

1. Về tiến trình cổ phần hóa các DNNN

Phải thấy rằng từ khi có những chính sách phù hợp hơn cho thực tế, trên phạm vi cả nước, tiến độ thực hiện cổ phần hóa các DNNN đã có những bước nhảy vọt khá tốt. Chỉ riêng năm 1998, là năm ban hành Nghị định 44/1998/NĐ-CP, đã có 90 DNNN được cổ phần hóa, nghĩa là gấp 3 lần so với 7 năm trước đó; và trong năm 1999, đã có thêm 250 DNNN được cổ phần hóa, nâng tổng số các DNNN được cổ phần hóa lên 370 doanh nghiệp. Năm 2000, tổng số DNNN được cổ phần hóa đã nâng lên trên số 525 doanh nghiệp và đến tháng 6.2001 là 700, trong đó ít nhất là 80 doanh nghiệp đã có đủ điều kiện niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Riêng Thành phố Hồ Chí Minh, tính đến thêm 6 tháng đầu năm 2001, tổng số DNNN được cổ phần hóa đã đạt xấp xỉ 90 doanh nghiệp, hầu hết đều có sự tăng trưởng từ tốt đến khá tốt, không kể một ít doanh nghiệp có hiệu quả rất cao; và phải đến 40 doanh nghiệp có vốn điều lệ trên 10 tỷ (một ít trong số đó phải điều chỉnh cơ cấu cổ phần bán ra công chúng để đạt điều kiện niêm yết).

Tuy kết quả khá khả quan như vậy, nhưng nhìn chung thì việc thực hiện cổ phần hóa vẫn bị đánh giá là chậm so với kế hoạch và sự mong đợi. Nguyên nhân thì chắc đã rõ, có nhiều nguyên nhân, như chính sách chưa đủ sức khuyến khích, thủ tục xác định pháp lý về quyền sở hữu tài sản cố định là nhà xưởng vật kiến trúc còn rườm rà, các khoản tổn thất về nợ khó đòi, các khoản lỗ, vật tư ứ đọng chậm luân chuyển...v.v., việc tuyên truyền giới thiệu về ý nghĩa tác dụng của chủ trương cổ phần hóa DNNN chưa đủ liều lượng, cho nên chưa có sự tích cực hưởng ứng. Tuy nhiên, nếu bên cạnh một phần khá lớn những vướng mắc về tài chính công nợ của doanh nghiệp đã và đang được Bộ Tài chính tháo gỡ rất tích cực; thì nổi lên vấn đề vướng mắc làm chững lại tiến trình, đó là cái nhìn chưa thống nhất đối với cổ phần hóa. Đường như có sự ngộ nhận, hoặc là chưa nhất quán trong quan điểm cổ phần hóa DNNN, như có cái gì trùng lẫn với bán DNNN. Theo tôi thì trong cổ phần hóa, việc xác định giá trị doanh nghiệp chỉ là cơ sở để xây dựng phương án mời gọi xã hội tham gia cổ phần, trong đó có chuyển đổi cơ cấu sở hữu vốn Nhà nước hiện có tại doanh nghiệp, lần việc huy động thêm vốn để phát triển quy mô doanh nghiệp. Suy cho cùng yếu tố quyết định sự thành công hay thất bại của phương án cổ phần hóa là kế hoạch và chiến lược làm ăn trong tương lai. Người mua cổ phần là người thực hiện việc góp vốn vào do-

BÀN VỀ CỔ PHẦN HÓA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC VÀ TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Thạc sĩ NGUYỄN THIÊNG ĐỨC

anh nghiệp, vì đã nhất trí với phương án sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp; không phải họ mua tài sản của doanh nghiệp.

Tuy nhiên lâu nay chúng ta vẫn nghe nói đến việc định giá đắt rẻ, khi cổ phần hóa, chỉ vì phương pháp định giá trị doanh nghiệp được tiến hành theo kiểu kiểm kê tài sản và xác định lại theo thời giá thị trường; trong đó về giá trị bất động sản thì không tính giá trị đất. Mà đa phần các DNNN hiện nay đều đang có những bất động sản tọa lạc tại những mặt bằng rộng rãi, địa điểm trung tâm, vị trí thuận lợi... Người ta dễ thấy sự chênh lệch giá trị khi so với giá cả mua bán nhà ở dân cư, với cùng vị trí như vậy. Và nhất là trong tình trạng đồng thời hiện nay, đang có sự sục sôi giá cả cổ phiếu của Trung tâm giao dịch chứng khoán, nên người ta đua nhau tranh mua cổ phần của các DNNN cổ phần hóa, bất kể và cũng không cần biết tình hình tài chính hoặc chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp sắp tới ra sao, chỉ cần đó là doanh nghiệp có tên tuổi quen thuộc.

Do vậy, hiện nay khi đánh giá cổ phần hóa DNNN, mỗi người, mỗi tổ chức tùy theo hiểu biết, nhận thức, góc nhìn, có sự đánh giá khác nhau về kết quả và giá trị thực tiễn của nó, đã tạo nên khá nhiều tác động, ảnh hưởng đến tiến trình cổ phần hóa DNNN.

2. Về mối quan hệ giữa cổ phần hóa để tạo hàng hóa cho Thị trường chứng khoán, khi mà Trung tâm giao dịch chứng khoán đã hoạt động.

Thị trường chứng khoán là nơi giao lưu cho luồng tiền nhàn rỗi trong xã hội trở thành vốn đầu tư vào sản xuất kinh doanh, là nơi cung cấp cho công chúng một môi trường đầu tư lành mạnh với các cơ hội lựa chọn phong phú và qua đó góp phần mở rộng sản xuất xã hội. Với vai trò tích cực trong việc huy động vốn đầu tư như vậy, cho nên đến nay, có thể nói thị trường chứng khoán đã phát triển đến mức không thể thiếu được trong đời sống kinh tế của mọi quốc gia theo cơ chế thị trường và nhất là ở những

nước đang phát triển, đang rất cần thu hút nguồn vốn dài hạn cho nhu cầu đầu tư vào nền kinh tế.

Chúng ta đã có Trung tâm giao dịch chứng khoán, nhưng đến nay chỉ là việc giao dịch mua bán cổ phiếu của 6 công ty cổ phần niêm yết (REE, SACOM, HAPACO, TRANSIMEX, LAFOCO và SGH) với giá trị vốn điều lệ non 400 tỷ đồng, nhưng thực tế cũng chỉ của khoảng 50% số cổ đông ngoài Nhà nước đưa cổ phiếu ra giao dịch. Giá cả giao dịch thì dao động ở mức 5 - 7 lần so với mệnh giá, thậm chí có loại đã đạt ngưỡng hơn 10 lần.

Nếu cho rằng thị trường chứng khoán là phong vũ biểu của nền kinh tế, như các nguyên tắc về lý luận, các chỉ số giá của thị trường này sẽ phản ánh động thái của nền kinh tế một cách nhạy bén và chính xác: giá tăng cao cho thấy đầu tư đang mở rộng, kinh tế tăng trưởng; ngược lại giá giảm biểu hiện các dấu hiệu tiêu cực của nền kinh tế. Nhưng thực trạng của chúng ta hiện nay thì chưa thể kết luận được gì (!).

Mặt khác, mọi người đều biết là còn quá thiếu "hàng hóa" cho thị trường này. Thực vậy, thống kê qua 100 phiên giao dịch (8 tháng từ 28.7.2000 đến 28.3.2001) chỉ có 7.432.000 cổ phiếu được mua bán, chiếm 23,14% tổng khối lượng cổ phiếu niêm yết và đạt tổng giá trị giao dịch 251,636 tỷ đồng, chiếm 19% tổng giá trị cổ phiếu niêm yết. Đây hoàn toàn là giao dịch thứ cấp, nghĩa là không huy động thêm vốn mới cho nền kinh tế, mà chỉ là mua đi bán lại vốn cổ phần hiện hữu.

Thực trạng này cho thấy có sự mất cân đối nghiêm trọng giữa cung và cầu chứng khoán, dẫn đến sự tăng giá liên tục suốt thời gian qua. Giải pháp cần thiết là phải tăng cung, tức là rất cần có thêm hàng hóa chứng khoán, mà theo Vụ phát hành chứng khoán của Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã phát biểu (Hội thảo ngày 8.5.2001 do VCCI và UBCKNN đồng tổ chức), giải pháp đầu tiên là phải gia tăng cổ phần hóa DNNN.

Cổ phần hóa DNNN là quá trình chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần, nhằm huy động vốn nhân rồi trong công chúng đưa vào đầu tư cho hoạt động kinh tế. Do đó cũng đòi hỏi phải có thị trường chứng khoán, để công chúng mua cổ phiếu, đồng thời cũng là nơi giải quyết nhu cầu mua bán chuyển nhượng nhờ tính thanh khoản cao của cổ phiếu. Cho nên người ta nói thị trường chứng khoán sẽ là nền tảng là cơ sở hạ tầng cho quá trình cổ phần hóa.

Thực tế hiện nay là đối với hầu hết những DNNN cổ phần hóa, việc bán cổ phần được tiến hành trực tiếp tại doanh nghiệp, tuy rằng cũng có doanh nghiệp rất lúng túng và lo lắng không bán được hết cổ phần. Tại các doanh nghiệp cổ phần hóa, dù sao vẫn còn tình trạng vướng mắc về chính sách trong việc bán cổ phần, như việc khống chế mức mua cổ phần còn quá chặt chẽ, cứng nhắc dẫn đến trường hợp một số doanh nghiệp cần huy động thêm vốn nhưng các cá nhân, pháp nhân có tiền không được mua nhiều theo khả năng của họ (nên hoặc họ sẽ thôi không tham gia góp vốn hoặc họ phải mượn danh chia nhỏ cho nhiều người khác đứng tên mua); như quy định ưu đãi cho người lao động thì vẫn còn thiếu cơ chế hỗ trợ trong trường hợp họ không đủ tiền mua số cổ phần trong tiêu chuẩn bán giá ưu đãi của chính họ, trong khi đó lại có quy định khống chế cho những người ở vị trí lãnh đạo hoặc quản lý nghiệp vụ trong doanh nghiệp không được mua cổ phần giá ưu đãi vượt quá mức bình quân số cổ phần giá ưu đãi của các cổ đông trong doanh nghiệp (nên họ không hồ hởi tham gia vì thiệt thòi so với số năm thâm niên công tác cho Nhà nước) hơn thế nữa cũng không được mua cổ phần, đúng mệnh giá, vượt quá mức bình quân của các cổ đông trong doanh nghiệp (theo Pháp lệnh chống tham nhũng, cho nên vừa làm hạn chế việc huy động vốn, vừa làm thương tổn sĩ diện của những cán bộ này, còn không tạo được niềm tin và khuyến khích cho các cổ đông khác mua cổ phần).

Thời gian gần đây lại có hiện tượng doanh nghiệp khổ sở vì số lượng công chúng đăng ký mua cổ phần quá cao so với số lượng bán ra theo cơ cấu sở hữu vốn điều lệ. Tình trạng càng khó kiểm soát, nếu công chúng chuyển tiền cho công nhân viên của doanh nghiệp mua hộ bằng chính tên của công nhân viên đó (rủi ro cao, xét về quan hệ dân sự).

Trường hợp doanh nghiệp lo không bán hết cổ phần, là do trước đây chưa có Trung tâm giao dịch chứng khoán và chưa có sự sôi động giá cổ phiếu quá hấp dẫn như hiện nay. Hơn nữa, tuy có quy định doanh

ng nghiệp có thể bán cổ phần thông qua các tổ chức tài chính, ngân hàng thương mại, sở và trung tâm giao dịch chứng khoán (Điều 5 Nghị định 44/1998/NĐ-CP) nhưng trong thực tế đã có tổ chức không nhận phát hành nếu không được tham gia vào quá trình xác định giá trị doanh nghiệp và xây dựng phương án cổ phần hóa; trong khi doanh nghiệp thì không muốn "tiết lộ", còn theo quy định thì chịu trách nhiệm là Hội đồng xác định giá trị doanh nghiệp. Do vậy, việc bán cổ phần đều do các doanh nghiệp tự đảm nhiệm.

Trường hợp doanh nghiệp khổ sở với số "cổ đông" quá đông như hiện nay, tất nhiên dễ lý giải. Tuy nhiên, có ý kiến cho rằng việc công chúng đổ xô vào mua cổ phần của các DNNN cổ phần hóa là do việc định giá trị doanh nghiệp "rẻ"; vì phương pháp định giá trị doanh nghiệp được tiến hành theo kiểu kiểm kê tài sản và xác định lại theo thời giá thị trường; trong đó về giá trị bất động sản thì không tính giá trị đất. Mà đa phần các DNNN hiện nay đều đang có những bất động sản tọa lạc tại những mặt bằng rộng rãi, địa điểm trung tâm, vị trí thuận lợi... nên người ta dễ thấy sự chênh lệch giá trị so với giá cả mua bán nhà ở dân cư, với cùng vị trí như vậy.

Về việc đưa cổ phiếu ra giao dịch hiện nay, phải thấy rằng, đã có hàng trăm công ty cổ phần đang hoạt động, tại sao chỉ mới 6 công ty niêm yết và khoảng vài công ty khác đang chuẩn bị thủ tục niêm yết. Nghĩa là cũng chỉ có khoảng non 10% công ty sẽ có cổ phiếu giao dịch chính thức nơi Trung tâm giao dịch chứng khoán. Vì vậy tất yếu phải thúc đẩy việc vận động khuyến khích các công ty cổ phần tham gia niêm yết, nhưng đồng thời cũng cần nghiên cứu tạo thêm điều kiện và môi trường cho các công ty niêm yết.

Mặc dù biết những ưu điểm cũng như ưu đãi khi niêm yết, nhưng khá nhiều DNNN cổ phần hóa chưa thể tham gia ngay, vì đa phần có mức vốn dưới 10 tỷ đồng, hoặc do cơ cấu sở hữu vốn ban đầu khi cổ phần hóa chưa đạt tỷ lệ 20% phát hành ra công chúng; nay muốn niêm yết, phải tăng vốn và phát hành thêm cổ phần ra ngoài doanh nghiệp.

Có một số vướng mắc là khi tăng vốn, phải tăng tương ứng cơ cấu thuộc sở hữu Nhà nước trong vốn điều lệ, nhưng nếu Nhà nước không tăng theo mà cơ cấu thì không thể thay đổi do Nhà nước nắm cổ phần chi phối, thì khó khăn cho doanh nghiệp.

Mặt khác, phương án dự ước khả năng sinh lời không cao, nếu tăng vốn sẽ không đảm bảo mức cổ tức hấp dẫn cho cổ đông hiện hữu; trong khi mức lãi suất tín dụng hiện nay đang

có chiều hướng giảm dần, sẽ tác động ngược lại trong tính toán phương án cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Điều này dễ nhận thấy qua các doanh nghiệp đã cổ phần hóa, tuy có nhu cầu vốn nhưng lại xây dựng vốn điều lệ thấp, do năng lực hoạt động không có khả năng sinh lợi không cao từ tự thân DNNN, nay phải xác định giá lại theo mặt bằng giá thị trường đối với tài sản doanh nghiệp, nếu tăng thêm vốn nữa sẽ có "lợi nhuận âm". Do vậy, dù nhà nước có tăng thêm chính sách ưu đãi, các công ty cổ phần này cũng không có khả năng tham gia niêm yết.

Bên cạnh những công ty chưa khả năng tham gia niêm yết ngay, cũng còn khá nhiều công ty đủ điều kiện, nhưng không tham gia niêm yết. Theo một tài liệu công bố, trong số 650 công ty cổ phần, khoảng 80 công ty có đủ điều kiện niêm yết. Vậy thì cần tìm hiểu vì sao các công ty này không muốn tham gia, do điều lệ công ty đã khống chế thời hạn và điều kiện chuyển nhượng giao dịch cổ phần, hay do "cổ đông Nhà nước" chưa đồng ý, hoặc chính sách ưu đãi còn chưa phù hợp lợi ích của doanh nghiệp.

Biết rằng việc cổ phần hóa các DNNN sẽ là nguồn cung cổ phiếu chủ yếu cho thị trường chứng khoán, tuy nhiên cần xây dựng cơ chế thích hợp cho các doanh nghiệp cổ phần hóa được phát hành lần đầu (sơ cấp) ngay trên Trung tâm giao dịch chứng khoán, giúp các doanh nghiệp cổ phần hóa bán cổ phần được nhanh chóng, cũng như sớm thúc đẩy cơ chế đấu thầu chuyển giao hoạt động phát hành sơ cấp này cho các tổ chức trung gian (đại lý hoặc bảo lãnh phát hành) và thực hiện phương thức đấu giá cổ phiếu phát hành. Có thể là phương pháp chào bán (offer for sale) hoặc chí ít cũng theo phương thức chào bán theo thầu (offer by tender) thay vì vẫn cứ phương pháp phát hành trực tiếp ra công chúng bởi chính doanh nghiệp (public issue) như hiện nay.

Ngoài ra, cũng không kém phần quan trọng là cần phải phổ biến bằng nhiều cách trên các phương tiện thông tin đại chúng, những kiến thức cơ bản, tiến đến một phần nâng cao, cho công chúng không chuyên, tránh tình trạng họ háo hức tham gia đầu tư vào lĩnh vực chứng khoán theo "tín đồn" hoặc sẽ đua nhau tranh mua cổ phần của các DNNN cổ phần hóa, bất kể và cũng không cần biết tình hình tài chính hoặc chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp sắp tới ra sao, chỉ cần đó là doanh nghiệp có tên tuổi quen thuộc, trong tình trạng sục sôi giá cả cổ phiếu của Trung tâm giao dịch chứng khoán hiện nay ■