

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC BÁCH KHOA HÀ NỘI**

Đỗ Thành Phương

**HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CHO
CÁC DOANH NGHIỆP VỪA VÀ NHỎ Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Kinh tế học
Mã số: 62.31.03.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Hà Nội, 2007

Công trình được hoàn thành tại
TRƯỜNG ĐẠI HỌC BÁCH KHOA HÀ NỘI

Người hướng dẫn khoa học:

HƯỚNG DẪN CHÍNH: PGS. TS. NGUYỄN ÁI ĐOÀN

HƯỚNG DẪN PHỤ: TS. VŨ BẰNG

Người phản biện

PHẢN BIỆN 1: GS. TS. NGUYỄN VĂN NAM

PHẢN BIỆN 2: PGS. TS. LÊ HOÀNG NGA

PHẢN BIỆN 3: PGS. TS. NGUYỄN ĐĂNG NAM

Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án cấp Nhà nước
tại Trường Đại học Bách khoa Hà Nội
vào hồi 14h30 ngày 14 tháng 8 năm 2007

Có thể tìm hiểu luận án tại :

- Thư Viện Quốc Gia
- Thư viện Trường Đại Học Bách Khoa Hà Nội

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ

1. Đỗ Thành Phương (1998), “*Điều kiện hình thành và mô hình TTCK Việt Nam*”, Luận văn Thạc sỹ.
2. Đỗ Thành Phương (2002), “*ứng dụng và phát triển công nghệ thông tin trong ngành chứng khoán*”. Tạp chí chứng khoán - Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, số 41 tháng 3/2002.
3. Đỗ Thành Phương (2003), “*Để các doanh nghiệp nhỏ và vừa tham gia huy động vốn trên TTCK*”. Tạp chí chứng khoán - Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, số 58 tháng 8/2003.
4. Đỗ Thành Phương (2005), “*Để ứng dụng tin học tại các công ty chứng khoán thực sự phát huy hiệu quả*”. Tạp chí Tin học Tài chính - Bộ Tài chính, số 19 tháng 1/2005.
5. Đỗ Thành Phương (2006), “*Thông tin không cân xứng với vấn đề công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Tạp chí Tài chính - Bộ Tài chính, số 504 tháng 10/2006.

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Đặt vấn đề

Trong quá trình đổi mới, phát triển kinh tế thị trường, Đảng và Nhà nước ta đã có nhiều chủ trương, chính sách, biện pháp tạo môi trường thuận lợi cho các doanh nghiệp, trong đó có các doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNNV&N). Đến nay, số lượng các DNNV&N đã chiếm tới 80% trên tổng số các doanh nghiệp và đóng góp cho nền kinh tế đạt giá trị khoảng 28% GDP trong cả nước. Để hoạt động, các DNNV&N đã huy động vốn một phần thông qua các tổ chức tài chính, ngân hàng và một phần lớn từ thị trường tài chính phi chính thức. Một trong những nguyên nhân của tình trạng trên là cho đến nay thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam mới chỉ đáp ứng yêu cầu ban đầu của việc luân chuyển và huy động vốn cho các doanh nghiệp có quy mô lớn, doanh nghiệp có quy mô vừa, nhưng vẫn chưa có một TTCK cho các DNNV&N. Do đó, cũng chưa có một TTCK để các nhà đầu tư trong và ngoài nước có thể mua bán các loại cổ phiếu của các DNNV&N. Chính vì vậy, trong thời gian tới xây dựng và phát triển TTCK cho các DNNV&N là thực sự cần thiết. Việc xây dựng và phát triển TTCK cho các DNNV&N sẽ góp phần vào sự nghiệp phát triển chung của TTCK Việt Nam. Sau một thời gian nghiên cứu, phân tích và tìm hiểu qua sách, báo tạp chí, tôi quyết định chọn vấn đề “*Hình thành và phát triển thị trường chứng khoán cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam*” làm đề tài cho Luận án tiến sĩ của mình.

2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

Trên thế giới TTCK đã phát triển từ rất lâu và đã có rất nhiều công trình nghiên cứu về TTCK dưới nhiều góc độ khác nhau. Tuy nhiên, cho đến nay ở Việt Nam TTCK vẫn là vấn đề khá mới mẻ và chưa có công trình nghiên cứu nào đề cập một cách toàn diện và chuyên sâu về TTCK cho các DNNV&N trong điều kiện Việt Nam.

3. Mục tiêu nghiên cứu của luận án

Hệ thống hóa cơ sở lý thuyết chung về TTCK và TTCK cho các DNNV&N, đồng thời ứng dụng lý thuyết chi phí giao dịch và lý thuyết thông tin không cân xứng để làm rõ thêm bản chất và cấu trúc của TTCK.

Nghiên cứu kinh nghiệm xây dựng TTCK nói chung và TTCK cho các DNNV&N trên thế giới (thị trường OTC cho các DNNV&N), qua đó rút ra những kinh nghiệm và bài học có thể áp dụng cho TTCK ở Việt Nam.

Phân tích và đánh giá thực trạng thị trường chứng khoán và thực trạng các DNNV&N ở Việt Nam.

Xây dựng mô hình TTCK cho các DNNV&N, từ đó đưa ra những giải pháp để xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán cho các DNNV&N ở Việt Nam.

4. Phạm vi nghiên cứu và giới hạn của luận án

Luận án tập trung chủ yếu vào xây dựng mô hình TTCK cho các DNNV&N với điều kiện của Việt Nam, không đi sâu vào nghiên cứu hoạt động của TTCK

cũng như các quy trình nghiệp vụ cụ thể giúp cho công tác quản lý và điều hành TTCK ở Việt Nam.

5. Phương pháp nghiên cứu

Các phương pháp được sử dụng để hoàn thành luận án bao gồm: phương pháp phỏng vấn, phương pháp lý thuyết mô hình, phương pháp so sánh đối chiếu (chọn và lấy bài học kinh nghiệm thực tế của một số nước phát triển, một số nước tiên tiến trong khu vực và trên thế giới làm cơ sở so sánh), phương pháp khai thác thông tin trên các phương tiện thông tin (báo, tạp chí, kỷ yếu hội thảo khoa học... và mạng Internet).

6. Những đóng góp mới của luận án

Thứ nhất, khẳng định bản chất của TTCK là một thể chế kinh tế được hình thành và tồn tại dựa trên cơ sở tiết kiệm chi phí giao dịch. Kết luận này được đưa ra dựa trên cơ sở ứng dụng lý thuyết chi phí giao dịch và lý thuyết thông tin không cân xứng vào phân tích TTCK.

Thứ hai, tổng kết thành sơ đồ mô hình tổ chức TTCK với mối quan hệ giữa các thành phần đó là quan hệ giao dịch và quan hệ quản lý. Mô hình này được khái quát dựa trên cơ sở lý thuyết và kết hợp với kinh nghiệm xây dựng mô hình tổ chức TTCK của các nước trên thế giới.

Thứ ba, khẳng định việc chọn loại hình thị trường phi tập trung là một lựa chọn tối ưu khi xây dựng TTCK cho các DNV&N. Các doanh nghiệp luôn hoạt động theo nguyên tắc tiết kiệm chi phí, bao gồm cả chi phí giao dịch. Các DNV&N khi tham gia TTCK phi tập trung sẽ có chi phí giao dịch thấp hơn trong hoạt động tài chính.

Thứ tư, tổng kết những bài học kinh nghiệm trong việc xây dựng TTCK nói chung và thị trường chứng khoán cho các DNV&N của các nước trên thế giới và khả năng áp dụng cho Việt Nam.

Thứ năm, xây dựng mô hình TTCK cho các DNV&N, có tính khả thi cao, theo từng giai đoạn và từng bước phát triển từ nhỏ đến lớn phù hợp với điều kiện kinh tế của Việt Nam.

Thứ sáu, đề xuất các giải pháp đồng bộ để xây dựng và phát triển TTCK cho các DNV&N ở Việt Nam.

7. Bố cục của luận án

Ngoài phần mục lục, mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo, danh mục các công trình đã công bố của tác giả và các phụ lục, luận án được kết cấu thành 3 chương:

Chương 1. Cơ sở lý luận về thị trường chứng khoán cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ

Chương 2. Thực trạng và nhu cầu xây dựng thị trường chứng khoán cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam

Chương 3. Xây dựng mô hình và giải pháp phát triển thị trường chứng khoán cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam

Chương 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CHO CÁC DOANH NGHIỆP VỪA VÀ NHỎ

1. Tổng quan về thị trường chứng khoán

Khái niệm: là một bộ phận cấu thành của thị trường tài chính, thị trường chứng khoán, được hiểu một cách chung nhất, là nơi diễn ra các giao dịch mua bán, trao đổi các chứng khoán – các hàng hóa và dịch vụ tài chính giữa các chủ thể tham gia. Việc trao đổi mua bán này được thực hiện theo những quy tắc ấn định trước.

Phân loại thị trường chứng khoán:

Thị trường chứng khoán tập trung là một tổ chức có pháp nhân, có hội đồng quản trị, có hội viên và có trụ sở riêng, thị trường này hoạt động theo đúng các quy định của luật pháp. Hình thức biểu hiện là sở giao dịch chứng khoán.

Thị trường chứng khoán phi tập trung (thị trường OTC) là loại TTCK “*bậc cao*”, ở đó việc giao dịch chứng khoán được thực hiện thông qua hệ thống computer nối mạng giữa các thành viên của thị trường. Giá cả trên thị trường này được hình thành theo phương thức thoả thuận.

Thị trường chứng khoán tự do là thị trường mà hoạt động giao dịch chứng khoán được thực hiện tự do, phân tán. Thị trường là một tổ chức không có pháp nhân, không có trụ sở riêng, tại đây cũng diễn ra các hoạt động mua bán chứng khoán. Đặc điểm của thị trường này là chưa có sự quản lý và giám sát của cơ quan quản lý chuyên ngành chứng khoán.

Phân tích mô hình tổ chức thị trường chứng khoán

Ngoài lý thuyết cơ sở về thị trường chứng khoán, sử dụng lý thuyết chi phí giao dịch và lý thuyết thông tin không cân xứng để phân tích mô hình tổ chức TTCK, các nhân tố có ảnh hưởng và tác động đến hoạt động của TTCK và làm rõ hơn bản chất của mô hình tổ chức TTCK.

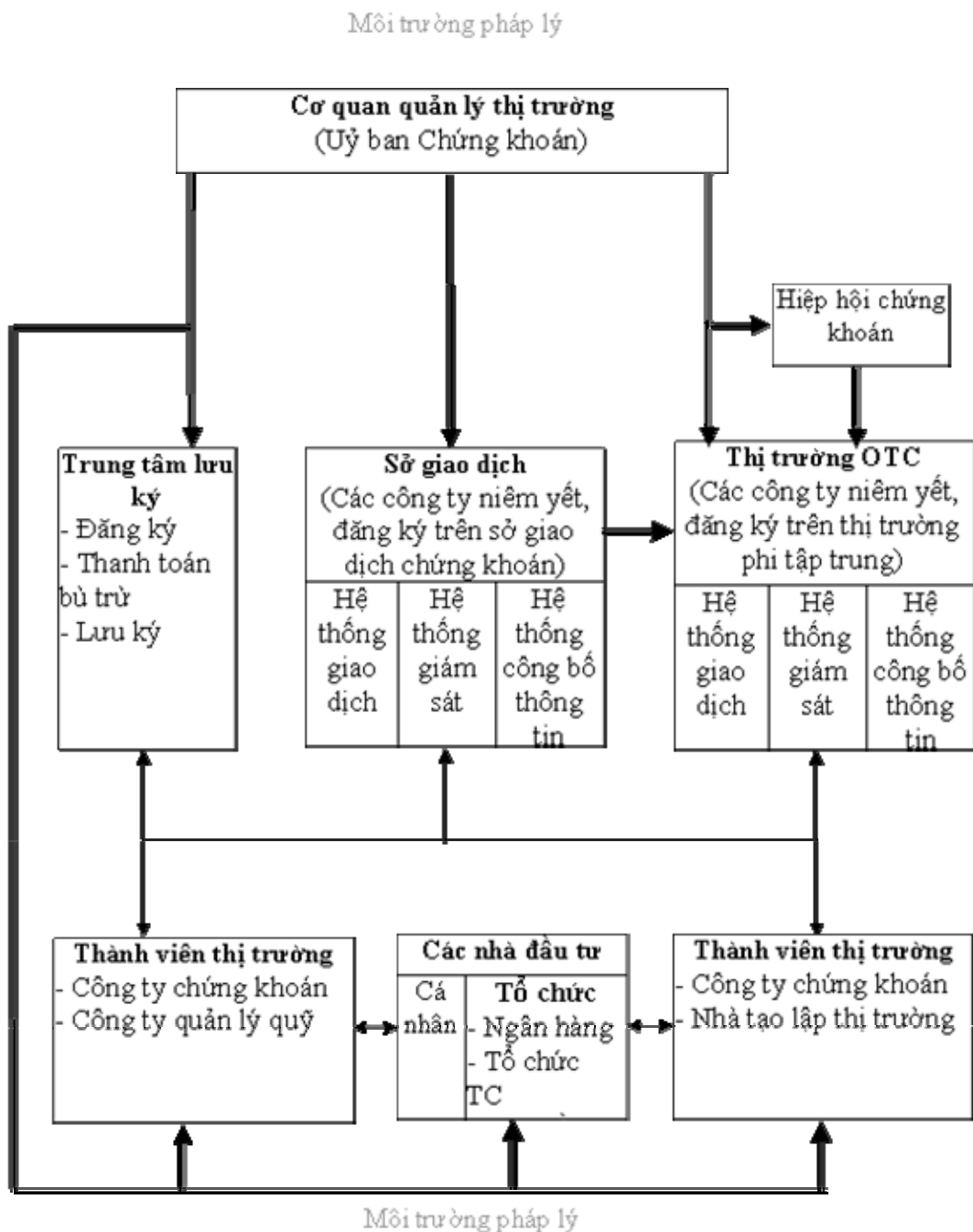
Chi phí giao dịch: “Chi phí giao dịch bao gồm chi phí thu thập và xử lý thông tin, tiến hành thương lượng và thông qua các quyết định, giám sát việc thực hiện hợp đồng và bắt buộc phải hoàn thành các nghĩa vụ cam kết”. Chi phí giao dịch xuất hiện trong các hoạt động kinh tế, do đó chi phí trong quá trình giao dịch giữa các bên tham gia trên TTCK cũng là chi phí giao dịch. Việc đưa ý tưởng chi phí giao dịch vào phân tích sẽ giải quyết vấn đề khác, đó là: các mối liên hệ trong TTCK bao gồm những dạng cơ bản nào; chúng có quan hệ như thế nào với chi phí giao dịch; bản chất của việc tổ chức TTCK là gì?

Thông tin không cân xứng: “Thông tin không cân xứng là tình trạng xuất hiện trên thị trường khi một bên nào đó (người mua hoặc người bán) có được thông tin đầy đủ hơn bên kia về các đặc tính của sản phẩm”. Vấn đề thông tin không cân xứng có liên quan đến TTCK là một trong những khuyết tật của TTCK, đó là thông tin không cân xứng giữa một bên là các nhà đầu tư và một bên là các doanh nghiệp tham gia niêm yết trên TTCK. Vì vậy, thông tin không cân xứng trên TTCK liên quan đến các lợi ích (trong đó có chi phí giao dịch)

của các nhà đầu tư trên TTCK. Trên thực tế nếu hạn chế được vấn đề thông tin không cân xứng thì sẽ là một trong những yếu tố quan trọng giúp cho các hoạt động trên thị trường lành mạnh và công bằng.

Phân tích các thành phần cấu thành mô hình tổ chức TTCK (xem sơ đồ dưới đây) ta thấy đây là những mắt xích rất quan trọng không thể thiếu, được liên kết với nhau hết sức chặt chẽ trong mọi hoạt động và được điều chỉnh bằng cơ sở pháp lý. Qua phân tích, theo quan điểm của NCS có thể kết luận:

(1) Bản chất của TTCK là một thể chế kinh tế hình thành và tồn tại dựa trên cơ sở tiết kiệm chi phí giao dịch; mối liên hệ giữa các thành phần trong mô hình tổ chức TTCK bao gồm: quan hệ giao dịch và quan hệ quản lý.



↔ (1) Mối quan hệ giao dịch trong thị trường chứng khoán

⇒ (2) Mối quan hệ quản lý, giám sát trong thị trường chứng khoán

(2) Mô hình tổ chức TTCK là việc mô tả cấu trúc các thành phần cơ bản tạo nên TTCK như cơ quan tổ chức quản lý thị trường, các thành viên tham gia thị trường, các tổ chức phụ trợ, các nhà đầu tư... các thành phần này có những mối liên kết tổng thể với nhau dựa trên cơ chế vận hành được thể chế hóa bằng nền tảng pháp lý (cơ sở pháp lý) kết hợp với các yếu tố bên ngoài là môi trường kinh tế xã hội đã tác động và tạo nên hoạt động của thị trường chứng khoán.

2. Doanh nghiệp vừa và nhỏ với thị trường chứng khoán

Tiêu chí xác định DNV&N ở một số nước trên thế giới: Các tiêu chí thường được áp dụng là vốn, lao động và doanh thu. Có nước chỉ dùng một tiêu chí, nhưng cũng có nước dùng đồng thời nhiều tiêu chí để xác định DNV&N. Một số nước dùng tiêu chí chung cho tất cả các ngành, nhưng cũng có nước lại dùng tiêu chí riêng để xác định DNV&N trong từng ngành. Tiêu chí xác định DNV&N của các nước có khác nhau, tùy thuộc vào điều kiện của từng nước, cũng như quan điểm về chính sách của từng nước.

Tiêu chí xác định DNV&N ở Việt Nam: Theo Nghị định số 90/2001/NĐ-CP ngày 23/11/2001 của Chính phủ: “*Doanh nghiệp nhỏ và vừa là cơ sở sản xuất, kinh doanh độc lập, đã đăng ký kinh doanh theo pháp luật hiện hành, có vốn đăng ký không quá 10 tỷ đồng hoặc số lao động trung bình hàng năm không quá 300 người*”.

Tiêu chí xác định DNV&N tham gia TTCK ở Việt Nam:

- Đối với tiêu chí về vốn: theo Nghị định 90, Nhà nước đã cho phép căn cứ vào tình hình cụ thể của ngành có thể linh hoạt áp dụng đồng thời cả hai chỉ tiêu hoặc một trong hai chỉ tiêu nói trên. Ngoài ra, cũng theo kinh nghiệm của một số nước trên thế giới đã sử dụng tiêu chí riêng để xác định DNV&N trong từng ngành. Đối với các DNV&N tham gia trên thị trường chứng khoán nên quy định mức vốn là có vốn đăng ký không quá 80 tỷ đồng.

- Đối với tiêu chí về tỷ lệ số cổ phiếu phát hành ra công chúng của doanh nghiệp: đối với các doanh nghiệp thuộc diện các công ty cổ phần hóa hoặc các công ty cổ phần nếu có số vốn lớn hơn 80 tỷ đồng nhưng có tỷ lệ số cổ phiếu phát hành ra công chúng nhỏ hơn 50% thì vẫn cho phép tham gia trên TTCK cho các DNV&N.

Vai trò của TTCK đối với các DNV&N: (1)TTCK là phương tiện huy động vốn hiệu quả với chi phí thấp cho các DNV&N; (2)TTCK là động lực thúc đẩy các DNV&N phát triển; (3)TTCK làm cho cổ phiếu của các DNV&N có tính thanh khoản cao. (4)TTCK là nơi công bố thông tin của các DNV&N.

Cơ cấu tổ chức và hoạt động của TTCK phi tập trung (OTC)

Vị trí và vai trò: Hỗ trợ và thúc đẩy TTCK tập trung phát triển; Hạn chế, thu hẹp thị trường tự do, góp phần đảm bảo sự ổn định và lành mạnh của TTCK; Tạo thị trường cho các chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, các chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết; Tạo môi trường đầu tư linh hoạt, thuận lợi cho các nhà đầu tư.

Hàng hóa giao dịch: phần lớn là các chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết trên sở giao dịch song đáp ứng được các điều kiện về tính thanh khoản và yêu cầu tài chính tối thiểu của thị trường OTC, trong đó chủ yếu là chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, các công ty mới được thành lập, công ty công nghệ cao và có tiềm năng phát triển. Chứng khoán niêm yết và giao dịch trên thị trường OTC rất đa dạng và có độ rủi ro cao hơn so với các chứng khoán niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán.

Cơ chế xác lập giá: chủ yếu được thực hiện thông qua phương thức thương lượng và thỏa thuận song phương giữa bên mua và bên bán. Với sự tham gia của các nhà tạo lập thị trường và cơ chế báo giá tập trung qua mạng máy tính điện tử đã dẫn đến sự cạnh tranh mạnh mẽ giữa các nhà kinh doanh chứng khoán, nhà đầu tư chỉ việc lựa chọn giá tốt nhất trong các báo giá của các nhà tạo lập thị trường.

Hệ thống giao dịch: là thị trường sử dụng hệ thống mạng máy tính điện tử diện rộng liên kết tất cả các đối tượng tham gia thị trường. Hệ thống mạng của thị trường được các đối tượng tham gia thị trường sử dụng để đặt lệnh giao dịch, đàm phán thương lượng giá, truy cập và thông báo các thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán...

Cơ chế thanh toán: do phần lớn các giao dịch mua bán trên thị trường OTC được thực hiện trên cơ sở thương lượng và thỏa thuận nên phương thức thanh toán trên thị trường OTC linh hoạt giữa người mua và bán. Thời hạn thanh toán không cố định như trên thị trường tập trung mà rất đa dạng T+0, T+1, T+2, T+x trên cùng một thị trường, tùy theo từng thương vụ và sự phát triển của thị trường.

Phân tích lựa chọn loại hình TTCK cho các DNV&N:

Về loại hình TTCK tập trung (NYSE, KRX...): được tổ chức dưới dạng sở giao dịch chứng khoán với phương thức giao dịch truyền thống trên thị trường là phương thức khớp lệnh. Đây là TTCK dành cho các doanh nghiệp lớn, có uy tín, thương hiệu do đó các chứng khoán giao dịch trên thị trường rất sôi động và có tính thanh khoản cao. Thị trường tập trung có điều kiện tham gia cao do:

- Chi phí ban đầu chuẩn bị cho việc tham gia niêm yết và chi phí hàng năm tham gia trên TCK tập trung của các doanh nghiệp bao gồm: chi phí kiểm toán, chi phí chuẩn bị hồ sơ, chi phí thuê tư vấn, chi phí bảo lãnh phát hành, chi phí phân phối chứng khoán, chi phí niêm yết hàng năm... các chi phí này thường là cao và về thực chất là chi phí giao dịch. Nếu quy mô của doanh nghiệp càng lớn thì khả năng chi phí giao dịch của doanh nghiệp cũng lớn và khả năng tham gia thị trường cũng lớn hơn.

- Khi tham gia niêm yết doanh nghiệp còn phải chịu một sức ép khác đó là có nghĩa vụ công bố thông tin thường xuyên một cách đầy đủ, chính xác và kịp thời. Như vậy, đối với doanh nghiệp càng lớn thì chi phí bỏ ra để thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin cũng càng lớn, đây cũng là chi phí giao dịch.

Về loại hình TTCK phi tập trung (NASDAQ, KOSDAQ, JASDAQ...) được tổ chức dưới dạng thị trường báo giá điện tử với phương thức giao dịch

truyền thống là phương thức giao dịch thỏa thuận và hệ thống các nhà tạo lập thị trường. Thị trường này có số lượng chứng khoán giao dịch lớn hơn nhiều so với thị trường tập trung. Đây là một loại thị trường bậc cao được xây dựng hiện đại với sự ứng dụng của công nghệ thông tin. Tham gia thị trường bao gồm:

- Các DNV&N, doanh nghiệp mới thành lập, doanh nghiệp có nhiều rủi ro. Các điều kiện đối với doanh nghiệp khi tham gia trên thị trường phi tập trung bao giờ cũng thấp hơn so với thị trường tập trung và các chi phí giao dịch của các doanh nghiệp khi tham gia trên thị trường phi tập trung cũng nhỏ hơn so với thị trường tập trung nên rất phù hợp với quy mô của các DNV&N.

- Do các DNV&N có số vốn không lớn nên cổ phiếu của doanh nghiệp này khi giao dịch trên TTCK sẽ có tính thanh khoản thấp do đó không phù hợp với phương thức giao dịch khớp lệnh của thị trường tập trung. Do có tính thanh khoản thấp nên cổ phiếu của các DNV&N rất thích hợp với hình thức giao dịch thỏa thuận và các nhà tạo lập thị trường.

Qua phân tích ở trên có thể kết luận rằng các chi phí giao dịch mà doanh nghiệp bỏ ra khi tham gia niêm yết trên TTCK cũng phải tương ứng và phù hợp với quy mô hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Với mục đích giảm chi phí giao dịch cho các doanh nghiệp khi tham gia trên TTCK thì việc lựa chọn một loại hình TTCK phù hợp với quy mô của các DNV&N là hết sức cần thiết. *Vì vậy, lựa chọn loại hình phi tập trung có chi phí tham gia thấp là một lựa chọn tối ưu nhất khi xây dựng TTCK cho các DNV&N.*

3. Kinh nghiệm triển khai TTCK cho các DNV&N tại một số nước

Tác giả tập trung nghiên cứu một số thị trường OTC điển hình cho các DNV&N của các nước trên thế giới đó là: thị trường Mỹ (NASDAQ); thị trường Hàn Quốc (KOSDAQ); thị trường Nhật Bản (JASDAQ); thị trường Đài Loan (Gre Tai); thị trường Malaysia (MESDAQ); thị trường Ba Lan (MTS-CeTO S.A), và rút ra một số bài học cho Việt Nam:

Về mô hình tổ chức và quản lý thị trường: Việc tìm một giải pháp kết hợp hợp lý giữa quản lý nhà nước và tự quản để quản lý thị trường OTC hoàn toàn tùy thuộc vào điều kiện cụ thể, thực tế của mỗi nước. Sự kết hợp thoả đáng hai hình thức này sẽ phát huy tối đa ưu điểm và hạn chế được nhược điểm của mỗi hình thức quản lý nói trên. Đối với các nước đang phát triển như Ba Lan, Trung Quốc,... do TTCK được hình thành muộn nên Nhà nước sẽ đứng ra tổ chức, thành lập và trực tiếp quản lý thị trường thông qua hai cấp cơ quan quản lý là Ủy ban chứng khoán và cơ quan trực tiếp điều hành thị trường là sở giao dịch chứng khoán hoặc trung tâm giao dịch chứng khoán. Đây là mô hình phù hợp với điều kiện thực tế của Việt Nam trong giai đoạn đầu hình thành.

Về mô hình tổ chức hệ thống giao dịch: nếu thị trường OTC được trang bị một hệ thống giao dịch hiện đại sẽ có thể tổ chức và điều hành nhiều loại hình thị trường với nhiều hình thức giao dịch khác nhau. Điển hình là thị trường Nasdaq trong đó được chia ra tổ chức và vận hành thành các thị trường như: Nasdaq NMS, Nasdaq Smallcap đồng thời cung cấp mạng điện tử báo giá và khối lượng cho thị trường OTC BB. Đây là một trong những kinh nghiệm tốt để nghiên cứu vận dụng xây dựng và hoàn thiện thị trường OTC tại TTGDCK HN.

Về tổ chức các thành viên thị trường: các thành viên của thị trường OTC được đánh giá cao hơn rất nhiều so với thị trường tập trung do có cơ chế hoạt động linh hoạt và có tính tự chủ cao. Để tạo tính linh hoạt và sôi động cho thị trường OTC các công ty chứng khoán phải là nhà tạo lập thị trường và sẽ chịu trách nhiệm tạo lập thị trường cho một số loại chứng khoán. Chính chức năng quan trọng này đã làm cho thị trường OTC hoạt động sôi động đáp ứng được nhu cầu của các nhà đầu tư. Đối với TTCK Việt Nam, TTGDCK HN hiện nay phát triển theo hướng thị trường OTC, do đó cũng cần xây dựng và phát triển các thành viên của TTCK theo hướng các công ty chứng khoán sẽ là các nhà tạo lập thị trường đây là một kinh nghiệm quý báu cho việc phát triển thị trường OTC tại Việt Nam.

Về lựa chọn loại hình TTCK cho các DNV&N: để xây dựng TTCK cho DNV&N theo loại hình thị trường tập trung hay thị trường phi tập trung phải căn cứ theo điều kiện cụ thể của Việt Nam, việc lựa chọn thị trường phi tập trung cho DNV&N bởi các lý do:

Thứ nhất là, nếu xây dựng TTCK cho DNV&N theo mô hình thị trường tập trung có tính khả thi và thực hiện đơn giản. Tuy nhiên, với cơ chế khớp lệnh tập trung cần đòi hỏi cổ phiếu của các doanh nghiệp lớn với số lượng nhiều và do nhiều cổ đông nắm giữ thì thị trường mới sôi động. Vì vậy, thành lập thị trường phi tập trung cho DNV&N là một mô hình hợp lý vì qua thị trường này giao dịch của các cổ phiếu được thực hiện theo phương thức giao dịch thỏa thuận và hệ thống các nhà tạo lập thị trường sẽ phù hợp với quy mô về vốn của DNV&N.

Thứ hai là, theo xu hướng phát triển trên thế giới hiện nay, so với thị trường OTC, thị trường tập trung có phương thức định giá và kỹ thuật giao dịch hoàn toàn tương tự Sở giao dịch chứng khoán, nên việc phát triển thị trường này khó đa dạng hoá được các phương thức giao dịch, thanh toán và định giá trên thị trường, vì vậy nếu xét về phương diện hoàn thiện hệ thống TTCK thì thị trường OTC có lợi thế hơn.

Thứ ba là, thị trường OTC là xu thế phổ biến của các thị trường thế giới hiện nay vì những đặc tính ưu việt của nó, đảm bảo sự linh hoạt, thông thoáng, đảm bảo cho người đầu tư tiếp cận thị trường thuận tiện, nhanh chóng, tiết kiệm qua hệ thống mạng máy tính điện tử. Việc xây dựng thị trường OTC còn cung cấp các cơ chế định giá, cơ chế giao dịch khác với thị trường tập trung, đa dạng hoá các hình thức hoạt động của thị trường, hoàn thiện môi trường đầu tư trên nhiều phương diện.

Kết luận: Đối với Việt Nam, mô hình thị trường OTC cho các DNV&N sẽ là mô hình mang tính ưu việt nhất để có thể hoàn thiện được hệ thống TTCK Việt Nam thông qua việc áp dụng các nhân tố mới của thị trường như phương thức định giá thỏa thuận, hệ thống các nhà tạo lập thị trường, hệ thống báo giá..., tạo điều kiện đa dạng hoá thị trường, đáp ứng nhu cầu đa dạng của nhà đầu tư, đảm bảo phát triển TTCK Việt Nam theo xu hướng chung của thế giới.

Chương 2

THỰC TRẠNG VÀ NHU CẦU XÂY DỰNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CHO CÁC DOANH NGHIỆP VỪA VÀ NHỎ Ở VIỆT NAM

1. Phân tích thực trạng thị trường chứng khoán

1.1. Cơ sở pháp lý thị trường chứng khoán

Hiện nay, văn bản có giá trị pháp lý cao nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam là Luật chứng khoán số 70/2006/QH11 được Quốc hội nước Cộng hòa Xã hội Chủ nghĩa Việt Nam thông qua ngày 29/06/2006 có hiệu lực từ ngày 01/01/2007. Để hướng dẫn thi hành Luật chứng khoán, Chính phủ đã ban hành các nghị định quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật chứng khoán. Luật chứng khoán ra đời đã đánh dấu bước phát triển mới trong hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam.

1.2. Cơ quan quản lý thị trường chứng khoán

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước được thành lập theo Nghị định số 75/CP ngày 28/11/1996 của Chính phủ. Hiện nay, UBCKNN là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính, thực hiện chức năng, nhiệm vụ tổ chức và quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. UBCKNN có tư cách pháp nhân và có tài khoản riêng, kinh phí hoạt động do ngân sách Nhà nước cấp. UBCKNN có trụ sở chính tại Hà Nội và Văn phòng đại diện tại Tp. Hồ Chí Minh. Cơ cấu tổ chức của UBCKNN bao gồm 9 Ban và 6 tổ chức hoạt động theo mô hình đơn vị hành chính sự nghiệp

1.3. Đánh giá hoạt động Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh

Mô hình tổ chức và hoạt động: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (TTGDCK TP. HCM) được thành lập theo Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11/07/1998 của Thủ tướng Chính phủ là đơn vị sự nghiệp có thu, có tư cách pháp nhân, có trụ sở, con dấu và tài khoản riêng, kinh phí hoạt động do ngân sách Nhà nước cấp. TTGDCK TP. HCM có chức năng quản lý, điều hành, giám sát các hoạt động mua, bán chứng khoán, đảm bảo cho thị trường hoạt động an toàn, công khai, công bằng và hiệu quả, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, cơ cấu tổ chức của TTGDCK TP. HCM có 9 phòng ban.

Hoạt động niêm yết: Cùng với sự phát triển của thị trường, hoạt động kinh doanh của 107 công ty kể từ khi được niêm yết cổ phiếu trên TTGDCK TP. Hồ Chí Minh cho thấy có những chuyển biến tốt. Do áp lực của cạnh tranh, công khai thông tin nên các công ty đã có những tiến bộ trong việc điều hành quản lý, mở rộng hoạt động kinh doanh. Các công ty niêm yết (CTNY) đều duy trì được vốn điều lệ thực góp khi niêm yết. Năm 2006 và đầu năm 2007 là năm đột biến của thị trường với sự tham gia của 75 công ty niêm yết nâng tổng số các CTNY trên thị trường là 107 công ty (đến quý 1/2007). Nhiều CTNY đã thực hiện tăng vốn dưới các hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu, phát hành cổ phiếu thưởng nhằm sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư, đồng thời huy động vốn từ thị trường bằng cách phát hành thêm ra công chúng và đây đã trở thành xu hướng chung của nhiều CTNY.

Bảng 1: Tình hình khối lượng niêm yết qua các năm

Đơn vị tính : CP, TP, CC

Năm	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Trái phiếu	Chứng chỉ quỹ
2000	43.948.540	32.117.840	11.830.700	0
2001	78.905.100	50.011.720	28.893.380	0
2002	142.676.720	99.963.340	42.713.380	0
2003	231.044.460	112.001.080	119.043.380	0
2004	402.116.071	133.586.391	217.529.680	30.000.000
2005	591.987.240	191.750.210	370.237.030	30.000.000
2006	2.058.859.990	1.403.213.120	555.646.870	100.000.000
Q1/07	2.369.559.990	1.713.913.120	555.646.870	100.000.000

Nguồn: Phòng QLTV – TTGDCK TP. HCM

Hoạt động giao dịch: Đến nay, nhìn chung hàng hoá trên TTCK tuy đã tăng về số lượng nhưng chưa đa dạng về chủng loại. Trên thị trường hiện nay đã có 3 loại hàng hoá là cổ phiếu, trái phiếu và chứng chỉ quỹ, trong đó khối lượng trái phiếu niêm yết chiếm tỷ trọng nhỏ (23,45%), giao dịch chứng khoán trên thị trường chủ yếu tập trung vào cổ phiếu. Cổ phiếu niêm yết trên TTCK phần lớn là doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá (64/107 doanh nghiệp) với đa phần vốn kinh doanh nhỏ. Tính đến đầu năm 2007 chỉ số VN Index đã đạt mức kỷ lục với ngưỡng 1.100 điểm.

Bảng 2: Quy mô giao dịch khớp lệnh toàn thị trường từ 2000-Q1/2007

Năm	Số phiên giao dịch	Khối lượng giao dịch	Bình quân phiên	Giá trị giao dịch (tỷ đồng)	Bình quân phiên
2000	66	3.662.790	55.497	92,36	1,40
2001	151	17.811.430	117.956	931,15	6,17
2002	236	29.678.890	125.758	787,80	3,34
2003	247	23.628.140	95.660	416,68	1,69
2004	250	66.385.140	265.541	1.735,95	6,94
2005	249	102.580.170	411.969	2.490,80	10,00
2006	250	593.814.620	2.375.258	34.950,14	139,80
Q1/07	59	153.489.698	2.601.520	53.170,63	901,19
	Tổng cộng	991.050.878		94.575,51	

Nguồn: Phòng QLTV – TTGDCK TP. HCM

Các nhà đầu tư: đến tháng 1/2007, số lượng nhà đầu tư mở tài khoản đã trên 126.704, trong đó có khoảng 544 nhà đầu tư tổ chức trong nước và 2.288 nhà đầu tư nước ngoài (tổ chức 130, cá nhân 2.158). Về giá trị giao dịch, 3 tháng đầu năm 2007 nhà đầu tư nước ngoài đã bỏ ra khoảng 23.541 tỷ đồng mua chứng khoán, trong khi đó thu về 15.446 tỷ đồng từ các giao dịch bán ra. Sự tham gia của các nhà đầu tư trong và ngoài nước đã góp phần quan trọng cho sự tồn tại và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam

1.4. Đánh giá hoạt động Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội

Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (TTGDCK HN) được thành lập và phát triển theo định hướng chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010. Theo đó, trong giai đoạn đầu được xây dựng thành thị trường giao dịch cổ phiếu của các DNV&N và chuẩn bị điều kiện để sau 2010 chuyển thành TTCK phi tập trung. Ngày 08/03/2005 TTGDCK HN khai trương hoạt động giao dịch sơ cấp và ngày 14/07/2005 TTGDCK HN khai trương giao dịch thứ cấp.

Mô hình tổ chức và hoạt động: TTGDCK HN được thành lập theo Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11/07/1998 của Chính phủ là đơn vị sự nghiệp có thu, có tư cách pháp nhân, có trụ sở, con dấu và tài khoản riêng, kinh phí hoạt động do ngân sách Nhà nước cấp. Nội dung hoạt động của TTGDCK HN là tổ chức đấu giá cổ phần cho các doanh nghiệp, tổ chức đấu thầu trái phiếu và tổ chức giao dịch chứng khoán theo cơ chế đăng ký giao dịch.

Hàng hoá giao dịch trên TTGDCK HN: các loại chứng khoán của các công ty cổ phần có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên, chưa thực hiện niêm yết tại TTGDCK Tp. HCM; phương thức giao dịch áp dụng tại TTGDCK HN: giao dịch thoả thuận và báo giá trung tâm.

Hoạt động đăng ký giao dịch: đến 3/2007 tại TTGDCK HN đã có 86 doanh nghiệp (71/86 là DN cổ phần hóa) đăng ký hơn 815 triệu cổ phiếu với tổng giá trị cổ phiếu đăng ký giao dịch trên 8.154 tỷ đồng. Cơ cấu như sau: (1)DNV&N (10 tỷ đồng trở xuống): 23 doanh nghiệp chiếm 2,12% tổng giá trị đăng ký giao dịch; (2)Doanh nghiệp vừa lớn (trên 10-80 tỷ đồng): 45 doanh nghiệp chiếm 15,88% tổng giá trị đăng ký giao dịch; (3)Doanh nghiệp lớn và rất lớn (trên 80 tỷ đồng): 18 doanh nghiệp chiếm 82% tổng giá trị đăng ký giao dịch.

Bảng 3: Quy mô chứng khoán đăng ký giao dịch đến Q1/2007

TT	Nội dung	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
1	Số chứng khoán ĐKGD	9	87	86
2	Khối lượng ĐKGD	150.062.740	1.120.161.336	815.450.730
3	Giá trị ĐKGD	1.500.627.400.000	11.201.613.360.000	8.154.507.300.000

Nguồn: TTGDCK Hà Nội

Hoạt động giao dịch:

Hoạt động theo phương thức thoả thuận: tính đến 31/03/2007, tổng khối lượng cổ phiếu giao dịch theo phương thức thoả thuận lên tới 65,6 triệu cổ phiếu, chiếm 22,31% khối lượng giao dịch cổ phiếu của toàn thị trường, tương đương tổng giá trị cổ phiếu giao dịch theo phương thức thoả thuận là 2.849 tỷ đồng, chiếm 13,27% giá trị giao dịch cổ phiếu của toàn thị trường.

Hoạt động giao dịch báo giá: tính đến 31/03/2007 khối lượng cổ phiếu được giao dịch theo phương thức báo giá đạt 228,5 triệu cổ phiếu, chiếm 77,69% khối lượng giao dịch cổ phiếu của toàn thị trường. Tương đương, tổng giá trị cổ phiếu giao dịch theo phương thức báo giá là 18.631 tỷ đồng, chiếm đến 86,73% giá trị giao dịch cổ phiếu của toàn thị trường.

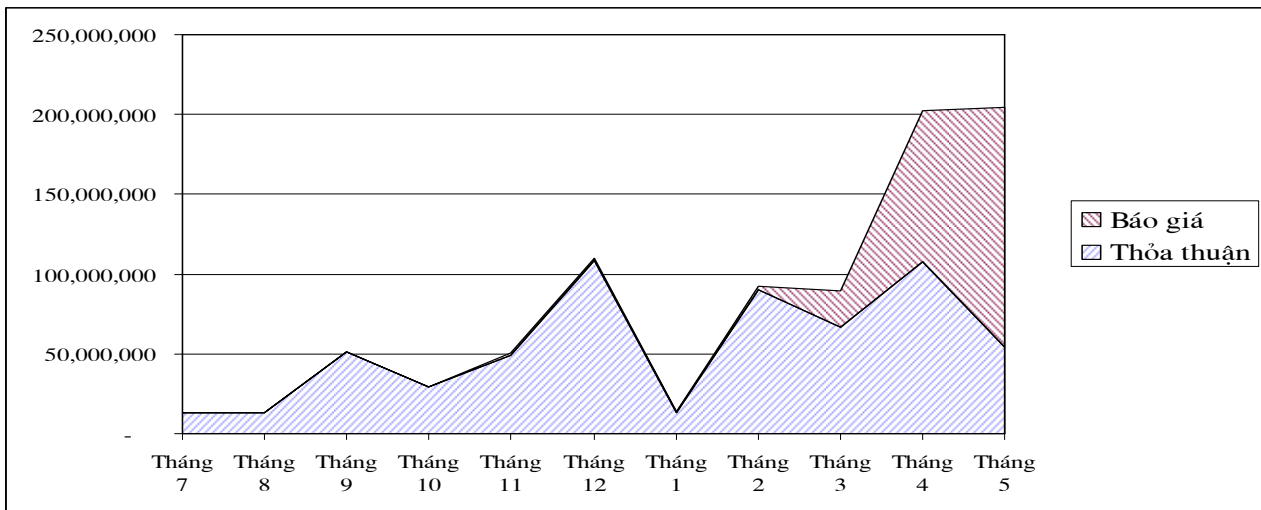
Đánh giá chung hoạt động giao dịch thoả thuận và báo giá:

Thứ nhất, nhìn chung nếu các doanh nghiệp càng lớn thì giá trị giao dịch cổ phiếu của các doanh nghiệp cũng càng lớn.

Thứ hai, các DNV&N tuy tỷ lệ cổ phiếu giao dịch nhỏ so với các doanh nghiệp lớn nhưng nếu so sánh tỷ lệ giữa giá trị giao dịch của cổ phiếu so với giá trị đăng ký giao dịch ban đầu của bản thân cổ phiếu đó thì cũng không chênh lệch nhiều so với cổ phiếu của các doanh nghiệp lớn. Điều này chứng tỏ rằng tính thanh khoản của cổ phiếu các DNV&N không kém hơn so với các doanh nghiệp lớn.

Thứ ba, để thấy được tính hiệu quả khi áp dụng nhiều phương thức giao dịch, NCS đã thống kê giá trị giao dịch của 6 loại cổ phiếu (CID, GHA, HSC, KHP, VSH, VTL) theo hai phương thức giao dịch thỏa thuận và báo giá từ tháng 07/2005 đến 05/2006 và nhận thấy rằng với các điều kiện không thay đổi như: thời gian, số lượng cổ phiếu, các chính sách quản lý... nhưng nếu áp dụng thêm phương thức giao dịch báo giá (tăng điều kiện cơ sở vật chất) thì sau 4 tháng hoạt động tổng giá trị giao dịch trên thị trường đã được tăng lên rõ rệt (tăng khoảng 90%). Điều này chứng tỏ khi áp dụng các phương thức giao dịch mới phù hợp sẽ kích thích các nhà đầu tư tham gia trên TTCK một cách tích cực hơn.

Hình 1: Biểu đồ giá trị giao dịch của 6 loại cổ phiếu theo hai phương thức giao dịch thỏa thuận và báo giá



Các nhà đầu tư: Q1/2007, tổng khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên TTGDCK HN là mua vào 205,2 triệu cổ phiếu tương ứng với giá trị giao dịch là 21.751 triệu đồng, bán ra 181,6 triệu cổ phiếu tương ứng với giá trị giao dịch là 18.724 triệu đồng. Như vậy, các lệnh giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài là lệnh mua lớn hơn lệnh bán, với tỷ lệ cứ 2 lệnh mua/1,8 lệnh bán.

1.5. Đánh giá hoạt động của thị trường chứng khoán tự do ở Việt Nam

Phương thức giao dịch trên thị trường: Hình thức hoạt động của thị trường sơ cấp tự do thông thường là tổ chức phát hành chứng khoán ra công chúng được bán trực tiếp tại địa điểm công ty phát hành hoặc phân phối theo các mối quan hệ quen biết nội bộ và thực hiện đấu giá qua TTGDCK, công ty chứng khoán. Hình thức hoạt động của thị trường tự do thứ cấp thông thường là qua các nhà môi giới tự do chưa có giấy phép hành nghề, sử dụng các phương tiện yết giá trên mạng Internet hoặc tụ tập mua bán tại các quán cà phê. Việc mua bán cổ phiếu trên mạng internet được thực hiện khi truy cập vào các trang web tại địa chỉ: <http://www.otc24h.vn>, <http://www.sanotc.com>,... Cũng đã có công ty chứng khoán đứng ra tự tổ chức sàn giao dịch OTC cho các loại cổ phiếu trên thị trường chứng khoán tự do.

Các loại chứng khoán: TTCK tự do chiếm tỷ trọng lớn so với thị trường chính thức. Phần lớn chứng khoán của hơn 2600 doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hoá và hơn 25.000 công ty cổ phần thành lập mới theo Luật doanh nghiệp (hầu hết là các DNV&N) đã và đang được phát hành và lưu hành chủ yếu trên

thị trường tự do. Các chứng khoán trên thị trường tự do được mua bán chủ yếu là cổ phiếu của những công ty làm ăn có hiệu quả, đang chuẩn bị làm thủ tục niêm yết, đăng ký niêm yết, hoặc của những doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hoá. Khi TTGDCK bắt đầu hoạt động, tình hình mua bán trên thị trường tự do có phần bị ảnh hưởng nếu giá cổ phiếu trên thị trường chính thức tăng thì giá cổ phiếu trên thị trường tự do cũng có chiều hướng tăng theo.

Tình hình giao dịch các chứng khoán chưa niêm yết: Hoạt động giao dịch trên thị trường tự do mạnh, song giá cả và mọi giao dịch mua bán lại nằm ngoài tầm kiểm soát của các cơ quan quản lý thị trường. Trên thị trường tự do, cổ phiếu được giao dịch sôi động chủ yếu là của những doanh nghiệp có chế độ công bố thông tin rõ ràng, minh bạch và rộng rãi. Đây cũng là những đơn vị có khả năng được niêm yết trên TTCK. Các cổ phiếu giao dịch chủ yếu trên thị trường tự do năm 2006 là: cổ phiếu các ngân hàng thương mại (Nhơn ái, An Bình, Ngân hàng xuất nhập khẩu Việt Nam, Ngân hàng Phương Nam,...) cổ phiếu ngành dược, và hàng tiêu dùng. Bên cạnh lĩnh vực ngân hàng, thị trường tự do năm 2006 ghi nhận thành công vượt bậc của các loại cổ phiếu ngành dược như Dược Hậu Giang, Domesco, Dược 2/9,... và các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng như Dầu tương an, Casumina... Việc thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường tự do đã được một số công ty như: Vietstock, OTC24H, Công ty chứng khoán Bảo Việt... thực hiện trên trang Web của mình. Tuy nhiên, các giao dịch thực hiện thông qua mạng chưa nhiều do hiện nay còn thiếu cơ sở pháp lý cho thực hiện giao dịch điện tử.

1.6. Những tồn tại và hạn chế của thị trường chứng khoán Việt Nam

Về quy mô của thị trường chứng khoán: quy mô và hàng hóa của hai TTCK chính thức hiện nay còn nhỏ, chiếm tỷ trọng thấp so với thị trường tự do. Hiện nay, cơ sở hạ tầng kỹ thuật của TTGDCK được xây dựng ở mức độ bán thủ công đáp ứng với quy mô giao dịch nhỏ. Các yếu tố này dẫn đến TTCK chưa thể hoạt động hiệu quả và an toàn và chưa thực sự đáp ứng nhu cầu của các đối tượng tham gia trên TTCK. Để tăng quy mô của TTCK cần xây dựng TTCK cho các DNV&N, với mục đích tạo sân chơi riêng và làm tăng, đa dạng hóa các kênh huy động vốn tiến tới xây dựng, hoàn thiện TTCK Việt Nam.

Về cơ chế định giá theo các phương thức của thị trường:

Đối với TTGDCK Tp. HCM: hiện nay mới cung cấp cơ chế định giá theo phương thức đấu giá tập trung theo định kỳ, tuy nhiên chỉ với cơ chế lập giá duy nhất này trên thị trường sẽ không tạo sự thông thoáng và tiện lợi cho người đầu tư mua bán chứng khoán. Do với cơ chế định giá giao dịch này, người mua bán chứng khoán phải mất nhiều thời gian, kể từ khi đặt lệnh đến khi kết thúc thanh toán, để thực hiện được một giao dịch. Vì vậy, hình thức đấu giá này đã hạn chế tính tức thời, nhanh nhạy của các nhà đầu tư trên TTCK.

Đối với TTGDCK HN: hiện nay, có cơ chế định giá theo 2 phương thức đó là giao dịch thỏa thuận và báo giá trung tâm. Tuy nhiên với 2 cơ chế lập giá này đã không tạo sự thông thoáng và sự tiện lợi cho người đầu tư mua bán trên thị trường. Với phương thức giao dịch thỏa thuận các nhà đầu tư chỉ thực hiện được

các giao dịch lớn còn với phương thức báo giá trung tâm về thực chất vẫn chỉ là phương thức khớp lệnh liên tục.

Nhìn chung các phương thức giao dịch hiện nay trên TTCK Việt Nam chưa đáp ứng được cho các nhà đầu tư. Do đó, việc xây dựng TTCK cho DNV&N cũng cần phải chú ý đến nhân tố đa dạng hóa phương thức giao dịch để phục vụ cho các nhà đầu tư trên TTCK.

Về hoạt động các công ty chứng khoán: các công ty chứng khoán còn yếu kém về trình độ, kinh nghiệm tác nghiệp, mức độ triển khai, cơ sở hạ tầng kỹ thuật... Một số nghiệp vụ chứng khoán chưa được triển khai hết hoặc chưa được triển khai có hiệu quả như tạo lập thị trường, tự doanh... các nghiệp vụ này còn bị hạn chế bởi cơ cấu và quy mô thị trường hiện tại. Hiệu suất tham gia thị trường của các công ty chứng khoán còn thấp, chưa phát huy hiệu quả kinh doanh trong lĩnh vực chứng khoán và do vậy thu nhập còn chưa cao.

Về hoạt động của thị trường chứng khoán tự do: một trong những yếu tố bất cập hiện nay của hệ thống TTCK Việt Nam đó là hoạt động của thị trường chứng khoán tự do (nơi giao dịch chủ yếu của các DNV&N) chiếm tỷ trọng cao so với tỷ trọng của thị trường chính thức. Hiện nay, thị trường này cũng đã đáp ứng được phần lớn nhu cầu phát hành và giao dịch chứng khoán cho các công ty và người đầu tư, nhưng đã bộc lộ những mặt tiêu cực như: (1)Người đầu tư và người phát hành không có môi trường giao dịch thuận tiện và không được bảo vệ quyền lợi; (2)Những người hoạt động kinh doanh trên thị trường hoạt động trong điều kiện không công bằng, trốn thuế... gây thiệt hại và ảnh hưởng đến hoạt động của thị trường chính thức; (3)Thị trường xét về tổng thể sẽ không đảm bảo sự phát triển hài hòa, đồng bộ, phù hợp với các lĩnh vực kinh tế - xã hội khác một khi nó nằm ngoài quỹ đạo quản lý chung của Nhà nước.

2. Thực trạng các DNV&N ở Việt Nam

Cơ sở pháp lý: Để hỗ trợ việc phát triển các DNV&N ngày 23-11-2001 Chính phủ đã ban hành Nghị định 90/2001/NĐ-CP về trợ giúp phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa. Nội dung của Nghị định đã đưa ra các chính sách trợ giúp, khuyến khích các DNV&N phát triển và thành lập Cục Phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa trực thuộc Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Về chính sách có liên quan đến DNV&N, bao gồm: Luật doanh nghiệp, Luật đầu tư, Luật thuế trị giá gia tăng, Luật thuế thu nhập doanh nghiệp, đã góp phần khuyến khích các nhà đầu tư.

Tình hình hoạt động: Theo thống kê tình hình phát triển DNV&N của Bộ Kế hoạch và Đầu tư tính đến cuối năm 2006 tổng số các DNV&N trên cả nước là 250.256 doanh nghiệp (không bao gồm các hộ kinh doanh cá thể). Hiện tại các DNV&N đóng góp khoảng: 28% tổng sản phẩm xã hội, 43% giá trị tổng sản lượng công nghiệp, 78% tổng mức bán lẻ, 64% tổng lượng vận chuyển hàng hóa, tạo ra khoảng 52% việc làm phi nông nghiệp ở nông thôn, khoảng 25-26% lực lượng lao động cả nước. Suất đầu tư cho một chỗ làm việc ở DNV&N thấp chỉ bằng 3-10% so với doanh nghiệp lớn. DNV&N là nơi có khả năng tiếp nhận phần lớn số lao động mới hàng năm và số lao động dư thừa do sắp xếp lại doanh nghiệp nhà nước hay cải cách hành chính, góp phần ổn định và tăng thu nhập cho người lao động.

Bảng 4: Tình hình DNV&N theo loại hình doanh nghiệp đến 2006

TT	Loại hình doanh nghiệp	Số lượng doanh nghiệp	Tỷ lệ %
1.	Doanh nghiệp nhà nước	776	0,31
2.	Doanh nghiệp tư nhân	55.782	22,29
3.	Công ty TNHH	153.432	61,31
4.	Công ty cổ phần	35.737	14,28
5.	Hợp tác xã	4.530	1,81
	Tổng cộng	250.256	100,00

Nguồn: Cục phát triển các doanh nghiệp nhỏ và vừa

Nhu cầu và khả năng tiếp cận vốn qua thị trường tài chính của các DNV&N: Để phát triển sản xuất và kinh doanh, các DNV&N rất cần vốn để đầu tư mua các thiết bị, công nghệ mới và thực hiện công tác đào tạo nâng cao trình độ chuyên môn của đội ngũ cán bộ trong việc tiếp thu công nghệ. Tuy nhiên đáp ứng nhu cầu này hầu hết các DNV&N đều không có đủ tiềm lực vốn mà chủ yếu đều phải huy động vốn thông qua các thị trường tài chính phi chính thức. Theo thống kê của Bộ Kế hoạch và Đầu tư đến tháng 01/2005 đã có tổng số 165.000 DNV&N trên cả nước với số vốn đăng ký kinh doanh là 353.000 tỷ đồng. Như vậy, về thực trạng công tác cung ứng vốn cho các DNV&N ở nước ta hiện nay được đánh giá là chủ yếu được thực hiện thông qua nguồn vay từ thị trường tài chính phi chính thức và ngân hàng, do đó công tác huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu còn rất hạn chế.

Những tồn tại và hạn chế:

Môi trường pháp lý: Hệ thống pháp luật chung của toàn bộ nền kinh tế chưa hoàn chỉnh và còn thiếu đồng bộ do đó môi trường pháp lý cho các DNV&N còn nhiều vướng mắc về thủ tục hành chính nên các DNV&N gặp rất nhiều khó khăn trong công tác vay vốn.

Hệ thống ngân hàng và các tổ chức tín dụng: Về thực chất hiện nay chính sách của các ngân hàng và các tổ chức tín dụng chủ yếu là dành cho các doanh nghiệp nhà nước mà trọng tâm là các doanh nghiệp có quy mô lớn, do đó các DNV&N mà nhất là các DNV&N ngoài quốc doanh khó tiếp cận được với nguồn vốn tín dụng chính thức thông qua hệ thống ngân hàng.

Hạn chế của bản thân các DNV&N: Do bản thân các DNV&N không có khả năng đáp ứng được các đòi hỏi của ngân hàng về các thủ tục như lập dự án, thủ tục thế chấp. Một nguyên nhân khác là bản thân các chủ của DNV&N ngoài quốc doanh cũng không muốn vay ngân hàng vì như vậy buộc phải xuất trình các báo cáo chính xác về tài chính và kết quả sản xuất kinh doanh.

Thị trường chứng khoán: Trên thực tế, TTCK chưa phát triển một cách đầy đủ và đồng bộ, các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, vừa và lớn tham gia trên cùng một thị trường đã gây nên sự không bình đẳng giữa các doanh nghiệp do chi phí và quy mô của các doanh nghiệp tham gia trên TTCK là rất khác nhau.

3. Đánh giá nhu cầu xây dựng TTCK cho DNV&N ở Việt Nam

Để thấy được nhu cầu, khó khăn và thuận lợi khi tham gia TTCK của các DNV&N, Luận án sử dụng số liệu điều tra khảo sát 447 doanh nghiệp của Dự án "*Điều tra, đánh giá các khả năng tham gia TTCK của các DNV&N*" do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thực hiện năm 2004 tại Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh,

Đà Nẵng, Thanh Hóa, Quảng Ninh, Vĩnh Phú. Kết quả điều tra cho thấy: *hầu hết các DNV&N ở Việt Nam đã hiểu được những bất lợi cũng như các lợi thế của công ty khi tham gia TTCK. Đây cũng là một trong những điều kiện cần thiết giúp các DNV&N tham gia TTCK tích cực và từ đó thúc đẩy TTCK phát triển mạnh mẽ.* Về nhu cầu và điều kiện xây dựng TTCK cho DNV&N, như sau:

Về hàng hóa cho thị trường: Theo thống kê ở nước ta số lượng các DNV&N chiếm khoảng 80% trong tổng số doanh nghiệp, chủ yếu thuộc các ngành thương mại, dịch vụ và các ngành khác, tạo ra khoảng 28% GDP hàng năm, đặc biệt các doanh nghiệp có vốn từ dưới 3 tỷ đồng chiếm tỷ lệ 70% số các DNV&N. Hiện nay trên cả nước đã có hơn 35.000 các DNV&N thuộc loại hình công ty cổ phần. Đây sẽ là một lượng hàng hóa quan trọng góp phần thúc đẩy cho sự thành công của TTCK cho các DNV&N.

Về khả năng tham gia TTCK của các DNV&N: Đánh giá về khả năng tham gia TTCK của các DNV&N được thể hiện theo kết quả điều tra năm 2004 của UBCKNN cho thấy trong số 447 doanh nghiệp được điều tra có 217 công ty có ý định tham gia niêm yết (chiếm tỷ lệ 48,6%) tại TTGDCK Hà Nội. Nhưng nếu tính theo tiêu chuẩn điều kiện niêm yết hiện nay tại TTGDCK Hà Nội thì có tới 194 công ty (chiếm 47,4%) là đủ tiêu chuẩn. Hiện nay, các công ty có ý định tham gia TTCK đều có chung một mục đích là huy động vốn để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty và tạo uy tín cho công ty trên thương trường. Vì vậy, việc thành lập TTCK cho các DNV&N, các công ty chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết là rất cần thiết.

Về điều kiện cơ sở vật chất cho thị trường: Hiện nay, nhìn chung về điều kiện cơ sở hạ tầng của TTGDCK Hà Nội (nơi xây dựng TTCK cho các DNV&N) đã được xây dựng và đã đi vào hoạt động. Với cơ sở vật chất kỹ thuật này nếu được tổ chức và đầu tư thêm các thiết bị, các điều kiện kỹ thuật thì có thể đáp ứng được những yêu cầu cơ bản cho một TTCK của các DNV&N. Việc xây dựng hạ tầng cơ sở cho TTCK của các DNV&N bao gồm sàn giao dịch có đầy đủ trang thiết bị, phương tiện tính toán, thông tin hiện đại nối mạng với thành viên của thị trường, các ngân hàng và khách hàng trong nước và quốc tế.

Về yếu tố con người tham gia thị trường: TTCK đã hoạt động được 6 năm, trong thời gian này đã giúp cho đội ngũ cán bộ nhân viên trực tiếp thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán được đào tạo tốt với các kinh nghiệm trên thực tế. Đây là một trong những điều kiện hết sức quan trọng và thuận lợi trong việc xây dựng TTCK cho các DNV&N và giúp cho TTCK Việt Nam ngày càng phát triển.

Xuất phát từ các yêu cầu trên, đòi hỏi cần phải xây dựng TTCK cho các DNV&N để tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có thể huy động vốn dễ dàng hơn và là nơi giao dịch chứng khoán cho các nhà đầu tư. Cùng với thị trường tập trung, TTCK cho các DNV&N sẽ thu hút ngày càng nhiều hơn các nhà đầu tư, mở rộng môi trường đầu tư có tổ chức, quản lý và thu hẹp thị trường tự do đang tồn tại dưới nhiều hình thức, tạo sự công bằng cho mọi đối tượng tham gia thị trường, giúp TTCK phát triển trong khuôn khổ điều tiết vĩ mô của Nhà nước.

Chương 3

XÂY DỰNG MÔ HÌNH VÀ GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CHO CÁC DNV&N Ở VIỆT NAM

1. Định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

(1) Mở rộng quy mô của TTCK tập trung, phấn đấu đưa tổng giá trị thị trường năm 2005 đạt mức 2-3% GDP và đến năm 2010 đạt mức 40-50% GDP.

(2) Xây dựng và phát triển các Trung tâm Giao dịch chứng khoán, Sở Giao dịch chứng khoán, Trung tâm Lưu ký chứng khoán nhằm cung cấp các dịch vụ giao dịch, đăng ký, lưu ký và thanh toán chứng khoán theo hướng hiện đại hoá.

(3) Phát triển các định chế tài chính trung gian cho TTCK Việt Nam.

(4) Phát triển các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân

2. Mục tiêu và nguyên tắc phát triển TTCK cho các DNV&N ở Việt Nam

Mục tiêu là xây dựng và phát triển TTCK cho các DNV&N cả về quy mô và chất lượng hoạt động nhằm tạo ra kênh huy động vốn trung và dài hạn cho đầu tư phát triển DNV&N nói riêng và các doanh nghiệp Việt Nam nói chung. Để xây dựng và phát triển TTCK cho các DNV&N cần được thực hiện trên các nguyên tắc cơ bản sau đây:

(1) Phát triển TTCK cho các DNV&N trên cơ sở quản lý bằng pháp luật, tạo điều kiện để thị trường hoạt động và phát triển, đảm bảo quyền, lợi ích hợp pháp của mọi chủ thể tham gia thị trường và có các chính sách khuyến khích giúp thị trường phát triển.

(2) Việc phát triển TTCK cho các DNV&N phải đảm bảo hoạt động an toàn, minh bạch, hiệu quả, góp phần huy động vốn cho đầu tư phát triển các DNV&N, thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa DNNN.

(3) Việc phát triển TTCK cho các DNV&N phải trên cơ sở chiến lược phát triển một TTCK thống nhất trong cả nước do TTCK cho các DNV&N là một bộ phận không tách rời trong hệ thống TTCK.

(4) Xây dựng một TTCK cho các DNV&N hiện đại có quy mô từ nhỏ đến lớn phù hợp với điều kiện của Việt Nam trong từng giai đoạn trên cơ sở một nền tảng mạng máy tính và viễn thông với hạ tầng thông tin mạnh và đồng bộ.

(5) Việc phát triển TTCK cho các DNV&N trên cơ sở phù hợp với các tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế, để có thể từng bước hội nhập với thị trường thế giới.

3. Mô hình TTCK cho các DNV&N ở Việt Nam

Xây dựng TTCK cho các DNV&N được tổ chức theo từng giai đoạn và từng bước phát triển từ nhỏ đến lớn, phù hợp với điều kiện kinh tế của Việt Nam. Để lựa chọn các giai đoạn xây dựng TTCK cho các DNV&N chúng ta căn cứ theo định hướng phát triển thị trường tài chính Việt Nam đến năm 2010 và Kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội 5 năm 2006-2010 của Việt Nam, như sau:

- Giai đoạn 1: (dự tính trước năm 2010) với mục tiêu xây dựng và tổ chức TTGDCK Hà Nội theo hướng thị trường OTC là nơi các doanh nghiệp không đủ điều kiện niêm yết trên TTGDCK Tp. HCM, trong đó chủ yếu là các DNV&N.

- Giai đoạn 2: (dự tính sau năm 2010) với mục tiêu phát triển TTGDCK Hà Nội thành thị trường OTC hoàn chỉnh.

Qua phân tích các kinh nghiệm của các nước trên thế giới cũng như cơ sở lý thuyết về TTCK kết hợp với thực trạng của TTCK Việt Nam, tác giả đưa ra một mô hình thị trường OTC cho các DNV&N trên cơ sở áp dụng cho TGGDCK Hà Nội, phát triển từng bước và theo giai đoạn, như sau:

3.1. Các điều kiện để phát hành và giao dịch chứng khoán

Giai đoạn 1: tổ chức thành 2 khu vực giao dịch.

Khu vực 1: khu vực cho DNV&N, dự kiến đăng ký giao dịch cho các doanh nghiệp có vốn từ 5-80 tỷ đồng, với điều kiện: (1)cổ phiếu, trái phiếu của các công ty cổ phần có vốn điều lệ từ 5 tỷ cho đến 80 tỷ đồng, đã thành lập tối thiểu 1 năm và có ít nhất 20% số cổ phiếu phát hành ra công chúng; (2)trái phiếu của doanh nghiệp có vốn từ 5 tỷ cho đến 80 tỷ đồng, đã thành lập tối thiểu 2 năm, trong đó có 1 năm hoạt động kinh doanh có lãi.

Khu vực 2: khu vực cho doanh nghiệp vừa lớn, dự kiến đăng ký giao dịch cho các doanh nghiệp có vốn trên 80 tỷ đồng, với điều kiện: (1)cổ phiếu, trái phiếu của các công ty cổ phần có vốn điều lệ trên 80 tỷ đồng, đã thành lập tối thiểu 2 năm và có ít nhất 10% số cổ phiếu phát hành ra công chúng; (2)trái phiếu của doanh nghiệp có vốn trên 80 tỷ đồng, đã thành lập tối thiểu 5 năm, trong đó phải có ít nhất 3 năm hoạt động kinh doanh có lãi.

Giai đoạn 2: hình thành khu vực 3 (cho doanh nghiệp nhỏ và rất nhỏ) cho phép các loại chứng khoán dưới 5 tỷ đồng được giao dịch qua hệ thống thoả thuận, báo giá với các điều kiện đơn giản hơn chứng khoán niêm yết. Khi TTGDCK Hà Nội phát triển thành thị trường OTC hoàn chỉnh với nhiều khu vực giao dịch thì có thể áp dụng nhiều hình thức giao dịch khác nhau như: (1)chứng khoán có tính thanh khoản cao thì có thể áp dụng cơ chế xét duyệt niêm yết và giao dịch ở hệ thống khớp lệnh; (2)chứng khoán có tính thanh khoản thấp, có thể áp dụng cơ chế đăng ký giao dịch qua hệ thống tạo lập thị trường hoặc báo giá trung tâm; (3)cho phép giao dịch một số loại chứng khoán phái sinh để tạo sôi động cho thị trường.

3.2. Cơ quan quản lý nhà nước

Giai đoạn 1: do vai trò tự quản của TTGDCK Hà Nội chưa cao nên UBCKNN sẽ thực hiện vai trò quản lý Nhà nước đối với các hoạt động trên TTCK cho các DNV&N với chức năng định hướng và ban hành khung pháp lý cho hoạt động của thị trường, giám sát thị trường, cấp giấy phép cho hoạt động của các công ty chứng khoán, thanh tra và thực hiện việc cưỡng chế thực thi các trường hợp vi phạm với mục tiêu bảo đảm cho thị trường hoạt động trong khuôn khổ cho phép của Nhà nước và pháp luật.

Giai đoạn 2: khi vị trí pháp lý và vai trò tự quản của TTGDCK Hà Nội được nâng cao thì các chức năng do UBCKNN thực hiện trong giai đoạn trước sẽ phân cấp cụ thể cho TTGDCK Hà Nội. Nhiệm vụ của TTGDCK Hà Nội sẽ có vai trò tự quản và hỗ trợ cơ quan quản lý Nhà nước trong việc quản lý, giám sát sự tuân thủ pháp luật của các thành viên, các nhà đầu tư khi tham gia TTCK.

3.3. Cơ cấu sở hữu

Giai đoạn 1: TTGDCK HN là pháp nhân thành lập và hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn 1 thành viên. Thủ tướng Chính phủ quyết định thành lập, giải thể, chuyển đổi cơ cấu tổ chức, hình thức sở hữu của TTGDCK HN theo đề nghị của Bộ trưởng Bộ Tài chính.

Giai đoạn 2: chuyển từ hình thức từ công ty TNHH 1 thành viên thành công ty cổ phần bằng cách định giá lại tài sản của TTGDCK HN và thực hiện cổ phần hóa công ty và bán từng đợt phần vốn của nhà nước. Khi TTGDCK HN đủ điều kiện niêm yết thì cổ phiếu sẽ được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán.

3.4. Cơ cấu tổ chức

Giai đoạn 1: TTGDCK Hà Nội là đơn vị trực tiếp vận hành thị trường. Trên cơ sở chức năng và nhiệm vụ, TTGDCK HN được tổ chức như sau:

- *Hội đồng quản trị:* giữ vai trò là đại diện cho chủ sở hữu tại Trung tâm (thông qua các thành viên HĐQT do UBCKNN đề cử và Bộ Tài chính bổ nhiệm) quyết định các vấn đề then chốt trong hoạt động của Trung tâm.

- *Ban Giám đốc:* bộ phận thực thi các kế hoạch, chiến lược do Hội đồng quản trị đề ra và trực tiếp điều hành các công việc hàng ngày của Trung tâm.

- *Ban Kiểm soát:* thực hiện chức năng kiểm soát việc thực hiện vai trò đại diện cho chủ sở hữu của Hội đồng quản trị.

- Các phòng nghiệp vụ chính như: Phòng Giám sát Thị trường, Phòng Thành viên, Phòng Niêm yết, Phòng Thông tin Thị trường...

Giai đoạn 2: hoạt động theo các quy định về công ty cổ phần của Luật doanh nghiệp. Do TTGDCK Hà Nội là một doanh nghiệp đặc biệt nên phải hoạt động trong khuôn khổ pháp luật về chứng khoán và chịu sự giám sát chặt chẽ của cơ quan quản lý nhà nước về TTCK. Cơ cấu tổ chức của TTGDCK Hà Nội cũng được tổ chức lại cho phù hợp với mục đích vì lợi nhuận.

3.5. Hệ thống giao dịch

Giai đoạn 1: gồm 3 hệ thống thực hiện giao dịch

(1) *Hệ thống giao dịch thỏa thuận:* hệ thống này phục vụ giao dịch chứng khoán thuộc khu vực 1 và 2 được đăng ký giao dịch tại TTGDCK Hà Nội. Hệ thống giao dịch thỏa thuận được thiết kế với nhiều tính năng hiện đại có công suất lớn, thực hiện đặt lệnh từ xa thông qua mạng máy tính điện tử diện rộng để tiết kiệm nhân lực và chi phí vận hành. Hệ thống giao dịch thỏa thuận, bao gồm: giao dịch thỏa thuận khác thành viên; giao dịch thỏa thuận cùng thành viên.

(2) *Hệ thống báo giá trung tâm:* hệ thống báo giá trung tâm phục vụ cho giao dịch chứng chỉ quỹ đầu tư và giao dịch cổ phiếu của các công ty có số vốn nhỏ được đăng ký giao dịch thuộc khu vực 1. Hệ thống báo giá trung tâm được thiết kế với các tính năng hiện đại có công suất lớn, thực hiện đặt lệnh từ xa thông qua mạng máy tính điện tử diện rộng. Các thông tin về mua và bán các chứng khoán được đưa lên trang thông tin điện tử trên mạng Internet.

(3) *Hệ thống nhà tạo lập thị trường:* hệ thống nhà tạo lập thị trường sẽ áp dụng cho khu vực 1 và khu vực 2. Hệ thống này là một mạng máy tính và hệ thống viễn thông diện rộng, được kết nối giữa kết nối các nhà tạo lập thị trường, các đại diện được đăng ký và Trung tâm quản lý. Hệ thống giao dịch sẽ cung cấp mức giá cao nhất và thấp nhất trong tuần trước đó và các mức giá mua vào

và bán ra của các nhà kinh doanh chứng khoán. Các công ty muốn mua bán chứng khoán có thể chuyển giá chào mua và chào bán của mình qua mạng điện tử, công ty cũng có thể thay đổi lệnh đặt trong ngày khi tình hình thị trường thay đổi. Hệ thống nhà tạo lập thị trường được tổ chức với 3 cấp độ cung cấp các dịch vụ cho nhà đầu tư và các thành viên.

Thời gian giao dịch: các ngày làm việc trong tuần, trừ ngày nghỉ theo quy định của Luật lao động.

Giai đoạn 2: đưa thêm hệ thống giao dịch tập trung vào sử dụng, tùy theo tình hình phát triển của TTCK mà sẽ đưa vào áp dụng hệ thống giao dịch này cho khu vực nào. Ngoài ra, để giao dịch chứng khoán của các doanh nghiệp có vốn nhỏ (dưới 5 tỷ đồng) và các doanh nghiệp không đăng ký niêm yết trên thị trường cần xây dựng thị trường Bảng hồng (Pink Sheets) để các công ty thực hiện yết giá các cổ phiếu giao dịch. Mở rộng thêm các dịch vụ để phục vụ các nhà đầu tư trên thị trường, tăng thêm thời gian giao dịch trên các hệ thống giao dịch và đưa thêm một số lệnh thực hiện giao dịch.

3.6. Hệ thống đăng ký, thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán

Giai đoạn 1: do việc phát hành ra công chứng của các công ty cổ phần, còn có nhiều hạn chế, các chứng khoán phát hành dưới dạng chứng chỉ vật chất, các dịch vụ đăng ký, lưu ký, thanh toán tập trung chưa phát triển, chưa tạo thuận lợi cho người sử dụng. Vì vậy, chứng khoán giao dịch trên TTCK cho các DNV&N có thể dưới dạng chứng chỉ vật chất, ghi sổ, ghi danh hoặc vô danh, được lưu ký tập trung hoặc không đưa vào lưu ký để tạo thuận lợi tối đa cho người đầu tư. Tuy nhiên, trước khi tiến hành giao dịch trên TTGDCK, chứng khoán bắt buộc phải được đưa vào lưu ký tập trung. Như vậy, các hoạt động lưu ký và thanh toán giao dịch cho TTCK cho các DNV&N sẽ thông qua Trung tâm lưu ký chứng khoán và Ngân hàng chỉ định thanh toán

Giai đoạn 2: khi TTCK đã phát triển mạnh và số lượng các công ty cổ phần phát hành chứng khoán ra công chứng nhiều thì chứng khoán được phát hành dưới dạng chứng chỉ phi vật chất. Lúc này Trung tâm lưu ký chứng khoán đã phát triển, do đó các dịch vụ đăng ký, lưu ký, thanh toán tập trung sẽ tạo thuận lợi cho người sử dụng. Vì vậy, chứng khoán giao dịch trên TTCK cho các DNV&N có thể dưới dạng chứng chỉ phi vật chất. Các loại chứng khoán sẽ được tồn tại dưới dạng chứng chỉ điện tử và được lưu ký tập trung để tạo thuận lợi cho người đầu tư. Tài khoản của các nhà đầu tư được mở trực tiếp qua hệ thống máy tính điện tử và trên mạng internet tạo điều kiện cho Trung tâm lưu ký quản lý tài khoản của nhà đầu tư. Đối với hệ thống giao dịch trên TTGDCK Hà Nội, các giao dịch chứng khoán được thanh toán bù trừ và hoàn tất vào ngày T+1 hoặc có thể rút gọn đến T+0 khi TTCK phát triển đến đỉnh cao. Về cơ cấu sở hữu, trong giai đoạn này, Trung tâm lưu ký chứng khoán sẽ chuyển đổi mô hình từ công ty TNHH 1 thành viên thành công ty cổ phần hoạt động theo các quy định của Luật doanh nghiệp và tùy theo tình hình thực tế sẽ thực hiện cổ phần hóa.

3.7. Thành viên của thị trường

Các công ty chứng khoán: thành viên của TTGDCK HN phải là các công ty chứng khoán được UBCKNN cấp giấy phép hoạt động trên Trung tâm. Các công ty chứng khoán là thành viên của TTGDCK Tp. HCM cũng được coi là

thành viên của TTGDCK HN nếu đăng ký và được cấp phép hoạt động trên Trung tâm. Các công ty chứng khoán thực hiện các nghiệp vụ: môi giới, tư doanh, tư vấn đầu tư, bảo lãnh phát hành, lưu ký chứng khoán. Bên cạnh đó, công ty chứng khoán còn cho khách hàng vay tiền, chứng khoán để thực hiện các giao dịch bảo chứng.

Nhà tạo lập thị trường: hoạt động của những nhà tạo lập thị trường là mua bán chứng khoán với khách hàng thông qua tài khoản của mình để hưởng chênh lệch giá và có nghĩa vụ luôn duy trì hoạt động giao dịch của chứng khoán đó. Do vậy đối với TTCK cho các DNV&N cho phép một số các công ty chứng khoán có tiềm lực tài chính đứng ra làm nhà tạo lập thị trường, với các điều kiện: (1) Đăng ký là thành viên của Trung tâm; (2) Có mức vốn tối thiểu là 500 tỷ đồng; (3) Tạo lập thị trường ít nhất 2 loại chứng khoán và nhiều nhất 8 loại chứng khoán;

4. Giải pháp xây dựng và phát triển TTCK cho các DNV&N

Để thúc đẩy việc hình thành và phát triển TTCK cho các DNV&N ở Việt Nam trên cơ sở mô hình đã được xây dựng, tác giả đưa ra một số giải pháp sau:

4.1. Xây dựng khung pháp lý cho thị trường

(1) *Xây dựng và ban hành đồng bộ hệ thống văn bản dưới luật:* khi Luật chứng khoán có hiệu lực thi hành, cơ quan quản lý cần nhanh chóng bổ sung, hoàn thiện hệ thống các văn bản pháp lý hướng dẫn thi hành Luật. Song song với việc thực hiện Luật Chứng khoán, cũng cần tổ chức nghiên cứu và chuẩn bị các luật khác có liên quan trực tiếp tới TTCK như Luật giao dịch điện tử, Luật bảo vệ nhà đầu tư... Các cơ quan quản lý nhà nước cũng cần phải phối hợp để hoàn chỉnh việc sửa đổi các văn bản quy định về chế độ tài chính, thuế, phí, lệ phí, chế độ kế toán, kiểm toán, quản lý ngoại hối... áp dụng với các đối tượng tham gia hoạt động trên TTCK.

(2) *Điều chỉnh phân cấp quản lý và chức năng nhiệm vụ giữa cơ quan quản lý nhà nước, TTGDCK Hà Nội và đổi mới công tác giám sát.*

4.2. Chính sách tăng cung hàng hoá trên thị trường

(1) *Xây dựng định hướng phát triển các DNV&N trong từng thời kỳ:* Để thực hiện chiến lược phát triển các DNV&N tạo nguồn hàng có chất lượng cao cho TTCK cần xây dựng định hướng phát triển các DNV&N trong từng thời kỳ (giai đoạn đến năm 2010 và sau năm 2010).

(2) *Khuyến khích tạo điều kiện thành lập mới các công ty cổ phần:* do phần lớn các công ty cổ phần mới thành lập đều là các công ty có số vốn vừa và nhỏ nên sẽ tạo chính sách tăng cung hàng hóa cho TTCK các DNV&N.

(3) *Áp dụng biện pháp nhằm đẩy mạnh cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước có quy mô vừa và nhỏ gắn với đăng ký giao dịch cổ phiếu trên TTCK cho các DNV&N:* cần áp dụng bắt buộc các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa (trong đó có DNV&N) phải đăng ký giao dịch cổ phiếu trên TTCK. Việc đăng ký giao dịch cổ phiếu cũng có tác động tích cực trở lại đối với vấn đề quản trị công ty của các DNV&N này.

(4) *Bán cổ phần Nhà nước nắm giữ tại các DNV&N:* Do đặc điểm nước ta có số lượng các DNV&N là doanh nghiệp nhà nước được chuyển đổi thành công

ty cổ phần, khi tiến hành cổ phần hóa có tỷ lệ Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối tại các doanh nghiệp này vẫn còn cao. Vì vậy, đẩy mạnh việc bán các cổ phần do Nhà nước nắm giữ tại các DNV&N sẽ làm tăng lượng hàng hóa trên TTCK và cổ phiếu của các DNV&N sẽ có tính thanh khoản cao hơn.

(5)*Thắt chặt quản lý sử dụng các nguồn vốn vay ưu đãi của Nhà nước:* Chính phủ cần xóa bỏ bao cấp về vốn cho các doanh nghiệp bằng cách giảm bớt tiến tới bãi bỏ khoản vay tín dụng ưu đãi, khoan nợ, giãn nợ, bù lỗ... thay vào đó là các doanh nghiệp này phải lập đề án huy động vốn thông qua TTCK bằng cách phát hành trái phiếu công ty hoặc bán cổ phần để phát triển kinh doanh.

(6)*Hoàn thiện chính sách phí áp dụng cho DNV&N khi tham gia TTCK:* Chính sách phí đối với TTCK cần hài hòa và thống nhất trong tổng thể chính sách thuế trên thị trường tài chính và trong toàn bộ nền kinh tế để phù hợp với từng giai đoạn, từng thời kỳ phát triển của TTCK.

4.3. Chính sách kích cầu hàng hoá trên thị trường

(1)*Tổ chức tuyên truyền rộng rãi ra công chúng:* công tác này rất quan trọng trong giai đoạn đầu hình thành và đưa TTCK cho các DNV&N vào hoạt động. Nhà nước cần tổ chức phổ cập những kiến thức cơ bản về chứng khoán và TTCK cho toàn dân trên các phương tiện thông tin đại chúng.

(2)*Hạn chế vấn đề thông tin không cân xứng trên thị trường:* thông tin không cân xứng là một trong các khuyết tật mang tính cố hữu của TTCK. Nhà nước có vai trò quan trọng trong việc hạn chế đến mức thấp nhất hiện tượng thông tin không cân xứng có liên quan đến vấn đề công bố thông tin từ đó tạo niềm tin cho các nhà đầu tư tham gia trên TTCK. Một số các giải pháp khắc phục là: cần quy định việc công bố thông tin định kỳ phải trở thành điều kiện bắt buộc đối với doanh nghiệp đặc biệt là đối với các công ty cổ phần; xây dựng các chế tài về xử lý vi phạm về công bố thông tin trên TTCK...

(3)*Đưa ra các giải pháp về an toàn hệ thống và cung cấp thông tin:* cần phát triển hệ thống quản trị mạng đủ mạnh để đảm bảo tính bảo mật, phát hiện ra lỗi của hệ thống và kiểm soát toàn bộ hệ thống mạng. Hệ thống mạng nội bộ trong từng thành viên thị trường và TTGDCK HN phải được thiết lập và có độ bảo mật và an toàn cao. Mỗi công ty chứng khoán phải có một đường truyền trực tiếp tới TTGDCK HN. Đường truyền này phải có tốc độ cao, có độ an toàn và bảo mật tốt nhằm giảm thiểu được tối đa các sự cố trên đường truyền.

4.4. Xây dựng và hoàn thiện các định chế tài chính tham gia thị trường

(1)*Xây dựng và phát triển các nhà tạo lập thị trường, quỹ đầu tư*

- Đối với công ty chứng khoán là nhà tạo lập thị trường: Nhà nước cần khuyến khích các ngân hàng thương mại thành lập các công ty chứng khoán dưới hình thức công ty cổ phần hoặc chuyển đổi các công ty TNHH đã thành lập thành công ty cổ phần. Như vậy, các công ty chứng khoán có thể tăng vốn hoạt động thông qua việc phát hành cổ phiếu và các nhà đầu tư cá nhân có thể đầu tư vốn vào các công ty chứng khoán này.

- Đối với quỹ đầu tư chứng khoán, cần được khuyến khích phát triển hoạt động nhằm chuyên môn hóa hoạt động đầu tư và định hướng thị trường cho các nhà đầu tư cá nhân. Xác định rõ mô hình tổ chức hoạt động để thống nhất quản

lý hoạt động của các quỹ này. Từ đó, ban hành đầy đủ và đồng bộ hành lang pháp lý cho hoạt động của quỹ đầu tư.

(2)*Phát triển hoạt động của các quỹ đầu tư mạo hiểm*: cần thiết phải có những chính sách của Nhà nước để khuyến khích hoạt động của các quỹ đầu tư mạo hiểm nhằm góp phần cho thành công của TTCK cho các DNV&N ở Việt Nam: xác định rõ mô hình tổ chức hoạt động của loại hình quỹ đầu tư mạo hiểm; ban hành đầy đủ và đồng bộ hành lang pháp lý cho hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm; khuyến khích thành lập các quỹ đầu tư mạo hiểm thông qua các chính sách ưu đãi thuế.

4.5. Hoàn thiện mô hình sở hữu và đào tạo nhân lực cho thị trường

(1)*Hoàn thiện mô hình sở hữu của TTGDCK HN*: cần xây dựng TTGDCK HN theo mô hình công ty cổ phần trong đó Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối. Trong đó Nhà nước nắm giữ 51% số cổ phần và 49% số cổ phần còn lại thuộc về sở hữu của các thành viên và các nhà đầu tư bên ngoài.

(2)*Đẩy mạnh công tác đào tạo nhân lực cho thị trường*: thành lập Viện Nghiên cứu Chứng khoán Việt Nam để tổ chức nghiên cứu về TTCK, đào tạo nâng cao trình độ cho các nhà quản lý thị trường, lãnh đạo của các công ty chứng khoán, nhân viên hành nghề chứng khoán, nhà tạo lập thị trường... Cập nhật và chuẩn hoá các chương trình đào tạo về chứng khoán theo đúng chuẩn mực quốc tế đối với những người giảng dạy về chứng khoán và TTCK.

4.6. Các giải pháp khác

(1)*Giải pháp về nguồn tài chính ban đầu cho thị trường*: Nhà nước cần cấp vốn để trang bị cơ sở vật chất kỹ thuật cần thiết để thành lập sàn giao dịch chứng khoán cho các DNV&N. Việc cấp kinh phí của Nhà nước được thực hiện theo dự án đầu tư và thực hiện trong thời gian ngắn, tránh dàn trải.

(2)*Hoàn thiện công tác kế toán kiểm toán đối với doanh nghiệp*: Ban soạn thảo chuẩn mực kế toán quốc gia cần nghiên cứu xây dựng Bộ chuẩn mực kế toán cho các DNV&N sao cho phù hợp với quy mô của doanh nghiệp. Củng cố và phát triển các tổ chức kiểm toán độc lập, tiếp tục triển khai nhanh chóng và hiệu quả việc áp dụng thông lệ quốc tế về quản trị công ty, trong đó có việc nâng cao chất lượng, đạo đức nghề nghiệp của các tổ chức kiểm toán độc lập.

(3)*Hoàn thiện công tác thanh tra giám sát thị trường*: Hoàn thiện pháp luật về xử lý vi phạm về tài chính trên thị trường. Đối với vấn đề này, trước hết UBCKNN cần thực hiện việc xây dựng các văn bản hướng dẫn thi hành Luật chứng khoán để nâng cao việc quản lý hoạt động của TTCK. Việc kiểm tra, kiểm soát nên chú trọng vào khâu “*hậu kiểm*”, tránh gây phiền hà, khó khăn cho các tổ chức này trong quá trình hoạt động.

KẾT LUẬN

Xây dựng, hoàn thiện và phát triển TTCK cho các DNV&N ở Việt Nam là một việc làm cấp thiết nhằm tạo ra một định chế tài chính hoàn chỉnh cho nền kinh tế Việt Nam. TTCK sẽ giúp các DNV&N trong việc huy động nguồn vốn trung và dài hạn và tạo một động lực cho các doanh nghiệp cạnh tranh bình đẳng. Trong khuôn khổ của luận án, NCS đã khái quát tổng thể mô hình và đưa ra các giải pháp xây dựng và phát triển TTCK cho các DNV&N tại Việt Nam. Tuy nhiên để có TTCK hiện đại và phát triển cho các DNV&N cần phải có những bước đi thích hợp từ thấp đến cao, từ đơn giản đến phức tạp nhằm tạo ra động lực phát triển vững chắc cho TTCK còn rất mới mẻ ở Việt Nam.

Hệ thống các giải pháp cho TTCK các DNV&N cần được xây dựng trên cơ sở mô hình của TTCK Việt Nam gắn với mô hình nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở nước ta. Mô hình kinh tế cũng đang cần tiếp tục làm rõ các nội dung cơ bản của nó như xác định vai trò chủ đạo của kinh tế nhà nước, các vấn đề về chế độ sở hữu, sự phân hoá giàu nghèo, công bằng xã hội... Vì vậy, mô hình phát triển của TTCK Việt Nam cũng cần phải tiếp tục xây dựng và hoàn thiện để thích nghi với sự phát triển của nền kinh tế đất nước. Cụ thể là UBCKNN cần xây dựng quy hoạch phát triển ngành từ nay đến năm 2010 và tầm nhìn 2020.

Đối với TTCK cho các DNV&N, tự động hoá và ứng dụng công nghệ thông tin là một trong những nhân tố quyết định khả năng cạnh tranh và xây dựng thành công của thị trường. Cần xây dựng kế hoạch tổng thể và toàn diện cho việc tự động hoá và ứng dụng công nghệ tin học đối với TTCK của các DNV&N và triển khai thực hiện. Các biện pháp cần được triển khai là: xây dựng một kế hoạch tổng thể trong dài hạn; tiến hành tin học hoá theo đặc thù của từng giai đoạn phát triển; đảm bảo tính thống nhất trong hoạt động chuẩn hoá định dạng thông tin; đảm bảo sự tham gia của tất cả các đối tượng sử dụng trong quá trình phát triển hệ thống; thiết kế hệ thống và trang bị các thiết bị cần thiết cho hệ thống.

Để xây dựng các chính sách cũng như tổ chức thực hiện chính sách đối với phát triển TTCK cho các DNV&N, cần thành lập Ban Phát triển thị trường vốn do Chính phủ trực tiếp chỉ đạo nhằm tạo ra sự phối hợp chặt chẽ hơn giữa các bộ, ngành liên quan trong tiến trình phát triển thị trường vốn. Ban Phát triển thị trường vốn sẽ bao gồm các bộ trưởng hoặc các thứ trưởng các bộ và cơ quan nhà nước liên quan như: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tư pháp, Ban Chỉ đạo Đổi mới và Phát triển Doanh nghiệp Trung ương.

Thông qua kết quả nghiên cứu, NCS hy vọng sẽ giúp cho các cơ quan quản lý nhà nước trong việc hoạch định chính sách và lập kế hoạch xây dựng TTCK cho các DNV&N. Hình thành và phát triển thị trường chứng khoán cho các DNV&N sẽ thúc đẩy cho công cuộc hội nhập của TTCK Việt Nam với các nước trong khu vực và thế giới. Xin trân trọng cảm ơn.