

đầu tư chỉ được sử dụng một loại lệnh duy nhất : lệnh giới hạn. Cùng với việc nới rộng biên độ giao động giá lên  $\pm 7\%$ , việc cho phép nhà đầu tư sử dụng thêm loại lệnh thị trường, sẽ tạo thêm sức hấp dẫn, sôi động của thị trường.

- Đề nghị cho phép áp dụng nghiệp vụ bán khống (short sale): Hiện nay, có một số quan điểm, nhìn nhận nghiệp vụ này, như một hoạt động mang tính đầu cơ thuần túy, gây nguy cơ bất ổn cho thị trường,...và do đó đề nghị không nên áp dụng. Thực ra, xét về bản chất, đây là một hoạt động đầu cơ giá xuống, cũng không có gì tiêu cực hơn, hoạt động đầu cơ giá lên. Công cụ nào cũng có tính 2 mặt của nó; vấn đề là cơ chế quản lý, giám sát ra sao, để có thể hạn chế tối đa, mặt tiêu cực của nó. Có điều là, với sự có mặt của nghiệp vụ này, TTCK sẽ thêm sôi động và hấp dẫn hơn, đối với nhà đầu tư.

- Cần đặc biệt quan tâm và vận dụng các biện pháp thích hợp (bao gồm cả việc hỗ trợ về tín dụng, ưu đãi về thuế, chính sách bán cổ phần trong các DNNN thực hiện cổ phần hoá,...), nhằm tăng cường thu hút các nhà đầu tư cá nhân. Đây cũng chính là lực lượng đông đảo nhất, có tiềm năng vô cùng lớn, xét cả về số lượng, cũng như tổng mức vốn đầu tư trên thị trường.

- Cùng với các nhà đầu tư cá nhân, sự hiện diện của các tổ chức đầu tư, cũng có vai trò hết sức quan trọng. Với số lượng không đông, song lại có tổng mức vốn đầu tư rất lớn. Vì vậy, cần khẩn trương xúc tiến thẩm định, các dự án thành lập quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ.

- Với các nhà đầu tư nước ngoài, cần áp dụng các biện pháp khuyến khích, nới lỏng thoải đáng, như : cho phép tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của họ đối với tổ chức niêm yết, phù hợp thông lệ quốc tế; cho phép họ được mở tài khoản giao dịch tại các công ty chứng khoán;...Trên cơ sở đó, tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư nước ngoài, tham gia đầu tư đồng đẳng hơn.

Thứ ba: Cần xúc tiến những vấn đề liên quan tới việc kiện toàn mô hình TTCKVN.

- Khẩn trương hoàn thiện khung pháp lý, quy trình kỹ thuật tác nghiệp, cũng như cơ sở vật chất cần thiết, của thị

trường OTC, để có thể sớm đưa vào vận hành, mô hình thị trường phi tập trung này.

- Từng bước hiện đại hoá và nâng cấp hoạt động của TTGDCK, nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng hoạt động giao dịch và tiến tới hoàn thiện thành Sở giao dịch chứng khoán VN.

- Thực hiện các biện pháp, khuyến khích các tổ chức định mức tín nhiệm trong và ngoài nước tham gia thị trường.

- Xúc tiến thực hiện dự án thành

lập Trung tâm lưu ký chứng khoán, hoạt động độc lập, trực thuộc UBCKNN.

Trên đây là những suy nghĩ bước đầu, về một số giải pháp cần thiết, nhằm góp phần tạo ra sự khởi sắc thực sự, cho TTCKVN. Hy vọng TTCKVN sẽ sớm vượt qua thời kỳ suy thoái hiện nay, để có thể vững bước vào giai đoạn mới – giai đoạn của sự phát triển vững chắc ■

## Một số giải pháp huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu ở nước ta

Thạc sĩ TRẦN THỊ MỘNG TUYẾT

**T**rong nền kinh tế hiện nay, cùng với việc huy động vốn trong dân qua hình thức thu hút tiền gửi tiết kiệm và kỳ phiếu ngân hàng, hình thức cổ phiếu và trái phiếu ngày càng trở nên quan trọng, nhất là trong việc huy động vốn trung và dài hạn phù hợp với xu thế chung của thế giới trong những năm gần đây, ở nước ta thị trường cổ phiếu và trái phiếu đã bắt đầu hình thành... Ngoài thị trường chứng khoán, việc hình thành cổ phiếu và trái phiếu ở nước ta còn diễn ra ở những nơi sau:

1. Cổ phiếu của các công ty được thành lập mới hay tăng thêm vốn cổ phần.

Các công ty cổ phần là loại hình kinh tế tư nhân ở Việt Nam, khi thành lập mới hay tăng thêm vốn, thường gọi vốn cổ phần chủ yếu ở người quen, bạn bè... không phát hành cổ phiếu ra thị trường chứng khoán như những nước khác, cũng không phát hành cổ phiếu ra công chúng. Nhu cầu mua bán lại cổ phiếu cũng không nhiều. Do đó doanh nghiệp tư nhân chưa hình thành kênh thu hút vốn chủ yếu.

2. Doanh nghiệp nhà nước (DNNN) cổ phần hóa bán cổ phiếu cho cổ đông.

Tính đến tháng 5.2002 ở Việt Nam có khoảng 900 doanh nghiệp đã được cổ phần hóa, bán lại, cho thuê. Trong đó gần 90% là cổ phiếu hóa. Những doanh nghiệp này chuyển quyền sở hữu, chủ yếu bán cổ phiếu cho cán bộ, công nhân viên, tỷ lệ bán ra cho công chúng bình quân chỉ chiếm 10% vốn cổ phiếu của công ty. Cổ phiếu của các công ty cổ phần hóa phát hành lần đầu và mua lại lần sau không niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK). Khối lượng cổ phiếu được chuyển nhượng, mua bán lại rất ít.

3. Trái phiếu công ty, trái phiếu ngân hàng thương mại (NHTM) và trái phiếu chính phủ.

+ Trái phiếu công ty: tính đến nay có một số DNNN phát hành trái phiếu ra công chúng với tổng khối lượng vốn khoảng vài trăm tỉ đồng, để đầu tư cho một số dự án của doanh nghiệp, được bảo lãnh của Bộ tài chính.

+ Trái phiếu chính phủ được phát hành theo 3 kênh:

- Niêm yết phát hành trên TTCK.

- Tổ chức đấu thầu phát hành tín phiếu kho bạc nhà nước giữa các định chế tài chính tiền tệ, các NHTM do Nhà nước tổ chức, với quy mô 4.000 – 5.000 tỉ đồng mỗi năm, thời hạn tín phiếu dưới 1 năm.

- Kho bạc nhà nước trực tiếp bán lẻ trái phiếu ra dân chúng, với doanh số khoảng 6.000 – 7.000 tỉ đồng mỗi năm, thời hạn trái phiếu 2 năm.

Tuy nhiên đến nay vẫn chưa hình thành thị trường mua bán lại trái phiếu.

Theo yêu cầu phát triển kinh tế, để thị trường cổ phiếu, trái phiếu trở thành kênh chủ yếu huy động vốn trong dân, cần thực hiện một số giải pháp sau:

Thứ nhất, cần phải tổ chức thị trường giao dịch cổ phiếu cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Các doanh nghiệp nhỏ và vừa có tiềm năng phát triển tốt, nhưng chỉ vì không đủ điều kiện về vốn, về tỷ lệ cổ phiếu phát hành ra công chúng mà không được niêm yết. Hiện nay tuy chưa chính thức hình thành thị trường mua bán lại cổ phiếu và trái phiếu, nhưng cũng đã xuất hiện cung cầu trên thị trường, khách hàng mua bán trực tiếp với nhau, hay có thể gọi đó là thị trường tự do. Tình hình này không những ảnh hưởng đến lợi ích chính đáng của các nhà đầu tư, mà còn ảnh hưởng đến giá cả thị trường chính thức. Theo dự kiến trong giai đoạn 2001 – 2010, Nhà nước sẽ cổ phần hóa 2.000 DNNN, trong đó có 75% là doanh nghiệp nhỏ và vừa. Do đó cần phải tổ chức thị trường giao dịch cổ phiếu cho các doanh nghiệp loại này, có thể gọi đó

là thị trường tập trung, nhưng cũng phải bảo đảm nguyên tắc của TTCK, bao gồm nguyên tắc trung gian, định giá theo qui luật cung cầu và công khai.

Thứ hai, Chính phủ cho dừng phát hành trái phiếu qua kênh bán lẻ của hệ thống kho bạc nhà nước, tập trung phát hành qua kênh đấu thầu của NHNN và trên TTCK. Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM đi vào hoạt động đã không đạt được mục tiêu ban đầu đề ra là đưa trái phiếu chính phủ trở thành hàng hóa chủ đạo cho thị trường. Biện pháp này góp phần tăng số lượng hàng hóa cho TTCK, tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động của TTCK. Trên thực tế, TTCK Việt Nam hiện nay chưa có ảnh hưởng đáng kể đến nền kinh tế nói chung và thị trường vốn nói riêng. Thị trường chính thức của Việt Nam vẫn biến động bất thường, khó nắm bắt và không phản ánh đúng tình hình kinh tế và các chính sách kinh tế vĩ mô. Giá trái phiếu vẫn còn chịu ảnh hưởng của yếu tố tâm lý và các biện pháp hành chính là chủ yếu. Để khắc phục dần các yếu kém này, việc thay đổi kênh phát hành trái phiếu chính phủ theo hướng nêu trên là rất cần thiết.

Thứ ba, cần phổ biến phương pháp định giá cổ phiếu và định giá doanh nghiệp cho công chúng đầu tư chứng khoán để giúp họ có thể chọn cho mình một nơi đầu tư tốt nhất. Người đầu tư chứng khoán hiện nay còn thiếu kiến thức và thiếu những thông tin cần thiết. Trong khi việc đầu tư trên TTCK đòi hỏi phải tìm hiểu cân nhắc giá trị doanh nghiệp và định giá cổ phiếu, thì những người đầu tư lại không có điều kiện cũng như thiếu thông tin cần thiết để làm việc này. Một yếu tố đáng tin cậy để định giá cổ phiếu, đó là căn cứ vào lợi nhuận của công ty. Nếu một công ty làm ăn phát đạt, sẽ có cơ sở để trả cổ tức cho cổ đông và giữ lại một tỷ lệ lợi nhuận không chia được dùng vào việc tái đầu tư và do vậy, tạo điều kiện để công ty sinh lợi được nhiều hơn và sẽ trả cổ tức cao hơn trong tương lai. Nói cách khác, lợi nhuận tạo thu nhập cho cổ đông không chỉ trong hiện tại, năm

sau mà còn ở các năm tới nữa.

Với những kiến thức định giá cổ phiếu và định giá doanh nghiệp được nâng lên, công chúng ngày càng quan tâm đến việc đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu tạo ra kênh huy động vốn trung và dài hạn ngày càng hấp dẫn để đưa nền kinh tế đến những bước phát triển mới.

Thứ tư, cải cách NHTM gắn với cải cách doanh nghiệp theo định hướng thị trường. Quan hệ giữa NHTM và doanh nghiệp được chuyển đổi theo định hướng thị trường sẽ tăng cường khả năng hạch toán kinh doanh, nâng cao hiệu quả nguồn vốn xã hội. Hiện nay, sự bao cấp thông qua hình thức tín dụng ngân hàng dẫn đến sự lệch lạc kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Xây dựng thể chế thị trường, như việc tăng cường tính công khai về cạnh tranh thông tin, điều kiện bảo đảm an toàn và giám sát tài chính là việc làm cần thiết phải tiến hành song song với quá trình tự do hóa tài chính nhằm tránh những thất bại của thị trường, đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả. Hiện nay, Việt Nam chưa có một cơ chế công bố thông tin đầy đủ về doanh nghiệp và ngân hàng, hệ thống kế toán theo tiêu chuẩn Việt Nam là một trở ngại lớn và làm lệch lạc việc đánh giá hiệu quả kinh doanh và kiểm tra giám sát đối với hoạt động của các ngân hàng và doanh nghiệp trong nước. Như vậy, cải cách các NHTM cùng với cải cách các doanh nghiệp trong nước cần được đẩy mạnh hơn nữa, nhằm đảm bảo nguồn lực tài chính được sử dụng và phân bổ một cách hiệu quả hơn.

Thực hiện các giải pháp nêu trên sẽ tạo điều kiện cho việc huy động vốn trong dân thông qua việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu ở nước ta tương thích dần với thị trường vốn, tránh được những trở ngại, khó khăn thậm chí là nguy hiểm đối với nền kinh tế Việt Nam trong quá trình vận hành theo cơ chế thị trường ■