

VỀ THỊ TRƯỜNG VỐN QUỐC TẾ

PTS. LÊ VĂN TỀ và NGUYỄN VĂN HÀ



Từ trước năm 1989, việc tăng số lượng công ty ở các nước đang phát triển, đặc biệt là các nước thuộc châu Mỹ la tinh, đã và đang thu hút vốn từ thị trường quốc tế ngày càng tăng. Chúng cũng đã được tiến hành như vậy, với một phương pháp hạn chế hơn, ngay từ trước năm 1982, nhưng phần lớn các công ty ở các nước đang phát triển trừ một vài nước ở Châu Á, do khủng hoảng nợ nần đã không có khả năng tiếp nhận tài trợ quốc tế trong suốt thời gian những năm 1980.

Hiện nay, cùng với việc tăng dần lòng tin vào những cố gắng điều chỉnh nền kinh tế ở các nước đang phát triển, nhiều công ty đã bắt đầu trở lại việc bán chứng khoán trên thị trường quốc tế. Tháng 6 năm 1989, một ngân hàng Mexico - Ngân hàng thương mại xuất nhập khẩu (Bank comext) phát hành 100 triệu đô-la chứng khoán công ty không an toàn, với tỷ lệ sinh lợi chốt chặt ở mức 17%. Từ đó đến nay, một vài công ty ở Mexico như Teimex, Pemex và Natinsa đã phát hành tiếp tục các chứng khoán ra nước ngoài, cùng với việc nâng tính hấp dẫn về lợi tức của các chứng khoán đó. Theo sau đó, các công ty ở Chile và Venezuela cũng rất sốt sắng đi vào thị trường vốn thế giới.

Bằng việc phát hành các chứng khoán như thế, các nước đang phát triển thực chất đã đưa thị trường chứng khoán của mình hòa nhập vào tổ chức rộng lớn của thị trường tài chính quốc tế. Điều này không làm ai ngạc nhiên bởi vì những chứng khoán được phát hành không những chỉ có lợi cho các công ty mà còn có lợi cho những người đầu tư quốc tế. Các công ty của các nước đang phát triển có khả

năng thực tế phân tán một cách đáng kể vốn cơ bản của họ vào thị trường tài chính khu vực, mà những thị trường đó, luôn giữ trong giới hạn về quy mô và mục đích định trước. Tóm lại lợi nhuận được phân chia cho nền kinh tế ở các nước đang phát triển là mục đích của việc phát hành những chứng khoán như thế đã tạo ra việc đưa một công cụ tài chính mới vào thị trường vốn và điều hòa tiêu chuẩn hạch toán và thông tin trong nước. Với tất cả những sự phát triển này có thể dẫn đến một thị trường vốn khu vực năng động và do vậy, động viên tiết kiệm trong nước.

Rất tiếc, các nước đang phát triển không dễ dàng gì tạo được điều kiện vững chắc để phát hành chứng khoán của mình ra nước ngoài. Hạn chế này diễn ra với một phạm vi không gian rộng bởi vì chứng khoán do các công ty ở các nước đang phát triển, nói chung, khi phát hành và bán cho những người đầu tư nước ngoài cũng đòi hỏi sự bảo đảm mức độ an toàn giống như đối với các nước phát triển. Cũng như vậy, yếu tố chính trị - kinh tế của các nước đang phát triển buộc các nhà đầu tư nước ngoài phải cân nhắc thận trọng trước khi đi đến quyết định mua các chứng khoán do các công ty các nước đang phát triển phát hành. Tình hình kinh tế và chính trị của các nước đang đề cập được coi như là một yêu cầu quan trọng và thường xuyên cần được miêu tả một cách chi tiết cho những người đầu tư tiềm năng biết: tình hình hạch toán công ty, chế độ hạch toán được sử dụng trong các nước đang phát triển có gì phân biệt so với các nước công nghiệp và trong phần lớn các trường hợp, thời hạn và định giá của chứng

khoán được phát hành buộc phải có sự chấp thuận của chính quyền ở các nước đang phát triển.

Hơn 5 năm qua, Tổ hợp Tài chính Quốc tế, gọi tắt là IFC (International Finance Corporation) đã trở nên có ý nghĩa, bao gồm các công ty trong các nước đang phát triển được sự giúp đỡ tài chính thông qua các cung ứng quốc tế từ quỹ đầu tư và chứng khoán. Những cố gắng này đã tạo ra động lực cho sự ra đời Tập đoàn chứng khoán quốc tế gọi tắt là ISG (International Securities Group) vào giữa năm 1989, cung cấp cho dịch vụ ngân hàng đầu tư để tập hợp khách hàng trong các nước phát triển. ISG hiện nay là bộ phận của tổ chức "phân phối bảo hiểm và thất nghiệp", phục vụ cho các nước đang phát triển và thế giới, phục vụ cho hội đồng doanh nghiệp, tài chính, với các chức năng cụ thể sau đây:

- Đóng vai trò là người khuyến nghị đối với các công ty các nước đang phát triển, chỉ dẫn họ tiếp cận với lợi thế có tính cách dài hạn trong công việc phát hành chứng khoán ra nước ngoài.

- Đóng vai trò như một cố động viên với một vài ngân hàng đầu tư quốc tế có tên tuổi, làm môi giới cho các công ty trong các nước đang phát triển đến với thị trường vốn quốc tế. IFC là một tổ chức kinh tế hoạt động có hiệu quả trong việc thực hiện cung cấp chứng khoán, bao gồm việc bán trực tiếp cho các nhà đầu tư.

- Như là người cung cấp thông tin cho cộng đồng những nhà đầu tư thế giới về các cơ hội đầu tư chứng khoán trên các thị trường mới xuất hiện. Kết quả chủ yếu của ISG là mang đến dữ kiện ban đầu của các thị trường mới xuất hiện và cung cấp các thông tin tài chính một cách chi tiết cho trên 800 công ty được đăng ký ở các sở hội đoái, thuộc 20 nước đang phát triển khác nhau.

- Cuối cùng, IFC chú ý đến việc cung cấp cho các công ty thuộc các nước đang phát triển lối vào thị trường vốn quốc tế, thông qua quy mô vốn đầu tư quốc gia với số lượng lớn thuộc một công ty ở một nước đặc biệt nào đó. Đây là bước đầu tiên hợp lô gích, như là "Quỹ nghề nghiệp" để cho những nhà quản lý chọn lựa các công ty đầu tư, và do vậy, những nhà đầu tư tự thân nó, họ không cần hiểu biết chi tiết các công ty khác nhau, trong mỗi nước đang phát triển.

IFC đã từng được sử dụng làm phương tiện để xác lập 26 quỹ quốc gia (bao gồm quỹ chuyên hóa nợ cầm cố) cũng như được sử dụng làm phương tiện xác lập các thị trường chiến lược khác nhau giữa các nước Argentina, Brazil, Chile, Hunggari, Indonesia, Malaysia, Mexico, Philippines, Thổ Nhĩ Kỳ, Cộng hòa Triều Tiên, Thái Lan.

Tóm lại, IFC thực tế đã tạo lập được một vài quỹ khu vực và liên quốc gia. Chúng ta có thể đánh giá toàn bộ giá trị về thị trường hiện hành của quỹ quốc gia được đầu tư vào các nước đang phát triển vào khoảng 10 tỷ đô-la. Cùng với việc quỹ quốc gia đang trở thành như là một sản phẩm được thừa nhận, IFC còn chuẩn bị đi một bước xa hơn bằng việc tài trợ những công ty địa phương tại các nước đang phát triển phát hành các chứng khoán quốc tế. Những nhà đầu tư ban đầu chỉ muốn đầu tư mạo hiểm vào các công ty thuộc các nước đang phát triển bằng cách phân tán vốn cơ bản vào quỹ quốc gia, dần dần họ quan tâm hơn đến các công ty đặc biệt.

Các công ty được nâng đỡ có được sự đánh giá ở thị trường quốc tế là một sự phát triển thuộc giai đoạn thứ ba.

1. Sự hội nhập của từng công ty quốc gia riêng biệt ở các nước đang phát triển đối với việc phát hành chứng khoán.

Đối với những quốc gia với tư cách như là "Người mới đến" với thị trường vốn nước ngoài, chứng khoán đầu tiên mà họ phát hành, nói chung, phải được các công ty lớn bảo lãnh. Những công ty lớn như thế luôn luôn có những dự án đầu tư có ý nghĩa, liên quan đến nhu cầu vốn và họ có thể có khả năng thu hút tốt nhất các loại vốn khác nhau thuộc thị trường vốn khu vực. Họ là người đại diện tiêu biểu trong việc trao đổi, mua bán một cách năng động, trên cơ sở các giao dịch chứng khoán khu vực. Tóm lại, những nhà đầu tư nước ngoài phần lớn chỉ muốn quan tâm đến những công ty có diện hoạt động rộng, không phải vì lý do tên tuổi mà vì những công ty này phát hành chứng khoán với sự bảo đảm khả năng chuyển đổi ra tiền mặt của chứng khoán trong các thị trường tài chính. Đây là sự xem xét quan trọng đối với nhà đầu tư, khi mà thông qua thị trường, sẽ tạo điều kiện để họ bán được chứng khoán đã mua trước đó, với sự yên tâm và với giá cả hấp dẫn.

Những hồ sơ theo dõi của công ty (như hồ sơ theo dõi về khả năng thu lợi nhuận và hồ sơ nợ) cùng tư chất của chính nhà doanh nghiệp đó cũng được coi là rất quan trọng. Rất có ích khi đưa ra một ví dụ như việc tạo ra mức thu nhập vững chắc sẽ thu hút đặc biệt những công ty này so với những công ty ở các nước đang phát triển mà ở đó, tiền lãi và hiệu suất vốn của những công ty này dao động một cách đáng chú ý. Các công ty theo định hướng xuất khẩu (bao gồm những công ty thương mại) cũng là những người bạn hàng tốt trong việc phát hành chứng khoán quốc tế như việc thu được ngoại tệ, thông qua xuất khẩu, thỏa mãn được các trái khoán vay nợ, ngay cả trong thời kỳ phá giá nhanh của đồng tiền nội địa. Việc nhận biết các công ty

đã khẳng định được vị trí của nó trên thương trường là rất quan trọng (liên quan đến cạnh tranh), trong những khu vực mà ở đó có thể thu lợi nhuận lớn hơn, từ sự tăng trưởng kinh tế ở quốc gia đó.

2. Chuẩn bị phát hành chứng khoán

Mỗi khi một công ty riêng lẻ được hợp nhất vào một hoặc vài trung gian tài chính (thí dụ IFC và ngân hàng đầu tư) buộc họ phải tiến hành cấu trúc lại chứng khoán, nghĩa là xác định bản chất và thời hạn cung ứng. Phương pháp này buộc phải thảo luận với những người quản lý công ty để chuẩn bị công cụ tài chính phù hợp nhất với nhu cầu vốn của công ty. Trong một vài trường hợp, công ty cần giá trị cầm cố bổ sung để nâng vốn cơ bản của họ, bảo đảm việc mở rộng vốn như dự kiến. Trong những trường hợp khác, công ty lại có thể đang có tỷ suất nợ trên giá trị cầm cố là trầm trọng và cần được tài trợ ban đầu để giải quyết việc trả nợ. Trong những trường hợp này, các công cụ chuyển hoán giá trị cầm cố như những chứng khoán có thể chuyển đổi ngay ra tiền mặt hoặc là chứng khoán chứng nhận giá trị cầm cố.... có thể là thích hợp đối với một công ty không muốn phát hành cổ phiếu do định giá chứng khoán thấp. Tuy nhiên, giải pháp này sẽ phải chịu một phí tổn cao, nếu công ty này buộc phải sử dụng công cụ nợ mà không có phương tiện bảo đảm giá trị cầm cố (no equity component).

Trong việc xác định một cơ chế thích hợp cho việc phát hành chứng khoán, nhu cầu của công ty phải được đặt trong sự cân đối với quyền lợi ưu tiên của người đầu tư. Trong một số trường hợp nhất định, công ty có thể không có quyền chọn lựa nhiều lần các công cụ có khả năng phát hành. Những công ty nhất định trong các nước đang phát triển đang nợ nần nhiều, không có khả năng phát hành công cụ vay nợ với giá phải chăng, vì một lẽ rất tự nhiên, những người đầu tư có quyền lo xa khi mua một chứng khoán nợ do một công ty cung cấp, trong một nước mà ở đây tình hình nợ nần rất nghiêm trọng. Thay vì họ mua một chứng khoán như thế, họ có thể mua những chứng khoán về giá trị tài sản bị cầm cố với mức giá vừa phải, có nghĩa là trong giới hạn của lãi suất và có tiềm năng sinh lời đáng kể về số vốn bỏ ra.

Mỗi khi cơ chế phát hành chứng khoán được xác lập, công cụ đó phải được đánh giá về mức độ chắc chắn và an toàn của nó. Thông thường những trung gian tài chính kêu gọi những nhà đầu tư, qua sử dụng các giao dịch và kinh nghiệm của họ, đánh giá công cụ được bán, nhưng việc này luôn luôn gặp khó khăn trong các trường hợp chứng khoán được phát hành bởi các

công ty ở các nước đang phát triển và rất ít có điều kiện để so sánh các công ty với nhau thuộc các nước đang phát triển trong việc xác định giá, nếu không hiểu biết một cách đầy đủ các công ty đó.

Khi một công ty cụ thể nào đó đồng ý cơ chế được đề nghị và giá của công cụ vay nợ, khi đó các trung gian tài chính mới tiến hành phát hành chứng khoán cho những người đầu tư. Dù sao đi nữa, trước khi phát hành các thị trường, buộc họ phải nhận được sự chấp thuận của chính phủ ở các nước đang phát triển mà công ty đó đang trú đóng, và trong một số trường hợp cụ thể, ở nước mà ở đó, chứng khoán được phát hành. Phải có sự hiểu biết rõ ràng về cách xử lý thuế thu nhập và tiền lãi đối với số vốn do các nhà đầu tư thực hiện và khả năng chuyển tiền lãi đó về nước một cách tự do.

3. Xác định nơi phát hành chứng khoán

Khi đã biết được rủi ro có thể xảy ra nếu mua một loại chứng khoán nào đó, thì những người đầu tư nào có thể tham gia? Trước hết cần khẳng định rằng, phần lớn những nhà đầu tư có lợi ích riêng trong việc phát hành chứng khoán (đặc biệt là trái khoán công ty) của công ty các nước đang phát triển hướng đến những nhà đầu tư "Flight capital" nghĩa là nếu một công ty ở một nước nào đó muốn thoát khỏi sự trường quốc tế, họ phải chờ đợi một sự tham gia bởi những nhà đầu tư đang nắm giữ tài sản ở nước ngoài. Điều tự nhiên này làm gắn bó các nhà đầu tư này với công ty một cách mạnh mẽ và thân mật.

Mặc dù một số lớn các công ty trong các nước đang phát triển đạt được một sự tăng trưởng đáng kể về việc phát hành chứng khoán nhưng một nhóm những nhà đầu tư chủ yếu dần dần chuyển sang gia nhập vào những nhà đầu tư theo định chế quốc tế như các quỹ trợ cấp, công ty bảo hiểm và các tổ chức tài chính khác. Họ luôn theo đuổi mục đích là phân tán tài sản và thực hiện một loại đầu tư nào đó có mức sinh lợi cao. Như cơ sở số liệu thị trường do công ty tài chính quốc tế cung cấp đã chỉ rõ, việc tiến hành trên thị trường chứng khoán trong các nước đang phát triển không phải là tất cả đều liên hệ chặt chẽ với thị trường thuộc các nước đã công nghiệp hóa. Thậm chí khi thị trường chứng khoán của các nước công nghiệp hóa tiến hành kém hiệu quả thì thị trường của các nước đang phát triển tiến hành có hiệu quả hơn. Sự khác nhau này tạo khả năng cho những người chuyên đầu tư về giá trị tài sản cầm cố phân tán các rủi ro, bằng cách mua các chứng khoán ở các nước đang phát triển. Ngày càng nhiều các nhà đầu tư quốc tế đã và đang nhận thức được lợi thế này ♣