phần hoá, nhất là cổ phần hoá các DNNN có qui mô lớn làm ăn có hiệu quả đủ tiêu chuẩn trở thành công ty cổ phần đại chúng; một mặt khác, phải chuyển một số các công ty cổ phần đủ điều kiện thành công ty cổ phần đại chúng. Với nghĩa vụ phải công khai thông tin trên TTCK, chắc chắn các công ty này sẽ tạo niềm tin trong công chúng và mau chóng tạo nguồn chứng khoán dồi dào cho TTCK.

2. Tăng cường chứng khoán

Các nguồn lực tài chính còn tồn đọng trong dân cư, trong các tổ chức

kinh tế xã hội và cả trong doanh nghiệp. Muốn huy động được những nguồn lực này cần có chính sách hợp lý tạo ra cầu chứng khoán. Kinh nghiệm đợt phát hành trái phiếu của Ngân hàng Đầu tư và Phát triển trong thời gian vừa qua cho thấy rõ: khi tình hình chính trị và kinh tế vĩ mô ổn định, mà lãi suất trái phiếu lại qui định hợp lý, bảo đảm được lợi ích cho người mua, thì việc phát hành trái phiếu dài hạn cũng không phải là việc khó.

Vấn đề mua cổ phiếu cũng thế. Năm 1997, việc cổ phần hoá khách sạn Saigon ở thành phố Hồ Chí Minh và khách sạn Phú Gia ở Hà Nội cũng tiến hành rất nhanh gọn. Khách sạn Phú Gia chỉ trong 4 ngày bán hết 4.000 cổ phần. Điều đó nói lên những người có tiền giờ đây đã bắt đầu chú ý đến việc đầu tư vốn vào kinh doanh, nhưng tất nhiên là họ phải thấy trước việc đầu tư này là có lợi hơn việc gửi tiết kiệm.

Nền kinh tế đang đói vốn, nhưng muốn huy động được vốn lại phải trả giá. Hiệu quả kinh doanh của nhiều doanh nghiệp quá thấp, không đủ sức để trả giá cho việc huy động vốn. Trước tình hình đó chúng tôi đề nghị:

(1) Để có thể tăng cường cầu chứng khoán, nhà nước cần có chính sách

lãi suất hợp lý đối với các loại trái phiếu dài hạn, làm sao để lãi suất trái phiếu dài hạn đủ sức kích thích những người có tiền dám bỏ tiền đầu tư vào loại chứng khoán này. Đối với cổ phiếu, khi cổ phần hoá các DNNN, việc đánh giá cũng cần mềm hoá, làm sao để hấp dẫn công chúng, thì việc bán cổ phiếu chắc chắn sẽ dễ dàng.

(2) Nhưng lãi suất trái phiếu, hoặc cổ phiếu hấp dẫn đối với người mua, trái lại sẽ gây khó khăn cho người bán tức người phát hành. Do hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp hiện nay quá thấp, nên phát hành các loại chứng khoán này, lãi suất kinh doanh của nhiều doanh nghiệp có thể sẽ không đủ để trả lãi trái phiếu hoặc cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đề nghị nhà nước cần tạo mọi điều kiện cần thiết cho việc phát hành trái phiếu dài hạn như giảm thuế lợi tức (thuế thu nhập doanh nghiệp) cho phần lãi suất do các doanh nghiệp huy động vốn dưới hình thức trái phiếu dài hạn đưa lại trong thời gian hạn định. Cụ thể là :

- Nếu dự án được đầu tư bằng nguồn trái phiếu dài hạn thì coi như công trình mới và cho được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm đầu.

- Nếu dự án được đầu tư bằng một phần vốn từ nguồn phát hành trái

phiếu dài hạn thì phần lãi suất của dự án tương ứng với tỷ lệ nguồn vốn trái phiếu dài hạn cũng được hưởng ưu đãi miễn thuế như trên.

Để khuyến khích các doanh nghiệp cổ phần hoá cũng cần phải có qui định cho được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm đầu đối với doanh nghiệp cổ phần hoá. Trong quá trình kinh doanh nếu có nhu cầu huy động vốn thêm dưới hình thức cổ phiếu thì cũng được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp 2 năm đầu theo tỷ lệ tương ứng với tỷ lệ phần vốn huy động thêm dưới hình thức phát hành cổ phiếu mới.

Tăng cường cầu chứng khoán chỉ mới là điều kiện cần thiết để hình thành TTCK. Để có thể hình thành và phát triển được TTCK còn đòi hỏi vai trò môi giới của các định chế tài chính trung gian như : các ngân hàng thương mại, các công ty tài chính, công ty bảo hiểm và các quỹ đầu tư. Với bước đầu hoạt động của các tổ chức tài chính trung gian của nhà nước sẽ làm khuôn mẫu, bước tiếp theo để tăng cường tính cạnh tranh, các định chế tài chính trung gian thuộc các thành phần kinh tế khác sẽ ra đời và hoạt động góp phần vào sự phát triển của TTCK ■

