

Kênh huy động vốn trên thị trường chứng khoán Việt Nam được gì?

Thạc sĩ TRẦN THỊ THUỖ LINH

Các doanh nghiệp và Chính phủ có thể huy động vốn trên TTCK thông qua phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu theo luật định. Tuy nhiên, công ty cổ phần là loại hình doanh nghiệp có ưu thế nhất khi huy động vốn trên TTCK, không chỉ phát hành cổ phiếu để tài trợ bằng vốn cổ phần mà còn phát hành trái phiếu để tài trợ bằng nợ vay hay phát hành: quyền mua cổ phần-Right; chứng quyền-Warrant. Các văn bản pháp luật quy định về phát hành chứng khoán cũng đã được Chính phủ, Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán nhà nước ban hành tương đối đầy đủ, đặc biệt vấn đề phát hành cổ phiếu (đấu giá cổ phần) gắn với niêm yết chứng khoán cũng được quy định tại Quyết định 528/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ngày 14.6.2005 tạo hành lang cho TTCK. Hầu hết TTCK các nước được thành lập và khởi đầu từ thị trường trái phiếu, TTCK VN cũng bắt đầu từ thị trường trái phiếu, cụ thể là thị trường trái phiếu chính phủ (TPCP).

Thị trường trái phiếu sơ cấp

Từ năm 1991 đến 2003, kỳ phiếu và trái phiếu kho bạc là công cụ chủ yếu để huy động vốn cho ngân sách nhà nước và cho đầu tư phát triển. Đặc điểm của thời kỳ này là phát hành trực tiếp qua hệ thống kho bạc nhà nước. Về mặt pháp lý, nó đánh dấu một bước tiến quan trọng quá trình chuyển đổi và hoàn thiện cơ chế huy động vốn của Nhà nước, các loại trái phiếu đã phong phú và linh hoạt hơn trong từng giai đoạn, có tác dụng tích cực trong việc thu hút mọi người dân tham gia mua trái phiếu.

Từ tháng 6.1995 trở về trước, việc bán các trái phiếu và tín phiếu kho bạc được thực hiện hoàn toàn thông qua mạng lưới các cơ quan kho bạc, phần lớn số trái phiếu và tín phiếu được bán cho các cá nhân, nên đã dẫn đến trái phiếu được bán lẻ ở phạm vi lớn. Đến năm 2003, thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc Nhà nước, Ngân hàng Nhà nước và Bộ tài chính phối hợp tổ chức đã đạt kết quả lớn ngoài dự kiến trên 15.000 tỷ đồng so dự kiến là 10.000 tỷ. Lãi suất trúng thầu bình quân là 6,189%/năm và sau đó đã giảm 5%/năm. Năm 2004, Bộ tài chính và Ngân hàng Nhà nước cũng đã phối hợp tổ chức được 48 phiên đấu thầu, tổng khối lượng trúng thầu tín phiếu Kho bạc Nhà nước đạt kỷ lục là 20.364 tỷ đồng, nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư cho Chính phủ theo các chương trình trọng điểm và chiến lược của quốc gia. Đây cũng là năm đạt khối lượng trúng thầu cao nhất từ năm 1995- 2004 (năm 1997: 2.917,5 tỷ đồng; năm 1998: 4.011 tỷ đồng; năm 1999: 3.011 tỷ đồng; năm 2000:

3.011 tỷ đồng; năm 2001: 4.766 tỷ đồng; năm 2002: 8.140 tỷ đồng; năm 2003: 15.901 tỷ đồng. Riêng TPCP do Quỹ hỗ trợ phát triển phát hành 900.000 trái phiếu vào ngày 23.4.2004 với lãi suất 8,59%/năm.

Từ khi Nghị định 01/2000/NĐ-CP về phát hành TPCP được ban hành, các TPCP đã được chuẩn hóa để niêm yết và giao dịch trên Trung tâm giao dịch chứng khoán. Tình hình đấu thầu TPCP qua Trung tâm giao dịch chứng khoán-TTGDCK TP. HCM, từ tháng 7.2000 đến 16.6.2005 TTGDCK TP. HCM đã tổ chức được 125 đợt đấu thầu trái phiếu, trong đó số đợt trúng thầu là 71 đợt, tổng giá trị trái phiếu phát hành là 6.835,7 tỷ đồng. Năm 2004, TTGDCK TP. HCM đã tổ chức được 37 đợt đấu thầu trái phiếu là năm có giá trị trúng thầu cao nhất đạt 2.182,7 tỷ đồng, bao gồm: 1.420 tỷ đồng trái phiếu kho bạc nhà nước, 762 tỷ đồng trái phiếu quỹ hỗ trợ phát triển và 125 tỷ đồng trái phiếu chính quyền địa phương. Bên cạnh phương thức đấu thầu theo khối lượng, TTGDCK đã áp dụng thêm các phương thức đấu thầu lãi suất theo coupon, bán trái phiếu cao hoặc thấp hơn mệnh giá. Riêng năm 2005, tính đến 15.12.2005 TTGDCK TP.HCM đã tổ chức 32 đợt đấu thầu trái phiếu với tổng giá trị trúng thầu là 2.160 tỷ đồng, cho thấy năm 2005 số đợt đấu thầu trái phiếu trúng thầu đạt gần 45% trong 5 năm qua. Chi tiết tình hình đấu thầu trái phiếu thể hiện qua các năm như sau:

Bảng 1: Kết quả đấu thầu trái phiếu qua các năm 2000- 2005

NĂM	Kho bạc Nhà nước		Quỹ hỗ trợ PT		Quỹ HIFU		Tổng cộng	
	Đợt trúng PH	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Đợt trúng PH	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Đợt trúng PH	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Đợt trúng PH	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)
2000	2/5	600					2/5	600
2001	10/12	1.333					10/12	1.333
2002	8/13	231	5/20	155			13/33	386
2003	5/6	672	4/18	357	1/1	250	10/25	1.279
2004	18/19	1420,7	9/16	762	1/2	125	28/37	2.307,7
2005	4/6	555	1/1	75			5/7	630
Tổng	47/61	4.811,7	19/55	1.349	2/3	375	68/119	6.535,7

Nguồn: Phòng QLNY- TTGDCK TP. HCM, tính đến ngày 30.4.2005

Do TTGDCK Hà Nội mới đi vào hoạt động ngày 8.3.2005, chủ yếu đấu giá cổ phần của các DNNN CPH nên hoạt động đấu thầu, bảo lãnh phát hành trái phiếu lại tập trung ở TTGDCK TP. HCM. Trong năm 2005, TTGDCK Hà Nội đã tổ chức 6 đợt đấu thầu trái phiếu, huy động được trên 200 tỷ

đồng.

Cùng với việc phát hành trái phiếu kho bạc, Chính phủ đã cho phép phát hành loại trái phiếu công trình và trái phiếu của địa phương. Nhiều loại trái phiếu công trình được phát hành như: trái phiếu đô thị TP.HCM, mục đích sử dụng vốn cho xây dựng đường Nguyễn Tất Thành; trái phiếu xi măng Hoàng Thạch do Bộ tài chính bảo lãnh phát hành; trái phiếu xi măng Anh Sơn, Bút Sơn, trái phiếu thủy điện Yaly, trái phiếu Bình Thuận,...

Trong năm 2005, uy tín tài chính quốc tế của VN tăng lên rõ rệt phản ánh việc thực hiện tích cực cam kết của VN tiến tới nền kinh tế thị trường và đẩy mạnh tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế. Theo tổ chức đánh giá tín nhiệm quốc tế Standard & Poor- S&P [1] Singapore vừa công bố danh sách tín nhiệm của S&P đối với TPCP VN lần đầu tiên phát hành ra nước ngoài ở mức trung bình khá- Hạng B (các hạng A, B, C và D). Ngoài ra, uy tín tài chính của VN đã được thăng hạng từ mức "ổn định" lên mức "tích cực": Uy tín tài chính của VN về ngoại tệ ở mức BB-/B và uy tín tài chính về đồng nội tệ ở mức BB/B. Moody's Investment Services đã nâng mức tín nhiệm của VN từ B1 lên Ba3 vào tháng 7.2005. Fitch Ratings cũng xếp VN ở mức tín nhiệm BB-. Standard & Poor cũng cho rằng mặc dù có sự ổn định chính trị cao song VN cần đẩy mạnh hơn nữa cải cách hệ thống luật pháp và nâng cao tính minh bạch. Đợt phát hành TPCP tại TTCK New York vào tháng 27.10.2005 đã thành công lớn, đạt 750 triệu USD tăng 1,5 lần giá trị trái phiếu dự kiến phát hành là 500 triệu USD. Các NĐT quốc tế đã đặt mua với giá trị lên tới 4,5 tỷ USD, cao gấp 6 lần trị giá chào để giành quyền mua trái phiếu. Lãi suất TPCP thực trả trong đợt phát hành đã được điều chỉnh giảm xuống mức 7,125% thay cho mức dự tính ban đầu là 7,25% (lãi suất danh nghĩa 6,8755/năm), thời hạn 10 năm (đáo hạn tháng 1.2006). Lãi suất này cao hơn so với lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ là 4,561% đối với trái phiếu 10 năm và cũng cao hơn mức lãi suất của Indonesia và Singapore huy động (mức tín nhiệm cũng xấp xỉ như VN) của trái phiếu có cùng thời gian huy động là 10 năm với lãi suất lần lượt là 7,8% và 8,1%. Trái phiếu này được định giá ở mức 98,223% mệnh giá. Đây là đợt phát hành trái phiếu quốc tế lần đầu tiên và thành công nhất trên thị trường vốn thế giới trong nhiều năm qua. Theo thống kê ban đầu của Ngân hàng Credit Suisse First Boston, TPCP đã được trên 255 NĐT lớn, có uy tín trên TTTC quốc tế từ châu Á, châu Âu và châu Mỹ. Nếu phân tổ theo đơn vị đầu tư, thì các quỹ đầu tư tài chính mua 51%; ngành ngân hàng mua 25%; ngành bảo hiểm mua 17% và các đơn vị khác mua 7%. Điều này chứng tỏ trái phiếu VN đã thu hút được sự quan tâm của giới đầu tư tài chính trên toàn thế giới, tạo sự đột phá và mở ra kênh huy động vốn giàu tiềm năng mới, tạo những điều kiện thuận lợi cho những đợt huy động vốn tiếp theo.

Bên cạnh việc phát hành trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp cũng đã được phát hành trên TTCK VN nhưng rất ít doanh nghiệp phát hành trái phiếu để huy động vốn, cụ thể các doanh nghiệp phát hành là: trái phiếu chuyển đổi của Công ty cơ điện lạnh; Công ty cổ phần công nghệ thông tin-EIS; Tổng công ty dầu khí; Công ty cổ phần đầu tư hạ tầng kỹ thuật-CII và trái phiếu của Ngân hàng đầu tư-phát triển; Ngân hàng ngoại thương. Sự kiện quan trọng nhất là đợt phát hành

trái phiếu vào trung tuần tháng 12.2005 của Ngân hàng ngoại thương VN -VCB với tổng mệnh giá trái phiếu phát hành là 1.200 tỷ đồng (mệnh giá một trái phiếu là 100.000 đồng) để tăng vốn điều lệ, được rất nhiều NĐT tổ chức và cá nhân quan tâm. Đây là trái phiếu ghi sổ, kỳ hạn 7 năm (phát hành 26.12.2005-đáo hạn 26.12.2012). Người sở hữu trái phiếu được quyền sử dụng 100% giá trị trái phiếu để chuyển thành cổ phiếu khi VCB cổ phần hoá. Cuộc đấu thầu diễn ra rất sôi động và nóng bỏng, tổng cộng 67 NĐT tổ chức đặt mua 1.994,8 tỷ đồng gấp hơn 2 lần được chào bán (chào bán NĐT tổ chức 840 tỷ đồng).

Theo thống kê của Sirius Financial, sau 5 năm TTCK hoạt động tính đến tháng 7.2005, các trái phiếu được niêm yết trên TTGDCK TP. HCM có các kỳ hạn là 2,5,7,10 và 15 năm với tổng giá trị niêm yết là 29.964,6 tỷ đồng gồm chủ yếu là TPCP, trái phiếu doanh nghiệp (Ngân hàng đầu tư-phát triển), trái phiếu đô thị và trái phiếu công trình có lãi suất như sau:

Bảng 2: Trái phiếu niêm yết tại TTGDCK TP. HCM

Kỳ hạn (năm)	Số lượng trái phiếu	Lãi suất trả sau %	Số trái phiếu (LS trả sau)	Lãi suất trả trước %	Số trái phiếu (LS trả trước)
15	96	9-9,9	75	8,59-9,18	21
10	25	8,7-9,3	16	8,1-8,42	9
7	2	8-8,1	2	-	-
5	116	6,5-8,8	113	6,55-8	3
2	18	7,6-8,1	17	7,06	1
Tổng	257		223		34

Nguồn: Đầu tư chứng khoán, Số 294-27.7.2005

Như vậy trong thời gian qua, việc huy động vốn của doanh nghiệp bằng hình thức trái phiếu tuy đã bước đầu triển khai và thực hiện tuy nhiên còn hạn chế và chưa thực sự phổ biến trở thành kênh huy động vốn tích cực và hiệu quả đối với doanh nghiệp.

Thị trường cổ phiếu sơ cấp

Theo mục tiêu của cổ phần hoá - CPH là huy động vốn của toàn xã hội để đầu tư đổi mới phát triển công nghệ nhưng theo tình hình sở hữu cổ phần của các cổ đông bên ngoài làm cho đợt phát hành cổ phiếu chưa thực sự hấp dẫn các NĐT chiến lược. Ngoài ra, năm 2004 Bộ kế hoạch và đầu tư đã kiến nghị Thủ tướng Chính phủ cho phép CPH 6 doanh nghiệp có vốn ĐTNN được chuyển đổi sang hình thức CTCP theo NĐ 38/2003/NĐ-CP. Một trong 6 doanh nghiệp này đã được UBCKNN cấp phép niêm yết là CTCP dây và cáp điện Taya với giá trị niêm yết là 36,5 tỷ đồng (bằng 20% vốn điều lệ). Sau hơn 2 năm thực hiện NĐ 64/2002/NĐ-CP, Chính phủ đã ban hành NĐ 187/2004/NĐ-CP ngày 16.11.2004 về việc chuyển đổi công ty nhà nước thành CTCP nhằm bổ sung, sửa đổi những mặt hạn chế của NĐ 64/2002/NĐ-CP. Tính từ năm 1992 đến cuối năm 2005, tổng số DNNN đã CPH là 2.984 doanh nghiệp. Riêng 8 tháng đầu năm 2005 cả nước sắp xếp được 370 doanh nghiệp, trong đó CPH gần 300 doanh nghiệp. Theo ông Hồ Xuân Hùng-Phó Ban chỉ đạo đổi mới và phát triển doanh nghiệp, thì thông qua CPH các doanh nghiệp đã thu thêm 13.000 tỷ đồng vốn xã hội và Nhà nước thu về 12.000

tỷ đồng từ bán cổ phần để đầu tư cho mục đích khác. Trong tổng số các DNNN CPH có số vốn nhỏ hơn dưới 10 tỷ đồng chiếm hơn 80%, trong đó số doanh nghiệp dưới 5 tỷ đồng chiếm 60%; các doanh nghiệp có vốn trên 10 tỷ đồng chiếm 18,5%. Trong số 2.984 doanh nghiệp đã CPH, số cổ phần nhà nước nắm giữ bình quân là 46,5%, người lao động giữ là 38,1% và cổ đông bên ngoài giữ là 15,4%, cho thấy tỷ lệ cổ phần Nhà nước sở hữu vẫn chiếm khối lượng khá lớn. Với đặc tính này, làm cho khối lượng cổ phiếu lưu hành trên TTCK VN bị hạn chế, số lượng cổ phiếu đã phát hành có khối lượng lớn nhưng Nhà nước vẫn còn nắm giữ, sở hữu, làm giảm tính thanh khoản của các cổ phiếu này. Tiến độ CPH DNNN từ giai đoạn thí điểm đến nay được thể hiện như sau:

Bảng 3: Tiến độ cổ phần hóa DNNN

NĂM	DNNN CPH	NĂM	DNNN CPH
6/1992-1997	18	2002	217
1998	71	2003	535
1999	249	2004	700
2000	212	2005	724
2001	258		

Nguồn: Ban đổi mới DNNN TW, Đầu tư chứng khoán số 255/2004& Website Bộ tài chính

Qua số liệu tổng hợp của tiến trình CPH DNNN cho thấy tiến trình CPH diễn ra rất chậm, có tăng trưởng nhưng tỷ lệ tăng không liên tục, bắt đầu tăng nhanh từ năm 2004 đến nay, quy mô của các DNNN được CPH thường rất nhỏ, làm ăn kém hiệu quả nợ khó đòi rất cao, không tìm được đầu ra cho sản phẩm. Trong khi đó những DNNN kinh doanh có hiệu quả, vốn từ 20 tỷ đồng trở lên, có uy tín cao trên thương trường thì Nhà nước nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối quá lớn. Riêng, năm 2004 là năm có số lượng DNNN được CPH khá lớn nhưng đáng tiếc năm 2004 chỉ có 4 DNNN CPH niêm yết trên TTGDCK TP. HCM. Tuy nhiên, các DNNN đã CPH đều có bước phát triển nhanh về doanh thu, thu nhập người lao động, vốn điều lệ, hiệu quả kinh tế tăng lên khá rõ. Hiện nay, tỷ suất lợi nhuận trên vốn của các DNNN chỉ đạt dưới 10% nhưng ở các DNNN CPH đã đạt xấp xỉ 20%. Qua khảo sát 850 doanh nghiệp CPH hơn một năm cho thấy: vốn điều lệ tăng 44%; doanh thu tăng 24%, lợi nhuận tăng 140%; nộp ngân sách tăng 25%; thu nhập người lao động tăng 12%. Cổ tức chia bình quân là 17% và hơn 87% doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả hơn so trước khi CPH. Trong tổng số DNNN CPH có khoảng 80% doanh nghiệp có vốn dưới 10 tỷ đồng, trong đó số doanh nghiệp dưới 5 tỷ chiếm 60%; các doanh nghiệp vốn trên 10 tỷ chỉ chiếm 18,5% Nếu đánh giá riêng một số DNNN CPH hoạt động có hiệu quả và đặc biệt là các DN tham gia niêm yết trên TTCK thì CPH là điều kiện tiên quyết cho các DNNN có thể khai thác tiềm lực tối đa để huy động vốn của toàn xã hội thông qua phương thức phát hành CK.

Sau 2 tháng đến 15.12.2005, TTGDCK TP. HCM đã đấu giá 31 doanh nghiệp, với tổng giá trị cổ phần bán là 1.091 tỷ đồng và TTGDCK Hà Nội cũng đã tổ chức đấu giá được 26 đợt có tổng giá trị cổ phần bán đấu giá là 2.104,24 tỷ đồng. Cần phải đẩy mạnh nhanh hơn nữa quá trình cổ phần hóa DNNN đặc biệt nghiên cứu phương thức phát hành thông qua hình thức đấu giá cổ phần theo ND 187/2004/ND-CP. Đây là phương

thức phát hành mới, tạo các điều kiện cho các doanh nghiệp đã cổ phần hóa tối đa hóa giá trị cổ phiếu phát hành để tham gia TTCK VN góp phần làm cho hàng hóa của TTGDCK ngày càng phong phú, đa dạng về số lượng lẫn chủng loại tạo điều kiện tiền đề để thu hút các NĐT, đẩy mạnh hoạt động đầu tư chứng khoán trên TTGDCK để TTGDCK thật sự là TTCK hiệu quả.

Trong năm 2005, môi trường kinh tế thế giới cũng như VN có nhiều biến đổi lớn so với những năm trước, bên cạnh các cơ hội tạo cho nước ta trong việc đẩy mạnh phát triển kinh tế cũng đặt ra cho VN nhiều thách thức như sự bùng phát dịch cúm gia cầm, hạn hán, bão lụt và thiên tai xảy ra liên tục, giá cả nhiều sản phẩm, hàng hóa tăng nhanh (xăng dầu, phân bón, các chế phẩm dầu khí,...) dẫn đến việc gia tăng yếu tố đầu vào cho quá trình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Kết quả GDP tăng trưởng 8,4%/năm 2005, cho thấy kinh tế VN đang trong giai đoạn tăng trưởng tốt, nhu cầu vốn cho đầu tư cao và đã tạo sự thuận lợi cho việc huy động vốn trên TTCK, tăng khả năng niêm yết của các CTCP. Tình hình niêm yết trên TTCK như sau:

Bảng 4: Tình hình niêm yết CK tính đến 21.12.2005

Tính đến hết ngày 21.12.2005	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Chứng chỉ quỹ	Trái phiếu
Tổng số CK đang niêm yết	290	32	1	257
Tỷ trọng (%)	100,00%	11,03%	0,34%	88,62%
Khối lượng CK đang niêm yết	519.644.290	189.750.220	30.000.000	299.894.080
Tỷ trọng (%)	100,00%	36,52%	5,77%	57,71%
Giá trị CK đang niêm yết (triệu đồng)	32.186.909,65	1.897.502,15	300.000	29.989.407,5
Tỷ trọng (%)	100,00%	5,9%	0,93%	93,17%
Niêm yết mới	119.852.450	42.341.700	0	77.510.750
Niêm yết bổ sung	13.822.120	13.822.120	0	0
Hủy niêm yết	0	0	0	0
Niêm yết lại	0	0	0	0

Nguồn: vse.org.vn

Về hàng hoá niêm yết trên TTGDCK, chủ yếu vẫn là trái phiếu- trái phiếu chính phủ. Cổ phiếu chiếm tỷ lệ rất thấp trên thị trường chỉ 11,03%. Vậy, để có thu hút các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài, chúng ta cần mở rộng quy mô thị trường cổ phiếu-cổ phiếu của các doanh nghiệp có quy mô thật lớn, cổ phiếu của các ngành mà Nhà nước vẫn còn độc quyền như: ngân hàng, bưu chính viễn thông, điện.... Vì đây là hàng hoá có tỷ suất sinh lời cao nhưng cũng có nhiều rủi ro cao, sẽ dễ đạt tính thanh khoản cao ■

Chú thích:

- [1] Cơ quan đánh giá tài chính hàng đầu thế giới chuyên đánh giá về uy tín tài chính, rủi ro tài chính, đầu tư, đánh giá tình hình kinh tế các nước và cung cấp các thông tin đánh giá cho các nhà kinh doanh và đầu tư quốc tế.
- [2] Website Đảng cộng sản Việt Nam, "GDP Việt Nam tăng trưởng ngoạn mục", ngày 12.12.2005.
- [3] www.thanhnien.com.vn, ngày 25.12.2005