

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**



TÔ THỊ MỸ DUNG

**PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ CHI PHỐI
HOẠT ĐỘNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
VIỆT NAM**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2006

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**



TÔ THỊ MỸ DUNG

**PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ CHI PHỐI
HOẠT ĐỘNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Kinh tế phát triển

Mã số: 60.31.05

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: TS. HỒ NGỌC PHƯƠNG

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2006

MỤC LỤC

Lời mở đầu.....	01
Chương 1: Thị trường chứng khoán và mô hình các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư chứng khoán.....	08
1.1 Lý thuyết về thị trường chứng khoán	08
Khái niệm	08
Phân loại.....	08
Hàng hoá trên thị trường chứng khoán	10
Hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán.....	10
Phân nhóm nhà đầu tư dựa trên mục đích đầu tư.....	12
Vai trò của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.....	13
1.2 Mô hình các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư chứng khoán	14
Mô hình APT.....	15
Ứng dụng mô hình APT	17
1.3 Những kinh nghiệm nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán thế giới	25
Chương 2: Phân tích các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam thời kỳ 2000 – 2006.....	31
2.1 Diễn biến hoạt động của các nhà đầu tư.....	31
2.2 Những trở ngại đối với hoạt động của các nhà đầu tư.....	35
2.3 Phân tích các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư.....	38
Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán.....	38
Rủi ro biến động giá chứng khoán	42
Rủi ro khả năng thanh khoản của chứng khoán	44
Rủi ro thông tin	46
Rủi ro pháp lý.....	51
Thanh tra, giám sát các hoạt động trên thị trường chứng khoán.....	56
Mức độ am hiểu về đầu tư chứng khoán của nhà đầu tư	60
Những rủi ro khác	62

Chương 3: Thảo luận kết quả và đề ra giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....	70
3.1 Kết quả hội quy và phân tích mô hình.....	70
3.2 Giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....	77
3.2.1 Nâng cao khả năng sinh lợi của chứng khoán.....	77
3.2.2 Giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư.....	79
Nâng cao khả năng thanh khoản	79
Nâng cao chất lượng hoạt động công bố thông tin	81
Tăng cường phối hợp giữa các cơ quan quản lý trong công tác thanh tra, giám sát thị trường	84
Nâng cao chất lượng dịch vụ cung cấp cho nhà đầu tư	86
Phổ biến rộng rãi kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán.....	89
Tiếp tục hoàn chỉnh hệ thống pháp lý và cụ thể hoá Luật Chứng khoán để nhanh chóng triển khai áp dụng	91
Nhanh chóng đưa vào ứng dụng phổ biến các chuẩn mực kế toán, kiểm toán phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế.....	94
Tăng cường hàng hóa có chất lượng cao cho thị trường chứng khoán Việt Nam.....	96
Mở rộng và nâng cao chất lượng hoạt động của Trung tâm Giao dịch Chứng Khoán	98
Các giải pháp khác.....	101
Kết luận.....	107

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 2.1: Nhà đầu tư đánh giá khả năng sinh lợi của vốn đầu tư	38
Bảng 2.2: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro biến động giá chứng khoán	43
Bảng 2.3: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro về tính thanh khoản của chứng khoán.....	45
Bảng 2.4: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro về thông tin.....	48
Bảng 2.5: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro pháp lý	52
Bảng 2.6: Nhà đầu tư đánh giá hoạt động thanh tra, giám sát, cưỡng chế thực thi	58
Bảng 2.7: Nhà đầu tư đánh giá mức độ am hiểu về đầu tư chứng khoán	61
Bảng 2.8: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro về chính sách	63
Bảng 2.9: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro về kế toán, kiểm toán	67
Bảng 3.1: Điều tra độ tuổi của nhà đầu tư	70
Bảng 3.2: Mô hình hồi quy đầy đủ 12 biến độc lập (mô hình 1).....	73
Bảng 3.3: Mô hình hồi quy sau khi đã loại bỏ ba biến rủi ro chính trị và rủi ro chính sách, rủi ro do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế (mô hình 2).....	75
Phụ lục 1: Diễn biến tình hình giao dịch qua các năm	114
Phụ lục 2: Tỷ suất sinh lợi do tăng giá của các cổ phiếu sau 5 năm (7/2000 – 7/2005)	116
Phụ lục 3: Mức chi trả cổ tức hàng năm (từ năm 2002 đến 2005)	117
Phụ lục 4: Đánh giá thị trường năm 2006.....	119
Phụ lục 5: Rủi ro biến động giá tính bằng độ lệch chuẩn suất sinh lợi	120
Phụ lục 6: Quy mô giao dịch của các cổ phiếu 5 năm (7/2000 – 7/2005).....	121
Phụ lục 7: Các thị trường có độ thanh khoản cao trên thế giới (tháng 8/2004 – 7/2005)	122
Phụ lục 8: Tổng hợp kết quả điều tra	123
Phụ lục 9: Kiểm định sự có mặt của biến không cần thiết trong mô hình 1	125

Phụ lục 10: Kiểm định sự có mặt của biến rủi ro chính trị và rủi ro chính sách, rủi ro do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế là không cần thiết trong mô hình 1	126
Phụ lục 11: Kiểm định về sự thuần nhất của phương sai của mô hình 2.....	127
Phụ lục 12: Kiểm định phân phối chuẩn của U của mô hình 2	129
Phụ lục 13: Các biến độc lập của mô hình kinh tế lượng phân tích các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư chứng khoán	130

Lời mở đầu

Trong sự nghiệp công nghiệp hoá, hiện đại hoá, vấn đề lớn nhất được đặt lên hàng đầu, đó là vấn đề cung ứng vốn cho nền kinh tế. Theo dự thảo kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2006 - 2010, để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng kinh tế ở mức 8%/năm, tổng vốn đầu tư phát triển kinh tế trong 5 năm cần khoảng 1.850 – 1.960 ngàn tỷ đồng (tính theo thời giá năm 2005), tương đương 117 – 124 tỷ USD; đạt khoảng 38 % GDP thay vì 35% GDP của thời kỳ trước (*Tạp chí Chứng Khoán số 4,5,6 2006*). Nhu cầu vốn lớn như vậy thật sự đã đặt gánh nặng lên vai các ngân hàng.

Hơn nữa, cơ cấu vốn hiệu quả của doanh nghiệp là 1/3 vốn tự có, 1/3 vay ngân hàng và vay trái phiếu, 1/3 chứng khoán. Theo tình hình hiện nay các doanh nghiệp vay vốn ngân hàng là chủ yếu, hình thức huy động vốn trên thị trường chứng khoán vẫn chưa phổ biến, nếu không cải thiện tình hình này thì chắc chắn các doanh nghiệp Việt Nam sẽ không thể cạnh tranh nổi trong 5 - 10 năm tới khi mà tiến trình hội nhập đang đến gần, và đặc biệt quan trọng là ngày 07/11/2006 vừa qua Việt Nam đã chính thức được kết nạp là thành viên thứ 150 của Tổ chức Thương mại Thế giới WTO. Vậy bài toán giải quyết nguồn vốn cho nền kinh tế nói chung cho doanh nghiệp nói riêng được xử lý như thế nào?

Thị trường chứng khoán chính là giải pháp cho vấn đề này. Bởi tính ưu việt của nó là có thể cung cấp nguồn tài chính cho tăng trưởng kinh tế một cách có hiệu quả hơn so với ngân hàng thương mại. Thị trường chứng khoán có thể đa dạng hóa và phân tán rủi ro một cách dễ dàng hơn thông qua việc chia nhỏ phần vốn chủ sở hữu hay các khoản nợ thành cổ phiếu và trái phiếu để công chúng nắm giữ rộng rãi. Chỉ thị trường chứng khoán mới cung cấp nguồn tài chính cần thiết cho các ngành công nghệ mới mang lại những đột phá trong tăng trưởng kinh tế nhưng cũng đồng thời tiềm ẩn những rủi ro. Nói cách khác thị trường chứng khoán là tiền đề thúc đẩy sự hình thành và phát triển nền kinh tế tri thức. Với những ưu điểm đó thị trường chứng khoán đã được nhìn nhận như nền tảng của chiến lược cạnh tranh quốc gia

trong nền kinh tế toàn cầu hóa với khả năng huy động các nguồn tài chính sâu rộng phục vụ cho phát triển các ngành công nghệ mới trong tương lai.

Ngoài vai trò quan trọng là nâng cao khả năng cạnh tranh quốc gia, thị trường chứng khoán hình thành và phát triển sẽ cùng với thị trường tiền tệ tạo ra một hệ thống tài chính đủ mạnh, cung cấp các nguồn vốn ngắn, trung và dài hạn cho nền kinh tế. Có thể nói, nguồn vốn huy động qua thị trường chứng khoán là một nguồn vốn có tính linh hoạt cao nhất, nó đáp ứng được các đòi hỏi về hình thức đầu tư, thời gian đáo hạn, cũng như số vốn cần thiết để tham gia thị trường... của các nhà đầu tư khác nhau. Chính vì vậy mà ở các nước phát triển trên thế giới, các cá nhân và tổ chức đến với thị trường chứng khoán nhằm tìm nơi đầu tư hấp dẫn cho nguồn vốn đang nhàn rỗi của mình. Còn ở Việt Nam, thị trường chứng khoán sau 6 năm hoạt động vẫn chỉ là môi trường đầu tư hứa hẹn tiềm năng. Vậy nguyên nhân nào làm cho các nhà đầu tư còn do dự khi đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam?

Thị trường chứng khoán Việt Nam chứa đựng nhiều yếu tố rủi ro. Sau 6 năm hoạt động, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn chưa có một hệ thống pháp lý hoàn chỉnh để điều chỉnh các hoạt động của thị trường. Với sự ra đời của Luật Chứng khoán sẽ góp phần ổn định và gia tăng hiệu quả hoạt động của thị trường. Bên cạnh yếu tố rủi ro về mặt pháp lý, thị trường chứng khoán Việt Nam còn chứa đựng một yếu tố rủi ro mà nhà đầu tư nào cũng e ngại, đó là rủi ro do biến động giá. Chỉ số giá VN Index lên xuống thất thường, không phản ánh đúng tình hình thực tế hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết, làm cho thị trường sôi động lên trong khoảng thời gian ngắn sau đó lại chìm xuống rất nhanh. Sự tách rời về giá chứng khoán và kết quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết do nhiều nguyên nhân khác nhau nhưng phần lớn là do tâm lý của các nhà đầu tư. Ngoài ra còn có nhiều loại rủi ro khác tiềm ẩn ở thị trường chứng khoán Việt Nam, như: rủi ro về thông tin, rủi ro về tính thanh khoản, rủi ro về chính sách... Tất cả các rủi ro trên là nguyên nhân làm cho thị trường chứng khoán Việt Nam kém hấp dẫn.

Một điều không cần phải tranh luận là mục đích cuối cùng của nhà đầu tư là lợi nhuận. Tất cả các nhà đầu tư đều mong muốn các khoản vốn của mình sinh lợi cao nhất với độ rủi ro thấp nhất, đây là hai yếu tố cơ bản chi phối mọi hoạt động của họ. Vậy làm thế nào để thỏa mãn kỳ vọng này của nhà đầu tư một cách tốt nhất? Bởi vì chỉ có đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư thì mới thu hút họ đến với thị trường chứng khoán Việt Nam.

Với tuổi đời còn quá trẻ, chỉ mới có 6 năm hoạt động, thị trường chứng khoán Việt Nam chưa thể đáp ứng được hết sự kỳ vọng của nhà đầu tư. Chúng tôi đã thực hiện một cuộc khảo sát để tìm hiểu những nhu cầu của nhà đầu tư, họ cần gì và muốn gì để phục vụ cho hoạt động đầu tư của họ ngày càng hiệu quả hơn. Đó là lý do, chúng tôi đã chọn đề tài “Phân tích các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam”. Theo đúng tên của đề tài, mục tiêu của chúng tôi là tìm ra những yếu tố quan trọng và mức độ chi phối của các yếu tố đó đến hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, từ đó đề nghị những giải pháp góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của nhà đầu tư nhằm thu hút họ đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam với tầm nhìn dài hạn.

Kết cấu đề tài gồm 3 chương

Chương 1: Thị trường chứng khoán và mô hình các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư chứng khoán

Chương 2: Phân tích các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam thời kỳ 2000-2006

Chương 3: Thảo luận kết quả và đề ra các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam

1. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu của đề tài là nhận dạng và phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Với mục tiêu đó, chúng tôi đã tiến hành một cuộc khảo sát lấy ý kiến đánh giá của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán về các yếu tố chi phối hoạt động đầu tư của họ, như: hệ thống luật pháp, khả năng sinh lợi của chứng khoán, môi trường đầu tư, chế độ kế toán, kiểm toán, hệ thống công bố thông tin, tính thanh khoản của chứng

khoán...Việc lượng hoá các yếu tố này giúp chúng ta biết được tầm quan trọng của từng yếu tố đối với hoạt động của nhà đầu tư, mức độ chi phối của chúng đối với các quyết định của nhà đầu tư. Kết quả phân tích đã cung cấp cơ sở khoa học giúp cho các nhà hoạch định chính sách tìm ra giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của nhà đầu tư nhằm thu hút họ đến với thị trường chứng khoán.

Với mục tiêu trên, đề tài đã giải quyết các vấn đề sau:

- Nhà đầu tư đánh giá thị trường chứng khoán Việt Nam có phải là môi trường đầu tư hấp dẫn không thông qua các tiêu chí về khả năng sinh lợi và rủi ro? Họ có thể tìm kiếm lợi nhuận cao với mức rủi ro thấp trên thị trường chứng khoán Việt Nam không? Họ muốn gì và cần gì để phục vụ cho hoạt động đầu tư hiệu quả hơn? Để trả lời các câu hỏi này chúng tôi thực hiện một cuộc điều tra khảo sát một cách có khoa học nhằm phản ánh trung thực nhu cầu của nhà đầu tư.
- Dựa trên kết quả thu thập được từ cuộc điều tra, khảo sát chúng tôi đã sử dụng mô hình kinh tế để lượng hoá mức độ ảnh hưởng của từng yếu tố đến lợi nhuận – kim chỉ nam mọi quyết định của nhà đầu tư, kết hợp với tình hình thực tế hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam 6 năm qua, chúng tôi đã tìm ra những trở ngại cần phải khắc phục và những việc cấp thiết phải làm để đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư một cách tốt nhất nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư trên thị trường? Việc phân tích dữ liệu ở trên cung cấp cơ sở khoa học để kiến nghị những giải pháp thích hợp và khả thi hướng đến mục tiêu chung là thu hút các nhà đầu tư đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Phạm vi nghiên cứu

Phạm vi không gian: đề tài thực hiện nghiên cứu các yếu tố chi phối hoạt động đầu tư chứng khoán trên thị trường chứng khoán Tp.HCM

Phạm vi thời gian: cuộc khảo sát do Trung Tâm Nghiên Cứu Khoa Học và Đào Tạo Chứng Khoán tiến hành năm 2006.

Giả định các nhà đầu tư đều duy lý, nên đề tài chỉ chú trọng nghiên cứu các yếu tố chi phối hoạt động mua bán chứng khoán của nhà đầu tư là lợi nhuận và rủi ro. Đây là hai yếu tố cơ bản của tất cả các quyết định đầu tư.

3. Nguồn

Điều tra trực tiếp: tiến hành khảo sát và điều tra thực tế bằng cách phỏng vấn trực tiếp các nhà đầu tư tại Tp.HCM. Đây là nguồn dữ liệu sơ cấp quan trọng phản ánh trung thực và khoa học các yếu tố chi phối hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán

Các cuộc khảo sát điều tra khác của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng Khoán Tp.HCM

Các tài liệu nghiên cứu trước đây về hành vi của nhà đầu tư, định lượng các yếu tố tác động đến lợi nhuận và rủi ro, nâng cao hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán

4. Phương pháp nghiên cứu

Trong quá trình nghiên cứu và thực hiện đề tài, chúng tôi vận dụng một số phương pháp nghiên cứu khoa học như sau:

– Phương pháp thống kê mô tả: phương pháp này liên quan đến việc thu thập thông tin, đến tình trạng hiện tại của đối tượng nghiên cứu, sắp xếp mô tả các dữ kiện, tính toán các chỉ tiêu, giải thích các kết quả đạt được, nhằm nêu bật nhu cầu của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán

– Phương pháp phân tích bằng mô hình kinh tế lượng: sử dụng mô hình kinh tế lượng nghiên cứu các yếu tố chi phối hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán. Sử dụng tiêu chí tỷ suất lợi nhuận và mức độ rủi ro là hai yếu tố cơ bản nhất để đánh giá hiệu quả hoạt động đầu tư.

– Phương pháp phỏng vấn chuyên gia: để có được những quan điểm về định hướng phát triển của thị trường chứng khoán đến năm 2010.

Cách thức tiến hành nghiên cứu

– Xây dựng phiếu điều tra (phỏng vấn nhà đầu tư). Nội dung của phiếu điều tra do Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán thực hiện để thu thập các ý kiến đánh giá của nhà đầu tư về hoạt động của thị trường chứng khoán trong 6

năm qua. Dựa trên những thông tin đó chúng tôi chọn lọc các thông tin cần thiết cho đề tài, gồm các thông tin đánh giá về:

Hệ thống luật pháp

Tính thanh khoản của chứng khoán

Biến động giá chứng khoán

Môi trường chính trị

Tính minh bạch, đầy đủ, nhanh chóng, chính xác của thông tin, báo cáo tài chính

Chất lượng dịch vụ của các tổ chức tài chính trung gian

Tác động của thị trường chứng khoán quốc tế

Sự am hiểu về đầu tư chứng khoán

Khả năng sinh lợi của đầu tư chứng khoán.

Ảnh hưởng của các yếu tố khác: chính sách khuyến khích đầu tư, lãi suất, tỷ giá hối đoái, lạm phát

Chất lượng chứng khoán

Hoạt động thanh tra, giám sát, cưỡng chế thực thi

Các thông tin được thu thập dưới dạng định tính với các câu hỏi dễ hiểu, ngắn gọn.

– Nhân sự điều tra, phục vụ cho công tác điều tra là các cán bộ, nhân viên của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán

– Chọn địa điểm điều tra: do điều kiện vị trí địa lý nên việc điều tra chỉ tiến hành tại Trung tâm Giao Dịch Chứng Khoán Tp.HCM và các công ty chứng khoán tại Tp.HCM

Với thời gian và khả năng nghiên cứu còn hạn chế nên chắc chắn rằng đề tài sẽ không thể tránh khỏi có những sai sót. Rất mong sự đóng góp ý kiến và hướng dẫn của quý thầy cô để đề tài hoàn thiện hơn.

Chương 1: Thị trường chứng khoán và mô hình các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư chứng khoán

1.1 Lý thuyết về thị trường chứng khoán

Khái niệm

Thị trường chứng khoán là gì? Thị trường chứng khoán trong điều kiện của nền kinh tế hiện đại, được quan niệm là nơi diễn ra các hoạt động giao dịch mua bán chứng khoán trung và dài hạn. Việc mua bán này được tiến hành ở thị trường sơ cấp khi người mua mua được chứng khoán lần đầu từ những người phát hành, và ở những thị trường thứ cấp khi có sự mua đi bán lại các chứng khoán đã được phát hành ở thị trường sơ cấp. Như vậy, xét về mặt hình thức, thị trường chứng khoán chỉ là nơi diễn ra các hoạt động trao đổi, mua bán, chuyển nhượng các loại chứng khoán, qua đó thay đổi chủ thể nắm giữ chứng khoán. Thị trường chứng khoán có những chức năng cơ bản sau:

- Huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế
- Cung cấp môi trường đầu tư cho công chúng
- Tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán
- Đánh giá hoạt động của doanh nghiệp
- Tạo môi trường giúp Chính phủ thực hiện các chính sách vĩ mô

Phân loại

Thị trường chứng khoán là nơi diễn ra các giao dịch, mua bán những sản phẩm tài chính (cổ phiếu, trái phiếu, các khoản vay ngân hàng...) có kỳ hạn trên 1 năm. Sau đây là một số cách phân loại thị trường chứng khoán cơ bản:

- ❖ *Căn cứ vào sự luân chuyển các nguồn vốn:* Thị trường chứng khoán được chia thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.
 - ***Thị trường sơ cấp***

Thị trường sơ cấp là thị trường mua bán các chứng khoán mới phát hành. Trên thị trường này, vốn từ nhà đầu tư sẽ được chuyển sang nhà phát hành thông qua việc nhà đầu tư mua các chứng khoán mới phát hành.

– ***Thị trường thứ cấp***

Thị trường thứ cấp là nơi giao dịch các chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp, đảm bảo tính thanh khoản cho các chứng khoán đã phát hành.

❖ *Căn cứ vào phương thức hoạt động của thị trường:* Thị trường chứng khoán được phân thành thị trường tập trung (Sở giao dịch chứng khoán) và phi tập trung (thị trường OTC).

❖ *Căn cứ vào hàng hoá trên thị trường:* Thị trường chứng khoán cũng có thể được phân thành các thị trường: thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ chứng khoán phái sinh.

– ***Thị trường cổ phiếu***

Thị trường cổ phiếu là thị trường giao dịch và mua bán các loại cổ phiếu, bao gồm cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi.

– ***Thị trường trái phiếu***

Thị trường trái phiếu là thị trường giao dịch và mua bán các trái phiếu đã được phát hành, các trái phiếu này bao gồm các trái phiếu công ty, trái phiếu đô thị và trái phiếu chính phủ.

– ***Thị trường các công cụ chứng khoán phái sinh***

Thị trường các chứng khoán phái sinh là thị trường phát hành và mua đi bán lại các chứng từ tài chính khác như: quyền mua cổ phiếu, chứng quyền, hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn, hoán đổi...

Hàng hóa trên thị trường chứng khoán

Đối tượng giao dịch chính trên thị trường chứng khoán là chứng khoán. Chứng khoán là chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ, xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu chứng khoán đối với tài sản hoặc vốn của tổ chức phát hành. Chứng khoán bao gồm cổ phiếu, trái phiếu, chứng khoán phái sinh.

- **Cổ phiếu:** là một loại chứng từ, dưới hình thức chứng từ hay ghi trên hệ thống điện tử, nó xác nhận quyền sở hữu hợp pháp của người có cổ phiếu hợp pháp đối với tài sản của người phát hành.
- **Trái phiếu:** là một loại chứng từ chứng nhận quyền đòi nợ gốc lẫn lãi của trái chủ đối với các cá nhân hay tổ chức phát hành trái phiếu đó.
- **Chứng khoán phái sinh:** là những công cụ được phát hành trên cơ sở những công cụ đã có như cổ phiếu, trái phiếu, nhằm nhiều mục tiêu khác nhau như phân tán rủi ro, bảo vệ lợi nhuận hoặc tạo lợi nhuận. Các chứng khoán phái sinh sẽ là đòn bẩy, làm tăng nhiều lần giá trị các đối tượng đầu tư như cổ phiếu, trái phiếu, để đảm bảo rằng nếu giá của cổ phiếu, trái phiếu có thay đổi bao nhiêu thì giá của các công cụ phái sinh vẫn sẽ được duy trì ở mức ban đầu. Các công cụ phái sinh rất phong phú và đa dạng, nhưng nhìn chung có bốn công cụ chính là Hợp đồng kỳ hạn (forwards), Hợp đồng tương lai (futures), Quyền chọn (options) và Hợp đồng hoán đổi (swaps).

Hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán

Đầu tư là một quá trình làm cho nguồn tài chính hiện tại vận động nhằm mục tiêu thu lợi nhuận trong tương lai. Nhà đầu tư mong muốn được bồi hoàn do sự chậm trễ trong tiêu dùng, do ảnh hưởng của lạm phát và có thể xảy ra rủi ro¹ (*Fundamentals of investment Management, 2003*).

Vốn đầu tư trên thị trường chứng khoán, hiểu theo nghĩa hẹp là tiềm lực tài chính của mỗi cá nhân, mỗi tổ chức. Nếu hiểu theo nghĩa rộng, vốn đầu tư trên thị trường chứng khoán bao gồm nguồn nhân lực, nguồn tài lực,... đã tích lũy của chính mỗi cá nhân, mỗi doanh nghiệp, quỹ đầu tư, chính phủ

Các hình thức đầu tư trên thị trường chứng khoán

❖ Huy động gián tiếp

Phương thức này được thực hiện thông qua các định chế tài chính trung gian.

Do vậy, sự xuất hiện của ngân hàng là một bước tiến quan trọng trong quá

¹ We shall define an investment as the commitment of current funds in anticipation of receiving a large future flow of funds. The investors hope to be compensated for forgoing immediate consumption, for the effects of inflation and taking a risk.

trình giao lưu vốn, ngân hàng làm vai trò trung gian giữa người có vốn và người cần vốn bằng cách huy động tiền gửi rồi cho vay. Trong quá trình đó, ngân hàng cùng các tổ chức tín dụng khác đã làm cho quá trình giao lưu vốn được phát triển nhanh chóng. Tuy nhiên do tốc độ phát triển của thị trường phương thức huy động vốn gián tiếp thông qua ngân hàng bộc lộ nhiều hạn chế về các điều kiện, thủ tục, hạn mức tín dụng,...

❖ **Huy động trực tiếp**

Qua kết quả của các quá trình huy động vốn đã hình thành một phương thức huy động vốn được mọi người ưa chuộng hơn, đó là phương thức huy động vốn trực tiếp. Nguyên tắc cơ bản của phương thức này là người cần vốn (Chính phủ hay doanh nghiệp) sẽ phát hành các loại giấy tờ có giá chứng nhận chủ quyền về các khoản vốn được sử dụng gắn liền với những đặc quyền mà người mua nó được hưởng thụ. Các hình thức và kỳ hạn của các giấy tờ có giá này đa dạng tùy thuộc vào mục đích huy động của người sử dụng vốn. Chúng khoán là những giấy tờ có giá đại diện cho những khoản vốn trung và dài hạn được mua và bán trên thị trường chứng khoán.

Phân nhóm nhà đầu tư dựa trên mục đích đầu tư

Có thể phân nhóm các nhà đầu tư như sau:

Thứ nhất, đó là những nhà đầu tư phân tích rất kỹ mọi thông tin về công ty phát hành cổ phiếu, về công nghệ, về thị trường đầu vào và đầu ra, về các đối thủ cạnh tranh. Họ quyết định đầu tư dựa trên tình hình thực tế và tiềm năng của công ty. Đây là những nhà đầu tư khôn ngoan, họ chọn những công ty có triển vọng tốt để đầu tư, vì vậy họ giúp cho nền kinh tế phát triển tốt hơn.

Loại thứ hai nghiên cứu rất kỹ thông tin về chứng khoán để tìm ra giá bình quân trong một thời gian dài. Khi giá tăng lên trên bình quân, họ tin là giá sẽ xuống, nên họ bán ra, nhiều người cùng bán ra làm giá giảm xuống. Ngược lại, khi giá xuống dưới mức bình quân, họ tin là giá sẽ lên, vậy là họ đi mua vào, nhiều người cùng hành động như vậy đẩy giá lên. Nhóm các nhà đầu tư này góp phần làm ổn định thị trường.

Loại thứ ba lại có tâm lý ngược lại. Khi thấy giá một cổ phiếu tăng, họ giả định là ngày mai sẽ tăng hơn nữa, nên họ tranh nhau mua, chính vì vậy mà giá càng tăng. Một khi giá giảm, họ lại giả định ngày mai sẽ giảm nữa, vậy là họ vội vàng bán làm cho giá càng giảm hơn nữa. Nhóm thứ ba này là nguyên nhân gây nên sự bất ổn định của thị trường.

Loại thứ tư là những người đầu tư theo bình quân thị trường. Họ mua một tập hợp rất nhiều loại chứng khoán khác nhau để giảm thiểu rủi ro có thể xảy ra. Vị thế của họ tùy thuộc vào biến động chung của thị trường mà ít phụ thuộc vào một vài cổ phiếu cụ thể nào.

Loại thứ năm là những nhà đầu tư tập trung vào cổ phiếu của một công ty nhằm mục tiêu nắm được quyền kiểm soát công ty. Họ gần như “chung thủy” dài hạn với công ty đó và ít quan tâm đến những biến động nhất thời theo tâm lý thị trường.

Loại thứ sáu là những nhà đầu cơ rất ngắn hạn. Họ mua vào bán ra liên tục hàng ngày theo tin đồn nhanh, có khi sáng mua trưa bán. Thị trường gọi nhóm này là “gây nhiễu”.

Tất nhiên không phải nhà đầu tư nào cũng kiên định theo một cách hành xử đã chọn. Và ranh giới giữa các loại trên không phải bao giờ cũng rõ ràng. Theo quan sát hoạt động của các nhà đầu tư Việt Nam trên thị trường khoán trong thời gian qua thì có nhiều nhà đầu tư thuộc loại thứ ba và loại thứ sáu. Tuy nhiên cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán nhận thức và trình độ của các nhà đầu tư ngày càng cao hơn góp phần đưa hoạt động đầu tư trên thị trường đi vào đúng quỹ đạo của nó.

Vai trò của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán cần nhà đầu tư giống như ca sỹ cần có khán giả vậy. Hoạt động của thị trường cần phải có người tham gia và hưởng ứng, các nhà đầu tư là chủ thể chính, là những người chi phối hoạt động của thị trường. Giả sử không có nhà đầu tư thì ai sẽ là người cung ứng vốn cho nền kinh tế, doanh nghiệp phát hành chứng khoán sẽ không có người mua, mà thị trường mua không có người mua thì không thể gọi là thị trường được.

Chính các nhà đầu tư là người thực hiện hoạt động giao dịch mua bán chứng khoán, chứng khoán càng được giao dịch mua bán nhiều thì tính thanh khoản càng cao, khả năng hoán tệ cao sẽ thu hút được vốn đầu tư, đây là mục tiêu chính của thị trường chứng khoán. Với chuỗi mắc xích như trên, nhà đầu tư là nhân tố chính tạo nên tính thanh khoản cho chứng khoán và tính thanh khoản cao sẽ góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của nhà đầu tư.

Nhà đầu tư còn là “camera” quan sát và ghi lại tất cả các hoạt động của doanh nghiệp, vì vậy các doanh nghiệp niêm yết chứng khoán phải thường xuyên cải tiến công nghệ để nâng cao năng lực sản xuất kinh doanh, hiện đại hoá tổ chức quản lý nhằm thu lợi nhuận nhiều hơn. Doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả hơn sẽ tạo ra giá trị cao hơn cho chứng khoán, tăng thu nhập của nhà đầu tư.

Thông qua nhu cầu của mình nhà đầu tư giúp cho thị trường ngày càng phát triển hơn, bởi đáp ứng các nhu cầu của nhà đầu tư chính là phương thức để thị trường trường hoàn thiện mình. Với tầm quan trọng như vậy, nhà đầu tư chính là tác nhân chính kích thích sự tăng trưởng của thị trường chứng khoán.

1.2 Mô hình các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư chứng khoán

Tất cả các quyết định đầu tư đều được cân nhắc dưới góc độ rủi ro và tỷ suất sinh lợi mong đợi và những tác động của chúng lên giá chứng khoán cũng như kết quả tài chính cuối cùng đạt được trong quyết định đầu tư. Ở một số quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển, từ rất lâu nhà đầu tư đã biết áp dụng lý thuyết định giá chênh lệch (APT) để lựa chọn tập hợp chứng khoán hiệu quả nhất nhằm đạt được mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận của mình. Nhà đầu tư đánh giá hiệu quả đầu tư dựa trên hai yếu tố quan trọng: đó là rủi ro và tỷ suất sinh lợi.

Rủi ro được xem như là khả năng xuất hiện các khoản thiệt hại về tài chính. Những chứng khoán nào có khả năng xuất hiện những khoản lỗ lớn được xem như có rủi ro cao hơn chứng khoán có khả năng xuất hiện những khoản lỗ thấp hơn. Vì vậy, rủi ro được mô tả bằng sự biến đổi của các tỷ suất sinh lợi của chứng khoán đó trong thời kỳ nghiên cứu.

Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán chịu tác động của rất nhiều yếu tố rủi ro. Các loại rủi ro có thể chia làm hai nhóm: rủi ro có hệ thống và rủi ro phi hệ thống. Rủi ro hệ thống là loại rủi ro có thể xảy ra dưới những tác nhân của nền kinh tế vĩ mô như: rủi ro chính sách của nhà nước, sự biến động của thị trường, khủng hoảng kinh tế... Rủi ro phi hệ thống xảy ra dưới tác động của các yếu tố như: trình độ quản lý, chu kỳ sống của sản phẩm, chính sách của công ty...

Nhà đầu tư chuyên nghiệp trước khi thực hiện hoạt động đầu tư đều phải lượng hoá các yếu tố mà mình quan tâm là tỷ suất sinh lợi và rủi ro có thể xảy ra bằng các mô hình kinh tế. Với mục tiêu đề tài đã đặt ra, chúng tôi chọn mô hình APT để nghiên cứu hành vi của nhà đầu tư

Mô hình APT

Vào thập niên 1970 S.A Ross đã triển khai mô hình APT (Arbitrage Pricing Theory) trong việc mua bán các loại chứng khoán hàng hoá khối lượng lớn, ngoại tệ giữa các thị trường để hưởng chênh lệch giá. Lý thuyết APT cho rằng tỷ suất sinh lợi của chứng khoán là một hàm số tuyến tính của tập hợp các yếu tố có khả năng xảy ra rủi ro đến tỷ suất sinh lợi của chứng khoán. APT cho rằng tỷ suất sinh lợi của chứng khoán được tạo bởi một số các nhân tố của toàn ngành và toàn thị trường. APT hàm ý mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ suất sinh lợi kỳ vọng và rủi ro.

Giả định của mô hình APT:

- Các nhà đầu tư khi đưa ra quyết định của mình đều dựa trên việc phân tích hai yếu tố: lợi suất ước tính và khả năng xảy ra rủi ro của chứng khoán
- Các nhà đầu tư đều kỳ vọng tối đa hóa lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro bằng việc kết hợp nhiều chứng khoán trong danh mục đầu tư. Và kỳ vọng của các nhà đầu tư là như nhau.
- Thị trường vốn là thị trường cạnh tranh hoàn hảo
- Không tồn tại bất kỳ sự cản trở nào trong cung và cầu chứng khoán.
- Giả định chỉ có yếu tố rủi ro hệ thống ảnh hưởng đến thu nhập của chứng khoán, các yếu tố rủi ro phi hệ thống không ảnh hưởng đến thu nhập của chứng khoán.

- Các rủi ro (hay các yếu tố) không tương quan với nhau.

Phương trình mô tả ảnh hưởng của các yếu tố đến thu nhập mong đợi của chứng khoán i

$$E(r_i) = r_f + \beta_{i1} [E(r_1) - r_f] + \beta_{i2} [E(r_2) - r_f] + \dots + \beta_{ij} [E(r_j) - r_f] \quad (1.1)$$

Trong đó: $E(r_i)$ là thu nhập kỳ vọng của chứng khoán i

r_f là lãi suất không có rủi ro (các rủi ro đều bằng 0), thường bằng với lãi suất tín phiếu kho bạc

$E(r_j)$ là thu nhập kỳ vọng của chứng khoán i do ảnh hưởng của yếu tố j

$E(r_j) - r_f$ là lãi suất bù rủi ro kỳ vọng đối với yếu tố j

β_{ij} là rủi ro của chứng khoán i do ảnh hưởng của yếu tố j , hệ số này đo lường phản ứng (hay thay đổi) trong thu nhập của chứng khoán i khi yếu tố j thay đổi.

Các nhà đầu tư khôn ngoan không bao giờ “bỏ trứng vào cùng một giỏ” nên trong danh mục đầu tư bao giờ cũng gồm rất nhiều các loại chứng khoán khác nhau, tỷ suất sinh lợi của danh mục bằng trung bình trọng số của các tỷ suất sinh lợi của từng chứng khoán cấu thành danh mục.

$$E(r_p) = X_1E(r_1) + X_2E(r_2) + X_3E(r_3) + \dots + X_iE(r_i) \quad (1.2)$$

Trong đó: X_i là tỷ lệ chứng khoán i trong danh mục, ta có:

$$X_1 + X_2 + \dots + X_i = 1$$

$E(r_i)$ là tỷ suất sinh lợi của loại chứng khoán thứ i

Thay thế mỗi $E(r_i)$ ở phương trình (1.1) vào phương trình (1.2) sẽ thu được thu nhập kỳ vọng của danh mục đầu tư.

Một điểm khó khăn khi ứng dụng mô hình APT để phân tích chứng khoán là lý thuyết này không đưa ra bất kỳ một sự hướng dẫn nào về các yếu tố ảnh hưởng đến thu nhập kỳ vọng của chứng khoán. Một khó khăn nữa trong việc sử dụng mô hình APT là mỗi loại chứng khoán có phản ứng khác nhau đối với từng yếu tố rủi ro và chúng còn có những yếu tố chi phối riêng không giống nhau. Không chỉ vậy, ở từng thời điểm khác nhau giá cả chứng khoán cũng phản ứng khác nhau đối với các yếu tố rủi ro. Vì vậy mô hình APT không xác định chính xác những yếu tố nào

đóng vai trò quan trọng chi phối thu nhập của chứng khoán mà chỉ đưa ra một số yếu tố có tính chất tham khảo dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm.

Hơn nữa, có một số kết quả kiểm chứng mô hình APT cho thấy: khi số chứng khoán trong mẫu tăng thì số yếu tố tác động đến thu nhập của danh mục đầu tư sẽ tăng lên. APT giả định không có ảnh hưởng của yếu tố rủi ro phi hệ thống nhưng trên thực tế những rủi ro loại này cũng có tầm ảnh hưởng lớn thu nhập của chứng khoán. Ngoài ra, tại những thời điểm khác nhau, việc phân tích ảnh hưởng của các yếu tố tác động đến thu nhập chứng khoán cho những kết quả không giống nhau. Như vậy mức độ ảnh hưởng của từng yếu tố rủi ro tác động đến thu nhập chứng khoán phụ thuộc vào: thời điểm phân tích, quy mô mẫu, chất lượng mẫu, số lượng và loại yếu tố rủi ro tác động đến thu nhập chứng khoán.

Ứng dụng mô hình APT

❖ Mô hình

Một trong những lợi thế của APT là nó có thể xử lý đa nhân tố bởi mô hình đa nhân tố phản ánh thực tế nhiều hơn. Có nhiều cách tiếp cận thực nghiệm để xác định tỷ suất sinh lợi kỳ vọng, chúng tôi đã định rõ những tham số hay các đặc tính liên đới với các chứng khoán rồi khảo sát trực tiếp dữ liệu nhằm tìm mối liên hệ giữa những đặc tính này và tỷ suất sinh lợi kỳ vọng.

Sau khi thống kê các loại rủi ro có thể tác động trực tiếp đến tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của chứng khoán, chúng tôi phỏng vấn các nhà đầu tư cho ý kiến đánh giá khả năng ảnh hưởng của các yếu tố đó đến tỷ suất sinh lợi là cao hay thấp. Kết quả thu được từ cuộc điều tra khảo sát giúp chúng tôi xây dựng mô hình sau:

Khai triển phương trình (1.1) cho 12 yếu tố ảnh hưởng đến thu nhập kỳ vọng của chứng khoán

$$E(r) = r_f + \beta_1 [E(r_1) - r_f] + \beta_2 [E(r_2) - r_f] + \dots + \beta_j [E(r_j) - r_f]$$

$$E(r) = \left[r_f - \sum_{j=1}^{12} \beta_j r_f \right] + \sum_{j=1}^{12} \beta_j E(r_j) \quad (1.3)$$

$$\text{Đặt } k_0 = r_f - \sum_{j=1}^{12} \beta_j r_f$$

Phương trình (1.3) có

$$\text{Đặt } k_i = \beta_j$$

$$Y = k_0 + k_1X_1 + k_2X_2 + k_3X_3 + k_4X_4 + k_5X_5 + k_6X_6 + k_7X_7 + k_8X_8 + k_9X_9 + k_{10}X_{10} + k_{11}X_{11} + k_{12}X_{12} \quad (1.4)$$

Trong đó: Nhà đầu tư đánh giá khả năng sinh lợi Y và các yếu tố (rủi ro) X_i theo 6 mức: (1) rất thấp, (2) thấp, (3) trung bình, (4) khá, (5) cao, (6) rất cao.

biến phụ thuộc Y là khả năng sinh lợi của danh mục đầu tư.

k_i ($i = 1; 12$): là hệ số tương quan được ước lượng từ dữ liệu của thị trường, đo lường mức độ ảnh hưởng của yếu tố X_i đến khả năng sinh lợi Y . Điều kiện $k_i \geq 0$

Các biến độc lập X_i được phân chia thành 3 nhóm sau:

- Nhóm 1: gồm khả năng xảy ra rủi ro về thị trường, môi trường đầu tư
 - X_1 là hệ thống luật pháp về chứng khoán và thị trường chứng khoán
 - X_2 là môi trường chính trị
 - X_3 là khả năng thanh khoản
 - X_4 là chính sách: khuyến khích đầu tư, thuế, lãi suất, tỷ giá hối đoái, lạm phát...
 - X_5 là chất lượng dịch vụ cung cấp của tổ chức tài chính trung gian
 - X_6 là thông tin
 - X_7 là hoạt động giám sát, cưỡng chế thực thi
 - X_8 là mức độ minh bạch và độ tin cậy của báo cáo tài chính
 - X_9 là tác động của thị trường chứng khoán quốc tế
- Nhóm 2: gồm các yếu tố thuộc về các chứng khoán
 - X_{10} là rủi ro do biến động giá chứng khoán
 - X_{11} là chất lượng chứng khoán
- Nhóm 3: gồm các yếu tố thuộc về bản thân các nhà đầu tư
 - X_{12} là am hiểu về đầu tư chứng khoán

❖ Các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư chứng khoán

Phân tích hoạt động của nhà đầu tư là công việc rất phức tạp, bởi hành vi của họ phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố về tính cách, tâm lý, trình độ, kinh nghiệm... Do giới hạn nghiên cứu của đề tài, chúng tôi chỉ phân tích hành vi của nhà đầu tư chứng khoán do tác động của hai yếu tố cơ bản là thu nhập và rủi ro.

– **Yếu tố thu nhập**

Theo quy luật “nước chảy về chỗ trũng”, nơi nào sinh lợi nhiều hơn thì đồng vốn sẽ chảy về nơi đó. Vì thế yếu tố đầu tiên ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư là mức sinh lợi của chứng khoán.

Thu nhập là mục đích của đầu tư. Nhà đầu tư chỉ thực hiện một hoạt động đầu tư khi họ nhận được thu nhập mong muốn. Thu nhập trong hoạt động đầu tư chứng khoán tồn tại dưới nhiều hình thức khác nhau, như: lợi tức (đối với trái phiếu), cổ tức (đối với cổ phiếu), chênh lệch giá trên thị trường và mệnh giá do quá trình tích lũy vốn của công ty cũng như sự xuất hiện của tài sản vô hình. Để có thể đánh giá đúng thu nhập trong hoạt động đầu tư, nhà đầu tư không chỉ quan tâm đến lợi tức hiện hành (đặc biệt đối với cổ phiếu) mà đặt sự chú ý nhiều hơn đối với triển vọng hoạt động của công ty phát hành. Bởi nhà đầu tư kỳ vọng thu nhập đạt được khi đầu tư trên thị trường chứng khoán không những phải cao mà còn phải có tính bền vững, tính bền vững thể hiện qua sự tăng trưởng ổn định và lâu dài của thu nhập.

Đứng trên tầm vĩ mô tỷ suất sinh lợi của chứng khoán là yếu tố ảnh hưởng đến khả năng thu hút vốn trên thị trường chứng khoán. Còn ở giác độ vi mô, trước khi ra quyết định có nên đầu tư hay không các nhà đầu tư đều đánh giá khả năng sinh lợi và triển vọng hoạt động của doanh nghiệp. Hơn nữa nhà đầu tư còn xem xét hiệu quả kinh tế của doanh nghiệp trong mối quan hệ với toàn ngành và nền kinh tế. Tựu trung lại nhà đầu tư sẽ phân tích các yếu tố sau: trước tiên là tìm hiểu về công ty, tiếp đó là phân tích về thị trường, phân tích về ngành kinh tế, phân tích về công nghệ, phân tích về nguồn cung cấp, phân tích tài chính và phân tích rủi ro.

Phân tích về thị trường.

Nhà đầu tư cần biết chính xác công ty đang hoạt động trong lĩnh vực nào, một công ty có thể đăng ký hoạt động trên rất nhiều lĩnh vực nhưng thực sự công ty chỉ hoạt động chủ yếu trên một vài lĩnh vực, những lĩnh vực đó sẽ mở rộng hay thu hẹp trong tương lai; công ty sản xuất sản phẩm gì, tính cạnh tranh của sản phẩm đó cao hay thấp, sản phẩm đó so sánh với các sản phẩm cùng loại có những điểm mạnh, điểm yếu nào; những công ty nào cũng sản xuất những sản phẩm tương tự và

liệu họ có thể chiếm thị phần của công ty hay không; nhóm khách hàng chủ yếu có tiếp tục sử dụng sản phẩm của công ty trong tương lai hay không...?

Phân tích về ngành

Ngành kinh tế mà công ty hoạt động có khả năng tăng trưởng mạnh hay suy yếu trong tương lai; khi nền kinh tế suy thoái thì ngành sẽ bị ảnh hưởng ở mức độ nào; khi có quá nhiều doanh nghiệp đầu tư vào ngành thì tỷ suất lợi nhuận có bị giảm không?

Phân tích về công nghệ

Công nghệ hiện tại có phải là công nghệ thích hợp không; công nghệ đó có bị lạc hậu và phải thay thế bởi công nghệ khác trong thời gian tới hay không; công nghệ có gây ô nhiễm môi trường hay không và chi phí để xử lý ô nhiễm môi trường là bao nhiêu?

Phân tích tài chính

Nhà đầu tư thường xem xét rất kỹ bản báo cáo kiểm toán và các bản báo cáo tài chính của công ty và phần diễn giải của báo cáo kiểm toán.

Xem xét kế hoạch kinh doanh

Điểm quan trọng nhất trong bản kế hoạch kinh doanh của một công ty là tính khả thi của nó, không phải là nhân những kết quả trong quá khứ với một hệ số nào đó mà là làm thế nào để đạt được doanh số như trong bản kế hoạch kinh doanh. Những yếu tố về thị trường được xem xét ở trên làm thay đổi doanh số như thế nào và các chi phí trong tương lai sẽ biến đổi ra sao?

Sau khi phân tích, nhà đầu tư sẽ có được một cái nhìn tổng quát về công ty và những đánh giá riêng của mình về hoạt động cũng như khả năng sinh lợi của công ty trong tương lai. Bên cạnh đó, nhà đầu tư phải thường xuyên cập nhật liên tục kết quả hoạt động của công ty và các thông tin liên quan đến công ty, hay xem xét cả những yếu tố thuận lợi và khó khăn ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty để có thể đánh giá một cách chính xác công ty sẽ đạt được bao nhiêu phần trăm những mục tiêu trong kế hoạch kinh doanh đề ra.

– Chính sách khuyến khích đầu tư

Bất kỳ một quốc gia nào muốn thu hút vốn đầu tư trong và ngoài nước đều phải dành những điều khoản ưu đãi đặc biệt cho các nhà đầu tư. Thị trường chứng khoán là một lĩnh vực kinh doanh đặc biệt quan trọng trong nền kinh tế quốc dân, là trung tâm thu hút và phân phối các nguồn vốn đầu tư trung và dài hạn. Vì vậy cần phải xây dựng một chính sách khuyến khích đầu tư để tạo “màu sắc và mùi vị” hấp dẫn cho thị trường, nhưng không ưu đãi tràn lan mà ưu đãi có trọng tâm và lộ trình cụ thể.

Lực hút các nhà đầu tư đến với thị trường mạnh hay yếu phụ thuộc vào mức ưu đãi chính sách đầu tư, mật càng ngọt thì càng thu hút được ong đến. Ưu đãi về thuế vẫn là chính sách khuyến khích đầu tư truyền thống và cơ bản, nếu dành cho các chủ thể tham gia thị trường, đặc biệt là nhà đầu tư mức thuế suất hấp dẫn cùng với các loại phí ưu đãi thì sẽ giảm bớt chi phí giao dịch và tăng thu nhập - một yếu tố quan trọng đối với nhà đầu tư. Thị trường chứng khoán muốn trở thành một thời nam châm hút các nguồn vốn thì phải trải thảm đỏ cho các nhà đầu tư luôn là phương châm của các nước đang phát triển muốn thu hút vốn.

– **Yếu tố rủi ro**

Rủi ro là một đại lượng không mong muốn trong đầu tư. Tất cả các loại đầu tư đều chứa đựng những rủi ro nhất định, và nó tỷ lệ thuận với lợi nhuận của nhà đầu tư, nghĩa là lợi nhuận càng cao thì khả năng xảy ra rủi ro càng lớn và ngược lại. Nhà đầu tư chứng khoán có thể gặp phải những rủi ro sau:

Rủi ro về vỡ nợ của nhà phát hành: là khả năng có thể người phát hành chứng khoán sẽ không thể thực hiện được việc thanh toán tiền lãi hoặc tiền gốc khi chứng khoán đó mãn hạn. Nếu khả năng vỡ nợ của một công ty tăng lên thì rủi ro vỡ nợ của những chứng khoán công ty này tăng lên đe dọa lợi tức của nhà đầu tư. Do đó, nhà đầu tư luôn phải cập nhật thông tin về hoạt động của công ty phát hành chứng khoán

Rủi ro về lãi suất: rủi ro này thường xảy ra khi giá cả của trái phiếu bị giảm do sự gia tăng lãi suất thị trường. Giá cả cổ phiếu cũng vận động ngược chiều với lãi suất, khi lãi suất tăng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp sẽ tăng lên, lợi nhuận doanh nghiệp giảm xuống, do đó làm giảm giá cổ phiếu. Ngược lại khi lãi

suất giảm, chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp giảm, do đó làm tăng giá cổ phiếu. Như vậy lãi suất quan hệ tỷ lệ nghịch với giá cả chứng khoán, và những loại cổ phiếu nhạy cảm với lãi suất này ảnh hưởng lớn đến hoạt động đầu tư.

Rủi ro về lạm phát: trong bất kỳ lĩnh vực đầu tư nào không thể không chú ý đến loại rủi ro này. Lạm phát làm cho đồng tiền bị mất giá, như vậy lợi tức thu được từ các chứng khoán bị giảm giá trị. So với trái phiếu rủi ro về lạm phát của cổ phiếu thấp hơn vì cổ tức được chi trả hàng năm thay đổi phụ thuộc vào tình hình hoạt động và chính sách của doanh nghiệp, hơn nữa phần vốn gốc cũng tăng theo giá trị của doanh nghiệp. Trong khi đó, các trái phiếu có rủi ro cao hơn vì lợi tức thu được cố định và nếu như tiền gốc đến hạn hoàn trả vào thời điểm lạm phát cao thì sức mua của nó nhỏ hơn nhiều so với vốn đầu tư ban đầu.

Rủi ro thị trường: rủi ro này thường xảy ra ở những thị trường mới nổi như Việt Nam. Cung cầu thị trường biến động theo chiều hướng bất lợi cho doanh nghiệp làm toàn bộ các chứng khoán sụt giá. Các loại rủi ro này ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp đến sản xuất kinh doanh.

Rủi ro về tỷ giá hối đoái: các nhà đầu tư đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài rất quan tâm đến yếu tố rủi ro này, bởi nó liên quan mật thiết đến lợi nhuận của họ. Khi tỷ giá biến động theo chiều hướng bất lợi thì lợi nhuận được chuyển thành ngoại tệ mang về nước giảm. Cụ thể là: khi tỷ giá tăng, đồng nội tệ giảm giá và đồng ngoại tệ tăng giá, lợi nhuận mà nhà đầu tư nước ngoài chuyển đổi thành đồng ngoại tệ để mang về nước sẽ ít hơn, và ngược lại

Rủi ro về pháp luật: trong bất kỳ lĩnh vực đầu tư nào, yếu tố luật pháp luôn chiếm một vai trò đặc biệt quan trọng, nhà nước khuyến khích đầu tư bằng luật pháp và hạn chế đầu tư cũng bằng luật pháp. Rủi ro về pháp luật là khả năng các quy định pháp luật thay đổi theo chiều hướng bất lợi, gây nên những tổn thất cho nhà đầu tư.

Rủi ro do thiếu thông tin hoặc thông tin không minh bạch: công bố thông tin công khai, đầy đủ và nhanh chóng là nguyên tắc cơ bản mà các công ty niêm yết phải tuân thủ. Đây là điều hết sức cần thiết để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của

nhà đầu tư. Tuy nhiên, vì lý do trục lợi mà một số công ty niêm yết không tuân theo nguyên tắc này, gây rủi ro lớn cho nhà đầu tư.

Rủi ro do biến động của thị trường chứng khoán quốc tế: khi thị trường chứng khoán trong nước nối kết với thị trường chứng khoán quốc tế thì bất kỳ sự biến động nào trên thị trường chứng khoán quốc tế sẽ ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán trong nước. Rủi ro này mang tính chất ngoại vi nên khó tránh khỏi một khi thị trường chứng khoán trong nước hội nhập với thị trường chứng khoán quốc tế.

Rủi ro chính trị xã hội: là rủi ro do các chính sách về chính trị xã hội hoặc do những trường hợp bất khả kháng như: chiến tranh, thiên tai, đảo chính... Những rủi ro này làm cho sản xuất kinh doanh bị ảnh hưởng, làm cho hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán bị ngưng trệ...

Các loại rủi ro trên lúc nào cũng tiềm ẩn ở trong mọi thị trường, trong đó có thị trường nhạy cảm như thị trường chứng khoán. Nếu một khi các rủi ro này bộc phát thì sẽ gây thiệt hại cho các chủ thể tham gia thị trường. Vì vậy, cần phải hạn chế và kìm hãm chúng để thị trường chứng khoán phát triển hiệu quả và ổn định.

– **Rủi ro khả năng thanh khoản của chứng khoán:**

Là rủi ro đối với khả năng chuyển đổi chứng khoán thành tiền, chứng khoán có khả năng thanh khoản cao sẽ thu hút được lượng vốn nhàn rỗi tạm thời. Tính thanh khoản của chứng khoán đóng vai trò rất quan trọng đối với sự thất bại hay thành công của thị trường chứng khoán, một thị trường có tính thanh khoản tốt sẽ tạo lực hút mạnh đối với các nhà đầu tư. Khả năng hoán tệ của chứng khoán phụ thuộc vào các yếu tố sau:

- Số người nắm giữ chứng khoán: loại chứng khoán nào được phát hành rộng rãi ra công chúng bao nhiêu thì việc mua bán chúng dễ dàng và phổ biến bấy nhiêu
- Chất lượng của chứng khoán: được thể hiện chủ yếu ở khả năng sinh lợi của chứng khoán và khả năng thanh toán của người phát hành

- Chi phí giao dịch: là chi phí liên quan đến việc thực hiện mua bán chứng khoán, chi phí này cao, thời gian bán chứng khoán kéo dài làm cho tính thanh khoản của chứng khoán giảm
- Ngoại hối: nếu thủ tục chuyển đổi ngoại hối phức tạp, thời gian thanh toán kéo dài sẽ làm giảm tính hoán tệ của chứng khoán và do đó là yếu tố cản trở đầu tư nước ngoài.

Khả năng thanh khoản của chứng khoán cao sẽ gia tăng khả năng thu hút các nguồn vốn nhàn rỗi từ nhỏ đến lớn của các nhà đầu tư cá nhân đến các nhà đầu tư tổ chức, như: các quỹ Bảo Hiểm Xã hội, quỹ của doanh nghiệp, quỹ đầu tư Hơn nữa, tính thanh khoản cao sẽ làm cho nguồn vốn trên thị trường luân chuyển nhanh, vốn xoay nhanh hơn làm gia tăng giá trị lợi nhuận.

Đề tài thực hiện theo trình tự đi từ lý thuyết mô hình APT để nghiên cứu các yếu tố chi phối lợi nhuận của nhà đầu tư, đến thực tiễn để kiểm chứng thông qua một cuộc khảo sát thu thập ý kiến của chính các nhà đầu tư, sau khi thu được kết quả từ mô hình chúng tôi rút ra kết luận mức độ ảnh hưởng của từng yếu tố đến quyết định đầu tư, từ đó có thể đưa ra những giải pháp đúng đắn góp phần phát triển hoạt động của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.

1.3 Những kinh nghiệm nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán thế giới

So với các nước trên thế giới thì tuổi đời của thị trường chứng khoán Việt Nam quá trẻ, được thành lập vào năm 2000, sau hơn 6 năm hoạt động thị trường chứng khoán Việt Nam đã đạt được nhiều kết quả rất đáng khích lệ, từ chỉ có hai loại cổ phiếu được giao dịch với tổng giá trị vốn niêm yết trên thị trường là 270 tỷ đồng đến nay (tính đến ngày 29/12/2006) tổng giá trị vốn hóa của thị trường đạt 220.000 tỷ đồng (khoảng 22,6% GDP của năm 2006), số tài khoản giao dịch cá nhân gia tăng đáng kể đạt khoảng 100.000 tài khoản, gấp 4 lần so với cuối năm 2005 (*Báo Đầu tư Chứng khoán, số 1(369) năm 2007*). Tuy nhiên con số này còn quá thấp so với các nước trong khu vực với tỷ lệ dân chúng tham gia thị trường chứng khoán thường chiếm từ 5 đến 50% dân số. Trong khi đó, tính đến hết tháng 8

năm 2006 tổng số dư vốn huy động của hệ thống ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng tại Tp.HCM đạt 238.916 tỷ đồng, tại Hà Nội đạt 214.224 tỷ đồng (*Tạp chí Chứng Khoán, số 12 năm 2006*). Nếu những khoản tiền này được đầu tư vào thị trường chứng khoán, đây chắc chắn sẽ là một tiềm năng rất lớn từ phía “cầu”. Vấn đề được đặt ra ở đây là phải tìm biện pháp phát triển hoạt động đầu tư. Theo kinh nghiệm của các nước đi trước, chúng ta hãy thử tìm hiểu xem họ có những bí quyết gì?

1.3.1 Trung Quốc

Hoạt động giao dịch chứng khoán được phổ biến từ những năm 1980, với bề dày lịch sử của thị trường chứng khoán và một số các điều kiện kinh tế, chính trị, xã hội gần giống nhau, người bạn Trung Quốc có những kinh nghiệm mà chúng ta nên học hỏi.

Từ năm 1991, do nhu cầu vốn cho phát triển kinh tế cao, Trung Quốc đã bắt đầu quan tâm đến việc khai thác nguồn vốn đầu tư nước ngoài, các cổ phiếu được phát hành không chỉ dành cho nhà đầu tư trong nước mà còn dành cho nhà đầu tư nước ngoài, không chỉ được niêm yết trên thị trường chứng khoán trong nước mà còn niêm yết trên thị trường chứng khoán quốc tế. Thị trường chứng khoán Trung Quốc có năm loại cổ phiếu do các doanh nghiệp phát hành. Cổ phiếu A phát hành bằng nhân dân tệ dành cho người Trung Quốc. Cổ phiếu B phát hành bằng USD ở Thượng Hải và HKD ở Thẩm Quyển chỉ dành cho người nước ngoài. Cổ phiếu H niêm yết ở Sở Giao dịch chứng khoán Hồng Kông, cổ phiếu N niêm yết ở Sở Giao dịch chứng khoán New York, cổ phiếu L niêm yết ở Sở Giao dịch chứng khoán Luân Đôn. Tất cả các cổ phiếu đều có quyền lợi và nghĩa vụ như nhau nhưng cổ tức và đơn vị giao dịch của các cổ phiếu B, N, H, L đều tính bằng ngoại tệ. Với cách thức phát hành và niêm yết như trên đã tạo sự linh hoạt và năng động cho cổ phiếu của Trung Quốc, các nhà đầu tư trong và ngoài nước đều có thể mua bán một cách dễ dàng và phổ biến cổ phiếu của Trung Quốc cả trong và ngoài nước, điều này đã góp phần không nhỏ trong việc thu hút các cá nhân và tổ chức nước ngoài đầu tư vào thị trường chứng khoán Trung Quốc. Tuy nhiên chính sách của Trung Quốc vẫn ưu tiên cho sở hữu nhà nước nên các cổ phiếu do nhà nước sở hữu không được giao

dịch trên thị trường. Chính sách khuyến khích đầu tư của Trung Quốc vừa thể hiện tinh thần độc lập tự chủ, phát huy nội lực, đồng thời vừa đề cao vai trò của ngoại lực.

Ngoài ra để thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài, chính sách khuyến khích đầu tư của Trung Quốc còn cho phép các nhà đầu tư nước ngoài kinh doanh chứng khoán, khuyến khích các doanh nghiệp nước ngoài niêm yết trên thị trường chứng khoán. Từ năm 1995, Trung Quốc cho phép thành lập các công ty quản lý tài chính và từ năm 2002 Trung Quốc thực hiện thí điểm các hình thức đầu tư mới như: quỹ đầu tư mạo hiểm, quỹ hỗ trợ doanh nghiệp...

Điển hình của mô hình phát triển thị trường chứng khoán ở Trung Quốc là Thẩm Quyến (ngoại trừ Hồng Kông). Với việc thành lập một hệ thống thanh toán tập trung, thị trường chứng khoán Thẩm Quyến đã thực hiện hoạt động giao khoán, ký thác và cất giữ tại một trung tâm, đồng thời phát triển hệ thống mạng máy tính nhằm gia tăng hiệu quả trong việc giao dịch và với việc vi tính hoá toàn bộ hệ thống thị trường chứng khoán Thẩm Quyến còn tạo thuận lợi cho nhà đầu tư có thể đặt hàng bằng điện thoại ngay tại nhà.

Bên cạnh đó thị trường chứng khoán Thẩm Quyến đã cố gắng điện toán hoá các giao dịch ngay từ khi bắt đầu hoạt động. Với mạng lưới Novell phục vụ như một trung tâm xử lý dữ liệu, kiểm soát chung để điều hành mạng lưới nội bộ và thông tin đường dài, tạo thuận lợi cho thị trường chứng khoán Thẩm Quyến, các công ty chứng khoán và hội viên được liên kết với nhau thông suốt, các lệnh mua bán được tự động hoá, công khai hoá việc báo giá, chuyển giao các cổ phiếu không cần ấn chỉ. Ngoài ra, hệ thống này còn có thể cung cấp trực tiếp cho các nhà đầu tư các dịch vụ trả lời thắc mắc. Với những thành công trong xây dựng một thị trường chứng khoán hiện đại, cổ phiếu B của Thẩm Quyến đã được các nhà đầu tư nước ngoài tin tưởng và đặt mua rất nhiều.

Những kinh nghiệm về hiện đại hoá thị trường và cải tiến phương pháp kinh doanh của thị trường chứng khoán Thẩm Quyến rất có ích đối với quá trình phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam.

1.3.2 Hàn Quốc

Các thị trường chứng khoán phát triển đều áp dụng các công nghệ hiện đại vào hoạt động giao dịch. Thị trường chứng khoán Hàn Quốc cũng theo xu hướng chung đó, việc vi tính hoá hoạt động giao dịch từ tháng 9/1997 đã chấm dứt các hoạt động giao dịch tại sàn mà thay vào đó nhà đầu tư tự đặt lệnh qua hệ thống vi tính. Cơ sở hạ tầng mềm được hiện đại hoá đã đóng góp rất lớn vào việc thúc đẩy phát triển thị trường.

Để phân bố rộng rãi quyền sở hữu vốn, Hàn Quốc đã tiến hành bán cổ phiếu với tỷ lệ giảm giá cao cho công chúng với hai mục tiêu chủ yếu là phân phối lại sở hữu và của cải cho nhóm người có thu nhập thấp và phân bổ quyền sở hữu càng rộng rãi càng tốt. Theo đó, năm 1987 Hàn Quốc đưa ra “Chương trình cổ phiếu của nhân dân” (PSP). Thực hiện chương trình bắt đầu từ năm 1988 đến 1992 cổ phiếu của 7 doanh nghiệp nhà nước làm ăn có hiệu quả được phân phối thông qua các phân bổ ưu tiên chiếm 95% số tài sản, trong đó 20% dành cho nhân viên của doanh nghiệp và 75% dành cho những người có thu nhập thấp. Số còn lại 5% được đưa ra bán rộng rãi trên thị trường. Ngoài ra một số biện pháp về tài chính đã kích lệ sự tham gia vào PSP mà nhân viên của doanh nghiệp là đối tượng của chương trình này, họ được hưởng hoặc 30% thấp hơn giá đã định hoặc là một kế hoạch trả dần trong 5 năm không tính lãi, ngoài ra những người có thu nhập thấp cũng được hưởng sự giảm giá và hưởng lãi suất thấp đối với các khoản vay dùng để mua cổ phần.

Chương trình này đã thu được thành quả rất đáng khích lệ, số người tham gia tăng đáng kể thu hút khoảng 3,2 triệu người tham gia với 34% tài sản của doanh nghiệp được bán rộng rãi trên thị trường vào năm 1988. Những nhà đầu tư này đã nhận được một khoản khấu trừ là 60% so với giá thị trường và những người có thu nhập thấp đã bán lại cổ phiếu của họ để hưởng gần 100% lãi trên khoản tiền đã bỏ ra. Với chính sách khuyến khích đầu tư như trên, Hàn Quốc đã thu hút được đông đảo các tầng lớp tham gia vào thị trường chứng khoán.

1.3.3 Các nước khác trong khu vực

Tính thanh khoản của chứng khoán là yếu tố quan trọng mà các nhà đầu tư rất quan tâm, chính vì vậy các nước trong khu vực như Thái Lan, Singapore,

Malaysia chú trọng cải cách hệ thống giao dịch chứng khoán. Bước đầu tiên là chuẩn bị cho thị trường những hệ thống cơ bản như: sự tự động hoá trong giao dịch và phát triển hệ thống thanh toán điện tử.

Các năm gần đây sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán các nước Châu Á như: Singapore, Thailand, Malaysia... còn được giải thích bởi việc điện toán hoá đã tiết kiệm chi phí, cùng với nguồn nhân lực có trình độ được đào tạo ở nước ngoài.

Tuy các nước Châu Á tăng cường thu hút các dòng vốn nước ngoài, nhưng vẫn đảm bảo sự độc lập tự chủ, tránh tình trạng các công ty bản địa rơi vào tay các nhà đầu tư nước ngoài, Malaysia quy định tỷ lệ sở hữu cổ phần đối với nhà đầu tư nước ngoài là 30%, Thailand là 49% hoặc thấp hơn, cả hai quốc gia này thậm chí còn có tỷ lệ riêng cho một số công ty chuyên biệt, ngay cả Singapore - nơi mà giới hạn này là rất nhỏ - cũng quy định giới hạn số lượng cổ phần mà người nước ngoài được sở hữu trong các công ty bản địa.

Chúng tôi đã không chọn thị trường của các nước phát triển trên thế giới làm hình mẫu để học tập kinh nghiệm vì tuổi đời của các thị trường này quá lớn so với thị trường chứng khoán Việt Nam mới chỉ được thành lập cách đây 6 năm. Hơn nữa các nước láng giềng như Trung Quốc có những điểm tương đồng về chính trị, kinh tế, xã hội và có bề dày kinh nghiệm phát triển thị trường. Việt Nam có thuận lợi của nước đi sau là hấp thu những công nghệ hiện đại về quản lý, điều hành thị trường cùng những tiến bộ khoa học kỹ thuật nhưng cũng gặp thách thức không nhỏ là vẫn còn non yếu, và chưa có nhiều kinh nghiệm phát triển thị trường. Vì vậy học hỏi và ứng dụng phù hợp với điều kiện Việt Nam vẫn luôn là bài học quý báu.

Chương 2: Phân tích các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam thời kỳ 2000-2006

2.1 Diễn biến hoạt động của các nhà đầu tư

Từ khi thành lập đến nay, thị trường chứng khoán Việt Nam không ngừng phát triển, từ chỗ chỉ có vài trăm nhà đầu tư trong những ngày đầu mới thành lập, đến nay tổng số tài khoản giao dịch chứng khoán đã tăng lên mức hơn 100.000 tài khoản (*Báo Đầu tư Chứng khoán, số 1(369) năm 2007*), tăng gần gấp 4 lần so với cuối năm 2005, ngoài ra còn có một lực lượng hàng chục ngàn, thậm chí hàng trăm ngàn nhà đầu tư tiềm năng hiện đang tham gia giao dịch các chứng khoán chưa niêm yết. Tuy nhiên số lượng nhà đầu tư tham gia mở tài khoản và đầu tư trên thị trường vẫn còn rất ít so với các nước khác trong khu vực và chủ yếu là các nhà đầu tư cá nhân, ít vốn và chịu ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố tâm lý, nhất là khi thị trường thăng trầm. Lực lượng nhà đầu tư có tổ chức còn quá ít là một trong những nguyên nhân làm cho thị trường chứng khoán Việt Nam dễ bị tổn thương trước những cú sốc.

Hẳn nhiều nhà đầu tư chưa quên sự kiện thị trường chứng khoán Việt Nam tăng nóng với mức tăng VN Index lên đến 571,04 điểm (ngày 6/7/2001) và rồi sau đó thị trường sụp đổ, VN Index “rơi tự do” từ đỉnh cao 571,04 xuống gần 130 điểm làm cho nhiều nhà đầu tư đang trong tình trạng lãi lớn đã nhanh chóng trở thành con nợ lớn.

Sự kiện tương tự xảy ra vào năm 2006, VN - Index đã đạt đến mức 632,69 điểm tại phiên giao dịch ngày 25/4, vượt xa kỷ lục cũ là 571,04 điểm, nhưng đến tuần thứ 2 của tháng 5/2006 thị trường chứng khoán Việt Nam "rơi tự do", đưa chỉ số VN-Index quay trở về mức mở đầu tháng 3/2006 dưới ngưỡng 400 điểm. Chỉ trong vòng hai tháng thị trường biến động nhanh đến nỗi nhiều nhà đầu tư không kịp “trở tay”.

So sánh hai trường hợp trên, có thể thấy rằng mặc dù kịch bản cũng diễn ra tương tự, nhưng bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2006 khác so với năm 2001. Số lượng cổ phiếu năm 2006 tăng lên 35 loại (tính đến thời điểm so sánh ở trên), hơn nhiều lần so với năm 2001, khối lượng và giá trị giao dịch cũng ở một mức khác hẳn (xem chi tiết Phụ lục 1). Có thể nói, trong “con sốt” cổ phiếu năm 2001, số lượng chứng khoán niêm yết còn thấp khi trào lưu mua cổ phiếu tăng mạnh đã khiến giá chứng khoán tăng vọt mà không có ai bán, cán cân cung cầu vô cùng căng thẳng và lệch lạc. Còn trong “con sốt 2006” giá chứng khoán vẫn tăng nhanh do những nhận định đánh giá hết sức lạc quan của cộng đồng quốc tế về thị trường chứng khoán Việt Nam vào thời điểm đó và sự nói lỏng “room” cho nhà đầu tư nước ngoài từ 30% lên 49% đã tạo ra một sức hấp dẫn của thị trường chứng khoán Việt Nam đối với nhà đầu tư nước ngoài và kéo theo sự hưng phấn đầu tư cho các nhà đầu tư trong nước, đầu tháng 4/2006 trung bình mỗi ngày thị trường tiếp nhận thêm từ 3.000 đến 4.000 nhà đầu tư. Cầu tăng mạnh nhưng lượng cung muốn bán ra thu lợi cũng rất nhiều; cán cân cung cầu tuy căng thẳng nhưng nhìn chung vẫn ở mức có thể chấp nhận. Tuy nhiên có một điểm tương đồng trong cả hai trường hợp trên là: sự kiện thị trường chuyển từ cực nóng sang cực lạnh nguyên nhân phần lớn là do tâm lý đầu tư không được ổn định của các nhà đầu tư trong nước, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân vốn nhỏ, ít kiến thức, thời gian và thông tin về thị trường, thực hiện chiến lược mua bán theo những biến động giá ngắn hạn.

Sự không ổn định của thị trường chứng khoán Việt Nam trong hai sự kiện trên là hệ quả tất yếu của một thị trường mang nặng yếu tố tâm lý. Hiện tượng tham gia thị trường chứng khoán theo kiểu phong trào đã phá vỡ diễn tiến thực chất của thị trường. Hàng ngày, một lượng lớn các nhà đầu tư mới hăm hở lao vào thị trường chứng khoán mà chưa kịp trang bị cho mình lượng kiến thức tối thiểu về chứng khoán, bỏ qua thông tin, bỏ qua những cảnh báo..., đã dẫn tới hiện tượng tranh mua, tranh bán (mua thì mua thật nhanh, bán cũng bán thật nhanh) khiến thị trường không kịp điều chỉnh.

Hơn nữa một nghịch lý của kịch bản năm 2006 là trong khi quy mô thị trường ngày càng được mở rộng đồng nghĩa với việc tăng tính thanh khoản cho các

loại cổ phiếu trên thị trường thì vòng xoáy giảm giá vẫn tiếp tục diễn ra. Trong bối cảnh đồng loạt hàng triệu cổ phiếu của các công ty niêm yết mới và phát hành thêm nối đuôi nhau lên sàn, thì có một làn sóng rời khỏi thị trường. Một số nhà đầu tư thì án binh bất động, số khác chỉ thực hiện các giao dịch mang tính thăm dò chờ đợi những động thái tiếp theo của thị trường.

Nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam không chỉ thiếu thông tin họ còn thiếu kinh nghiệm. Họ hành động chủ yếu dựa vào xu hướng đám đông, nghịch lý ở chỗ nên mua vào khi giá thấp, bán ra lúc cao thì ở Việt Nam đang diễn ra ngược lại, mua vào lúc cao và bán ra lúc thấp. Trong khi đó nhiều nhà đầu tư nước ngoài tận dụng cơ hội này để bổ sung danh mục đầu tư. Điển hình trong tháng 7/2006, nhà đầu tư trong nước bán ra "không tiếc tay" cổ phiếu STB, CII, VNM, REE, BMP trong khi tình hình sản xuất kinh doanh của các công ty này khá tốt... thì các nhà đầu tư nước ngoài (tính riêng tháng 7/2006) đã bổ sung thêm trong danh mục đầu tư của họ thêm 6.031.490 cổ phiếu STB, (chiếm gần 60% tổng khối lượng giao dịch mua cổ phiếu của khối này); 4443.610 cổ phiếu CII; 234.090 cổ phiếu REE và 218.730 cổ phiếu VNM (*www.mof.gov.vn*, 21/04/2006).

Trong khi các nhà đầu tư trong nước đến với thị trường chứng khoán Việt Nam với tầm nhìn ngắn hạn thì ngược lại các nhà đầu tư nước ngoài đang chuẩn bị chiến lược đầu tư dài hạn. Quỹ Vietnam Opportunity Fund (Anh) mới tăng thêm 76 triệu USD, nâng quy mô vốn của quỹ lên 171 triệu USD; Quỹ Mekong Capital chuẩn bị lập thêm quỹ đầu tư thứ hai với số vốn 40 triệu USD... Còn các tổ chức trong nước như Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam đã liên doanh với một công ty Singapore lập Quỹ Đầu tư VCBF, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam đã liên doanh với một đối tác của Mỹ lập Quỹ BVP, các quỹ này có tổng vốn hoạt động lên đến hàng trăm triệu USD. Với một lượng tiền khá lớn tiếp tục đổ vào thị trường trong thời gian tới thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục sôi động.

Thực tế cũng đã minh chứng phần nào nhận định trên, ngày 20/12/2006, thị trường đã lên đến cực điểm, chỉ số giá VN Index đạt 809,86 điểm – con số kỷ lục từ trước đến nay – (số liệu tính đến hết ngày 29/12/2006). Tuy nhiên, một điểm khác biệt trong hoạt động của nhà đầu tư so với hai kịch bản trên là tâm lý của nhà đầu tư

dần dần đã ổn định hơn và niềm tin vào sự phát triển của thị trường ngày càng tăng. Các cổ phiếu có chất lượng được đánh giá là khá cao liên tục được niêm yết trên sàn, tính đến ngày 29/12/2006 đã có 108 cổ phiếu (trong đó có 2 chứng chỉ quỹ), tăng gấp 3 lần so với năm 2005, nâng tổng số vốn hóa hai sàn Tp.HCM và Hà Nội lên 220.000 tỷ đồng, đạt 22,6% GDP của năm 2006, vượt mức kế hoạch đề ra đến năm 2010 tổng giá trị vốn hóa của thị trường phải đạt từ 10-15% GDP. Vì vậy Chính phủ đã phải nâng cao kế hoạch tổng giá trị vốn hóa của thị trường đến năm 2010 phải đạt từ 25-30% GDP. Hơn nữa, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM dự kiến tháng 4 năm 2007 sẽ thực hiện khớp lệnh liên tục. Các con số rất ấn tượng trên đã củng cố và gia tăng niềm tin của công chúng đầu tư đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Nhận xét chung về hoạt động đầu tư là những người đầu tư mới tham gia vào thị trường là những người tạo nên cơn sốt, phần lớn họ không có mục tiêu hay chiến lược đầu tư cụ thể, họ chỉ "cuốn theo chiều gió", nên họ đã phải trả giá đắt cho những bài học vỡ lòng này, nhưng bù lại kinh nghiệm và kiến thức của nhà đầu tư cũng đã được trải nghiệm qua thực tế và ngày càng phát triển, niềm tin của nhà đầu tư ngày càng nhân lên cùng với sự phát triển của thị trường. Trong thời gian tới các cơ quan quản lý thị trường cần có biện pháp thiết thực bảo vệ nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân. Làm thế nào để củng cố lòng tin của nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán, thì mới giữ chân họ được, bởi vì hơn ai hết nhà đầu tư là một cấu thành rất quan trọng của thị trường chứng khoán. Quan trọng nhất là ổn định tâm lý nhà đầu tư, tạo ra nhiều cơ hội để các nhà đầu tư dễ dàng tiếp cận với hàng hóa và hỗ trợ doanh nghiệp niêm yết tạo hình ảnh hấp dẫn hơn, lúc đó thị trường sẽ tự tìm điểm cân bằng giữa cung và cầu.

2.2 Những trở ngại đối với hoạt động của các nhà đầu tư

Cách đây 6 năm, khi Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP. HCM được chính thức khai trương, các nhà đầu tư hy vọng rằng thị trường chứng khoán sẽ lớn mạnh nhanh chóng cung cấp một môi trường đầu tư hấp dẫn. Nhưng những diễn biến thực tế trên thị trường chứng khoán đã không đáp ứng được sự kỳ vọng của các nhà hoạch định chính sách cũng như các nhà đầu tư. Mặc dù tăng trưởng một cách

ngọan mục trong những tháng cuối năm 2006 nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn chỉ là một thị trường mới nổi hứa hẹn nhiều tiềm năng. Số tài khoản giao dịch cá nhân đã gia tăng đáng kể, gấp 4 lần so với năm 2005, tổng giá trị vốn hóa thị trường năm 2006 đã đạt vượt mức kế hoạch năm 2010. Thị trường chứng khoán Việt Nam đang ngày càng chứng minh nó là ‘hàn thử biểu’ của nền kinh tế. Tuy nhiên nếu so sánh với sự hoạt động nhộn nhịp suốt ngày đêm của thị trường chứng khoán ở các nước láng giềng như Thái Lan, Singapore, Malaysia ... với khoảng 5-50% dân số tham gia đầu tư thì các chỉ số tăng trưởng rất đáng khích lệ của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2006 còn quá khiêm tốn, chưa xứng tầm với một nền kinh tế được xem là năng động và có tỷ lệ tăng trưởng cao trên thế giới hiện nay.

Để thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển mạnh mẽ hơn nữa thì cần phải tìm ra những nhân tố nào đã cản trở sức phát triển của thị trường, từ đó đề xuất các biện pháp thích hợp để khơi dậy tiềm năng phát triển của thị trường chứng khoán.

- Nhân tố đầu tiên xuất phát từ thực tế là hiện nay số cổ phiếu lưu hành của nhiều công ty niêm yết ít hơn nhiều so với số cổ phiếu được niêm yết do phần vốn mà nhà nước nắm giữ không được đưa vào giao dịch. Điều này là một trong những nguyên nhân hạn chế tính thanh khoản của thị trường.
- Những thành công đã đạt được qua 6 năm hoạt động rất đáng khích lệ, song nhìn toàn cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn tiềm ẩn những yếu tố ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của thị trường. Số nhà đầu tư gia tăng nhanh chóng nhưng số người am hiểu luật chơi chứng khoán còn hạn chế. Điều này làm gia tăng rủi ro cho nhà đầu tư. Để chứng khoán trở thành một kênh đầu tư phổ cập hơn, cần tập trung xóa mù chứng khoán tại Việt Nam. Thị trường chứng khoán là một sân chơi cho các nhà đầu tư có nguồn tiền tiết kiệm nhàn rỗi. Nhà đầu tư phải am hiểu luật chơi để có thể tham gia một cách tích cực và chủ động.
- Chất lượng hàng hóa trên thị trường luôn là vấn đề làm cho các nhà đầu tư quan tâm. Hiện nay số lượng cổ phiếu niêm yết đã lên đến 108 cổ phiếu

(trong đó có 2 chứng chỉ quỹ), chất lượng chứng khoán không đồng đều, có loại lướt liệ t vào hàng blue-chip nhưng có những loại rất ềo uột. Vì vậy cần loại bỏ những chứng khoán chất lượng kém, và đưa lên sàn những chứng khoán hấp dẫn hơn.

– Bên cạnh đó, một số nguyên nhân khác như việc đầu tư vào lĩnh vực chứng khoán còn khó khăn (cụ thể như đối với đối tượng nhà đầu tư là Việt kiều), cách phát hành chứng khoán cũng như việc điều hành thị trường còn thiếu chuẩn mực; giao dịch của các tài khoản nhà đầu tư trong nước vẫn còn bị chi phối bởi các nhà đầu tư nước ngoài, tức là khi người nước ngoài mua vào hoặc bán ra cổ phiếu đều kéo theo những phản ứng đầu tư tương tự từ nhà đầu tư trong nước. Mặc dù tâm lý đầu tư đã ổn định hơn nhưng tình trạng đầu tư ngắn hạn qua thị trường chứng khoán vẫn còn.

– Việc công bố thông tin của công ty niêm yết chưa được thực hiện theo đúng tinh thần của luật pháp, sự thiếu minh bạch trong chi tiêu tài chính và trong các giao dịch kinh tế làm ảnh hưởng không nhỏ đến niềm tin của nhà đầu tư.

– Chất lượng và trình độ kỹ thuật của hệ thống giao dịch, thanh toán, hệ thống quản lý, điều hành, hệ thống giám sát là những vấn đề cần tiếp tục nâng cao và hoàn chỉnh, nhất là trong điều kiện có những doanh nghiệp lớn thuộc các lĩnh vực nhạy cảm như ngân hàng, bảo hiểm tham gia thị trường chứng khoán.

– Việc Trung tâm giao dịch chứng khoán TP HCM mới đây quy định các công ty có vốn dưới 25 tỷ đồng sẽ không được niêm yết tuy có mặt tích cực là tạo ra hàng hóa có sức hấp dẫn hơn song sẽ hạn chế rất lớn đến việc tạo hàng. Hiện nay rất nhiều doanh nghiệp vừa và nhỏ có nhu cầu huy động vốn từ công chúng, đây cũng là đối tượng có động lực lên sàn lớn nhất.

– Về phía các nhà đầu tư, họ mong chờ có một liều thuốc đem lại sinh khí sôi nổi cho thị trường. Hiện nay thị trường chứng khoán Việt Nam đang hoạt động theo phương thức khớp lệnh định kỳ 3 phiên một ngày. Điều này khiến thị trường hoạt động có vẻ yếu ớt cầm chừng khó thu hút thêm được nhà đầu

tư chuyên nghiệp. Vì thế họ hy vọng thời gian tới Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP HCM sẽ tăng thêm phiên giao dịch tiến tới khớp lệnh liên tục. Việc tăng thêm phiên giao dịch đi kèm với việc cho phép mua bán một loại chứng khoán trong ngày không cùng một phiên sẽ góp phần đẩy giá trị giao dịch từng phiên tăng cao hơn.

– Tuy nhiên, vẫn còn một trở ngại làm cho giới đầu tư phải e ngại, đó là định hướng phát triển kinh tế quá dài. Xây dựng chiến lược phát triển kinh tế dài hạn làm mất đi tính linh hoạt của chính sách phát triển kinh tế. Trong khi tình hình kinh tế, chính trị, xã hội biến đổi không ngừng thì chiến lược phát triển kinh tế vẫn không điều chỉnh cho phù hợp với tình hình mới, nó như chiếc vòng kim cô xiết chặt nền kinh tế, chỉ khi chiếc vòng này được gỡ bỏ, cùng với nền kinh tế Việt Nam thị trường chứng khoán hoàn toàn có cơ sở để lớn mạnh nhanh chóng.

Những vấn đề ở trên về tính thanh khoản kém, chất lượng hàng hoá cần được nâng cao hơn nữa, thông tin về hoạt động và tình hình tài chính không phổ biến rộng rãi, thiếu minh bạch và không đầy đủ, cơ sở hạ tầng chưa đáp ứng được những đòi hỏi trong giao dịch, các quy định quá khắt khe... là những cản trở đối với hoạt động của nhà đầu tư. Làm sao để phục vụ ngày càng tốt hơn nhu cầu của nhà đầu tư, thực hiện thành công mục tiêu phát triển hoạt động đầu tư trên thị trường thì phải sớm giải quyết các vấn đề sau: cụ thể hoá Luật Chứng Khoán sắp có hiệu lực vào ngày 01/01/2007 bằng các văn bản hướng dẫn; thực hiện chính sách chủ động tạo hàng hóa có chất lượng cho thị trường chứng khoán; tích cực tham gia vào tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước thông qua các hoạt động đấu giá cổ phiếu, bán bớt phần vốn nhà nước sở hữu tại doanh nghiệp, đưa các doanh nghiệp có quy mô lớn vào niêm yết và đăng ký giao dịch. Thực hiện cải cách hành chính trong tổ chức quản lý thị trường, xây dựng đề án chuyển Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh thành Sở Giao dịch chứng khoán và hoàn thiện mô hình của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Tăng cường giám sát hoạt động của thị trường, bảo đảm tính minh bạch, nghiêm túc trong thực hiện chế độ

báo cáo, công bố thông tin; kiên quyết xử lý và công bố những vi phạm quy định pháp luật về thị trường chứng khoán...

Với sự chỉ đạo của Chính phủ và sự phối hợp chặt chẽ của các cấp, các ngành cùng những giải pháp thúc đẩy thị trường phát triển của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước trong giai đoạn 2007-2010, thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ có bước khởi sắc, trở thành lĩnh vực đầu tư hấp dẫn, là kênh huy động vốn quan trọng của nền kinh tế.

2.3 Phân tích các yếu tố chi phối hoạt động của nhà đầu tư

Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán

Yếu tố lợi nhuận là yếu tố quan trọng nhất tác động đến quyết định của nhà đầu tư. Khi nhà đầu tư mua chứng khoán vốn thì họ sẽ thu được suất sinh lợi cổ tức và suất sinh lợi do tăng giá. Kỳ vọng vào tính sinh lợi của chứng khoán của mỗi nhà đầu tư là khác nhau, nhưng hầu như các nhà đầu tư đều mong muốn rằng lợi nhuận đạt được là cao nhất so với các hình thức kinh doanh khác. Nếu tỷ suất lợi nhuận bình quân của thị trường chứng khoán cao hơn các loại hình đầu tư khác thì nguồn vốn sẽ đổ dồn vào thị trường nhiều hơn và ngược lại. Hiện nay lợi nhuận đầu tư vào bất động sản gần như bão hoà, nên các nhà đầu tư đang tìm kiếm một hình thức kinh doanh khác, đây chính là cơ hội cho thị trường chứng khoán vươn mình đứng dậy hấp thu nguồn vốn đang nhàn rỗi này.

Kết quả cuộc khảo sát, điều tra cho thấy có 90/178 nhà đầu tư cho rằng khả năng sinh lợi của vốn đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam là cao và rất cao; 68 nhà đầu tư cho rằng đầu tư vào chứng khoán chỉ mang đến lợi nhuận ở mức trung bình và khá; số nhà đầu tư còn lại thì bi quan với tình hình đầu tư, cho rằng đầu tư vào hình thức kinh doanh này sẽ thu được lợi nhuận thấp và rất thấp, tuy nhiên số nhà đầu tư bi quan này chỉ chiếm 11% thấp hơn rất nhiều so với 51% nhà đầu tư lạc quan với tình hình đầu tư. Nhìn chung các nhà đầu tư đánh giá khả năng sinh lợi của vốn đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam là cao.

Bảng 2.1: Nhà đầu tư đánh giá khả năng sinh lợi của vốn đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ
Khả năng sinh lợi	6	3%	14	8%	18	10%	50	28%	74	42%	16	9%
Khả năng sinh lợi trung bình = 4,24												

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên Cứu Khoa Học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

Những diễn biến thuận chiều về tình hình đầu tư trong thời gian gần đây, như: Luật Chứng khoán vừa được Quốc Hội thông qua sẽ có hiệu lực vào ngày 01/01/2007, sự nới lỏng “room” cho các nhà đầu tư nước ngoài từ 30% lên 49%, và những đánh giá khả quan về thị trường chứng khoán Việt Nam của giới đầu tư nước ngoài đã tác động lớn đến hoạt động và tâm lý của nhà đầu tư trong nước. Ngày càng nhiều các nhà đầu tư tìm đến loại hình kinh doanh hấp dẫn này với hy vọng sẽ tìm kiếm được lợi nhuận cao.

Đa số các nhà đầu tư lạc quan về tình hình đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đó là một triển vọng tốt đối với thị trường sau 6 năm hoạt động. Niềm tin của các nhà đầu tư về tương lai tươi sáng của thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng cao và được củng cố bởi quyết tâm của nhà nước xây dựng một thị trường chứng khoán phát triển bền vững.

Kiểm chứng lại trên thực tế mức sinh lợi của các cổ phiếu có cao như kỳ vọng của nhà đầu tư không?

Chỉ số giá VNIndex tăng mạnh năm thứ 1, giảm đồng loạt năm thứ 2 và 3, tăng khá mạnh năm thứ 4, bình lặng, ít biến đổi vào năm thứ 5. Ngoại trừ BTC, DPC giảm giá 3 năm liền, không có công ty nào giảm giá hoặc tăng giá 3 năm liên tục. Tính chung cả 5 năm, có 12 công ty có mức tăng giá trung bình âm, 18 công ty có mức tăng giá dương. Trừ TNA mới niêm yết, BBT, DPC và BTC có mức giảm giá đáng kể nhất, trên 20%/năm. Sau 4 năm, DPC mất đi 69,7% giá trị, BTC mất đi 60,3%. Bên cạnh đó, nếu đầu tư 1.000 VND vào công ty BBT khi bắt đầu niêm yết thì sau 2 năm chỉ còn 528 VND, mất đi hơn 47% giá trị (xem chi tiết Phụ Lục 2)

Tỷ suất sinh lợi cổ tức trung bình năm 2002 khá cao 18%, sụt giảm vào năm 2003, 2004 xuống còn 12%, tăng lên không đáng kể vào năm 2005 là 13%. So với gói tiết kiệm ngân hàng lợi nhuận từ cổ tức không cao hơn bao nhiêu mà lại chịu nhiều rủi ro hơn, tính chung cho cả 4 năm tỷ suất sinh lợi cổ tức trung bình là 13,75%/năm (xem chi tiết Phụ Lục 3). Tuy nhiên nếu cộng thêm mức tăng giá trung bình 5 năm là 19,6%/năm (từ tháng 7 năm 2000 đến tháng 7 năm 2005), trừ đi tỉ lệ lạm phát thì lợi nhuận từ đầu tư chứng khoán cao hơn hình thức tiết kiệm nhiều. Nếu so sánh với thị trường thế giới chỉ đạt trung bình 7,33%/năm trong 5 năm qua thì mức tăng của thị trường Việt Nam rất đáng khích lệ (*Tạp chí Phát triển Kinh tế số 179 năm 2005*), và chỉ tiêu EPS của Việt Nam năm 2006 đạt 20,2% cao hơn hẳn so với các nước trong khu vực (xem chi tiết Phụ lục 4). Chỉ số P/E của chứng khoán Việt Nam lên đến 38 – 40, cá biệt có một số chứng khoán hệ số P/E lên đến hơn 100, trong khi thông thường chỉ ở mức 15 – 17 lần (*Báo Đầu tư Chứng khoán, số 1(369) năm 2007*). Vấn đề là tại sao có sự chênh lệch về suất sinh lợi ở Việt Nam như thế mà trong 6 năm qua dòng vốn đổ vào thị trường còn rất hạn chế?

Đối với dòng vốn trong nước thì các lĩnh vực đầu tư khác mang đến lợi nhuận cao hơn như đầu tư vào bất động sản trong thời kỳ bùng nổ giá đất từ cuối năm 2001 đến cuối năm 2003. Ngoài ra còn có các rào cản khác ngăn dòng vốn chảy vào thị trường như tính thanh khoản thấp làm cho vốn xoay vòng chậm, thị trường chứng khoán vẫn còn là lĩnh vực đầu tư mới nhiều rủi ro nên các nhà đầu tư không muốn mạo hiểm.... Theo nghiên cứu của ông Lý Lâm Duy hệ số ngại rủi ro bình quân của các nhà đầu tư Việt Nam khá cao so với thị trường chứng khoán của các nước trên thế giới (*Tạp chí Chứng khoán, số 12 năm 2006*).

Còn đối với dòng vốn nước ngoài thì các rào cản sau làm cho thị trường chứng khoán kém hấp dẫn nhà đầu tư nước ngoài

- Rào cản đầu tiên là tỉ lệ đầu tư tối đa vào một công ty Việt Nam, những ngành nghề bị hạn chế đầu tư nước ngoài, khả năng chuyển đổi của đồng Việt Nam...
- Thứ hai là những hạn chế đối với nhà kinh doanh chứng khoán nước ngoài.

- Thứ ba, các loại rủi ro, từ rủi ro tỷ giá hối đoái, độ tin cậy của báo cáo tài chính thấp cho đến rủi ro về tính thanh khoản của chứng khoán là vấn đề đáng lo ngại đối với nhà đầu tư nước ngoài. Các rào cản trên là nguyên nhân lý giải tính kém hấp dẫn của thị trường Việt Nam đối với nhà đầu tư nước ngoài.

Mặc dù mức sinh lợi của cổ phiếu ở thị trường Việt Nam cao so với thị trường thế giới, nhưng nguồn vốn đầu tư và số lượng nhà đầu tư tham gia vẫn còn ở mức khiêm tốn. Lý do lý giải tình huống này là quy mô thị trường nhỏ nên dù tỷ suất sinh lợi cao nhưng tổng lợi nhuận không cao. Cộng thêm chất lượng chứng khoán chưa cao, các rào cản và khả năng rủi ro có thể xảy ra cao trên thị trường làm cho lợi nhuận bấp bênh, nên các nhà đầu tư vẫn còn chưa quyết tâm đầu tư vào thị trường.

Kết quả khảo sát cho thấy nhà đầu tư đánh giá cao khả năng sinh lợi của chứng khoán phù hợp với những diễn biến về tỷ suất sinh lợi của các loại chứng khoán được niêm yết trên thị trường. Tuy nhiên các nhà đầu tư e ngại các rủi ro nên còn ngần ngại khi đầu tư vào thị trường. Trong thời gian tới Ủy ban Chứng khoán cần có những biện pháp tạo dựng lòng tin cho nhà đầu tư, đảm bảo rằng thị trường chứng khoán Việt Nam là môi trường đầu tư có khả năng sinh lợi cao với mức rủi ro thấp.

Rủi ro biến động giá chứng khoán

Đây là rủi ro đặc biệt nên được tách ra để phân tích riêng. Nó đặc biệt bởi đây là rủi ro lớn nó có thể biến nhà đầu tư thành triệu phú ngày hôm nay nhưng cũng có thể trở thành kẻ trắng tay ngày mai. Chứng khoán có thể là tờ giấy có giá trị rất lớn ngày hôm nay, nhưng cũng có thể là tờ giấy không giá trị ngày mai. Vì thế những biến động lớn về giá chứng khoán thường tạo ra làn sóng gây chấn động thị trường.

Rủi ro biến động giá là rủi ro lớn nhất trên thị trường. Theo số liệu được tính toán rủi ro biến động giá tăng từ năm thứ nhất sang năm thứ 2, giảm xuống năm thứ 3, tăng lại vào năm thứ 4 rồi xuống dưới mức trung bình năm thứ 5. Mức độ rủi ro trung bình của thị trường là 27,49%, vẫn còn lớn hơn 2 lần so với mức trung bình

của Liên đoàn Sở Giao dịch Chứng khoán thế giới WFE 11,74% (xem chi tiết Phụ lục 5)

Nhận xét thứ hai, mặc dù từ khi niêm yết đến nay, quỹ VF1 luôn trong tình trạng lỗ, tuy nhiên cũng có thể nhận thấy khả năng của quỹ này trong việc phân tán rủi ro. Bằng chứng là nhờ phân tán rủi ro mà mức độ rủi ro của quỹ này thấp hơn tất cả các cổ phiếu khác.

Tình hình thực tế trên thị trường cho thấy mức độ rủi ro này khá cao. Còn theo kết quả điều tra, các nhà đầu tư đánh giá rủi ro này khá cao hay khả năng rủi ro này xảy ra ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận khá cao. Có đến 55% nhà đầu tư cho ý kiến rằng rủi ro này khá cao đến rất cao, chỉ có 22% nhà đầu tư cho rằng rủi ro này thấp và rất thấp. Như vậy có thể kết luận rằng các đánh giá của nhà đầu tư phản ánh hợp lý với tình hình thực tế trên thị trường.

Bảng 2.2: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro do biến động giá chứng khoán

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	số lượng	tỷ lệ	số lượng	Tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ
Rủi ro do biến động giá (+)	6	3%	33	19%	41	23%	44	25%	34	19%	20	11%
Trung bình rủi ro do biến động giá = 3,71												

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên Cứu Khoa Học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

Bên cạnh lợi tức thu được theo định kỳ, chứng khoán còn đem đến cho nhà đầu tư khả năng nhận được giá trị tăng thêm do tăng giá chứng khoán, dùng từ “khả năng” bởi vì giá chứng khoán có thể tăng hoặc giảm. Nếu giá chứng khoán tăng, thì tất nhiên nhà đầu tư sẽ được hưởng lợi nhuận tăng thêm, nhưng nếu giá giảm thì nhà đầu tư phải gánh chịu tổn thất, đó là rủi ro về giá mà bất kỳ thị trường nào cũng có.

Các chính sách cần phải hướng đến mục tiêu bình ổn thị trường để hạn chế khả năng xảy ra rủi ro này, đồng thời tạo niềm tin cho nhà đầu tư. Chỉ số giá chứng khoán phải phản ánh trung thực tình hình thực tế của nền kinh tế chứ không mang tính chất ảo của đầu cơ mà hầu như bất kỳ thị trường nào cũng có. Các nhà đầu cơ chứng khoán sử dụng các thủ thuật mua bán chứng khoán tạo ra giá ảo trên thị trường với mục đích tìm kiếm lợi nhuận từ sự chênh lệch giá mua và giá bán, làm cho chỉ số chứng khoán tăng một cách giả tạo, bóp méo giá trị thực của chứng khoán gây tâm lý hoang mang cho nhà đầu tư.

Để tránh rủi ro do biến động giá, nhà đầu tư nên đầu tư vào những công ty tăng trưởng bền vững. Có nhiều tiêu chuẩn để xác định loại cổ phiếu tăng trưởng như: thu nhập trên mỗi cổ phần hay tỷ lệ lợi tức trên vốn cổ phần gia tăng liên tiếp trong 3 hay 5 năm... Các công ty tăng trưởng về cơ bản đều có bảng cân đối tài sản lành mạnh với mức vốn cổ phần ít nhất phải gấp đôi tổng nợ. Ngoài những số liệu về thu nhập và doanh số, nhà đầu tư cần phải đánh giá xem liệu công ty đó có khả năng duy trì được nhịp độ tăng trưởng nhanh hay không, hoặc có thể tự tài trợ cho sự phát triển của nó trong tương lai hay cần phải vay mượn từ bên ngoài...

Việc đánh giá cổ phiếu tăng trưởng phụ thuộc vào các tiêu chí và quan niệm của mỗi nhà đầu tư. Tuy nhiên có một điều không thể phủ nhận được là nếu nắm giữ cổ phiếu tăng trưởng thì nhà đầu tư có nhiều cơ hội thu lợi nhuận từ cổ tức cao, hưởng lợi do chênh lệch giá cổ phiếu trong tương lai và giảm thiểu rủi ro do biến động giá.

Rủi ro khả năng thanh khoản của chứng khoán

Vấn đề khả năng thanh khoản của chứng khoán là vấn đề lớn của thị trường cổ phiếu Việt Nam hiện nay. Theo kết quả khảo sát, 113/178 (chiếm tỷ lệ 63%) nhà đầu tư đánh giá rủi ro về tính thanh khoản của chứng khoán khá cao, trong đó 34% đồng ý rằng rủi ro này cao và rất cao. Số nhà đầu tư còn lại đánh giá rủi ro này thấp và trung bình, trong đó chỉ có 12% cho rằng rủi ro này thấp và rất thấp. Từ kết quả khảo sát này có thể rút ra nhận xét rằng rủi ro về tính thanh khoản của chứng khoán trên thị trường Việt Nam khá cao.

Bảng 2.3: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro về tính thanh khoản của chứng khoán

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	Tỷ lệ
Rủi ro về tính thanh khoản (+)	4	2%	17	10%	44	25%	52	29%	43	24%	18	10%
Trung bình rủi ro = 3,94												

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006

Đo lường độ thanh khoản của chứng khoán trong 5 năm qua, chúng tôi nhận thấy đánh giá của nhà đầu tư về rủi ro khả năng thanh khoản của chứng khoán là có cơ sở. Thông thường độ thanh khoản của chứng khoán được đo lường bằng tỷ lệ cổ phiếu giao dịch trong một năm. Tuy nhiên vì thời gian tham gia thị trường của các cổ phiếu là khác nhau, tổng số phiên giao dịch của mỗi cổ phiếu và của thị trường mỗi năm cũng khác nhau nên cách tốt nhất là tính tỷ lệ phần trăm cổ phiếu giao dịch trung bình trong mỗi phiên.

Theo cách tính trên độ thanh khoản của năm thứ 5 thậm chí còn xấu đi cả về tương đối lẫn tuyệt đối. Về tương đối, độ thanh khoản tương đối của toàn thị trường giảm từ hơn 45% năm thứ 4 xuống còn gần 27%/năm thứ 5. Như thế có nghĩa thời gian quay vòng vốn từ 27 tháng kéo dài thành 45 tháng (Xem chi tiết phụ lục 6).

Tại năm thứ 5, trong số 24 cổ phiếu đã niêm yết từ trước năm thứ 5 chỉ có 4 cổ phiếu là HAP, LAF, BTC và KHA là có độ thanh khoản tuyệt đối tăng lên. Tất cả 20 cổ phiếu khác đều giảm quy mô giao dịch. Cá biệt có những công ty như SGH chỉ giao dịch trung bình 477 cổ phiếu/phiên (khoảng gần 7 triệu/ngày), tương đương với 6,78%/năm, nghĩa là phải mất 14 năm 9 tháng toàn bộ cổ phiếu công ty mới đổi chủ 1 lần. Tuy nhiên cũng có những công ty có độ thanh khoản tương đối trên 100%

như MHC (124%/năm) BBT (104%/năm), nghĩa là tốc độ quay vòng vốn đạt đến hơn 1 vòng/1 năm (xem chi tiết Phụ lục 6)

Mặc dù lấy thị trường chứng khoán Việt Nam so với thị trường chứng khoán thế giới là khắp khẽnh, tuy nhiên đến lúc cần phải vươn ra thế giới bên ngoài nếu không thị trường chứng khoán mãi mãi vẫn tập tễnh trong cái ao nhỏ. So với thế giới thì độ thanh khoản trung bình của Việt Nam còn thấp hơn rất nhiều (xem chi tiết Phụ lục 8). Có một lý do rất dễ phát hiện trong khi thị trường Việt Nam khớp lệnh 3 lần/phiên, nghĩa là khoảng 750 lần khớp lệnh/năm (giả sử tính cho năm thứ 6). Trong khi đó, với cơ chế giao dịch khớp lệnh liên tục tại các thị trường phát triển, mỗi lần khớp lệnh chỉ tốn trung bình 22 giây, có thể có đến 1.473 lần khớp lệnh/ngày (nếu chỉ giao dịch 9 giờ/ngày). Điều đó có nghĩa là 7 ngày giao dịch ở các thị trường này bằng khoảng 14 năm giao dịch tại thị trường TP.HCM.

Tính thanh khoản thấp còn do khối lượng lớn cổ phiếu thuộc sở hữu của nhà nước không được lưu hành trên thị trường. Trong số 2.984 doanh nghiệp đã cổ phần hoá, 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%. (*Tạp chí Phát triển Kinh tế số 185, 2006*).

Quy mô giao dịch nhỏ cộng thêm số lần khớp lệnh trong ngày quá ít đã làm hạn chế độ thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo định hướng phát triển thị trường, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM dự kiến sẽ nâng số lần khớp lệnh tiến đến khớp lệnh liên tục vào tháng 4 năm 2007. Như vậy hy vọng trong tương lai không xa, vấn đề về tính thanh khoản của chứng khoán sẽ không còn là trở ngại đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam

Rủi ro thông tin

Thông tin là yếu tố quan trọng bậc nhất trên thị trường, có tính chất nhạy cảm và tác động rất lớn đến thị trường. Hơn hẳn các thị trường khác, mức độ hoàn hảo của thông tin quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán. Hoạt động công bố thông tin của các tổ chức có nghĩa vụ được thực hiện tốt bao nhiêu thì thị trường càng phát triển tốt bấy nhiêu. Bởi chỉ khi nhận được thông tin chính xác và kịp thời thì nhà đầu tư mới có đủ cơ sở thực hiện các quyết định đầu tư của mình.

Các nguồn thông tin trên thị trường chứng khoán:

- Thông tin từ những nhà tư vấn của những tổ chức chuyên môn, họ kinh doanh bằng cách đưa ra những lời tư vấn. Tuy nhiên, họ lại rất dè dặt trong những tình huống nhạy cảm. Thông thường họ không đưa ra những khẳng định chắc chắn vì sợ suy giảm uy tín của mình.
- Thông tin của các công ty phát hành chứng khoán. Theo luật, những thông tin này phải được kiểm toán nên độ tin cậy khá tốt. Tuy nhiên, khi mà thị trường đang “sốt” thì ít nhà đầu tư chú ý nhiều đến những thông tin này. Hơn nữa, không phải nhà đầu tư nào cũng có khả năng hiểu hết được những thông tin này.
- Thông tin của những cơ quan quản lý có nhiệm vụ điều hành thị trường chứng khoán. Ngày 31/3 và 3/4/2006, Ủy ban Chứng khoán đã có hai văn bản, gửi các Trung tâm giao dịch chứng khoán và gửi Ngân hàng Nhà nước cảnh báo về những rủi ro tiềm ẩn của thị trường và khuyến nghị các nhà đầu tư thận trọng. Và gần đây ngày 20/12/2006 Trung tâm Giao Dịch Chứng khoán Tp.HCM đã đưa ra lời cảnh báo đến các nhà đầu tư về giá cổ phiếu quá cao.
- Các tin đồn trên thị trường không biết nguồn gốc. Tất nhiên, những người tung ra tin này không phải chịu trách nhiệm, cũng không loại trừ những tin đồn đưa ra gây nhiễu thị trường với chủ đích đẩy giá lên hay kéo giá xuống.
- Cuối cùng là những thông tin trên các phương tiện truyền thông

Thị trường chứng khoán Việt Nam vận hành theo cách thông thường đối với những thị trường mới, nhỏ bé, và thiếu thông tin. Giá cả có thể biến động theo tình hình lợi nhuận và phát triển của công ty, hoặc theo triển vọng của chung cả thị trường, nhưng điều quan trọng nhất vẫn là tin đồn và tâm lý của người chơi.

Đầu tư chứng khoán là hình thức đầu tư gián tiếp, nhà đầu tư không trực tiếp điều hành các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp nên họ chỉ đầu tư khi hội tụ đủ một số điều kiện, trong đó có hệ thống thông tin và tính chuẩn hoá của thị trường đạt tiêu chuẩn cao. Các thông tin liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp, ngành nghề kinh doanh được công bố rộng rãi và nhanh chóng với độ tin cậy cao là thành phần cốt yếu trong tiến trình ra quyết định đầu tư. Các thông tin

công bố trên thị trường gồm có: thông tin về tình hình giao dịch trên thị trường; thông tin về các tổ chức niêm yết, kinh doanh chứng khoán; thông tin về các hoạt động đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ; thông tin về quản lý thị trường.

Bảng 2.4: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro về thông tin

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	số lượng	Tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ
Rủi ro về thông tin (+)	2	1%	5	3%	28	16%	56	31%	58	33%	29	16%
Trung bình rủi ro = 4,4												

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

Nhìn chung, nhà đầu tư được phỏng vấn đánh giá rủi ro thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam rất cao, có 56/178 nhà đầu tư cho rằng rủi ro này khá cao, 87 nhà đầu tư cho rằng rủi ro về thông tin cao và rất cao, toàn bộ số nhà đầu tư này chiếm tỷ lệ lên đến 80%. Đây là mức đáng báo động của thị trường chứng khoán Việt Nam, đã đến lúc cần phải sử dụng biện pháp mạnh đối với các công ty không thực hiện đúng và đủ nghĩa vụ công bố thông tin.

Công bố thông tin là một yêu cầu không thể thiếu để đảm bảo lòng tin và sự công bằng cho các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Các công ty niêm yết, công ty chứng khoán phải thực hiện chế độ công bố thông tin kịp thời, chính xác theo đúng quy định của pháp luật. Công bố thông tin công khai là nguyên tắc cơ bản nhất của thị trường chứng khoán. Vậy việc công bố thông tin và giám sát quá trình công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua có hiệu quả không?

Theo nghiên cứu của ông Lê Đạt Chí về kiểm định mức độ hiệu quả của thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam, có một số các kiểm định ủng hộ cho việc thông tin đến thị trường một cách ngẫu nhiên nhưng phần lớn chứng khoán khác đã

cho thấy việc công bố thông tin trên thị trường chưa được giám sát chặt chẽ. Điều này đã dẫn đến việc kinh doanh nội gián chưa được chế tài và kiểm soát bởi các nhà quản lý. Kết quả nghiên cứu còn cho thấy đa số các kiểm định trên từng chứng khoán riêng lẻ ủng hộ cho giả thiết thị trường hiệu quả dạng yếu ở Việt Nam, nghĩa là giá cả phản ánh thông tin đã chứa đựng trong hồ sơ giá cả quá khứ (*Tạp chí Phát triển Kinh tế, số 7 năm 2006*). Như vậy điều này cho thấy chưa có thị trường hiệu quả dạng vừa phải và dạng mạnh ở Việt Nam². Đây là một điều tất yếu đối với thị trường còn rất trẻ như thị trường chứng khoán Việt Nam. Cùng với những bước chuyển mình mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, công tác quản lý, giám sát quá trình công bố thông tin, tình hình giao dịch cần phải được nâng cao hơn nữa để xứng tầm với thị trường.

Để nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư nói chung và hoạt động công bố thông tin nói riêng, Chính Phủ đã ban hành nghị định 144/CP, cùng với thông tư 57/BTC của Bộ Tài Chính hợp thành hệ thống văn bản hướng dẫn và quy định việc công bố thông tin góp phần đưa thông tin đến với nhà đầu tư nhanh chóng, công khai và công bằng hơn. Các thông tin được đưa ra thị trường bằng file dữ liệu đồng thời với các báo cáo bằng giấy đã tạo điều kiện thuận lợi cho việc cập nhật, lưu trữ, xử lý, và cung cấp thông tin nhanh chóng và tiện lợi. Song song đó, các kênh chuyển tải thông tin khác cũng được thành lập, như: qua mạng máy tính, bản tin thị trường chứng khoán, các trang web; các kênh thông tin này ngày càng được cải tiến và nâng cấp bảo đảm tính kịp thời, linh hoạt và đa dạng của các hình thức công bố và cung cấp thông tin. Bên cạnh đó, thư điện tử cũng được sử dụng như là một phương tiện để trao đổi thông tin.

Mặc dù đã đạt được nhiều kết quả rất đáng khích lệ, nhưng hoạt động công bố thông tin vẫn còn tồn tại những mặt sau:

– Các tổ chức trên thị trường còn thụ động trong việc công bố thông tin.

Các thông tin được cung cấp chủ yếu là tập trung vào các thông tin định kỳ theo

² Thị trường hiệu quả dạng mạnh: giá cả phản ánh tất cả thông tin có thể có được bằng cách phân tích tỉ mỉ về công ty và nền kinh tế; Thị trường hiệu quả dạng vừa phải: giá cả phản ánh giá cả trong quá khứ và tất cả thông tin được công bố khác.

yêu cầu, trong khi đó các thông tin liên quan đến hoạt động của các tổ chức này chưa được công bố thường xuyên và kịp thời. Việc nhận thức vai trò của thông tin trên thị trường chưa cao kể cả cơ quan quản lý cũng như các tổ chức có nghĩa vụ.

- Do cơ sở hạ tầng mềm của thị trường chưa được đầu tư đúng mức đã dẫn đến những ảnh hưởng nhất định đến độ chính xác và nhanh chóng của thông tin được công bố
- Trong quá trình xử lý, cập nhật và cung cấp thông tin, việc thiếu một cơ sở dữ liệu hợp nhất, có tính liên thông và tập trung cũng đã ảnh hưởng đến chất lượng của thông tin
- Thông tin, dữ liệu công bố, cung cấp ra thị trường chưa được chuẩn hoá và công chúng hoá. Tính chuẩn hoá của thị trường thể hiện ở các tiêu chuẩn về kế toán, kiểm toán và các sản phẩm trên thị trường tài chính được thiết kế theo tiêu chuẩn quốc tế để nhà đầu tư có thể áp dụng thực tiễn quốc tế vào Việt Nam. Còn tính công chúng hoá nói lên mức độ nắm bắt kịp thời một cách rõ ràng về bản chất, nội dung các thông tin của người dân nói chung chưa đồng đều, đặc biệt là các chỉ số về tài chính, các sự kiện. Hai đặc tính quan trọng này của thông tin vẫn chưa được đảm bảo thực thi trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mức độ đầy đủ và chuẩn hoá của thông tin chưa cao là một trong những lý do làm cho nhà đầu tư còn do dự khi quyết định đầu tư vào thị trường chứng khoán. Vậy làm sao để thị trường chứng khoán trong suốt như pha lê để nhà đầu tư nhìn rõ các hoạt động trên thị trường? Giải quyết tốt các mặt tồn tại ở trên chính là giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của các nhà đầu tư, thu hút họ đến với thị trường chứng khoán.

Nhận thức được tầm quan trọng của hệ thống thông tin nên ngay từ những ngày đầu thị trường chứng khoán đi vào hoạt động, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM đã không ngừng hoàn thiện các quy trình, nghiệp vụ liên quan; thực hiện quản lý chặt chẽ, có tổ chức đối với các vấn đề về công bố thông tin của các tổ chức có nghĩa vụ trên thị trường; kiểm tra, đôn đốc các tổ chức này thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ công bố thông tin, đảm bảo đưa thông tin đến với các nhà đầu tư chính

xác, đầy đủ và kịp thời. Nhìn chung việc thực hiện công bố thông tin ngày càng đi vào nề nếp.

Rủi ro pháp lý

Môi trường pháp lý có ảnh hưởng rất lớn đến quy mô nguồn vốn đầu tư. Ở bất kỳ quốc gia nào, bất kỳ ngành nghề nào hay lĩnh vực nào có những quy định của pháp luật về khuyến khích đầu tư thì nguồn vốn sẽ đổ về nơi đó. Đối với thị trường chứng khoán, thị trường mà hiện nay nhà nước đang nỗ lực thúc đẩy phát triển, thì càng cần có một hệ thống pháp lý hoàn thiện vừa công minh vừa ưu đãi. Những quy định khuyến khích đầu tư không chỉ thể hiện ở sự ưu đãi về thuế, mà còn thể hiện ở việc tạo những điều kiện thuận tiện cho thực hiện các giao dịch mua bán chứng khoán, cũng như các quy định bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư. Vậy chúng ta hãy tìm hiểu xem môi trường pháp lý của thị trường chứng khoán ở Việt Nam được đánh giá như thế nào?

Bảng 2.5: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro pháp lý

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	Số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	Tỷ lệ
Rủi ro về pháp lý (+)	3	2%	11	6%	41	23%	68	38%	46	26%	9	5%
Trung bình rủi ro = 3,96												

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

- Đánh giá rủi ro về pháp lý của nhà đầu tư khá cao, có 69% nhà đầu tư cho rằng môi trường pháp lý của thị trường chứng khoán Việt Nam khá cao và rất cao mặc dù Luật Chứng khoán đã có hiệu lực. Trong khi đó gần 1/3 số nhà đầu tư còn lại đánh giá rủi ro này ở mức trung bình và thấp. Số nhà đầu tư đánh giá rủi ro pháp lý trội hơn nhiều so với số nhà đầu tư đánh giá rủi ro này thấp Lý do lý giải là trong thời gian này nhà đầu tư vẫn có thể bị thiệt hại do các rủi ro

bởi vì cho đến nay hệ thống các văn bản pháp lý hướng dẫn thi hành Luật Chứng khoán vẫn còn chưa được ban hành. Ngoài ra, Luật Chứng khoán khi được đưa vào thực hiện thì cũng cần có thời gian để hoàn chỉnh và bổ sung thêm. Vì vậy nhà đầu tư vẫn chưa hoàn toàn yên tâm và tin tưởng Luật Chứng khoán sẽ bảo vệ họ khỏi các rủi ro hiện nay trên thị trường chứng khoán.

Hiện nay, thị trường OTC có quy mô lớn hơn, nhưng không được kiểm soát, đang tồn tại song song với thị trường chính thức. Điều này không tốt, bởi nó không bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư nhỏ lẻ là công nhân làm việc trong công ty cổ phần hoá. Những nhà đầu tư nhỏ này không có được sự bảo đảm rằng, họ có thể bán cổ phiếu với giá tốt nhất. Thực tế, nhà đầu tư trên thị trường OTC Việt Nam hiện nay thực hiện nhiều giao dịch dựa trên sự tin cậy lẫn nhau. Việc mua bán trao tay bằng giấy xác nhận thường xuyên diễn ra, có thể do hạn chế về chuyên nhượng, do xa cách địa lý, hoặc thậm chí do doanh nghiệp chưa phát hành cổ phiếu. Dẫn đến hệ lụy là những giao dịch kiểu "chợ đen" phát sinh ra nhiều tranh chấp, ví dụ như đối với quyền mua ưu tiên cổ phiếu phát hành mới. Cổ phiếu luân chuyển qua tay nhiều người, nhưng tên trong sổ cổ đông vẫn là tên chủ sở hữu ban đầu. Nếu không có thoả thuận trước mà những quyền lợi như thế này phát sinh, thì người sở hữu chứng khoán hiện thời sẽ thiệt hại không được hưởng quyền lợi đáng lẽ phải là của mình.

Thị trường chứng khoán là thị trường nhạy cảm chứa đựng nhiều yếu tố rủi ro. Trong 6 năm qua rất nhiều các văn bản pháp lý về chứng khoán và thị trường chứng khoán đã được sửa đổi hoặc ban hành mới cho phù hợp với sự phát triển của thị trường, đồng bộ với các văn bản pháp luật khác và phù hợp với xu thế hội nhập quốc tế. Tuy nhiên các văn bản pháp luật này mới chỉ dừng lại ở mức Nghị định nên tính pháp lý chưa cao, chưa điều chỉnh được toàn diện hoạt động của thị trường chứng khoán, cần phải có một văn bản pháp lý cao hơn để tạo cơ sở pháp lý cho thị trường chứng khoán phát triển. Chính vì vậy, Quốc hội đã gấp rút xây dựng và sớm đưa Luật Chứng khoán vào áp dụng. Dù muộn nhưng sự ra đời của Luật chứng khoán vẫn là sự kiện quan trọng đánh dấu bước phát triển của thị trường chứng

khoán Việt Nam. Nội dung cơ bản của Luật Chứng khoán là hướng đến xây dựng một môi trường pháp lý rõ ràng, minh bạch và hiện đại làm cơ sở vững chắc cho mọi hoạt động của thị trường chứng khoán trong đặc thù hiện tại của Việt Nam và định hướng tới những chuẩn mực quốc tế cũng như để bảo đảm quyền lợi cho người đầu tư ngay từ khi họ tham gia vào thị trường chứng khoán. Luật chứng khoán với những quy định chi tiết, cụ thể, có tính bao trùm và phù hợp với việc hội nhập trong thời gian tới sẽ tạo nền tảng vững chắc cho thị trường chứng khoán phát triển nhanh, ổn định và hiệu quả.

Bao trùm và xuyên suốt những nội dung của Luật Chứng khoán nổi bật lên những tư tưởng lớn như sau:

Thứ nhất: Luật Chứng khoán tạo lập khuôn khổ pháp lý cao cho hoạt động của thị trường chứng khoán, loại bỏ những mâu thuẫn, xung đột với các văn bản pháp luật khác có liên quan nhằm hoàn thiện mô hình hoạt động của thị trường và thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển.

Luật Chứng khoán sẽ có phạm vi điều chỉnh rộng hơn cả về thị trường phát hành cũng như thị trường giao dịch, đồng thời điều chỉnh hoạt động của các thành viên thị trường nhằm tạo ra một khuôn khổ pháp lý đầy đủ, đồng bộ, tạo điều kiện cho thị trường phát triển nhanh và ổn định, bảo vệ lợi ích hợp pháp của các tổ chức, cá nhân khi tham gia kinh doanh, đầu tư vào thị trường chứng khoán.

Luật Chứng khoán đã mở rộng phạm vi điều chỉnh hoạt động của thị trường, bao gồm thị trường chứng khoán tập trung và thị trường chứng khoán phi tập trung. Hiện nay có một số lượng rất lớn chứng khoán được giao dịch tự do. Cộng thêm, do nhu cầu giao dịch chứng khoán trong công chúng khá lớn nên đã xuất hiện “thị trường tự phát” giao dịch các chứng khoán chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết. Thị trường này sẽ gây nên những hậu quả nghiêm trọng cho thị trường tập trung nếu không được quản lý và kiểm soát chặt chẽ. Vì vậy, việc ban hành các văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động giao dịch của các loại chứng khoán này sẽ tạo điều kiện phát triển thị trường giao dịch chứng khoán có tổ chức đồng thời thu hẹp thị trường tự do, nâng cao tính thống nhất và đảm

bảo nguyên tắc cơ bản của thị trường chứng khoán. Hơn nữa, việc phát triển và luật hoá các hoạt động trên thị trường OTC còn giúp Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phát hiện ra các cổ phiếu có chất lượng cao để đưa lên niêm yết trên thị trường chính thức

Thứ hai: Luật Chứng khoán sẽ tạo cơ sở pháp luật đầy đủ để tăng cường công tác quản lý thị trường nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và các tổ chức tham gia thị trường; tạo cơ sở pháp lý để giám sát, cưỡng chế thực thi, đảm bảo các doanh nghiệp tham gia trên thị trường phải công bố thông tin về các hoạt động một cách công khai, minh bạch, đầy đủ từ đó góp phần làm minh bạch hóa nền kinh tế.

Để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư, đồng thời để đảm bảo cho thị trường hoạt động công khai minh bạch, Luật Chứng khoán đã có những quy định cụ thể về nghĩa vụ báo cáo và công bố thông tin của công ty đại chúng. Các công ty đại chúng có nghĩa vụ phải thực hiện công bố thông tin đầy đủ, kịp thời, chính xác tới các cấp quản lý và công chúng đầu tư theo các loại hình như công bố thông tin định kỳ, công bố thông tin bất thường và công bố thông tin theo yêu cầu. Đồng thời, Luật Chứng khoán đã xác định rõ những nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán, xác định các hành vi bị cấm như gian lận và lừa đảo, giao dịch nội gián thao túng thị trường.

Thứ ba: Luật Chứng khoán được xây dựng phù hợp với luật pháp, thông lệ quốc tế nhằm tạo điều kiện cho thị trường chứng khoán Việt Nam có khả năng hội nhập với các thị trường vốn quốc tế và khu vực

Cùng với xu thế hội nhập của nền kinh tế đất nước, vấn đề hội nhập của thị trường chứng khoán cũng được đặt ra. Về khả năng phát triển thị trường và hội nhập thì Nghị định 144 quy định chưa được rõ ràng và chuẩn mực theo nguyên tắc thị trường, vì vậy sẽ có khó khăn khi thị trường phát triển ở trình độ cao và khi Việt Nam hội nhập với thị trường vốn quốc tế.

Khắc phục nhược điểm đó Luật Chứng khoán đã được xây dựng với những quy định mới để đáp ứng các yêu cầu về hội nhập quốc tế. Điều này được thể hiện ở điểm là Luật không có sự phân biệt đối xử giữa các nhà đầu tư là các tổ

chức, cá nhân trong nước và nước ngoài tham gia đầu tư và hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Chính phủ quy định cụ thể về thực hiện điều ước quốc tế phù hợp với lộ trình hội nhập và cam kết quốc tế.

Với những tư tưởng chủ đạo đó, Luật Chứng khoán là công cụ hữu hiệu phát triển các hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán, góp phần xây dựng một thị trường chứng khoán ổn định, hiệu quả và minh bạch tiến đến hội nhập với thị trường chứng khoán quốc tế.

Ngoài ra việc đồng bộ hoá Luật Chứng khoán với hệ thống các văn bản pháp luật liên quan cũng được tích cực thực hiện, như Luật các công cụ chuyển nhượng, Pháp lệnh Ngoại hối, Luật Đầu tư và Luật Doanh nghiệp vừa được Quốc hội thông qua đã tạo nên khung pháp lý khá đồng bộ về hoạt động của doanh nghiệp, về đầu tư và các công cụ tài chính – tiền tệ, quyền lợi của nhà đầu tư được bảo vệ, góp phần loại bỏ những cản trở và giảm thiểu chi phí đầu tư, đồng thời dần dần điều chỉnh hệ thống pháp luật phù hợp với thông lệ quốc tế.

Nhận thức được tầm quan trọng của hệ thống luật pháp đối với việc nâng cao hiệu quả hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, nhà nước ta đã sớm đưa Luật chứng khoán vào thực hiện. Luật chứng khoán ra đời góp phần điều chỉnh các hoạt động đầu tư đi vào quỹ đạo, tạo sự hấp dẫn của thị trường chứng khoán đối với nhà đầu tư, giúp khơi thông nguồn vốn đang nhàn rỗi, hút nguồn vốn từ các loại hình kinh doanh lợi nhuận thấp hơn đổ về thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, Luật chứng khoán vẫn cần được hoàn thiện thêm để ngày càng ưu việt hơn, sớm đưa thị trường chứng khoán Việt Nam hội nhập với thị trường chứng khoán quốc tế.

Thanh tra, giám sát các hoạt động trên thị trường chứng khoán

Hoạt động giám sát của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM tập trung vào 2 vấn đề chính: giám sát tuân thủ pháp luật và hoạt động giao dịch của các tổ chức, cá nhân tham gia giao dịch trên thị trường nhằm phát hiện các giao dịch nội gián, thao túng thị trường.

Đối với công tác giám sát tuân thủ pháp luật, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM chủ yếu tập trung phát hiện và ngăn chặn các nhà đầu tư mở nhiều tài khoản giao dịch, vi phạm chế độ công bố thông tin, vi phạm về hành vi vừa mua

vừa bán cùng một loại chứng khoán trong cùng một phiên giao dịch, vi phạm giao dịch của cổ đông lớn, chủ chốt... Tình hình vi phạm pháp luật ngày càng gia tăng với mức độ ngày càng nghiêm trọng hơn, chỉ trong 6 tháng đầu năm 2006 Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM đã phát hiện 12 trường hợp (tăng 4 trường hợp so với cả năm 2005) thành viên chủ chốt của tổ chức niêm yết và những người có liên quan giao dịch cổ phiếu nội bộ, vi phạm điều 34 Nghị định 144/2003/NĐ-CP của Chính phủ.

Những tháng đầu năm 2006 giá cổ phiếu có nhiều biến động và nhiều cổ phiếu mới được đưa lên niêm yết trên thị trường chứng khoán nên số trường hợp vi phạm gia tăng, phát hiện 43 trường hợp, chủ yếu là các vi phạm giao dịch vừa mua vừa bán một loại cổ phiếu trong cùng một ngày giao dịch, vi phạm khoản III.13.1 thông tư số 58/2004/TT-BTC của Bộ Tài chính, trong khi cả năm 2005 chỉ có 38 trường hợp. Ngoài ra còn phát hiện 803 trường hợp nhà đầu tư mở cùng lúc nhiều tài khoản giao dịch (www.vneconomy.com, 05/09/2006), vi phạm quy định về mở tài khoản: “Nhà đầu tư chỉ được phép mở 1 tài khoản tại 1 công ty chứng khoán”.

Đối với công tác giám sát hoạt động giao dịch, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM chủ yếu tập trung vào giám sát các giao dịch thao túng thị trường và giao dịch nội gián. Các tài khoản đặt lệnh với khối lượng lớn, có biểu hiện lôi kéo giá, ảnh hưởng đến tình hình giao dịch trên thị trường được Trung tâm Giao dịch Chứng khoán theo dõi thường xuyên, nếu phát hiện những chứng khoán có biến động bất thường, Trung tâm sẽ báo cáo ngay lập tức các trường hợp giao dịch nghi ngờ đó cho Thanh tra Ủy ban Chứng khoán Nhà Nước để tiếp tục theo dõi và có biện pháp xử lý thích hợp, nhưng không có trường hợp nào được công khai thông tin cho nhà đầu tư biết về cá nhân, tổ chức và về nội dung vi phạm, mức độ xử lý vi phạm..

Hiện nay, tình trạng công ty chứng khoán thành viên vi phạm chế độ báo cáo khá nhiều, chủ yếu là vi phạm nộp báo cáo chậm trễ và số liệu về tình hình giao dịch của thành viên không chính xác. Còn sai phạm phổ biến của các công ty niêm yết là công bố thông tin chậm, đặc biệt là đối với các thông tin giao dịch nội bộ hoặc giao dịch của các cổ đông lớn. Theo quy định hiện hành về chứng khoán và thị

trường chứng khoán của Chính phủ, khi công bố các thông tin bất thường, phải công bố trên các phương tiện công bố thông tin của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán trong thời gian quy định kể từ khi xảy ra sự kiện và nội dung thông tin được công bố phải nêu rõ sự kiện xảy ra, nguyên nhân, kế hoạch và các giải pháp khắc phục. Tuy nhiên việc chủ động công bố những thông tin bất thường ra thị trường vẫn chưa được các công ty niêm yết chấp hành tốt, khi báo chí đăng thông tin chính thức lên báo, công ty mới giải trình hay giải thích thông tin bất thường. Điều này, làm cho những nhà đầu tư cá nhân, ít vốn bị thiệt thòi.

Những hạn chế trong công tác thanh tra, giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán được phản ánh qua ý kiến đánh giá của các nhà đầu tư. Đa số các nhà đầu tư cho rằng hoạt động thanh tra, giám sát hoạt động ảnh hưởng lớn đến thu nhập của họ.

Bảng 2.6: Nhà đầu tư đánh giá hoạt động thanh tra, giám sát, cường chế thực thi

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	Số lượng	tỷ lệ	Số lượng	tỷ lệ	số lượng	Tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	Tỷ lệ
Hoạt động giám sát, cường chế thực thi(+)	9	5%	24	13%	43	24%	51	29%	38	22%	13	7%
Trung bình rủi ro = 3,7												

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

Chất lượng hoạt động thanh tra, giám sát chưa cao được xem như là yếu tố gây rủi ro cho nhà đầu tư. Có 29% nhà đầu tư được phỏng vấn cho rằng hoạt động thanh tra, giám sát thị trường chặt chẽ và hiệu quả, 29% nhà đầu tư cho rằng chất lượng hoạt động này chỉ ở mức khá. Số nhà đầu tư còn lại thì đánh giá hoạt động này chưa đáp ứng được yêu cầu của họ, cần phải tăng cường hơn nữa công tác thanh tra, giám sát thị trường để yếu tố này trở thành tác nhân thu hút nhà đầu tư đến với thị trường chứng khoán.

Mặc dù ban thanh tra của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã nỗ lực trong công tác thanh tra và giám sát các hoạt động trên thị trường chứng khoán nhưng khả năng phát hiện, theo dõi và xử lý những hành vi vi phạm hiện nay còn rất hạn chế, nguyên nhân là do

- Thứ nhất, quy mô thị trường chứng khoán chưa đủ lớn để áp dụng tiêu chí giám sát theo tiêu chuẩn quốc tế.
- Thứ hai, hệ thống công nghệ tin học hiện nay trên thị trường chứng khoán chưa phát triển, không đáp ứng được yêu cầu giám sát thị trường
- Thứ ba, phương thức chuyển và tiếp nhận thông tin hiện nay còn nặng tính thủ công, chủ yếu sử dụng đường fax và bưu điện, chưa thiết lập mạng thông tin giữa tổ chức niêm yết và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán nên hoạt động công bố thông tin còn nhiều hạn chế. Việc xử lý dữ liệu vẫn còn nhiều khâu thực hiện thủ công nên tốn nhiều thời gian, công sức mà độ chính xác không đảm bảo.
- Thứ tư là trình độ nhân sự phụ trách mảng giám sát còn hạn chế.

Để nâng cao chất lượng giám sát, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước nên sớm áp dụng hệ thống giao dịch mới, trong đó sẽ sử dụng giám sát điện tử, đồng thời Ủy ban Chứng khoán Nhà nước ban hành quy trình giám sát, tiêu chí giám sát theo hệ thống công nghệ tiên tiến. Song song với việc áp dụng công nghệ hiện đại vào hoạt động giám sát thì cũng phải nâng cao chất lượng nhân sự. Hơn nữa, cần nghiêm khắc hơn trong việc xử lý những vi phạm được nêu ở trên, hiện nay nhiều trường hợp xử lý hành vi vi phạm chỉ dừng lại ở chế độ nhắc nhở mà chưa áp dụng biện pháp chế tài mạnh mẽ nên vi phạm vẫn tiếp diễn và ngày càng gia tăng với mức độ nghiêm trọng hơn, đặc biệt là vi phạm mở nhiều tài khoản, vừa mua vừa bán cùng một loại chứng khoán trong cùng một phiên giao dịch và các vi phạm này phải được công khai một cách đầy đủ trên các phương tiện thông tin đại chúng và trên các phương tiện công bố thông tin của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán.

Mức độ am hiểu về đầu tư chứng khoán của nhà đầu tư

Chiến lược phát triển nhà đầu tư cần được bắt đầu từ những giải pháp nền tảng như phổ cập kiến thức chứng khoán và thị trường chứng khoán cho công chúng. Tại các nước có nền kinh tế phát triển thị trường chứng khoán hiện hữu trong tất cả mọi mặt của đời sống, kiến thức về thị trường chứng khoán, kiến thức

về kinh doanh được đưa ra phổ cập, giảng dạy ngay từ bậc học phổ thông. Còn ở Việt Nam, hiện có khoảng 50 trường đại học, cao đẳng, học viện có dạy môn chứng khoán, tuy nhiên giáo trình môn chứng khoán còn sơ sài, chưa được chú trọng nhiều.

Hầu như tất cả phóng viên kinh tế của các báo, đài, tạp chí... chưa được đào tạo về chứng khoán một cách bài bản, nên nội dung đưa tin về thị trường chứng khoán còn sơ sài, chất lượng chưa cao, chưa có những phân tích chuyên nghiệp về các hoạt động của thị trường nên không tạo sự quan tâm nhiều của công chúng. Các doanh nghiệp đã cổ phần hoá còn xa lạ với kiến thức chứng khoán, còn người lao động trong doanh nghiệp chưa có điều kiện để tiếp cận với các lớp học về chứng khoán.

Mức độ am hiểu về chứng khoán và thị trường chứng khoán của nhà đầu tư theo kết quả của cuộc điều tra khảo sát chỉ ở mức trung bình, trong khi mẫu điều tra gồm đa số những người có trình độ học vấn cao trong xã hội. Điều này cho thấy mặt bằng kiến thức về đầu tư chứng khoán của người dân chưa cao. Có 49% nhà đầu tư hiểu biết về đầu tư chứng khoán ở mức trung bình và thấp, 28% là khá. Con số tương đối nhỏ 23% nhà đầu tư còn lại có mức độ am hiểu về đầu tư chứng khoán cao. Như vậy phần lớn nhà đầu tư chưa được đào tạo một cách có bài bản về luật chơi trên thị trường chứng khoán.

Bảng 2.7: Nhà đầu tư đánh giá mức độ am hiểu về đầu tư chứng khoán.

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	Số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	Số lượng	tỷ lệ	số lượng	Tỷ lệ
Am hiểu đầu tư chứng khoán (+)	9	5%	27	15%	52	29%	50	28%	22	13%	18	10%
Trung bình rủi ro = 3,58												

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

Muốn công chúng hiểu rõ thị trường chứng khoán, cũng như đưa loại hình kinh doanh chứng khoán trở thành loại hình kinh doanh phổ biến và hấp dẫn đối với đại đa số người dân, thì phải có những cách làm thật cụ thể cho việc phổ cập kiến

thức đầu tư trong dân chúng. Hiện nay việc đào tạo chứng khoán bài bản chỉ mới có một trung tâm đào tạo của Ủy ban Chứng khoán nhà nước, cần xác định việc đào tạo không chỉ là công việc của Bộ Tài Chính, Ủy ban Chứng khoán nhà nước mà phải là công việc của Chính phủ, các Bộ, ngành, địa phương, các trường, của doanh nghiệp.... Để tăng mức độ hiểu biết của công chúng đối với chứng khoán và thị trường chứng khoán thì không những phải tổ chức các khoá đào tạo chứng khoán đơn thuần mà còn phải phổ cập kiến thức qua các kênh truyền thông (báo chí, phát thanh, truyền hình, internet...), có như vậy thị trường chứng khoán mới không còn xa lạ đối với công chúng, chứng khoán phải trở thành một loại hàng hoá bình thường như các mặt hàng mà người dân tiêu dùng hàng ngày.

Có nhiều cách phổ cập kiến thức về chứng khoán thông qua các kênh truyền thông, cụ thể như các chuyên mục hàng ngày trên những tờ báo, tạp chí có số lượng độc giả lớn (không chỉ là những tờ báo chuyên ngành), chương trình thường niên trên truyền hình (hàng ngày, hàng tuần) cung cấp những thông tin về thị trường chứng khoán có sự tham gia của các chuyên gia chuyên ngành các công ty chứng khoán. Tuy nhiên kiến thức về chứng khoán đăng tải trên các kênh này cần được đơn giản hoá để đại đa số người dân có thể hiểu được chúng

Thị trường chứng khoán có mức sinh lợi cao cũng giống như hoa có mật ngọt, để khuyếch tán mùi hương quyến rũ các nhà đầu tư thì phải tổ chức các khoá đào tạo, các buổi nói chuyện chuyên đề, đăng tải thông tin trên các phương tiện truyền thông..., như vậy các nhà đầu tư mới biết đến lĩnh vực kinh doanh hấp dẫn này.

Những rủi ro khác của nhà đầu tư

Hầu như các nhà đầu tư không chuyên nghiệp đều xem rủi ro như định mệnh do những thay đổi không dự đoán trước được trong giá chứng khoán, chính sách của nhà nước, biến động bất ngờ của thị trường và hàng loạt các biến số khác. Rõ ràng không có hoạt động kinh tế nào là không có khả năng xảy ra rủi ro và lợi tức chính là thù lao cho sự chấp nhận rủi ro đó. Chấp nhận rủi ro không có nghĩa là đầu hàng mà phải chinh phục nó. Ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển, những thông tin cơ bản về các chính sách của nhà nước, các chỉ số kinh tế quan trọng được công bố rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng. Đây là cơ sở quan trọng để nhà đầu tư xem xét, đánh giá nên ưu tiên đầu tư vào ngành nào? công

ty nào? Các thông tin được công bố còn là cơ sở cho các nhà đầu tư đánh giá sự biến động của giá cổ phiếu cũng như mức độ rủi ro của chúng đối với thị trường để ra quyết định đầu tư một cách đúng đắn.

Thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường mới nổi, mặc dù có cơ hội đầu tư rất lớn, nhưng cũng ẩn chứa không ít rủi ro. Ngoài các rủi ro lớn ở trên nhà đầu tư còn gặp các rủi ro sau:

- Một là rủi ro về mặt chính sách. Rủi ro này là không thể tránh khỏi đối với tất cả các thị trường chứng khoán mới nổi. Bởi chính sách của nhà nước hướng đến mục tiêu là ổn định thị trường nên khi thị trường có những dấu hiệu bất ổn thì nhà nước sẽ sử dụng các công cụ của mình để điều tiết. Một ví dụ điển hình trước đây là: khi chỉ số cổ phiếu tăng lên đến 570 điểm thì Ủy ban quản lý chứng khoán ra chính sách giữ tỷ lệ cổ phiếu, hạn chế đầu tư nước ngoài. Khi chỉ số chứng khoán giảm mạnh xuống còn 130 điểm thì Ủy ban này lại ra chính sách mở rộng khuyến khích đầu tư nước ngoài khiến cho chỉ số cổ phiếu đàn hồi trở lại con số 280 điểm.

Theo kết quả điều tra đa số các nhà đầu tư bàng quang với rủi ro này, có thể là do yếu tố này mang tính vĩ mô cao mà nhà đầu tư lại chủ yếu dựa vào phân tích kỹ thuật hơn là phân tích cơ bản, và cũng có thể là nhà đầu tư tin tưởng vào chính sách khuyến khích đầu tư của nhà nước, đó là 2 lý do giải thích tại sao có 85% nhà đầu tư đánh giá là rủi ro này thấp và trung bình, trong khi không có nhà đầu tư nào cho rằng rủi ro này rất cao.

Bảng 2.8: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro về chính sách

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	số lượng	tỷ lệ	Số lượng	tỷ lệ	Số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ
Rủi ro về chính sách (+)	22	12%	63	35%	67	38%	20	11%	6	4%	0	0%
Trung bình rủi ro = 2,58												

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

- Hai là rủi ro về lãi suất: với các trang báo tài chính, tin tăng, giảm lãi suất luôn luôn là tin quan trọng nhất, bởi ảnh hưởng sâu và rộng của nó đối với toàn bộ các thị trường nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Lãi suất và giá chứng khoán có quan hệ tỷ lệ nghịch, khi ngân hàng trung ương tăng lãi suất thì sẽ làm cho giá trái phiếu giảm. Ví dụ như: hôm qua nhà đầu tư mua 100 đồng trái phiếu nhà nước với lãi suất cố định là 11% mỗi năm, nếu lãi suất chung tăng, có nghĩa là để có lợi nhuận 11 đồng vào năm sau, họ chỉ cần bỏ ra ít hơn 100 đồng để mua trái phiếu. Vì vậy, nếu có thị trường mua bán trái phiếu nhà nước, giá trái phiếu sẽ giảm. Thế nhưng trong thực tế nếu nhiều chuyên gia kinh tế dự báo ngân hàng trung ương sẽ tăng lãi suất trong thời gian tới thì giá trái phiếu sẽ sụt giảm trước khi có quyết định tăng lãi suất thật sự.

Đối với cổ phiếu cũng vậy, dù cơ chế hoạt động phức tạp hơn nhưng khi lãi suất tăng sẽ rất có khả năng làm giảm giá các loại cổ phiếu trên thị trường. Người mua cổ phiếu của công ty mới niêm yết thường mong đợi vào giá cổ phiếu sẽ tăng trên thị trường chứng khoán nhiều hơn là cổ tức. Giả sử một người mua cổ phiếu có cổ tức 4% và giá trị cổ phiếu tăng 10% sau một năm. Cộng lại, người đó sẽ hưởng được 14% trên số tiền bỏ ra đầu tư mua cổ phiếu. Tuy nhiên, khi lãi suất tăng kéo theo lãi suất trái phiếu tăng chắc chắn người ta sẽ trông đợi lợi nhuận có được từ việc mua cổ phiếu sẽ phải cao hơn mức 14% để bù vào những rủi ro của cổ phiếu so với trái phiếu. Trước mắt giá cổ phiếu phải giảm để nâng mức lợi nhuận này.

Lãi suất không chỉ ảnh hưởng đến giá chứng khoán mà còn chi phối đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư. Ví dụ cụ thể là: nếu gửi tiền vào ngân hàng hưởng lãi suất 10%/năm và hoàn toàn yên tâm sang năm 100 đồng gửi hôm nay đương nhiên thành 110 đồng. Còn nếu nhà đầu tư quyết định dùng 100 đồng này đầu tư vào chuyện khác, có nghĩa là họ đã bỏ đi giá trị cơ hội mà nó có sẵn. Vì vậy, khi mua trái phiếu, cổ phiếu hay trực tiếp sản xuất, nhà đầu tư đều nghĩ đến một giá trị tăng thêm cho đồng tiền cao hơn giá trị cơ hội của nó - trong trường hợp này là 10%/năm.

Lãi suất là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến giá cả các loại chứng khoán, nên cũng ảnh hưởng đến lợi nhuận của nhà đầu tư. Vì thế chính sách lãi suất cũng là yếu tố tác động đến hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán. Việc tự do hoá lãi suất của Việt Nam đã tạo sự linh hoạt và kết nối thị trường vốn trong nước với ngoài nước. Lãi suất trong nước chịu ảnh hưởng của lãi suất trên thị trường quốc tế tạo thế cân bằng cho nguồn vốn trong và ngoài nước.

- Ba là rủi ro về tỷ giá hối đoái. Bên cạnh yếu tố lãi suất thì tỷ giá hối đoái cũng có vai trò không kém phần quan trọng trong thu hút vốn đầu tư. Khi tỷ giá diễn biến thuận lợi thì nguồn vốn đầu tư nước ngoài sẽ đổ vào Việt Nam thông qua nhiều kênh, trong đó có thị trường chứng khoán. Nếu tỷ giá tăng, đồng ngoại tệ sẽ tăng giá, đồng nội tệ giảm giá, lợi nhuận mà nhà đầu tư nước ngoài chuyển đổi thành ngoại tệ để chuyển về nước sẽ ít hơn làm giảm sự hấp dẫn của thị trường chứng khoán.

Hiện tại những điều luật liên quan đến việc quản lý ngoại hối của Việt Nam còn khá thô sơ, giao dịch ngoại hối về cơ bản dựa trên phương thức giao dịch bằng tiền mặt là chính. Các nhà đầu tư gặp rất nhiều khó khăn trong việc giao dịch, hơn nữa việc đổi tiền mặt rất dễ gây biến động về tỷ giá hối đoái, do đó khó có thể không chế rủi ro.

Ngân hàng Nhà nước vừa mới ban hành quy định về việc nới lỏng biên độ giao động của tỷ giá lên $\pm 0,5\%$ tạo sự linh hoạt, uyển chuyển hơn trong việc điều hành tỷ giá tiến đến hội nhập với thị trường ngoại hối quốc tế và giảm thiểu khả năng gây rủi ro cho nhà đầu tư nước ngoài.

- Bốn là rủi ro về lạm phát. Các nhà đầu tư hẳn không quên thời kỳ lạm phát phi mã, thời kỳ mà mức độ trượt giá chóng mặt, người dân mất hẳn niềm tin đối với đồng tiền Việt Nam nói riêng, cũng như đối với chính sách tiền tệ của nhà nước nói chung. Với nỗ lực bình ổn giá cả thị trường của nhà nước, người dân đã dần dần tin tưởng vào đồng tiền Việt Nam. Tuy nhiên, lạm phát vẫn là vấn đề làm nhà đầu tư lo ngại khi tham gia vào thị trường chứng khoán. Nếu lạm phát cao, đồng tiền bị mất giá nhanh, nhà đầu tư sẽ chuyển

hướng sang tích trữ các tài sản không bị mất giá khác, ngược lại khi thị trường bình ổn về giá cả thì nhà đầu tư sẽ yên tâm thực hiện các hoạt động đầu tư của mình.

Các công cụ tài chính tiền tệ quan trọng như lãi suất, tỷ giá hối đoái đóng vai trò quan trọng trong việc điều tiết nền kinh tế. Quan trọng bởi tầm ảnh hưởng của nó sâu và rộng, lan toả đến tất cả các thị trường đặc biệt là thị trường nhạy cảm như thị trường chứng khoán. Khi ngân hàng trung ương tăng giảm lãi suất tác động đến giá cả chứng khoán thì lập tức gây ra sự phản ứng từ phía các nhà đầu tư qua việc mua hay bán chứng khoán. Hay như khi chính sách điều hành tỷ giá hối đoái thay đổi với biên độ tỷ giá được nới lỏng tiến đến hội nhập với thị trường ngoại hối thế giới thì sẽ thu hút các nhà đầu tư nước ngoài đến với thị trường chứng khoán Việt Nam. Bình ổn giá cả cũng là biện pháp nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư, nếu lạm phát cao thì nhà đầu tư sẽ tìm đến loại hình tích trữ tiền khác như vàng, bất động sản... Tất cả các biến số kinh tế quan trọng ở trên tác động không nhỏ đến hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, vì vậy việc điều hành chính sách tài chính – tiền tệ phải thận trọng, xem xét kỹ mức độ ảnh hưởng của nó trước khi ban hành.

- Năm là, rủi ro về tài chính, cho dù Ủy ban Chứng khoán Nhà nước sẽ trừng phạt nghiêm khắc đối với các công ty công khai tình hình tài chính giả, nhưng vấn đề đó vẫn không phải là hiếm thấy trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay. Về mặt tài chính các nhà đầu tư cho rằng rủi ro ẩn chứa rất cao, 81% nhà đầu tư không tin tưởng vào hệ thống kế toán, kiểm toán của doanh nghiệp vì có nhiều trường hợp báo cáo không phản ánh trung thực tình hình thực tế của công ty, chỉ có 5% nhà đầu tư cho rằng rủi ro này thấp và rất thấp. Ngay bây giờ để xây dựng lòng tin của nhà đầu tư thì phải trừng phạt nghiêm khắc đối với các vi phạm trong lĩnh vực kế toán, kiểm toán.

Bảng 2.9: Nhà đầu tư đánh giá rủi ro về kế toán, kiểm toán

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	Tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ
Rủi ro về kế toán, kiểm toán	3	2%	5	3%	25	14%	57	32%	63	35%	25	14%
Trung bình rủi ro = 4,39												

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

- Sáu là, rủi ro về ngành nghề. Hiện Việt Nam đang trong tiến trình gia nhập WTO, đầu tư vào ngành nghề nào để có lợi, ngược lại ngành nghề nào sẽ bị thua lỗ, điều đó chưa thể xác định được.

Ở bất kỳ thị trường nào cũng đều tiềm ẩn các rủi ro, khi bỏ vốn vào kinh doanh thì nhà đầu tư buộc phải chấp nhận rủi ro nhưng mức độ chấp nhận rủi ro của mỗi nhà đầu tư là khác nhau, có người mạo hiểm muốn thu được lợi nhuận cao thì chấp nhận mức rủi ro cao, có người không thích mạo hiểm bằng lòng với lợi nhuận vừa phải thì chỉ chấp nhận mức rủi ro thấp. Thị trường chứng khoán là một thị trường nhạy cảm, các rủi ro trên có thể xảy ra bất kỳ lúc nào gây thiệt hại cho nhà đầu tư. Chính vì thế cần thiết phải có bàn tay điều tiết của nhà nước để hạn chế và kìm hãm các rủi ro trên nhằm tạo ra một thị trường chứng khoán hoạt động ổn định và minh bạch.

Kết luận chương 2

Có rất nhiều yếu tố chi phối hoạt động đầu tư chứng khoán, nhưng tựu trung lại có hai yếu tố cơ bản nhất mà nhà đầu tư quan tâm khi tham gia đầu tư trên thị trường là mức sinh lợi và rủi ro của vốn đầu tư. Bởi bất kỳ nhà đầu tư nào đều mong muốn tối đa hoá lợi nhuận của mình, lĩnh vực kinh doanh nào sinh lợi cao thì hoạt

động đầu tư sẽ sôi nổi. Như vậy, tỷ suất sinh lợi là yếu tố tiên quyết chi phối hoạt động của nhà đầu tư. Bản thân tỷ suất sinh lợi mà nhà đầu tư kỳ vọng không chỉ phụ thuộc vào các yếu tố bên trong như: kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, chiến lược phát triển... mà còn phụ thuộc bởi các yếu tố bên ngoài như: hệ thống luật pháp, tính minh bạch của thị trường, các yếu tố vĩ mô khác: lãi suất, tỷ giá hối đoái, lạm phát, chính sách khuyến khích đầu tư...

Bên cạnh yếu tố lợi nhuận nhà đầu tư còn quan tâm đến yếu tố rủi ro có thể xảy ra cho nguồn vốn đầu tư của mình, rủi ro cao sẽ làm giảm sự ham muốn đầu tư. Bất kỳ thị trường nào cũng có rủi ro và bất kỳ hoạt động nào mang lại lợi nhuận cũng đều tiềm ẩn rủi ro, mà nhà đầu tư luôn mong muốn rủi ro được giới hạn ở mức có thể chấp nhận được. Thị trường chứng khoán Việt Nam là thị trường mới nổi nên chắc chắn rằng sẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro lớn. Để hạn chế rủi ro cho các nhà đầu tư, các cơ quan quản lý ngay từ bây giờ cần phải xây dựng và thực hiện các biện pháp nhằm minh bạch hóa thị trường, nâng cao hiệu quả quản trị của doanh nghiệp.

Lực hút nhà đầu tư đến với thị trường mạnh hay yếu phụ thuộc chủ yếu vào hai yếu tố tỷ suất sinh lợi và rủi ro. Khả năng sinh lợi của đầu tư chứng khoán được các nhà đầu tư đánh giá rất cao. Tuy nhiên bên cạnh mặt tích cực đó, thị trường cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro làm nhà đầu tư e ngại, cộng thêm hệ số ngại rủi ro của các nhà đầu tư Việt Nam cao so với các thị trường chứng khoán khác trên thế giới. Vì vậy nên dòng vốn đầu tư gián tiếp chưa được khai thác xứng với tiềm năng phát triển của thị trường.

Để tìm mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận và rủi ro, chúng tôi đã thực hiện một cuộc khảo sát lấy ý kiến của nhà đầu tư. Theo lý thuyết thì quan hệ này là quan hệ tỷ lệ thuận, nghĩa là lợi nhuận càng cao thì khả năng xảy ra rủi ro càng lớn và ngược lại. Nhưng chỉ có khảo sát thực tế mới biết quan hệ tỷ lệ thuận này cao hay thấp, để có được một đơn vị tăng tỷ suất sinh lợi nhà đầu tư đồng ý chấp nhận với một mức gia tăng rủi ro là bao nhiêu, sự đánh đổi này phụ thuộc nhiều yếu tố, tuy nhiên với giới hạn nghiên cứu của đề tài và số liệu thu thập được chúng tôi chỉ đề cập đến các yếu tố cơ bản.

Chương 3: Thảo luận kết quả và đề ra giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán

3.1 Kết quả hồi quy và phân tích mô hình

Giả thiết các nhà đầu tư đều duy lý, họ ra quyết định đầu tư dựa trên hai yếu tố căn bản là lợi nhuận và rủi ro. Dựa trên giả thiết này, chúng tôi đã chắt lọc những thông tin cần thiết để phân tích hoạt động của nhà đầu tư từ cuộc điều tra và phỏng vấn do Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán thực hiện năm 2006.

Việc chọn đối tượng điều tra là ngẫu nhiên, thu được số kết quả trả lời có giá trị là 178, trong đó nam giới là 157 người chiếm 88,2% và nữ giới là 21 người chiếm 11,8%. Độ tuổi của người được phỏng vấn rải từ dưới 25 tuổi đến trên 61 tuổi theo tỷ lệ sau:

Bảng 3.1: Điều tra độ tuổi của nhà đầu tư

Độ tuổi	Số người	Tỷ lệ
Dưới 25 tuổi	41	23,03%
Từ 25 – 44 tuổi	98	55,06%
Từ 45 – 60 tuổi	29	16,29%
Trên 60 tuổi	10	5,62%
Tổng cộng	178	100%

Nguồn: số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

Phần lớn nhà đầu tư ở độ tuổi dưới 44 tuổi (gồm 139 người chiếm 78,09%), đây là độ tuổi trẻ, nhạy bén, năng động, thích hợp với lĩnh vực đầu tư và kinh doanh chứng khoán, trong đó số người có độ tuổi từ 25 đến 44 tuổi chiếm 70,5% (98/139 người) là những nhà đầu tư ở độ tuổi đang làm việc, có sự chín chắn, quyết đoán và

đặc biệt quan trọng là năng lực về tài chính cao, còn những nhà đầu tư dưới 25 tuổi (chiếm 29,5%) là những người trẻ tuổi, ưa thích lĩnh vực kinh doanh mới nhiều lợi nhuận và chấp nhận rủi ro, đây sẽ là lực lượng các nhà đầu tư chuyên nghiệp trong tương lai. Độ tuổi từ 45 tuổi trở lên gồm 39 người chiếm 21,91%, độ tuổi này có tâm lý ngại rủi ro trong một môi trường kinh doanh mới, họ ưa thích sự chắc chắn và ổn định.

Về trình độ học vấn của nhà đầu tư, số lượng nhà đầu tư có trình độ đại học trở lên là 136 người chiếm 76,40% (hơn $\frac{3}{4}$ số người được phỏng vấn). Trình độ cao đẳng có 28 người chiếm 15,73%, còn lại là những người có trình độ dưới cao đẳng chiếm 7,87%. Như vậy, mẫu điều tra này cho thấy đa số các nhà đầu tư là những người có trình độ cao.

Số nhà đầu tư có trình độ cao được phỏng vấn chiếm tỷ lệ lớn trong mẫu nhưng số nhà đầu tư tham gia các lớp đào tạo về đầu tư chứng khoán lại chiếm tỷ lệ khá thấp so với các nhà đầu tư chưa tham gia bất kỳ một khóa đào tạo chuyên ngành nào về đầu tư chứng khoán. Theo kết quả điều tra chỉ có 36,01% nhà đầu tư có học qua các lớp đào tạo về chứng khoán và thị trường chứng khoán, còn lại 63,99% (gần $\frac{2}{3}$) nhà đầu tư chưa tham dự các khóa đào tạo này. Điều này cho thấy các nhà đầu tư Việt Nam tham gia các hoạt động trên thị trường chứng khoán nhưng chưa trang bị cho mình các kiến thức chuyên ngành về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Chính các lỗ trống kiến thức của các nhà đầu tư đã góp phần tạo nên sự bất ổn cho thị trường, họ ra quyết định đầu tư không dựa trên các phân tích kỹ thuật cũng như phân tích cơ bản mà chủ yếu nhìn vào động thái của các nhà đầu tư lớn. Tâm lý chưa được vững vàng và hiệu ứng bầy đàn của các nhà đầu tư Việt Nam đã tạo nên cơn sốt giá cổ phiếu trong năm 2006.

Đa số các nhà đầu tư chứng khoán hướng đến mục tiêu lợi nhuận (gồm cổ tức và chênh lệch giá), chiếm 76,2%; có 39,84% muốn trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp và 6,75% muốn trở thành người điều hành công ty. Qua kết quả điều tra ở trên có thể nhận xét rằng lợi nhuận là mục tiêu chủ yếu của đại đa số các nhà đầu tư. Chỉ số VN Index tăng từ 305,28 điểm ngày 03/01/2006 lên đến 751,77 điểm ngày 29/12/2006, nghĩa là sau 1 năm nhà đầu tư sẽ thu được 1,5 đồng lợi nhuận trên 1

đồng vốn, tỷ suất lợi nhuận rất cao so với các lĩnh vực đầu tư khác, ngoài ra nếu nhà đầu tư mua bán cổ phiếu đúng thời điểm thì lợi nhuận không dừng lại ở con số này mà còn có thể cao hơn rất nhiều. Chính vì lý do đó mà ngày càng nhiều nhà đầu tư tham gia vào thị trường vì mục tiêu lợi nhuận trong khi đó ít nhà đầu tư muốn trở thành người điều hành công ty.

Theo kết quả khảo sát, thua lỗ là điều mà nhà đầu tư quan tâm nhất chiếm 89,62%. Số nhà đầu tư dài hạn chỉ chiếm 10,23%. Loại hình đầu tư cổ phiếu được ưa thích nhất chiếm 77,59% người tham gia, kế đến là quỹ tương hỗ chiếm 15,23%, còn lại là trái phiếu và các giấy tờ có giá khác. Đa số thời gian sở hữu chứng khoán của các nhà đầu tư đều ít hơn 3 năm, chiếm 80,19%. Như vậy, nhận xét chung kết quả điều tra là các nhà đầu tư Việt Nam đều đầu tư ngắn hạn mà chủ yếu là đầu cơ hưởng chênh lệch giá nhưng không có gì bảo đảm rằng với sự thiếu hiểu biết về chứng khoán và thị trường chứng khoán, đầu tư theo hiệu ứng bầy đàn cộng thêm tầm nhìn ngắn hạn thì nhà đầu tư Việt Nam có thể đạt được mục tiêu lợi nhuận như họ kỳ vọng.

Sau khi xem xét mẫu điều tra và lọc ra được 178 phiếu có giá trị và hợp lý, chúng tôi sử dụng phần mềm Eviews để ước lượng, thu được phương trình hồi quy sau:

Bảng 3.2: Mô hình hồi quy đầy đủ 12 biến độc lập (mô hình 1)

Dependent Variable: SINHLOI

Method: Least Squares

Date: 12/17/06 Time: 12:13

Sample: 1 178

Included observations: 178

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.672524	0.312236	-5.356595	0.0000
CHATLUONG	0.126709	0.046568	2.720928	0.0072

CHINHSACH	0.038656	0.047586	0.812342	0.4178
CHINHTRI	-0.018359	0.041945	-0.437685	0.6622
DICHVU	0.104035	0.046090	2.257203	0.0253
GIAMSAT	0.200462	0.040275	4.977378	0.0000
KETOAN	0.114631	0.041585	2.756532	0.0065
PHAPLUAT	0.155308	0.043885	3.538987	0.0005
QUOCTE	0.054937	0.035944	1.528391	0.1283
THANHKHOAN	0.227572	0.042588	5.343509	0.0000
THIGIA	0.169558	0.036395	4.658813	0.0000
THONGTIN	0.207697	0.048786	4.257306	0.0000
TRINHDO	0.167069	0.040183	4.157745	0.0001
<hr/>				
R-squared	0.792681	Mean dependent var	4.235955	
Adjusted R-squared	0.777603	S.D. dependent var	1.202845	
S.E. of regression	0.567249	Akaike info criterion	1.774192	
Sum squared resid	53.09226	Schwarz criterion	2.006569	
Log likelihood	-144.9031	F-statistic	52.57297	
Durbin-Watson stat	1.551320	Prob(F-statistic)	0.000000	

Nguồn: ước tính số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

Với độ tin cậy 5% thì 3 biến độc lập: rủi ro chính sách, rủi ro chính trị và rủi ro do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế không có ý nghĩa thống kê, tiến hành kiểm định giả thiết sự có mặt của ba biến này là không cần thiết (xem Phụ lục 9).

Vì sao 3 biến rủi ro này không có ý nghĩa thống kê? Môi trường chính trị của Việt Nam được giới đầu tư đánh giá là tốt, không có khủng bố, không có đảo chính, không có bạo động, và ít xảy ra các cuộc đình công. Chính sự ổn định về chính trị đã tạo nên lòng tin cho giới đầu tư khi đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam, và có 51% nhà đầu tư được phỏng vấn cho rằng rủi ro chính trị ở Việt Nam là

thấp và rất thấp, có 34% cho rằng rủi ro này ở mức trung bình. Có thể nhận xét rằng các nhà đầu tư chứng khoán gần như bàng quang với rủi ro về chính trị.

Các chính sách khuyến khích đầu tư của Việt Nam hiện nay đang hướng đến hình thức đầu tư gián tiếp này. Gia tăng thu hút vốn qua kênh thị trường chứng khoán sẽ làm giảm bớt gánh nặng cho ngân hàng, đồng thời giảm bớt sự liên kết mật thiết của tam giác Chính Phủ – Ngân Hàng – Doanh Nghiệp, góp phần làm trong sạch thị trường tài chính – tiền tệ. Vì vậy trong tương lai các chính sách khuyến khích đầu tư về cơ bản sẽ không có sự thay đổi lớn, nên biến rủi ro chính sách ít ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của chứng khoán. Hơn nữa, sự kiện Việt Nam chính thức được công nhận là thành viên thứ 150 của Tổ chức Thương mại Thế giới WTO và tổ chức thành công Hội nghị APEC lần thứ 14 đã nâng cao vị thế của Việt Nam trên trường quốc tế góp phần củng cố thêm lòng tin của giới đầu tư vào chính sách phát triển của Việt Nam.

Hiện nay thị trường chứng khoán Việt Nam chưa kết nối với thị trường chứng khoán quốc tế nên khả năng những biến động của thị trường chứng khoán quốc tế ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Việt Nam rất thấp. Chính vì vậy các nhà đầu tư ít quan tâm đến rủi ro này. Nhưng trong tương lai khi thị trường chứng khoán Việt Nam hội nhập với thị trường chứng khoán quốc tế thì rủi ro này là một biến số quan trọng tác động đến khả năng sinh lợi của chứng khoán.

Loại bỏ ba biến này ra khỏi mô hình và hồi quy theo mô hình mới, chúng tôi thu được kết quả sau:

Bảng 3.3: Mô hình hồi quy sau khi đã loại bỏ ba biến rủi ro chính trị, rủi ro chính sách và rủi ro do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế (mô hình 2)

Dependent Variable: SINHLOI

Method: Least Squares

Date: 12/17/06 Time: 14:50

Sample: 1 178

Included observations: 178

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.638209	0.285752	-5.732970	0.0000
CHATLUONG	0.138227	0.046015	3.003920	0.0031
DICHVU	0.096129	0.045556	2.110133	0.0363
GIAMSAT	0.227159	0.037855	6.000852	0.0000
KETOAN	0.115679	0.041416	2.793120	0.0058
PHAPLUAT	0.155718	0.043958	3.542410	0.0005
THANHKHOAN	0.231364	0.041544	5.569087	0.0000
THIGIA	0.171967	0.036290	4.738622	0.0000
THONGTIN	0.215840	0.048683	4.433572	0.0000
TRINHDO	0.170963	0.040058	4.267860	0.0000
R-squared	0.788039	Mean dependent var		4.235955
Adjusted R-squared	0.776683	S.D. dependent var		1.202845
S.E. of regression	0.568421	Akaike info criterion		1.762631
Sum squared resid	54.28119	Schwarz criterion		1.941383
Log likelihood	-146.8741	F-statistic		69.39966
Durbin-Watson stat	1.538379	Prob(F-statistic)		0.000000

Nguồn: ước tính số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006.

Với độ tin cậy 5% thì tất cả các biến ở trên đều có ý nghĩa về mặt thống kê. Viết lại phương trình ở dạng đơn giản:

$$\text{SINHLOI} = -1.638 + 0.138 \cdot \text{CHATLUONG} + 0.096 \cdot \text{DICHVU} + 0.227 \cdot \text{GIAMSAT} + 0.116 \cdot \text{KETOAN} + 0.156 \cdot \text{PHAPLUAT} + 0.231 \cdot \text{THANHKHOAN} + 0.172 \cdot \text{THIGIA} + 0.216 \cdot \text{THONGTIN} + 0.171 \cdot \text{TRINHDO}$$

Theo kết quả hồi quy trên, mức độ ảnh hưởng của các biến đến khả năng sinh lợi của chứng khoán được sắp xếp theo thứ tự từ cao đến thấp

1. Rủi ro khả năng thanh khoản **0.231**
2. Chất lượng hoạt động thanh tra, giám sát **0.227**

3. Rủi ro thông tin **0.216**
4. Rủi ro do biến động giá chứng khoán **0.172**
5. Mức độ am hiểu về đầu tư chứng khoán **0.171**
6. Rủi ro pháp lý **0.156**
7. Chất lượng chứng khoán **0.138**
8. Rủi ro về kế toán, kiểm toán **0.116**
9. Chất lượng dịch vụ của các tổ chức trung gian **0.096**

Kết luận:

Chúng tôi tách riêng từng yếu tố để phân tích, để thấy được ảnh hưởng của từng yếu tố đến khả năng sinh lợi. Trong các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi nhà đầu tư quan tâm đến rủi ro khả năng thanh khoản của chứng khoán nhiều nhất, theo kết quả hồi quy ở trên nhà đầu tư muốn khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng lên 1 cấp độ thì phải chấp nhận rủi ro về tính thanh khoản tăng lên 4,33 cấp độ, nghĩa là nhà đầu tư phải chấp nhận rủi ro này ở mức độ khá cao.

Nhà đầu tư muốn khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng lên 1 cấp độ thì phải nâng chất lượng hoạt động thanh tra, giám sát tăng lên 4,41 cấp độ (mức khá cao)

Tương tự nhà đầu tư muốn khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng lên 1 cấp độ thì phải chấp nhận rủi ro về thông tin tăng lên 4,63 cấp độ (mức cao)

Nhà đầu tư muốn khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng lên 1 cấp độ thì phải chấp nhận rủi ro do biến động giá chứng khoán tăng lên 5,81 cấp độ (mức rất cao)

Nhà đầu tư muốn khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng lên 1 cấp độ thì phải nâng trình độ của các nhà đầu tư tăng lên 5,85 cấp độ (mức rất cao), có nghĩa là phải nâng cao tối đa trình độ của nhà đầu tư.

Nhà đầu tư muốn khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng lên 1 cấp độ thì phải chấp nhận rủi ro pháp lý ở mức rất cao, có nghĩa là hệ thống pháp luật phải hoàn chỉnh thì mới giảm thiểu được rủi ro cho nhà đầu tư.

Nhà đầu tư muốn khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng lên 1 cấp độ thì phải nâng cao chất lượng chứng khoán tăng lên tối đa

Nhà đầu tư muốn khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng lên 1 cấp độ thì phải chấp nhận rủi ro về kế toán kiểm toán ở mức tối đa

Nhà đầu tư muốn khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng lên 1 cấp độ thì phải nâng chất lượng dịch vụ của các tổ chức tài chính trung gian lên mức tối đa

Như vậy để khả năng sinh lợi của chứng khoán tăng được 1 cấp độ thì nhà đầu tư phải chấp nhận rủi ro lớn hơn gấp nhiều lần, điều này cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam tiềm ẩn những rủi ro rất lớn mặc dù khả năng sinh lợi được đánh giá cao. Để thu hút nhà đầu tư đến với thị trường thì chỉ có một phương thức duy nhất là gia tăng khả năng sinh lợi của chứng khoán đi đôi với giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư.

3.2 Giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán

Chúng tôi sử dụng mô hình APT để lượng hoá ảnh hưởng của từng yếu tố rủi ro đến khả năng sinh lợi của chứng khoán, kết quả thu được từ mô hình là cơ sở để chúng tôi đề nghị các giải pháp sau

3.2.1 Nâng cao khả năng sinh lợi của chứng khoán

Theo phân tích ở trên, khả năng sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam khá cao so với thị trường ở các nước trong khu vực và trên thế giới, đặc biệt là suất sinh lợi do tăng giá. Tuy nhiên thị trường chứng khoán vẫn chưa thật sự là môi trường đầu tư hấp dẫn, có nhiều nguyên nhân tạo thành rào cản ngăn dòng vốn chảy vào thị trường nhưng nguyên nhân chính là do giá niêm yết lần đầu trên thị trường của một số công ty quá cao.

Để tháo gỡ rào cản này, khơi thông nguồn vốn đầu tư vào thị trường chứng khoán thì nên hạn chế tình trạng đánh giá quá cao cổ phiếu của các công ty niêm yết lần đầu. Giá niêm yết lần đầu cần dựa trên giá trị thực của cổ phiếu do các công ty kiểm toán và công ty chứng khoán thẩm định. Ở các thị trường chứng khoán trên thế giới đều chọn một trong hai cách hoặc ấn định giá giao dịch lần đầu hoặc đấu giá có điều chỉnh (có giá trần, loại bỏ giá cao nhất và thấp nhất, phân phối chứng khoán tỷ lệ với tiền ký quỹ...), mỗi phương thức đều có ưu điểm riêng trong việc

định ra giá niêm yết phản ánh trung thực giá trị cổ phiếu và ngăn chặn trường hợp các nhà đầu tư đấu giá bằng mọi giá để mua được cổ phiếu.

Ấn định giá giao dịch lần đầu dựa trên đánh giá của các công ty kiểm toán và công ty chứng khoán có ưu điểm là giá niêm yết được xác định phản ánh trung thực giá trị cổ phiếu, tuy nhiên nó chưa tính đến yếu tố cung cầu của thị trường nên có thể xảy ra trường hợp cung cầu có khoảng cách lớn. Nếu nhà đầu tư đánh giá giá trị cổ phiếu cao hơn giá trị mà công ty kiểm toán và công ty chứng khoán đưa ra thì cầu chứng khoán chắc chắn sẽ rất lớn trong khi cung có giới hạn, điều này làm cho giá cả thị trường của chứng khoán sẽ lớn hơn giá niêm yết nhiều, làm cung cầu chứng khoán căng thẳng. Ngược lại, nếu giá trị cổ phiếu được nhà đầu tư đánh giá thấp hơn giá trị mà công ty kiểm toán và công ty chứng khoán đưa ra thì cầu chứng khoán chắc chắn sẽ thấp, dẫn đến hệ lụy là thị trường của cổ phiếu đó sẽ rất ít người mua. Sự kỳ vọng vào khả năng sinh lợi của chứng khoán của nhà đầu tư và đánh giá giá trị chứng khoán của công ty kiểm toán khó có thể trùng khớp nhau, tạo ra sự chênh lệch giữa cung và cầu. Do đó trên thực tế phương thức thứ hai được sử dụng rộng rãi và phổ biến nhiều hơn ở thị trường chứng khoán các nước trên thế giới.

Còn đối với phương thức đấu giá có điều chỉnh, ưu điểm của nó là giá niêm yết của cổ phiếu được xác định linh hoạt hơn cách trên vì có tính đến yếu tố thị trường. Nhưng nó khác với cách thức đấu thầu tự do để cho thị trường tự xác định giá cả ở điểm là có bàn tay điều tiết thông qua việc ấn định giá trần để giá niêm yết không được vượt quá giới hạn có thể gây ra những ảnh hưởng không tốt đến khả năng sinh lợi của chứng khoán. Biện pháp này để phòng trường hợp gây bất lợi cho nhà đầu tư do kỳ vọng quá lớn vào khả năng sinh lợi của chứng khoán nên đẩy giá chứng khoán lên cao hơn nhiều so với giá trị thực của nó. Và cũng tránh trường hợp các nhà đầu tư lớn thao túng giá cả thị trường. Ngoài ra phương thức đấu giá này còn có thể sử dụng biện pháp loại bỏ giá cao nhất, giá thấp nhất được xem như là giá ảo mà lấy giá nằm ở những khoản giữa hay giá trung bình, để tránh trường hợp các nhà đầu tư thổi phồng hay đè nén giá cả và đây cũng được xem như là biện pháp hỗ trợ các nhà đầu tư nhỏ lẻ ít vốn có thể tham gia mua chứng khoán. Số tiền ký quỹ của các nhà đầu tư tham gia đấu giá cũng có thể được sử dụng làm tiêu chí

để phân phối chứng khoán, biện pháp này dựa trên thực lực tài chính của nhà đầu tư. Nhà đầu tư nào có vốn lớn thì sẽ có ưu thế hơn trong việc giành quyền ưu tiên mua chứng khoán với số lượng lớn. Và sau đó có thể bán ra thị trường với giá cao hơn giá mua vào để hưởng chênh lệch. Biện pháp này thích hợp với đấu giá trái phiếu.

Các biện pháp trên đều có những ưu điểm của riêng nó, tuy nhiên xét tình hình thực tế của thị trường chứng khoán Việt Nam thì áp dụng phương thức đấu giá có ấn định giá trần là phù hợp. Bởi nó có tính linh hoạt, dựa trên yếu tố cung cầu thị trường và đồng thời tránh được trường hợp đấu giá bằng mọi giá như thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.2.2 Giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư

Nâng cao khả năng thanh khoản

Rủi ro khả năng thanh khoản vẫn là vấn đề lớn nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam. Độ thanh khoản thấp có thể có những nguyên nhân sau:

- Số lượng công ty niêm yết quá ít
- Các công ty niêm yết có số lượng cổ phiếu niêm yết quá ít
- Trong số lượng cổ phiếu đăng ký niêm yết, số được đưa vào giao dịch lại còn ít hơn
- Số lần khớp lệnh/số phiên giao dịch quá ít...

Khả năng thanh khoản của chứng khoán trên thị trường Việt Nam thấp đều gồm đủ các nguyên nhân trên.

Nguyên nhân đầu tiên là số lượng công ty niêm yết vẫn còn chưa đủ đáp ứng cầu đầu tư, chỉ mới có 108 công ty niêm yết, để đạt được mức có 200 công ty niêm yết trên thị trường vào năm 2010 thì trung bình mỗi năm phải tăng thêm 23 công ty. Các công ty không muốn niêm yết bởi vì lo sợ bị mất quyền kiểm soát công ty khi xảy ra các vụ tranh chấp quyền lực. Các chi phí phát sinh thêm của các công ty niêm yết không phải là nhỏ cũng là nguyên nhân, ngoài ra còn có lý do là Ban Giám đốc ra quyết định không còn được nhanh chóng và tự do như trước, sức ép của thị trường cổ phiếu đối với Ban Lãnh đạo công ty, sự hạn chế giao dịch cổ phiếu của

các cổ đông sáng lập, cổ đông chính, Ban Lãnh đạo công ty... Chính vì vậy đa số các công ty đều không mặn mà với việc niêm yết chứng khoán.

Tiếp theo, về số lượng cổ phiếu niêm yết. Đại đa số các công ty niêm yết đều có vốn điều lệ dưới 5 triệu USD, cá biệt còn có một vài công ty như BTC, HAS, TS4 có vốn điều lệ dưới 1 triệu USD. Quy mô thị trường nhỏ như vậy làm cho tính thanh khoản bị hạn chế, đồng thời làm cho cán cân cung cầu trở nên nhạy cảm hơn, nghĩa là giá sẽ phản ứng mạnh hơn mỗi khi có biến động dù nhỏ về cung hay cầu.

Ngay cả đối với các công ty niêm yết, số lượng cổ phiếu được đưa vào giao dịch cũng rất ít, cổ đông lớn nhất của các công ty niêm yết vẫn là Nhà nước, nhưng Nhà nước lại rất ít khi bán cổ phiếu trừ phi có nhu cầu về vốn. Số lượng cổ phiếu lớn “đọng” trong tay Nhà nước làm cho tính thanh khoản của chứng khoán kém đi.

Hiện nay số lần khớp lệnh quá ít (3 lần/phiên) làm hạn chế khả năng thanh khoản của chứng khoán, các nhà đầu tư Việt Nam phải chờ đợi mỗi lần khớp lệnh 1 giờ đồng hồ, trong khi đó ở thị trường chứng khoán các nước phát triển mỗi lần khớp lệnh chỉ tốn khoảng 22 giây. Sự chênh lệch thời gian quá lớn như vậy đã làm giảm khả năng thanh khoản của chứng khoán rất nhiều.

Như vậy, để giải quyết tình trạng trên nhằm làm tăng tính thanh khoản cho chứng khoán, biện pháp cơ bản là giảm phần sở hữu Nhà nước tại các công ty niêm yết mà Nhà nước không cần phải nắm giữ tỷ lệ cao, đẩy mạnh cổ phần hoá gắn với đưa các công ty lớn làm ăn có hiệu quả lên niêm yết trên thị trường. Và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM đang chuẩn bị kế hoạch hiện đại hóa hệ thống giao dịch, trong đó gia tăng số lần khớp lệnh tiến đến khớp lệnh liên tục vào tháng 4 năm 2007 nhằm góp phần làm gia tăng tính thanh khoản cho chứng khoán.

Nâng cao chất lượng hoạt động công bố thông tin

Các giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư không những cần phải hướng đến lợi ích thiết thực của nhà đầu tư mà còn phải tạo sự an tâm cho họ, do đó vấn đề công khai thông tin cần được nhìn nhận như là một điều kiện tiên quyết cho một thị trường chứng khoán minh bạch. Nhà đầu tư chỉ thật sự yên tâm khi thông tin trên thị trường có tính hoàn hảo cao. Thực tế cho thấy trong năm 2003, một số công ty niêm yết vi phạm chế công bố thông tin, các báo cáo tài chính không trong

sạch đã làm giảm lòng tin của nhà đầu tư, kéo theo nguồn vốn đầu tư trên thị trường này giảm xuống rõ rệt. Từ việc công ty Bibica vi phạm quy định về công bố thông tin có hệ thống đến gần hai tháng, đến các công ty như Canfoco, REE, BTC, Gilimex cũng bị phát hiện là các báo cáo tài chính không trong sạch, thậm chí các thông tin xấu lại bị che giấu như: Tổng Giám Đốc của Canfoco bị truy tố về tội thiếu trách nhiệm gây hậu quả nghiêm trọng trong việc lừa đảo chiếm đoạt thuế giá trị gia tăng tại doanh nghiệp nhưng không bị xử lý mà vẫn giữ nguyên chức vụ. Một trường hợp khác làm cho nhà đầu tư thất vọng khi Công ty cổ phần Viễn Thông VTC hiệu chỉnh rằng chỉ tiêu EPS không cao như đăng trên bản tin thị trường chứng khoán. Những sự kiện của Bánh kẹo Biên Hoà hay Cơ khí Bình Triệu đã tạo ra phản cảm rất lớn về độ tin cậy của thông tin. Các trường hợp trên đã làm nản lòng các nhà đầu tư, muốn thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển thì phải xây dựng lòng tin của nhà đầu tư.

Các trường hợp trên chỉ là thí dụ điển hình, còn thực tế là đối với các doanh nghiệp nhà nước bán đấu giá cổ phần lần đầu ra bên ngoài, hầu hết các nhà đầu tư lấy thông tin từ bản cáo bạch của công ty. Tuy nhiên, thông tin từ nguồn này lúc có lúc không, phụ thuộc vào chính sách của ban lãnh đạo công ty. Đối với các doanh nghiệp đã cổ phần hoá xong thông tin mà các nhà đầu tư muốn có để đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh nơi mình bỏ vốn vào hoặc dự định mua cổ phần còn ít hơn nữa. Có thể thấy được là ở nước ta việc công bố thông tin một cách công khai, chính xác, kịp thời và đầy đủ của các doanh nghiệp niêm yết trên vẫn còn là điều mới mẻ.

Việc công khai hoá tất cả thông tin làm nhiều công ty cảm thấy bất lợi khi thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng và niêm yết trên Trung tâm Giao dịch chứng khoán. Như vậy không có nghĩa là cần giảm bớt hoặc loại bỏ các quy định về công bố thông tin, mà vẫn phải bắt buộc các doanh nghiệp niêm yết tích cực thực hiện công khai hoá thông tin, khắc phục tình trạng bùng bít thông tin hoặc công khai mang tính chất hình thức. Đầu tư chứng khoán là một hoạt động kinh doanh mạo hiểm có tính toán. Độ tin cậy của thông tin chính là cơ sở để các nhà đầu tư ra quyết định đầu tư và là yếu tố quyết định thành công hay thất bại của danh mục đầu

tư, giảm thiểu rủi ro đầu tư. “Công khai hoá thông tin” phải là một điều khoản bắt buộc đối với mọi chủ thể phát hành chứng khoán, ngay cả chính phủ cũng không ngoại lệ. Để nâng cao tính tự giác công bố thông tin của các đơn vị, tổ chức có nghĩa vụ, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần tăng cường công tác giám sát, và đăng trên các phương tiện truyền thông những đơn vị nào không thực hiện đúng các quy định về công khai thông tin, hay cố tình che giấu các thông tin.

Thị trường chứng khoán Việt Nam hoạt động trong điều kiện việc công khai thông tin của hầu hết doanh nghiệp trong nền kinh tế không bắt buộc phải thực hiện và chưa có tiền lệ về thực hiện các chuẩn mực quản trị doanh nghiệp. Do vậy việc hoàn thiện hệ thống công bố thông tin là vấn đề quan trọng để tạo điều kiện cho các nhà đầu tư tiếp cận được các thông tin nhanh chóng, chính xác và công bằng. Để bảo đảm các thông tin có độ tin cậy cao, trước hết Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần đẩy mạnh và nâng cao chất lượng kiểm toán đối với các công ty niêm yết, cụ thể như:

- Xử lý nghiêm minh các kiểm toán viên vi phạm
- Nâng cao tính độc lập của các doanh nghiệp kiểm toán, nhất là các doanh nghiệp kiểm toán nhà nước.
- Tăng cường hệ thống kiểm soát rủi ro, nâng cao trình độ và đạo đức nghề nghiệp của kiểm toán viên góp phần hạn chế vi phạm quy tắc kế toán, hành động gian lận trong công tác kiểm toán...

Bên cạnh đó, các công ty niêm yết cần phải báo cáo công khai ngay lập tức những sự kiện xảy ra có khả năng ảnh hưởng đến sản xuất kinh doanh và giá chứng khoán của công ty trên thị trường, tránh sự lên xuống quá thất thường của VN-Index. Để tăng độ tin cậy của các thông tin công bố, lực lượng thanh tra của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần chủ động xác minh tính chính xác của thông tin để đề phòng trường hợp các thông tin gây nhiễu thị trường và công bố kết quả trên website của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán và phải được cập nhật liên tục 24/24. Ngoài ra, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phải thường xuyên bám sát những biến động của thị trường để kịp thời có những biện pháp giải quyết linh hoạt trong khuôn khổ của luật pháp.

Để tăng tính minh bạch cho thị trường không chỉ ra quy định bắt buộc các doanh nghiệp phải công khai công bố thông tin mà một điều quan trọng ở đây là làm cho các công ty thấy được những lợi ích lâu dài có được từ việc công khai hoá thông tin và tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán. Việc đáp ứng được các tiêu chuẩn niêm yết, tức là đáp ứng được các yêu cầu tối thiểu về tính minh bạch và quản trị công ty do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các cơ quan quản lý thị trường quy định, sẽ giúp cho các công ty niêm yết dễ dàng hơn trong việc tiếp cận tín dụng ngân hàng và các tổ chức tài chính với chi phí thấp hơn. Vì bên cho vay sẽ ưu tiên cho công ty có mức độ minh bạch thông tin cao hơn với độ rủi ro thấp hơn, và nhờ đó lãi suất dành cho các khoản vay sẽ thấp hơn. Hơn nữa, nhà cung cấp và khách hàng cũng cảm thấy yên tâm hơn khi làm việc với công ty niêm yết và do đó có thể đưa ra các điều khoản hợp đồng và kinh doanh hấp dẫn hơn. Điều quan trọng là các nhà đầu tư cũng sẵn lòng mua cổ phiếu của công ty với giá cao hơn so với các công ty cạnh tranh không niêm yết. Ngoài ra, để có thể đáp ứng các điều kiện niêm yết trên thị trường chứng khoán, các công ty phải thực hiện những cải tiến về quản trị nội bộ, tài chính, sản xuất kinh doanh... đó là những tác nhân thúc đẩy công ty hoạt động hiệu quả hơn.

Một điểm nữa cần được chú ý là các công ty niêm yết khi phát hành cổ phiếu lần đầu, ngoài việc phải cho biết mục đích huy động vốn, thì định kỳ phải báo cáo tình hình sử dụng và hiệu quả đầu tư nguồn vốn đó như thế nào để các cổ đông sở hữu các cổ phiếu mới biết được doanh nghiệp có sử dụng nguồn vốn đúng mục đích và hiệu quả không? Dự án đầu tư mới góp phần làm gia tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp bao nhiêu?

Luật Chứng khoán đã dành một chương quy định về việc công bố thông tin, điều đó cho thấy vấn đề công khai hoá thông tin, minh bạch hoá báo cáo tài chính là vấn đề quan trọng. Với hệ thống thông tin ngày càng hoàn hảo, bức tranh thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ ngày càng tươi sáng hơn.

Tăng cường phối hợp giữa các cơ quan quản lý trong công tác thanh tra, giám sát thị trường

Trong bối cảnh hiện nay, các tổ chức tài chính ngày càng trở nên đa năng, đa quốc gia và các công cụ tài chính ngày càng phong phú và phức tạp. Do đó, thách thức đặt ra cho các cơ quan giám sát thị trường tài chính rất lớn, đòi hỏi các cơ quan này phải có tầm nhìn toàn cầu và sự phối hợp chặt chẽ để đảm bảo vừa quản lý một cách hiệu quả, vừa tạo điều kiện cho các bộ phận thị trường tài chính phát triển. Thực tiễn hoạt động của thị trường tiền tệ, thị trường chứng khoán và tác động của xu thế hội nhập với nền kinh tế thế giới đang đặt ra yêu cầu phải có sự phối hợp giữa các cơ quan liên quan trong việc quản lý, giám sát các hoạt động trên thị trường. Các cơ quan quản lý nhà nước, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán cần tăng cường giám sát các hoạt động giao dịch trên trung tâm, tiến hành nghiên cứu, xây dựng mẫu giám sát để đưa ra các thông số cảnh báo nhằm phòng ngừa và phát hiện các biểu hiện vi phạm pháp luật.

Thực tế cho thấy, ngoài các ngân hàng quốc doanh lớn đang nhanh chóng phát triển thành các tập đoàn đa năng trong cả 3 lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm, một số ngân hàng thương mại đã và đang thành lập công ty chứng khoán để phát triển hoạt động trong lĩnh vực này.

Bên cạnh hoạt động chứng khoán thông qua các công ty con, bản thân nhiều ngân hàng cũng mở dịch vụ lưu ký chứng khoán, cho vay cầm cố chứng khoán và đầu tư chứng khoán. Các hoạt động đan xen như vậy dẫn tới nhu cầu liên thông giữa các hệ thống lưu ký, thanh toán và cầm cố các loại chứng khoán, từ trái phiếu chính phủ đến trái phiếu công ty và cổ phiếu.

Về nguyên tắc, hoạt động của các ngân hàng do Ngân hàng Nhà nước giám sát, riêng hoạt động lưu ký còn phải được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp phép và giám sát. Trong khi đó, hoạt động của các công ty chứng khoán trực thuộc ngân hàng vừa chịu sự giám sát của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, vừa chịu sự giám sát của Ngân hàng Nhà nước thông qua các ngân hàng mẹ. Vì vậy cần có sự phối hợp của hai cơ quan quản lý Nhà nước này khi thực hiện thanh tra, giám sát các hoạt động như việc cho vay cầm cố chứng khoán của ngân hàng; nghiệp vụ repo giữa công ty chứng khoán và ngân hàng; quản lý rủi ro trong hoạt động đầu tư chứng khoán của ngân hàng mẹ liên quan tới hoạt động tự doanh và bảo lãnh phát

hành của công ty chứng khoán con; việc công ty chứng khoán con bảo lãnh phát hành cho ngân hàng mẹ; thủ tục chấp nhận cầm cố chứng khoán lưu ký tại các Trung tâm Giao dịch Chứng khoán cho ngân hàng thương mại... Xây dựng một cơ chế phối hợp chính thức giữa các cơ quan quản lý trong công tác này phải được thực hiện ngay vì các hoạt động này của thị trường phát triển rất nhanh.

Một điểm đặc thù của thị trường chứng khoán Việt Nam là các công ty chứng khoán được phép trực tiếp nhận tiền mặt của khách hàng và quản lý tài khoản tiền gửi mua chứng khoán mà không thông qua tài khoản của khách hàng ở ngân hàng như hầu hết các nước trên thế giới. Đây là một yếu tố còn nằm ngoài tầm kiểm soát của ngân hàng nhà nước. Mặt khác, nó còn gây khó khăn cho Ủy ban Chứng khoán nhà nước trong giám sát việc tách biệt tài sản của công ty và tài sản của khách hàng. Hơn nữa, ngoài việc quản lý tài khoản tiền của khách hàng, công ty chứng khoán còn phát triển nghiệp vụ cho vay dưới hình thức ứng trước tiền bán chứng khoán hoặc hợp đồng repo.

Với sự phát triển của thị trường chứng khoán, hoạt động của ngân hàng và các công ty chứng khoán ngày càng đa dạng và phong phú hơn, công tác giám sát sẽ phức tạp và khó khăn hơn đòi hỏi phải có sự quan tâm và phối hợp giữa Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và ngân hàng nhà nước thành lập Ban thanh tra liên ngành. Nhìn rộng hơn nữa, sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý thị trường tài chính là rất cần thiết để các thị trường phát triển một cách cân đối, đặc biệt là để ổn định thị trường trong những tình huống khủng hoảng, bởi khi quy mô thị trường chứng khoán lớn mạnh, trở thành một "phong vũ biểu" quan trọng của nền kinh tế thì những biến động của thị trường chứng khoán sẽ ảnh hưởng lớn đến tất cả các tổ chức trung gian tài chính cũng như đông đảo các nhà đầu tư

Nâng cao chất lượng các dịch vụ cung cấp cho nhà đầu tư

Một trong những giải pháp chiến lược để nâng cao hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán là khuyến khích các nhà đầu tư có tổ chức và các công ty chứng khoán thực hiện nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư. Phát triển nghiệp vụ này một cách có hiệu quả sẽ góp phần gia tăng luồng tiền đầu tư vào thị trường chứng khoán, giúp những nhà đầu tư nhỏ lẻ, ít vốn, không có kiến thức về đầu tư có

thể tham gia vào thị trường chứng khoán. Đặc biệt, việc triển khai có hiệu quả nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư sẽ làm tăng chất lượng đầu tư trên thị trường.

Ngoài ra để tạo cầu nối cho cung cầu chứng khoán gặp nhau thì phải mở rộng quy mô và dịch vụ hoạt động của các tổ chức tài chính trung gian, đặc biệt chú trọng đến việc nâng cao nghiệp vụ và tính chuyên nghiệp trong việc cung cấp dịch vụ. Hiện nay, khi muốn đặt lệnh nhà đầu tư phải trực tiếp đến công ty chứng khoán để thực hiện, để giúp cho các nhà đầu tư có thể tiếp cận một cách nhanh chóng và thuận tiện với thị trường chứng khoán mọi lúc, mọi nơi thì các công ty chứng khoán cần hiện đại hóa hệ thống giao dịch. Đáp ứng nhu cầu đó của nhà đầu tư các công ty chứng khoán đã đưa ra nhiều phương thức giao dịch trực tuyến qua mạng internet, điện thoại, nhắn tin...

Để nâng cao chất lượng phục vụ cho các nhà đầu tư, công ty chứng khoán Ngân hàng Ngoại Thương áp dụng phương thức giao dịch trực tuyến qua mạng internet, nhà đầu tư chỉ cần ngồi ở nhà hay công sở... cũng có thể đặt lệnh mua bán, xem chi tiết số dư, các phát sinh trong ngày, cũng như cập nhật thông tin thông qua tài khoản giao dịch trên mạng internet. Bên cạnh hình thức giao dịch qua mạng internet, một số công ty chứng khoán áp dụng hình thức giao dịch qua điện thoại di động như công ty chứng khoán ACBS. Các hình thức giao dịch này có ưu điểm là nhanh chóng, đơn giản với độ chính xác khá cao, tuy nhiên để hợp pháp hoá các phương thức giao dịch này thì cần có văn bản pháp lý hướng dẫn, cụ thể như: hướng dẫn các giao dịch, giải quyết tranh chấp, sử dụng chữ ký điện tử. Ngoài ra, Ủy ban Chứng Khoán Nhà nước cần thường xuyên cập nhật và nghiên cứu để sớm luật hoá những hoạt động nghiệp vụ chứng khoán mới phát sinh để nâng cao hiệu quả hoạt động và giảm thiểu rủi ro cho các công ty cũng như cho các nhà đầu tư.

Mở rộng các chi nhánh của công ty chứng khoán cũng là biện pháp để giảm thời gian đi lại cho nhà đầu tư. Các công ty chứng khoán không cần thiết phải đặt nhiều chi nhánh mà có thể thông qua các công ty mẹ để đặt địa điểm nhận lệnh. Ngoài ra để tạo môi trường cạnh tranh nhằm nâng cao chất lượng phục vụ khách hàng thì nên khuyến khích các định chế tài chính trung gian nước ngoài tham gia vào việc cung cấp các dịch vụ chứng khoán cho thị trường. Với chất lượng dịch vụ

ngày càng được nâng cao thì không có lý do gì để nhà đầu tư không cảm thấy thoải mái, hài lòng.

Hiện nay các công ty chứng khoán quá chú trọng vào các dịch vụ tư vấn cổ phần hoá mà xem nhẹ khâu chăm sóc khách hàng của mình, cho nên cần phải cân nhắc giữa lợi ích trước mắt và lợi ích lâu dài. Để tạo sự tin cậy của khách hàng, đội ngũ nhân viên của công ty trước tiên phải am hiểu các phương pháp phân tích kỹ thuật cũng như phân tích cơ bản, bên cạnh đó phải thường xuyên cập nhật các thông tin... mới có thể tư vấn cho khách hàng. Ngoài ra để tránh sự xung đột lợi ích giữa các chức năng môi giới – tự doanh – tư vấn, các công ty chứng khoán cần khẩn trương xây dựng Bộ quy tắc đạo đức nghề nghiệp theo chuẩn mực quốc tế, nghiêm cấm các nhân viên của mình thực hiện bất kỳ hành vi nào làm xâm phạm đến lợi ích của khách hàng. Thực hiện tốt những quy tắc đạo đức này sẽ góp phần tạo niềm tin cho công chúng đầu tư đối với thị trường chứng khoán.

Bên cạnh sự nỗ lực cải tiến và phát triển hệ thống giao dịch của các công ty chứng khoán, về phía nhà nước Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần tích cực tìm kiếm các dự án hỗ trợ kỹ thuật của các tổ chức quốc tế để hỗ trợ cho các công ty chứng khoán nâng cao năng lực hoạt động trong giai đoạn tới, nhanh chóng hiện đại hóa hoạt động, cập nhật hóa và hiện đại hóa kiến thức tài chính cho đội ngũ cán bộ làm nhiệm vụ tư vấn, phân tích tại các công ty chứng khoán.

Để khắc phục tình trạng cạnh tranh thông qua giá (phí) trong dịch vụ môi giới giữa các công ty chứng khoán, thay vì áp dụng chế độ không chế mức phí trần như hiện nay, thì hoặc không chế mức phí sàn hoặc áp dụng hệ thống phí cố định như kinh nghiệm của Thái Lan (0,25% tổng giá trị giao dịch).

Việt Nam đã chính thức gia nhập WTO nên chắc chắn rằng trong tương lai không xa những cam kết mở cửa thị trường trong lĩnh vực chứng khoán phải thực hiện theo đúng lộ trình. Hiện nay vẫn còn một số hạn chế, chưa mở cửa toàn bộ các dịch vụ cho các công ty nước ngoài, thương hiệu “ngoại” của các dịch vụ cơ bản như tư vấn đầu tư, tư vấn tài chính, quản lý danh mục đã có uy tín trên toàn thế giới sẽ rất hấp dẫn đối với nhà đầu tư. Vì vậy đây là thời gian các công ty chứng khoán trong nước cần phải tranh thủ tối đa những ưu đãi của nhà nước để nâng cao hoạt

động và năng lực cạnh tranh của mình, các công ty chứng khoán cần chủ động mở rộng hoạt động nghiệp vụ ; nâng cao chất lượng tư vấn đầu tư chứng khoán và tư vấn niêm yết; làm cho nhà đầu tư thật sự tin tưởng vào tính công bằng và khách quan trong hoạt động môi giới, tư vấn đầu tư. Song song đó, các công ty chứng khoán trong nước cần phải tạo ra lợi thế so sánh động cho mình bằng cách đào tạo đội ngũ chuyên gia chuyên nghiệp trong lĩnh vực tư vấn, phân tích và môi giới chứng khoán.

Phổ biến rộng rãi kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán

Để thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển thì một trong những việc cơ bản phải làm là thu hút công chúng và doanh nghiệp quan tâm đến loại hình đầu tư này. Tuy nhiên, đây không phải là việc làm hoàn toàn dễ dàng vì đa số người dân Việt Nam có thói quen tiết kiệm tiền dưới hình thức mua vàng hay ngoại tệ mạnh cất trữ, gởi tiết kiệm, cho vay.... Vì vậy, cần phải mở rộng tuyên truyền những kiến thức cơ bản nhất về thị trường chứng khoán, và những lợi ích của hình thức đầu tư này trên các phương tiện thông tin đại chúng như: báo, đài, internet.... Như vậy, dân chúng mới biết đến loại hình kinh doanh hấp dẫn này để tham gia. Một số các biện pháp phổ cập kiến thức chứng khoán và thị trường chứng khoán nên thực hiện:

- Đưa môn chứng khoán và thị trường chứng khoán thành một môn chính tại các trường đại học chuyên ngành kinh tế. Các môn học sau đây tùy theo chuyên ngành hay không chuyên ngành về chứng khoán mà điều chỉnh cho thích hợp
 - (1) Những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán
 - (2) Pháp luật chứng khoán
 - (3) Phân tích đầu tư chứng khoán
 - (4) Thực hành giao dịch chứng khoán
 - (5) Quản lý danh mục đầu tư
 - (6) Chứng khoán phái sinh
 - (7) Tiếng Anh trong chứng khoán

Ngoài ra các phương pháp giảng dạy phải mang tính hiện đại, tránh tình trạng dạy chay, mà phải có minh hoạ và thường xuyên tổ chức các sản phẩm giao dịch ảo để sinh viên thực tập.

- Phổ cập kiến thức cho công chúng trên các phương tiện thông tin đại chúng: báo chí, đài phát thanh, đài truyền hình, các khoá đào tạo miễn phí.... Xây dựng các bản tin, các chuyên mục về chứng khoán và thị trường chứng khoán
- Tổ chức các trò chơi tìm hiểu về chứng khoán và thị trường chứng khoán trên các phương tiện truyền thanh, truyền hình, báo chí... cũng là biện pháp phổ biến các kiến thức về thị trường chứng khoán cho công chúng.
- Sự hợp tác đào tạo với quốc tế là con đường nhanh nhất để tiếp cận với nền văn hoá chứng khoán tiên tiến của thế giới.

Ngoài ra cần phải đưa những bài học về đạo đức nghề nghiệp vào trong quá trình phổ cập kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Do tính đặc thù của ngành chứng khoán, đòi hỏi người hành nghề phải có tính tự chủ và đạo đức cao. Bởi vì những hành vi tiêu cực trên thị trường chứng khoán không chỉ tác động đến một vài đối tác mua bán, mà nó có ảnh hưởng nguy hại sâu rộng tới mức có thể tạo ra những cơn “ác mộng” đối với thị trường chứng khoán và cả nền kinh tế. Sự tổn thất không chỉ ở một quốc gia mà có thể lan rộng đến các quốc gia khác trong khu vực và có khả năng lây lan khủng hoảng toàn cầu.

Trong 6 năm qua Uỷ Ban Chứng khoán Nhà nước đã mở nhiều lớp học miễn phí cho các đối tượng làm công tác tuyên truyền, báo chí và công chúng quan tâm, thực hiện hàng chục chuyên đề đào tạo và tọa đàm về thị trường chứng khoán trên truyền hình; mở nhiều lớp đào tạo cơ bản và nâng cao về thị trường chứng khoán cho hàng nghìn học viên.... Tuy nhiên, công tác đào tạo và phổ cập kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán có thể nói là như “muối bỏ biển”. Vì vậy cần mở rộng hơn nữa phạm vi đào tạo, đồng thời đổi mới nội dung, phương pháp cho phù hợp hơn với tình hình mới, để sao cho thị trường chứng khoán ngày càng phổ biến hơn đối với công chúng. Sự hiểu biết về chứng khoán và thị trường chứng khoán có nhiều ý nghĩa to lớn, nó không chỉ giúp nâng cao hiệu quả hoạt động đầu

tư cho công chúng, góp phần làm gia tăng lượng vốn đổ về hình thức kinh doanh này mà còn giúp bình ổn tâm lý người dân trước những “con sóng” thị trường.

Tiếp tục hoàn chỉnh hệ thống pháp lý và cụ thể hoá Luật Chứng khoán để nhanh chóng triển khai áp dụng

Xét trên phương diện khuôn khổ luật pháp, trở ngại lớn nhất trước đây là thị trường chứng khoán chịu sự điều chỉnh của nhiều văn bản pháp luật khác nhau, mà chưa có được một Luật Chứng khoán đầy đủ và hoàn thiện. Vị thế pháp lý của nghị định 144/NĐ-CP thấp hơn các luật liên quan nên có rất nhiều vấn đề bất cập xảy ra. Do đó sự kiện Quốc Hội vừa mới thông qua Luật chứng khoán đóng vai trò rất quan trọng trong việc nâng cao hiệu lực pháp lý của các văn bản pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán, giảm thiểu các mâu thuẫn, xung đột giữa các văn bản quy phạm pháp luật có liên quan trong lĩnh vực này. Hơn nữa Luật Chứng khoán tạo cơ sở pháp lý cho thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển ổn định, an toàn và có hiệu quả, tạo niềm tin cho các tổ chức, cá nhân khi tham gia kinh doanh, đầu tư vào thị trường, nâng cao hiệu lực quản lý nhà nước đối với các hoạt động trên thị trường chứng khoán, bảo vệ quyền và lợi ích của các chủ thể tham gia thị trường. Vì thế cụ thể hoá và nhanh chóng triển khai Luật Chứng khoán là một việc làm bức thiết hiện nay.

Luật Chứng khoán được xây dựng trên quan điểm xây dựng một sân chơi bình đẳng cho các thành viên thị trường, nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư, thiết lập một kênh huy động vốn hiệu quả cho doanh nghiệp và tạo những thiết chế giảm thiểu rủi ro, bảo vệ tối đa lợi ích nhà đầu tư. Một tiêu chí cần đạt được trong quá trình hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và tăng cường năng lực hoạch định chính sách của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước là tiếp cận với các chuẩn mực quốc tế và phù hợp với tình hình thực tiễn của Việt Nam. Ngoài ra, Luật phải có tính cạnh tranh, như vậy thị trường chứng khoán Việt Nam mới thu hút được sự tham gia của không chỉ các nhà đầu tư trong nước mà cả các nhà đầu tư nước ngoài.

Song song với việc xây dựng Luật Chứng Khoán, cần bổ sung thêm các luật như: Luật Hình Sự, Luật đầu tư, Luật các tổ chức tín dụng, Pháp lệnh ngoại hối.... Hoạt động của thị trường chứng khoán chắc chắn sẽ phát sinh một số tội danh mới

chưa được quy định trong Luật Hình sự, nên cần bổ sung một số điều khoản về tội danh như: thông tin sai sau khi xin phép phát hành chứng khoán, mua bán nội gián, lũng đoạn thị trường... gây thiệt hại cho nhà đầu tư. Ngoài ra, cũng cần xem xét, chỉnh sửa quy chế về chế độ quản lý ngoại hối đối với các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là cơ chế lưu ký, thanh toán đối với các tổ chức lưu ký nước ngoài. Việc xây dựng Luật Chứng Khoán và bổ sung các luật liên quan sẽ giúp cho thị trường chứng khoán Việt Nam hoạt động hiệu quả và ổn định.

Thị trường chứng khoán là một thị trường nhạy cảm, có thể một sự kiện hay biến cố nào đó ảnh hưởng chung đến tất cả các thị trường nhưng thị trường chứng khoán sẽ phản ứng mạnh hơn. Sự phát triển của khoa học công nghệ cộng với nhu cầu của nhà đầu tư ngày càng cao nên sẽ phát sinh các hoạt động mới. Trong khi đó Luật chứng khoán chưa quy định rõ ràng, đầy đủ về việc xử lý các vi phạm trên mạng, công nghệ thông tin. Vấn đề này cần được quy định rõ ràng và đầy đủ trong Luật Chứng khoán, đồng thời cập nhật những hoạt động mới phát sinh để kịp thời ban hành các văn bản pháp luật hướng dẫn và điều chỉnh, nếu không các hoạt động này sẽ gây những ảnh hưởng không tốt thậm chí là xấu đến thị trường.

Hệ thống luật pháp nói chung, Luật Chứng khoán nói riêng phải được thiết kế đủ mở để phạm vi điều chỉnh của luật có thể bao quát đến các chủ thể tham gia thị trường, các cơ quan quản lý, các sản phẩm tài chính đã có, đang có và sẽ có của chính bản thân thị trường. Hiện nay các công ty chứng khoán muốn thiết lập hệ thống thanh toán điện tử nhằm cải tiến tốc độ giao dịch, thanh toán của thị trường nhưng chưa có văn bản pháp luật hướng dẫn về chữ ký điện tử, về các giao dịch qua mạng máy tính để làm cơ sở cho việc ứng dụng giao dịch. Thiết nghĩ cần nên có văn bản hướng dẫn cụ thể và quy định chặt chẽ về các giao dịch qua mạng để đảm bảo quyền lợi và thực thi nghĩa vụ của nhà đầu tư cũng như công ty chứng khoán.

Thực tế qua 6 năm hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam, do lĩnh vực chứng khoán còn khá mới lại chưa có khung pháp lý hoàn chỉnh, nên quyền lợi của các nhà đầu tư bị ảnh hưởng rất nhiều. Khi bị thiệt hại họ không biết kêu ai và khiếu kiện ai, nếu có khiếu kiện thì cũng không biết ai sẽ đứng ra xử lý và được đền bù như thế nào. Đây là một vấn đề tương như nhỏ, nhưng lại ảnh hưởng rất lớn đến

số đông thành viên đang tham gia trên thị trường chứng khoán. Luật chứng khoán cần quy định rõ quyền khiếu kiện của các nhà đầu tư, kèm theo các khoản phạt vi phạm.

Luật chứng khoán khắc phục các thiếu sót của các văn bản pháp luật trước đó ở điểm là có quy định việc chia, tách, sát nhập, hợp nhất và chuyển đổi tổ chức kinh doanh chứng khoán phải được sự chấp thuận của Chủ tịch Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (khoản 1 điều 9), thủ tục thực hiện việc thay đổi trên được điều chỉnh bởi Luật Doanh nghiệp (điều 150 – 155). Tuy nhiên vẫn còn hạn chế ở điểm là:

- Luật chưa quy định thời hạn trả lời trong trường hợp không chấp nhận việc thay đổi trên (khoản 1 điều 69). Thời hạn thực hiện việc chia, tách, sát nhập, hợp nhất và chuyển đổi hình thức tổ chức kinh doanh chứng khoán quá dài (45 ngày). Sau khi thực hiện xong việc chia, tách, sát nhập, hợp nhất và chuyển đổi, công ty mới phải làm lại từ đầu các thủ tục đề nghị cấp giấy phép kinh doanh (khoản 4 điều 69). Các quy định trên chưa hợp lý, thủ tục rườm rà không phù hợp với xu thế hội nhập, các cơ quan quản lý cần nghiên cứu vấn đề này để xây dựng cơ chế thông thoáng hơn nhưng vẫn đảm bảo công tác quản lý và giám sát tốt
- Luật Chứng khoán cũng chưa có quy định cụ thể nào về vấn đề phá sản công ty chứng khoán và quản lý quỹ mà chỉ quy định chung chung do các điều luật khác điều chỉnh (khoản 2 điều 75). Đây là các tổ chức đặc biệt có ảnh hưởng lớn đến thị trường nhạy cảm như thị trường chứng khoán, vì vậy nên đặt chúng trong tình trạng kiểm soát đặc biệt, nghĩa là các tổ chức này phải có giai đoạn tiền phá sản mà các doanh nghiệp khác không có, còn sau khi mở thủ tục phá sản ở tòa án thì áp dụng thủ tục phá sản giống như đối với các doanh nghiệp khác. Giải pháp này vừa giúp tránh các thủ tục rắc rối, rườm rà, vừa giúp các cơ quan quản lý giám sát, thanh tra các tổ chức này nghiêm ngặt trong giai đoạn tiền phá sản. Ngoài ra cần phải quy định việc phong tỏa tài sản của các công ty cung cấp dịch vụ chứng khoán khi giải quyết các thủ tục phá sản để hoàn trả tiền cho nhà đầu tư.

Hệ thống pháp lý mà cơ bản là Luật Chứng khoán tạo cơ sở cho thị trường chứng khoán phát triển nhanh và ổn định, tạo tâm lý yên tâm cho các tổ chức, cá nhân khi tham gia kinh doanh, đầu tư vào thị trường chứng khoán và bảo đảm lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư; tăng cường công tác giám sát để hạn chế ở mức thấp nhất rủi ro và ngăn chặn kịp thời các hành vi gian lận, lừa đảo, thao túng thị trường, góp phần duy trì các nguyên tắc cơ bản trong hoạt động kinh doanh chứng khoán: công khai, công bằng và hiệu quả; đồng thời phát huy quyền tự chủ của doanh nghiệp huy động vốn trên thị trường chứng khoán, giảm gánh nặng trong việc dùng vốn ngắn hạn cho vay dài hạn của hệ thống ngân hàng hiện nay và góp phần tăng cường tính công khai, minh bạch trong cộng đồng các doanh nghiệp và cả nền kinh tế.

Nhanh chóng đưa vào ứng dụng phổ biến các chuẩn mực kế toán, kiểm toán phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế.

Ngày càng có nhiều doanh nghiệp ở các quốc gia đang phát triển đang tìm cách huy động vốn bằng cách niêm yết các chứng khoán của họ ở các thị trường chứng khoán nước ngoài. Một số các công ty niêm yết Việt Nam cũng dự định niêm yết chứng khoán trên thị trường nước ngoài trong thời gian sắp tới. Nhưng trở ngại đầu tiên phải vượt qua chính là những rào cản trong cách thức lập các báo cáo tài chính là rất khác biệt nhau ở từng nước.

Các doanh nghiệp Việt Nam muốn huy động vốn ở nước ngoài phải xem xét hàng ngàn điều luật có liên quan đến việc trình bày báo cáo tài chính ở các nước mà họ dự tính sẽ niêm yết chứng khoán. Hàng loạt các câu hỏi mà các doanh nghiệp phải đặt ra khi phải đối mặt với thị trường vốn toàn cầu : các báo cáo tài chính được chuẩn bị theo các quy định của Việt Nam có được chấp nhận ở các thị trường chứng khoán nước ngoài không? Họ có bị yêu cầu phải có thêm các báo cáo bổ sung khác không? Doanh nghiệp Việt Nam nhưng lại chuẩn bị các báo cáo tài chính theo các chuẩn mực kế toán quốc tế của Ủy ban chuẩn mực kế toán quốc tế (IAS) thì có được không? ... Đã đến thời điểm không thể muộn hơn được nữa để đặt vấn đề về việc Chính phủ cần có những chiến lược hỗ trợ các doanh nghiệp Việt Nam tiếp cận với thị trường vốn quốc tế.

Các báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết mặc dù đã thông qua kiểm toán nhưng hầu như thị trường không tin tưởng vào các báo cáo này, điển hình là trường hợp thông tin không minh bạch của Công ty cổ phần đồ hộp Hạ Long và Bibica trong thời gian qua đã làm cho nhiều nhà đầu tư thua lỗ. Các doanh nghiệp đã không tạo được niềm tin của nhà đầu tư ở trong nước thì chắc chắn sẽ không thành công khi niêm yết chứng khoán trên thị trường chứng khoán quốc tế.

Để bảo đảm độ tin cậy của các thông tin cao, báo cáo tài chính cần phải được các đơn vị kiểm toán độc lập chứng nhận là trung thực. Hiện nay, phí kiểm toán ở Việt Nam là khá cao, điều này làm tăng thêm chi phí cho doanh nghiệp, chưa kể chi phí thời gian, và việc kiểm toán minh bạch hoá mọi hoạt động mà doanh nghiệp không muốn công khai. Chính vì các lý do đó mà các doanh nghiệp rất ngại kiểm toán. Để bảo vệ các nhà đầu tư, tạo niềm tin cho họ khi tham gia vào thị trường, nhà nước không chỉ ban hành các quy định, các chuẩn mực rõ ràng về chế độ kế toán, kiểm toán để các thông tin đưa ra thị trường có độ tin cậy cao mà còn phải thực hiện chế độ giám sát và thi hành án nghiêm ngặt cùng với việc phạt thật nặng các doanh nghiệp nào không tuân thủ các quy định về công bố báo cáo tài chính.

Về phía các nhà đầu tư, theo điều tra khảo sát, trình độ phân tích các chỉ số tài chính của đại đa số nhà đầu tư trong nước chưa cao, nhất là đối với nhóm nhà đầu tư không am hiểu nhiều về lĩnh vực kinh doanh, đó là cơ hội thuận lợi cho các doanh nghiệp niêm yết dễ dàng che giấu hay thông tin không chính xác. Hơn nữa, các báo cáo tài chính cũng không phải là dễ hiểu đối với họ. Vậy cần nghiên cứu cách thức cung cấp các thông tin một cách dễ tiếp cận nhất nhưng đầy đủ cho các nhà đầu tư để họ có thể ra quyết định một cách khách quan.

Khi niêm yết chứng khoán trên thị trường chứng khoán quốc tế thì phải tuân theo các chuẩn mực của IAS, nhưng với trình độ am hiểu về lĩnh vực kinh doanh này của người dân Việt Nam chưa cao thì việc báo cáo theo các chuẩn mực quốc tế càng khó hiểu hơn đối với họ. Thiết nghĩ theo tình hình hiện nay việc công khai tình hình tài chính không có nghĩa là đưa hết các số liệu trên báo cáo tài chính mà đưa những số liệu cần thiết liên quan đến vấn đề mà nhà đầu tư quan tâm nhất như: chỉ tiêu EPS, tỷ lệ cổ tức, hệ số P/E, lợi nhuận, doanh thu, lợi nhuận giữ lại để trích các

quỹ, công nợ, số liệu về đầu tư trong kỳ, tỷ suất lợi nhuận trên vốn... Bởi vì đa số nhà đầu tư không xem hết toàn bộ báo cáo tài chính, mà họ chỉ cần biết một phần các số liệu trong báo cáo để phục vụ cho việc phân tích của mình. Do đó, nên đơn giản hoá các báo cáo về tình hình tài chính để mọi người có thể hiểu nó một cách dễ dàng nhưng vẫn phải đảm bảo tính đầy đủ của nó. Cách giải quyết này chỉ mang tính tạm thời, còn trong tương lai phải phổ cập kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán cho các nhà đầu tư một cách bài bản.

Thời đại này là thời đại hội nhập kinh tế quốc tế, vì thế để chuẩn bị cho thị trường chứng khoán Việt Nam hội nhập vào thị trường chứng khoán thế giới, cũng như thu hút các nhà đầu tư nước ngoài và đưa chứng khoán Việt Nam ra niêm yết trên thị trường thế giới, thì nên nhanh chóng đưa hệ thống kế toán Việt Nam (VAS) đã được điều chỉnh theo hướng tiếp cận với hệ thống kế toán quốc tế (IAS) vào áp dụng phổ biến, đặc biệt là trong lĩnh vực như báo cáo hợp nhất, công bố các giao dịch với các bên có liên quan, công bố các khoản công nợ... Bởi một hệ thống kế toán, kiểm toán phù hợp với các chuẩn mực kế toán, kiểm toán quốc tế sẽ giúp cho các tổ chức niêm yết tiếp cận với thị trường chứng khoán quốc tế dễ dàng hơn. Đồng thời góp phần chuẩn mực hóa hệ thống báo cáo tài chính của Việt Nam.

Tăng cường hàng hoá chất lượng cao cho thị trường chứng khoán

Triển vọng sắp đến là thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ sôi động lên bởi sự tham gia của nhiều tổ chức niêm yết có uy tín như: Vietcombank, Mobi Fone, Vina Fone.... Do đó có thể nói tình trạng khan hiếm cung hàng hoá không còn là trở ngại lớn cho sự phát triển của thị trường chứng khoán nữa mà chất lượng hàng hoá mới chính là vấn đề được các nhà đầu tư quan tâm hàng đầu hiện nay.

Với đặc điểm một nền kinh tế mà các doanh nghiệp nhà nước là chủ yếu, hàng hoá cung cấp cho thị trường trông chờ chủ yếu từ các doanh nghiệp này. Do vậy để nâng cao chất lượng chứng khoán niêm yết, chương trình cải cách doanh nghiệp nhà nước cần được đẩy mạnh, tập trung cổ phần hoá gắn với niêm yết các doanh nghiệp lớn; chuyển các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thành công ty cổ phần và niêm yết trên thị trường chứng khoán; phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ, trái phiếu công ty....

Hiện nay có khoảng 108 tổ chức niêm yết trên thị trường, trong đó chỉ có vài doanh nghiệp lớn như: Vinamilk, Gemadept, Sacombank, SJS giá trị giao dịch một phiên là khoảng trăm tỷ đồng. Nếu thị trường chứng khoán không sớm thu hút các doanh nghiệp lớn làm ăn có hiệu quả vào cuộc thì trong tương lai khó có thể thu hút được đông đảo các nhà đầu tư. Vì thế gia tăng mạnh chất lượng và quy mô bằng cách đưa các doanh nghiệp lớn hoạt động có hiệu quả như Vietcombank, Mobi Fone, Vietnam Airline, Saigon Petro... vào niêm yết thì quy mô vốn trung bình của các công ty niêm yết sẽ tăng lên đưa tổng giá trị vốn hoá của thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2010 có thể đạt từ 25 – 30% GDP (theo kế hoạch phát triển thị trường chứng khoán đã được điều chỉnh). Hơn nữa, hiện nay hàng hoá cho thị trường chứng khoán dựa chủ yếu vào các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá, nhà nước cần có chính sách và lộ trình cho việc bán bớt hoặc không cần nắm giữ cổ phần tại các doanh nghiệp, thực hiện tốt vấn đề này không chỉ có tác dụng tạo hàng ban đầu mà còn duy trì sinh lực lâu dài cho thị trường chứng khoán.

Song song với việc thực hiện niêm yết các công ty cổ phần lớn, hoạt động có hiệu quả cao, cũng cần chú ý đến các công ty nhỏ nhưng có triển vọng phát triển. Theo kinh nghiệm của nhiều nước trên thế giới, có thể áp dụng hai bộ tiêu chuẩn đối với các công ty niêm yết

- Một bộ tiêu chuẩn dành cho những công ty lớn: bao gồm ít nhất là tiêu chuẩn về lợi nhuận tối thiểu của 1 hoặc 2 năm gần nhất, quy mô vốn chủ sở hữu...
- Một bộ tiêu chuẩn khác dành cho các công ty vừa và nhỏ nhưng có nhiều triển vọng phát triển. Các công ty này phải chứng minh được rằng mình có triển vọng phát triển về một trong các lĩnh vực sau: sở hữu bằng phát minh sáng chế công nghệ mới có giá trị; sở hữu thị trường mới đầy tiềm năng, ít cạnh tranh...

Hai bộ tiêu chuẩn này dành cho các công ty phát triển theo phương thức truyền thống là nhờ vào tài lực và nhân lực và dành cho các công ty phát triển bằng công nghệ độc đáo.

Hơn nữa, các công ty niêm yết hiện nay chưa phải là những công ty hàng đầu và ngành nghề của những công ty này chưa bao quát hết toàn bộ nền kinh tế. Do đó nên tăng cường niêm yết cổ phiếu của các công ty lớn với những ngành nghề đa dạng và những công ty độc quyền của nhà nước từ trước đến nay như: viễn thông, hàng không, dầu khí... để góp phần vừa tạo sức bật cho thị trường, cũng như thu hút nhiều hơn nữa các nhà đầu tư trong và ngoài nước, vừa góp phần xây dựng thị trường chứng khoán trở thành một “hàn thử biểu” của nền kinh tế.

Không chỉ riêng thị trường chứng khoán, tất cả các thị trường muốn phát triển đều cần nguồn hàng hoá dồi dào có chất lượng cao. Thị trường chứng khoán là một thể chế thị trường nhạy cảm, chỉ có hàng hoá có chất lượng cao mới tạo sự hấp dẫn và niềm tin cho nhà đầu tư. Thị trường chứng khoán Việt Nam khi đã giải quyết khá tốt vấn đề tạo hàng thì cần phải hướng đến việc nâng cao chất lượng hàng hoá cho thị trường có như vậy thị trường mới phát triển bền vững được.

Mở rộng và nâng cao chất lượng hoạt động của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán

Hiện nay, hệ thống kỹ thuật giao dịch tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM còn mang tính thủ công và chậm chạp. Đây cũng là nguyên nhân làm cho khả năng thanh khoản của cổ phiếu đã kém lại càng kém hơn. Trung tâm Giao dịch Chứng khoán chưa xây dựng được một chương trình phần mềm thống nhất, hệ thống chương trình còn mang tính lắp ghép, rời rạc, dễ phát sinh sự cố trong giao dịch. Hệ thống này tạm thời chỉ đáp ứng được qui mô giao dịch, thanh toán nhỏ của thị trường hiện nay với tốc độ rất chậm (T+3). Trung tâm còn chưa trang bị một hệ thống dự phòng rủi ro trong giao dịch, thanh toán điện tử. Một khi khối lượng niêm yết và các lệnh giao dịch, thanh toán gia tăng sẽ tạo ra một áp lực rất lớn đối với hệ thống giao dịch, thanh toán hiện nay. Mạng lưới thanh toán nợ gốc, lãi trái phiếu chỉ tập trung tại một số trung tâm thanh toán, các tổ chức lưu ký, kho bạc nhà nước ở các tỉnh, thành phố, chưa xây dựng được mạng lưới thanh toán phủ rộng trên phạm vi cả nước. Với những hạn chế ở trên, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán còn rất nhiều việc phải làm mới có thể đáp ứng được nhu cầu của thị trường và của nhà đầu tư

Thời gian vừa qua, nhiều công ty chứng khoán đã cung cấp một số tiện ích cho nhà đầu tư như cho phép đặt lệnh qua điện thoại hay internet. Tuy nhiên công nghệ này không được truyền tải một cách liên tục, vì nó bị ngắt quãng ở giai đoạn chuyển lệnh từ công ty chứng khoán vào Trung tâm Giao dịch Chứng khoán. Việc ứng dụng công nghệ không đồng bộ giữa công ty chứng khoán và Trung tâm Giao dịch không những đã làm cho hoạt động giao dịch tốn nhiều thời gian, chi phí nhưng không hiệu quả mà còn làm hạn chế sự phát triển về quy mô của thị trường. Điển hình là sàn giao dịch khá chật hẹp, nếu trong thời gian không xa số lượng công ty chứng khoán tăng lên thì vấn đề cấp chỗ đặt lệnh cho công ty chứng khoán rất khó khăn. Hơn nữa số nhân viên đặt lệnh tại sàn chỉ có hai người nên khó có thể nhập hết số lượng lệnh giao dịch trong một phiên, dẫn đến tình trạng là nhiều lệnh không được nhập và độ chính xác của các lệnh khó đạt được mức chính xác hoàn hảo. Thực trạng như vậy dẫn đến những thiệt thòi không đáng có cho nhà đầu tư.

Để khắc phục tình trạng quá tải lệnh giao dịch của nhà đầu tư, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán cần đầu tư thiết bị công nghệ hiện đại để cải tiến hệ thống kỹ thuật giao dịch tại trung tâm. Phát triển đồng bộ một hệ thống giao dịch kết nối Trung tâm với các công ty chứng khoán có nhiều tiện ích, trước hết là giải quyết được tình trạng quá tải tại sàn giao dịch, thứ hai là với hệ thống giao dịch hoàn hảo sẽ tự động sàng lọc những lệnh được chấp nhận (dựa trên những tiêu chí được cài đặt sẵn trên điện thoại hay internet) để chuyển thẳng vào Trung tâm Giao dịch Chứng khoán. Theo mô hình trên, tốc độ truyền lệnh sẽ rất nhanh chóng, không bị hạn chế bởi số lượng lệnh, nhờ đó quy mô giao dịch sẽ mở rộng. Hơn nữa, việc nâng cấp và đầu tư các trang thiết bị hiện đại cho Trung tâm Giao dịch Chứng khoán còn góp phần tăng cường công tác giám sát theo hướng tự động hoá thông qua hệ thống các tiêu chí được quy định.

Với ưu thế của một nước đi sau có thể hấp thu những thành tựu khoa học kỹ thuật hiện đại của nước đi trước, vì vậy khi đầu tư, nâng cấp hệ thống giao dịch, thanh toán của Trung tâm Giao Dịch Chứng khoán thì nên lựa chọn công nghệ thanh toán hiện đại nhằm khai thác và phát huy tối đa hiệu quả của thanh toán, giao dịch điện tử, và từng bước mở rộng, phát triển mạng lưới ra phạm vi toàn quốc để

cung cấp các tiện ích tối ưu cho nhà đầu tư trong việc thanh toán, giao dịch. Tăng cường các giao dịch trực tuyến để giảm thời gian, tốc độ thanh toán, giao dịch. Đồng thời nhanh chóng thực hiện các mục tiêu đã được đề ra như: giảm thời gian thanh toán từ T+3 xuống còn T+2 nhằm tạo vòng quay tiền, hàng nhanh hơn. Song song với việc phát triển hệ thống thanh toán điện tử thì phải thiết lập hệ thống an ninh mạng dự phòng các sự cố trong giao dịch và bảo mật thông tin. Với những tiện ích của mình, hệ thống thanh toán điện tử góp phần hạn chế được các hiện tượng che giá, làm giá, lũng đoạn thị trường, dồn đặt lệnh vào cuối phiên. Bên cạnh đó nên tăng cường hợp tác quốc tế, tranh thủ tối đa sự hỗ trợ, tài trợ từ các chương trình, dự án quốc tế của các chính phủ, tổ chức quốc tế, từng bước hội nhập với hệ thống giao dịch, thanh toán chứng khoán quốc tế.

Với sự tiến bộ như vũ bão của khoa học công nghệ, tin học đã đi vào tất cả các lĩnh vực kinh tế, chính trị, xã hội. Điều này có ưu điểm là giảm bớt đi những phức tạp của công tác quản lý, điều hành, giám sát thị trường chứng khoán. Nhưng việc vi tính hoá sẽ mang đến những vấn đề rắc rối khác, như các hacker ngày càng chuyên nghiệp và tinh vi hơn trong việc xâm nhập vào hệ thống để ăn cắp dữ liệu, gây nhiễu hay thay đổi thông tin... Ngăn chặn việc xâm nhập này là điều không dễ dàng, cần phải có đội ngũ chuyên viên có trình độ và năng lực cao để bảo vệ hệ thống. Do đó đi đôi với việc nâng cấp hệ thống giao dịch thanh toán cần tăng cường đào tạo cán bộ quản lý và điều hành của thị trường và phải thường xuyên mở các lớp huấn luyện để cập nhật kiến thức cho các cán bộ của trung tâm.

Hiện đại hoá toàn bộ hệ thống quản lý, giao dịch, thanh toán của thị trường chứng khoán sẽ không thể thực hiện được nếu như không có vốn, và nguồn vốn đầu tư chắc chắn sẽ rất lớn. Làm sao để giải quyết bài toán vốn này? Chờ đợi nhà nước cấp kinh phí từ ngân sách có phải là giải pháp không? Theo chúng tôi thì đó không phải là giải pháp tích cực, bởi chiếc bánh ngân sách nhỏ lại phải đầu tư cho các dự án trọng điểm quốc gia khác. Vay mượn thông qua phát hành trái phiếu là biện pháp tích cực và hợp lý nhất, hơn nữa phù hợp với tinh thần của thị trường vốn trung và dài hạn. Điều hợp lý đầu tiên là khi đã đi vay thì phải có kế hoạch trả nợ, như vậy

nguồn vốn sẽ sử dụng có hiệu quả hơn. Thứ hai là giảm bớt gánh nặng cho ngân sách, đồng thời giúp cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước tự chủ được nguồn vốn.

Theo kinh nghiệm của các nước trên thế giới thì không một nước nào muốn phát triển thị trường chứng khoán mà lại không hiện đại hoá hệ thống giao dịch từ Sở Giao Dịch Chứng Khoán đến các thành viên. Ngay từ bây giờ nên nghĩ đến xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán điện tử, để kết nối Ủy ban Chứng Khoán Nhà nước, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán với các thành viên, để phục vụ cho các hoạt động trên thị trường, mà việc trước tiên cần làm là nâng cấp đồng bộ toàn bộ hệ thống của thị trường để tránh tình trạng phát triển kiểu “óc đảo”, các đơn vị thành viên đã ứng dụng công nghệ mới phục vụ khách hàng nhưng Trung tâm vẫn còn sử dụng công nghệ lạc hậu, làm cho mạch nối giữa Trung tâm và các thành viên bị tắc nghẽn. Việt Nam hiện nay đang mắc phải tình trạng này, cần phải giải quyết sớm tình trạng nghẽn mạch trên nếu muốn nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư trên thị trường, “đồng tiến hoá” toàn bộ hệ thống để thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển một cách toàn diện và đồng bộ. Và “đồng tiến hoá” với tất cả các thị trường khác tạo thành hệ thống giúp “tiêu hoá” nguồn vốn trong nền kinh tế một cách tốt nhất góp phần hoàn thành sự nghiệp công nghiệp hoá hiện đại hoá đất nước.

Các giải pháp khác

❖ Ổn định kinh tế vĩ mô

Sự ổn định về chính trị tại Việt Nam là điều đã được khẳng định. Tuy nhiên việc ổn định về kinh tế vĩ mô là điều cần phải được Chính phủ tiếp tục thực hiện. Đây là yếu tố quan trọng nhất, là giải pháp “xương sống” để từ đó thực hiện các giải pháp khác nhằm phát triển thị trường chứng khoán. Khi môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng kinh tế ổn định, lãi suất phản ánh trung thực chi phí sử dụng vốn, tỷ giá hối đoái linh hoạt và lạm phát được kiểm soát thì thị trường chứng khoán sẽ là điểm đến hấp dẫn đối với các nguồn vốn đầu tư. Do vậy ngoài các chính sách tác động trực tiếp đến thị trường chứng khoán ở trên, Nhà nước cần quan tâm đến các chính sách mang tính chất gián tiếp như:

- Điều hành chính sách tài khoá chủ động, hạn chế thâm hụt ngân sách, kiểm chế và kiểm soát lạm phát trong giới hạn hợp lý dưới hai con số vì tỷ lệ lạm phát cao sẽ làm tăng cầu các tài sản như vàng, bất động sản – những tài sản không bị giảm giá do lạm phát – và giảm mức cầu về chứng khoán. Lạm phát cao còn làm giảm sự hấp dẫn của hình thức kinh doanh chứng khoán đối với các nhà đầu tư vì lãi suất thực bị giảm và rủi ro tăng lên
- Tiếp tục đổi mới cơ chế quản lý điều hành theo định hướng kinh tế thị trường, đặc biệt là chính sách lãi suất và tỷ giá hối đoái. Sử dụng công cụ lãi suất làm kim chỉ nam cho hoạt động đầu tư.
- Để củng cố lòng tin của công chúng đầu tư, các chính sách tài chính – tiền tệ, chỉ số phát triển kinh tế phải được công bố công khai và có thể dự báo trước được đối với giới đầu tư và kinh doanh.

❖ **Phát triển các định chế trung gian**

Nhà nước cần có chính sách để khuyến khích sự ra đời và phát triển của các tổ chức phát triển cộng đồng, các định chế trung gian như Hiệp hội Đầu tư Chứng khoán, Hiệp hội Tư vấn Chứng khoán, Hiệp hội Bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư.... Các hiệp hội này có chức năng và tôn chỉ riêng của mình. Hiệp hội Bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư chỉ chuyên bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư theo pháp luật hiện hành, luôn đấu tranh chống những biểu hiện hành vi vi phạm pháp luật và là chỗ dựa tin tưởng cho các nhà đầu tư. Hiệp hội Tư vấn Chứng khoán là tổ chức nghề nghiệp của các nhà tư vấn, phân tích chứng khoán, được thành lập và hoạt động để nâng cao nghề nghiệp của các nhà tư vấn, đồng thời thúc đẩy phong trào giáo dục chứng khoán cho công chúng. Còn Hiệp hội đầu tư Chứng khoán được thành lập và hoạt động nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư, đưa ra sự tư vấn đầu tư một cách độc lập và chuyên nghiệp cho các nhà đầu tư và nhất là công chúng đầu tư.

Tại nước ta, chỉ mới có VAF1 và Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán, số tổ chức phát triển cộng đồng còn quá ít so với nhu cầu của thị trường chứng khoán cũng như so với các nước trên thế giới. Vì vậy nên có chính sách phát triển các hình thức này để lôi kéo các nhà đầu tư tiềm năng cũng như các nhà đầu tư chiến lược và củng cố thêm lòng tin đối với các nhà đầu tư hiện hành.

❖ **Phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm**

Năm 2006 đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ nguồn cung cổ phiếu, trái phiếu cho thị trường chứng khoán tự do, cũng như chính thức và sẽ tiếp tục gia tăng trong giai đoạn 2007 – 2010. Tuy nhiên, do đa số nhà đầu tư thiếu kỹ năng cơ bản để lựa chọn loại sản phẩm đặc thù này nên rất cần có một loại hình tổ chức trung gian giúp nhà đầu tư phân loại sản phẩm trước khi phải trả giá cho chúng. Loại hình tổ chức trung gian này được hiểu là tổ chức định mức tín nhiệm.

Hiện nay có 4 đối tượng cần được thực hiện định mức tín nhiệm để tăng tính minh bạch, chất lượng hoạt động, đồng thời góp phần hỗ trợ đầu tư cho công chúng.

- Thứ nhất là các doanh nghiệp quy mô lớn, đã và đang tiến hành cổ phần hoá và các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán. Việc tiến hành định mức tín nhiệm đối với các doanh nghiệp này cần được coi như một điều kiện bắt buộc nhằm bảo vệ công chúng đầu tư, vì đại bộ phận nhà đầu tư chưa có kiến thức và kinh nghiệm trong đầu tư chứng khoán.
- Đối tượng thứ hai cần được định mức tín nhiệm là các ngân hàng thương mại quốc doanh và ngân hàng cổ phần tại Việt Nam. Kế hoạch cổ phần hoá các ngân hàng thương mại quốc doanh của Chính phủ cùng với sự phát triển mạnh mẽ của mạng lưới ngân hàng cổ phần trong những năm gần đây khiến ngành ngân hàng không chỉ là tâm điểm của nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài, mà còn thu hút một lượng lớn nhà đầu tư trong nước tham gia. Việc áp dụng định mức tín nhiệm đối với hệ thống ngân hàng Việt Nam nếu được triển khai sẽ tăng cường tính minh bạch của hệ thống ngân hàng, đồng thời tạo đà cho thị trường trái phiếu ngân hàng phát triển.
- Đối tượng thứ ba cần định mức tín nhiệm là các tổ chức phát hành nợ dài hạn, như Chính phủ, các chính quyền địa phương, các định chế tài chính... Việc đánh giá khả năng hoàn trả gốc và lãi vay của đối tượng này sẽ giúp nhà đầu tư đánh giá đúng mức độ rủi ro cũng như mức độ hấp dẫn của loại hình đầu tư này. Đây là điều kiện quan trọng để phát triển một thị trường trái phiếu chuyên nghiệp tại Việt Nam.

- Đối tượng cuối cùng cần được định mức tín nhiệm là các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Hiện số doanh nghiệp này chiếm đến 95% tổng số doanh nghiệp Việt Nam và đối tượng này được coi là khu vực vừa có tiềm năng lớn, vừa có rủi ro cao. Việc định mức tín nhiệm đối với loại doanh nghiệp này sẽ giúp các doanh nghiệp dễ dàng hơn trong việc huy động vốn, đồng thời giúp công chúng giảm thiểu rủi ro khi đầu tư.

So với các nước trong khu vực, việc ra đời loại tổ chức này tại Việt Nam quá chậm và điều này không chỉ ảnh hưởng đến khả năng thu hút nguồn vốn từ công chúng, mà còn cản trở dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam.

❖ **Xây dựng văn hóa kinh doanh trong đầu tư chứng khoán**

Ngày nay kinh doanh không còn được hiểu là các hoạt động nhằm hướng đến mục đích đơn nhất là lợi nhuận, mà kinh doanh nhằm thoả mãn nhu cầu, khát vọng của con người. Kinh doanh đã trở thành một nghệ thuật – nghệ thuật kiếm tiền –, mỹ thuật hoá ngôn từ này làm cho hoạt động kinh doanh trở nên mềm mại hơn, không còn là những cuộc cạnh tranh khốc liệt thương trường như chiến trường. Nhà kinh doanh hiện đại đang hướng đến một cái gọi là văn hoá trong kinh doanh, theo đó cách hành xử giữa các nhà kinh doanh với nhau vừa đậm nét theo truyền thống văn hoá của dân tộc mình vừa có những nét của nền kinh tế thời hội nhập. Với vốn văn hoá quý báu có từ ngàn đời Việt Nam nên phát huy truyền thống đó song song với xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán nhằm hướng đến một thị trường chứng khoán hiện đại và đậm đà bản sắc dân tộc. Ngoài ra nâng cao văn hóa kinh doanh cũng chính là biện pháp giúp các nhà đầu tư giảm thiểu rủi ro cũng như gia tăng khả năng thu được lợi nhuận cao.

Sau cùng chúng tôi muốn đề nghị một giải pháp nữa tưởng chừng như bình thường nhưng mang đến hiệu quả rất cao, đó là thiết lập một tổng đài điện thoại chuyên giải đáp những câu hỏi liên quan đến chứng khoán và thị trường chứng khoán để mọi người có thể tìm hiểu, và các nhà đầu tư có thể phản ánh tất cả những vi phạm pháp luật của các công ty niêm yết thông qua tổng đài này. Như vậy sẽ có sự nối kết thông suốt giữa các cơ quan pháp luật với nhà đầu tư.

Các giải pháp trên là những giải pháp cơ bản tác động về phía cung và cầu chứng khoán nhằm làm cho cung cầu tiếp xúc với nhau một cách hiệu quả. Tác động về phía cung để làm cho thị trường có sức hấp dẫn nhà đầu tư. Hàng hoá dồi dào có chất lượng cao, cộng thêm các hệ thống pháp luật hoàn chỉnh và công bằng sẽ tạo một thị trường đầy màu sắc và mùi vị hấp dẫn đối với nhà đầu tư.

Về phía cầu, chính sách khuyến khích đầu tư vào loại hình kinh doanh mới này, phổ biến kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán trên các phương tiện thông tin đại chúng, mở các lớp đào tạo đưa thị trường chứng khoán đến với công chúng là các biện pháp thu hút nhà đầu tư đến với thị trường.

Bắc nhịp cầu cho cung và cầu vốn là các dịch vụ tư vấn, môi giới... cũng được chú trọng. Việc nối kết thông suốt giữa nhà đầu tư – những người cung ứng vốn – và doanh nghiệp – những người cần vốn – sẽ thúc đẩy các hoạt động đầu tư trên thị trường diễn ra nhanh chóng đáp ứng kịp thời nhu cầu của các chủ thể tham gia thị trường.

Chúng tôi đã thực hiện một cuộc khảo sát lấy ý kiến của các nhà đầu tư nhằm mục đích tìm hiểu họ đánh giá mức độ hấp dẫn của thị trường chứng khoán Việt Nam như thế nào thông qua hai yếu tố cơ bản là thu nhập và rủi ro. Kết hợp nhu cầu của các nhà đầu tư với tình hình đầu tư thực tế để tìm ra các giải pháp thích hợp hy vọng là những gợi ý về mặt chính sách góp phần làm tăng thu nhập và giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư nhằm nâng cao và phát triển hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kết luận

Sáu năm với 72 tháng là một khoảng thời gian không dài nhưng cũng không quá ngắn. Thông thường các nhà phân tích tài chính sử dụng khoảng thời gian 60 tháng là đủ để khái quát bản chất của một thị trường. Các nhà tư vấn đầu tư chứng khoán cũng lấy khoảng thời gian 5 năm để làm căn cứ phân tích đánh giá lợi nhuận và rủi ro trước khi khuyến cáo các nhà đầu tư không chuyên... Khá nhiều thị trường chứng khoán có những bước tiến dài chỉ trong vòng 6 năm. Và điều đó đang xảy ra với thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ những tháng cuối năm 2006 sau một loạt sự kiện xảy ra có ảnh hưởng tích cực đến nền kinh tế. Sự kiện Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới, hội nghị APEC lần thứ 14 thành công tốt đẹp, Tổng thống Mỹ George W.Bush đến thăm Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM, cũng như những nhận định khả quan về sự phát triển ấn tượng của thị trường chứng khoán Việt Nam từ các doanh nhân, chính khách và giới báo chí nước ngoài đã cộng hưởng lại tạo thành một lực đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam lên tầm cao mới. Vị thế của thị trường chứng khoán Việt Nam trên trường quốc tế từng bước được khẳng định.

Sự phát triển vượt bậc của thị trường chứng khoán Việt Nam trong những tháng cuối năm 2006 đã gây sự chú ý cho giới đầu tư trong và ngoài nước và ảnh hưởng này còn tiếp tục lan tỏa sang đến đầu năm 2007. Kỳ vọng của nhà đầu tư về triển vọng phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam cũng gia tăng cùng với sự phát triển của thị trường.

Kết quả cuộc điều tra khảo sát cho thấy đại đa số nhà đầu tư tin tưởng vào tương lai phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, chỉ có một số ít nhà đầu tư nghĩ rằng phải mất một khoảng thời gian khá dài để thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển ngang tầm với các nước trong khu vực như Singapore, Trung Quốc, Thái Lan... Tuy nhiên theo ý kiến của các nhà đầu tư, để thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển nhanh và mạnh hơn nữa cả về chiều rộng và chiều sâu cần giải quyết tốt các vấn đề sau:

- Tăng lượng hàng hoá chất lượng cao cho thị trường

- Hệ thống thông tin hoạt động hiệu quả, để có thể cung cấp các thông tin chính xác, kịp thời cho nhà đầu tư
- Báo cáo tài chính phải rõ ràng, đầy đủ, dễ hiểu, có độ tin cậy cao
- Hệ thống luật pháp đảm bảo cho thị trường hoạt động ổn định, công khai, công bằng và minh bạch
- Phổ cập kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán.
- Áp dụng tiến bộ khoa học công nghệ vào hoạt động quản lý và điều hành của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán
- Các chính sách tài chính, tiền tệ hướng đến mục tiêu ổn định thị trường

Giải quyết tốt các vấn đề trên sẽ góp phần thu hút các nhà đầu tư đến với thị trường bởi họ sẽ không tìm thấy được lĩnh vực kinh doanh nào sinh lợi cao như vậy nhưng rủi ro thấp ở mức có thể chấp nhận được. Thị trường chứng khoán cần nhà đầu tư cũng giống như ca sĩ cần có các khán giả hâm mộ vậy, càng nhiều nhà đầu tư tham gia thì các hoạt động trên thị trường càng sôi động hơn và càng thu hút vốn đầu tư vào thị trường chứng khoán nhiều hơn, góp phần cung cấp nguồn vốn lớn cho nền kinh tế hoàn thành sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa.

Tài liệu tham khảo

Tài liệu tiếng Việt

1. Vũ Minh Châu, (2005), “Khả năng dự báo giá chứng khoán: Một cách đánh giá tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển Kinh tế* 175
2. Lê Đạt Chí, (2006), “Kiểm định mức độ hiệu quả của thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển Kinh tế* 189
3. Lý Lâm Duy, (2006), “Xác định hệ số ngại rủi ro của các nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Chứng khoán* 12
4. Trung Đức, (2006), “Không sợ thiếu vốn chỉ sợ thiếu văn hóa kinh tế”, *Báo Đầu Tư Chứng Khoán*, số 4+5+6, tr. 44.
5. Nguyễn Đức Hiển, (2006), “Phân tích hành vi của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam” *Tạp chí Diễn đàn chứng khoán* 5
6. Nguyễn thị Liên Hoa, (2005), “5 năm hoạt động thị trường chứng khoán và lộ trình phát triển thị trường chứng khoán giai đoạn 2006-2010”, *Tọa đàm thị trường chứng khoán Việt Nam 5 năm hoạt động và phát triển*, Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước, Tp.HCM
7. Hoàng Nguyên Học, (2005), “Một số giải pháp cung cấp hàng hoá từ doanh nghiệp cho thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tọa đàm thị trường chứng khoán Việt Nam 5 năm hoạt động và phát triển*, Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước, Tp.HCM
8. Lê Vương Hùng, (2004), *Các giải pháp thu hút nhà đầu tư nhằm phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận văn Thạc sỹ Kinh tế, Trường Đại Học Kinh Tế Tp.HCM, Tp.HCM
9. Trần thị Thùy Linh, (2006), “Kênh huy động vốn trên thị trường chứng khoán Việt Nam được gì?”, *Tạp chí Phát triển Kinh tế* 185
10. Phan thị Bích Nguyệt, (2005), “Ứng dụng lý thuyết hiện đại trong quản lý danh mục đầu tư”, *Tạp chí Phát triển Kinh tế* 176

11. Trần Đắc Sinh, (tháng 7/2005), “Đánh giá 5 năm hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam, Tp.HCM”, *Tọa đàm thị trường chứng khoán Việt Nam 5 năm hoạt động và phát triển*, Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước, Tp.HCM
12. Hồ Việt Tiên, (2005), *Phân tích khả năng sinh lợi và mức độ rủi ro của các cổ phiếu niêm yết tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM sau 4 năm hoạt động*, Đề tài nghiên cứu khoa học trọng điểm cấp Bộ, Trường Đại Học Kinh Tế Tp.HCM
13. Hồ Việt Tiên, (2005), “Đo lường rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống của thị trường cổ phiếu”, *Tạp chí Phát Triển Kinh Tế* 173
14. Hồ Việt Tiên, (2005), “Vị thế của thị trường cổ phiếu Việt Nam trên thế giới”, *Tạp chí Phát Triển Kinh Tế* 179
15. Hồ Việt Tiên, (2006), “Thị trường cổ phiếu Việt Nam có hiệu quả không?”, *Tạp chí Phát Triển Kinh Tế* 185, 186
16. Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM, (2006), *Tổng kết 5 năm thị trường chứng khoán Việt Nam*, NXB Phương Đông, Tp.HCM
17. Trung tâm Nghiên Cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán (2006), *Kết quả khảo sát điều tra nhà đầu tư chứng khoán tại Tp.HCM 2006*, Tp.HCM
18. Trần Quốc Tuấn, (2000), *Một số biện pháp cơ bản để nâng cao hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Tp.HCM
19. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, (2002), *Báo cáo dự án điều tra, đánh giá các điều kiện tổ chức và vận hành thị trường chứng khoán ở Việt Nam (giai đoạn II)*, Hà Nội
20. Tạp chí Chứng khoán số 4,5,6 năm 2006
21. Báo Đầu tư Chứng Khoán số 1 (369), ngày 01/01/2007

Tài liệu thu thập trên internet

22. www.mof.gov.vn, 12/05/2006, “Ra đời Luật chứng khoán: Tạo thuận lợi hơn cho kênh huy động vốn trung và dài hạn”
23. www.mof.gov.vn, 21/04/2006, “Sôi động thị trường chứng khoán”

24. www.tintuc.ethitruong.com, 20/5/2006, “Thị trường chứng khoán: Một "bi kịch" sắp bắt đầu?”
25. www.vir.com.vn, 16/10/2006, Báo đầu tư chứng khoán, “Thị trường chứng khoán Định mức tín nhiệm: bao giờ có?”, Thiên Phúc
26. www.vir.com.vn, 11/9/2006, “Thị trường chứng khoán: Hướng tính thuế trong đầu tư chứng khoán”, Mạnh Bôn
27. www.vir.com.vn, 4/9/2006, “Thị trường chứng khoán: Thiếu quyền khiếu kiện của nhà đầu tư?”
28. www.vir.com.vn, 16/10/2006, “Thị trường chứng khoán: Nhận diện đòn thao túng của các tay”, Nguyễn Quý Quỳnh
29. www.vir.com.vn, 03/08/2006, “Cần cú hích mới?”
30. www.vnn.vn, 11/3/2005 “Gỡ vòng kim cô cho thị trường chứng khoán”
31. www.vnn.vn, 14/07/2005 “Thị trường chứng khoán Việt Nam- tương lai còn ở phía trước”
32. www.vneconomy.com , 05/09/2006 “Vi phạm về chứng khoán gia tăng”
33. www.vse.org.vn, 01/10/2006
34. www.chungkhoandenhat.com, 01/10/2006

Tài liệu tiếng Anh

35. Geoffrey A. Hirt & Stanley B. Block (2003), *Fundamentals of investment Management*, The Mc Graw – Hill Companies, New York, US
36. Richard Pike & Bill Neale (2003), *Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies*, Pearson Education Limited, England.
37. R. Stephen Sears & Gary L. Trennepohl (1993), *Investment Management*, The Dryden Press – Harcourt Brace College Publishers, US of America.
38. Zvi Bodie, Alex Kane & Alan J. Marcus (1996), *Investments*, The Mc Graw – Hill Companies, America

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1: DIỄN BIẾN TÌNH HÌNH GIAO DỊCH QUA CÁC NĂM

Năm	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
1. Giao dịch khớp lệnh							
Số phiên giao dịch	334.800	102.580	250	247	236	151	66
Khối lượng giao dịch	.230	.170	66.385.	23.628.	29.678.	17.811.	3.662.
trong đó			140	140	890	430	790
- Cổ phiếu	283.840	79.266.	63.181.	23.579.	29.641.	17.729.	3.641.
	.120	180	900	220	000	700	000
- Trái phiếu	0						21.79
- Chứng chỉ quỹ đầu tư	50.960.	23.313.	53.520	48.920	37.890	81.730	0
	110	990	3.149.7				
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	16.558.	2.490.8	1.735.9	416.67	788.02	931.15	92.35
trong đó	990	00	45	8	7	2	8
- Cổ phiếu	15.181.	2.261.4	1.701.0	412.10	784.47	923.34	90.21
	310	70	02	3	3	8	5
- Trái phiếu	0		5.290	4.575	3.554	7.804	2.143
- Chứng chỉ quỹ đầu tư	1.377.6						
	70	229.320	29.653				
2. Giao dịch thỏa thuận							
Khối lượng giao dịch	360.463	250.490	181.687	29.527.	7.329.7	1.910.5	
trong đó	.870	.450	.100	850	59	00	
- Cổ phiếu	29.860.	15.580.	9.712.3	4.494.9	6.074.9	1.298.5	
	040	010	88	30	39	00	
- Trái phiếu	328.675	232.110	171.625	25.032.	1.254.8	612.00	
	.710	.830	.712	920	20	0	
- Chứng chỉ quỹ đầu tư	1.928.1	2.799.6					
	20	20	349.000				
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	35.482.	24.387.	18.151.	2.581.6	292.86	103.57	
Trong đó	960	160	205	43	4	0	
- Cổ phiếu	1.876.4				174.85		
	50	522.820	269.967	89.919	6	40.672	
- Trái phiếu	33.559.	23.837.	17.877.	2.491.7	118.00		
	790	590	992	24	8	62.898	
- Chứng chỉ quỹ đầu tư	46.730	26.760	3.246				

**3. Tổng cộng giao dịch
toàn thị trường**

Khối lượng giao dịch	695.264	353.070	248.072	53.155.	37.008.	19.721.	3.662.
trong đó	.100	.620	.240	990	649	930	790
- Cổ phiếu	313.700	94.846.	72.894.	28.074.	35.715.	19.028.	3.641.
- Trái phiếu	.160	190	288	150	939	200	000
- Chứng chỉ quỹ đầu tư	52.888.	26.113.	3.498.7	840	10	0	0
	230	610	20				
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	52.041.	26.877.	19.887.	2.998.3	1.080.8	1.034.7	92.35
trong đó	950	960	150	21	91	22	8
- Cổ phiếu	17.057.	2.784.2	1.970.9	502.02	959.32	964.02	90.21
- Trái phiếu	760	90	69	2	9	0	5
- Chứng chỉ quỹ đầu tư	33.559.	23.837.	17.883.	2.496.2	121.56	70.702	2.143
	790	590	282	99	2		
	1.424.4						
	00	256.080	32.899				

Số liệu thông kê năm 2006: tính đến hết ngày 01/10/2006

Nguồn: P.TTTT - Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM

**PHỤ LỤC 2: TỶ SUẤT SINH LỢI DO TĂNG GIÁ CỦA CÁC CỔ PHIẾU
SAU 5 NĂM (7.2000-7.2005)**

Công ty	Năm 1 %	Năm 2 %	Năm 3 %	Năm 4 %	Năm 5 %	Tỷ suất sinh lợi trung bình %
1.REE	331,3	-52,61	-44,04	92,62	12,64	19,90
2.SAM	273,5	-53,86	-0,17	94,87	-0,26	27,30
3.HAP	587,5	-64,00	-18,99	25,52	1,83	20,70
4.TMS	542,9	-58,33	-25,07	14,95	4,18	19,20
5.LAF	311,8	-70,57	6,31	0,46	50,00	14,20
6.SGH	38,9	-54,57	-20,75	9,52	0,72	-11,20
7.CAN		-19,93	-30,88	3,33	-6,45	-14,50
8.DPC		-54,57	-33,33	-5,66	6,00	-25,80
9.BBC		-27,04	-52,28	58,51	4,03	-13,00
10.TRI		-7,59	-30,60	22,58	2,19	-5,30
11.GIL		13,16	-16,28	40,83	-8,28	5,20
12.BTC		2,28	-25,45	-10,18	-42,00	-20,60
13.BPC		-12,80	-29,36	26,62	-20,00	-11,10
14.BT6		-11,49	-22,60	96,27	-5,70	6,10
15.GMD		-1,65	-20,81	63,14	10,63	8,90
16.AGF		-4,00	-16,32	57,68	-18,95	0,70
17.SAV		-21,60	-16,84	93,25	-8,57	3,60
18.TS4			-20,91	-2,30	8,82	-5,60
19.KHA			-12,51	43,86	35,16	19,40
20.HAS			-9,30	51,28	-5,31	9,10
21.VTC			-2,38	78,05	-11,78	15,30
22.PMS				9,66	-11,32	-1,40
23.BBT				-36,11	-17,39	-27,40
24.DHA				-20,78	16,72	-3,80
25.SFC					10,53	10,50
26.NKD					40,00	40,00
27.SSC					17,86	17,86
28.MHC					5,26	5,26
29.PNC					5,00	5,00
30.TNA					-22,00	-22,00
VF1					-14,85	-14,85
VN INDEX	345,4	-56,04	-23,75	61,39	1,37	19,60

Nguồn: “*Tạp chí Phát triển Kinh tế số 179 năm 2005*”

**PHỤ LỤC 3: MỨC CHI TRẢ CỔ TỨC HÀNG NĂM
(TỪ NĂM 2002 ĐẾN 2005)**

STT	Chứng khoán	Năm 2002	Năm 2003	Năm 2004	Năm 2005
		Tỷ lệ cổ tức (%)	Tỷ lệ cổ tức (%)	Tỷ lệ cổ tức (%)	Tỷ lệ cổ tức (%)
1	AGF	24%	24%	18%	8%
2	SAV	16%	16%	16%	16%
3	TS4	16%	12%	12%	12%
4	KHA	16%	20%	19%	18%
5	HAS	14%	15%	15%	15%
6	VTC	14%	14%	14%	7%
7	DPC	10%	3%	0%	12%
8	TRI	18%	18%	15%	15%
9	GIL	25%	24%	16%	16%
10	BTC	12%	0%	0%	0%
11	BPC	16%	15%	15%	15%
12	BT6	15%	15%	15%	15%
13	GMD	32%	12%	24%	12%
14	REE	12%	12%	13%	14%
15	SAM	16%	16%	16%	16%
16	HAP	30%	30%	10%	20%
17	TMS	22%	22%	15%	15%
18	LAF	18%	16%	18%	11%
19	SGH	9%	6%	9%	10%
20	CAN	16%	6%	5%	13%
21	BBC		0%	12%	12%
22	BBT		10%	0%	0%
23	BMP			0%	18%
24	CII		12%	12%	12%
25	DHA		30%	20%	30%
26	FPC			0%	20%
27	HTV		12%	12%	13%
28	KDC		16%	16%	16%
29	MHC		10%	12%	8%
30	NHC		19%	21%	17%
31	NKD		16%	18%	9%
32	PMS		12%	12%	12%

33	PNC		13%	12%	12%
34	RHC		25%	20%	20%
35	SFC		15%	8%	17%
36	SGC			16%	18%
37	SHC		0%	15%	15%
38	SJS		13%	25%	25%
39	SSC		0%	20%	20%
40	STB		0%	14%	14%
41	TNA		15%	18%	20%
42	TTC			0%	0%
43	TYA		0%	0%	0%
44	UNI		0%	0%	0%
45	VFC		0%	0%	15%
46	VNM		0%	15%	17%
47	VSH				0%
48	CLC				12%
49	COM			0%	0%
50	CYC		0%	0%	0%
51	DCT				
	Trung bình thị trường	18%	12%	12%	13%

Nguồn: tập hợp từ www.vse.org.vn, www.chungkhoandenhat.com

Ghi chú: chỉ tính cổ tức chi trả bằng tiền mặt, do không có số liệu chi trả cổ tức bằng các hình thức khác

PHỤ LỤC 4: ĐÁNH GIÁ THỊ TRƯỜNG NĂM 2006

Thị trường	Tăng trưởng EPS (%)	PE (lần)	PB (lần)	RoE (%)	DY (%)
Việt Nam	20,2	9,7	2,6	29,8	3,6
Indônêxia	13,9	12,7	2,6	20,4	3,4
Malaixia	10,8	13,0	1,8	14,9	4,2
Philippin	15,0	10,8	1,4	12,9	1,8
Xingapo	9,6	14,5	1,8	12,8	3,4
Thái Lan	3,8	9,6	2,9	19,9	4,4
Nhật	9,7	18,7	2,2	11,8	1,2
Trung Quốc	6,8	11,6	1,9	16,8	2,8
Hồng Kông	0,9	13,7	1,7	12,6	3,9
Hàn Quốc	9,4	10,2	1,5	16,0	1,6
Đài Loan	11,0	12,0	2,1	17,1	4,2
ÚC	10,8	14,5	2,6	18,0	3,8
Ấn Độ	18,5	14,7	3,3	24,2	1,8
Pakixtan	10,4	11,3	3,0	27,1	5,1

Nguồn: Tạp chí chứng khoán số 3/2006, “Đầu tư tại sao chọn Việt Nam và tại sao là bây giờ”, trích dẫn từ IBES, Thomson Financial DataStream

**PHỤ LỤC 5: RỦI RO BIẾN ĐỘNG GIÁ TÍNH BẰNG ĐỘ LỆCH CHUẨN
SUẤT SINH LỢI**

Công ty	Năm 1 %	Năm 2 %	Năm 3 %	Năm 4 %	Năm 5 %	Trung bình %	Ghi chú
REE	42,28	42,56	18,34	45,42	17,58	33,24	
SAM	38,12	40,14	11,29	39,70	10,46	27,94	
HAP	33,40	44,14	15,43	37,84	13,12	28,78	
TMS	47,21	42,85	15,87	28,03	14,86	29,76	
LAF	32,90	48,11	23,42	27,87	29,59	32,38	
SGH		37,23	20,63	33,92	14,92	26,67	
CAN		19,52	20,91	39,24	14,98	23,66	
DPC		17,16	23,40	34,82	30,55	26,48	
BBC		15,84	20,90	48,78	12,52	24,51	
TRI		14,29	24,05	31,43	21,65	22,86	
GIL		14,52	21,47	36,79	21,92	23,68	
BTC		12,52	39,16	31,81	29,99	28,37	
BPC		13,02	20,63	30,35	18,16	20,54	
BT6		14,59	18,82	40,41	17,99	22,95	
GMD		7,21	15,59	28,92	15,94	16,91	
AGF		7,55	18,53	23,28	14,11	15,87	
SAV		10,31	21,29	37,75	17,33	21,67	
TS4			20,80	31,01	20,95	24,25	
KHA			17,10	33,16	19,25	23,17	
HAS			10,08	33,09	17,16	20,11	
VTC			10,11	39,62	19,95	23,23	
PMS				27,42	17,40	22,41	
BBT				16,63	26,27	21,45	
DHA				8,00	17,11	12,55	
SFC					27,50	27,50	30,0
NKD					9,85	9,85	12,7
SSC					8,19	8,19	13,0
MHC					14,07	14,07	24,1
PNC					8,90	8,90	44,5
TNA							
VF1					10,15	10,15	12,1
VN INDEX	36,99	37,64	11,73	29,84	21,25	27,49	

Nguồn: “Tập chí Phát triển Kinh tế số 179 năm 2005”

Chú ý: riêng TNA không có giá trị vì trong thời điểm tính toán cổ phiếu này mới niêm yết nên chỉ giao dịch được vài phiên.

PHỤ LỤC 6: QUY MÔ GIAO DỊCH CỦA CÁC CỔ PHIẾU 5 NĂM (7.2000 – 7.2005)

Công ty	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Trung bình
REE	23953	35557	27510	68245	33216	37696
SAM	49187	31325	8770	24916	8324	24504
HAP	8413	4684	1665	4805	7065	5326
TMS	7363	8005	1145	4237	2381	4626
LAF	3752	2606	845	1973	9830	3801
SGH	233	4191	989	1062	477	1390
CAN		3845	1656	3893	2546	2985
DPC		4426	1290	2704	898	2330
BBC		23794	10300	27552	15731	19344
TRI		11377	1835	6902	5620	6434
GIL		4778	2366	6970	2392	4127
BTC		3454	724	725	1125	1507
BPC		5505	1409	2047	1358	2580
BT6		9587	5225	12745	2232	7447
GMD		6340	4307	9393	6061	6525
AGF		19594	5235	7045	2583	8614
SAV		12625	9166	18493	4479	11190
TS4			549	1042	779	790
KHA			3851	6190	11550	7197
HAS			1498	1928	1837	1754
VTC			1523	1912	912	1449
PMS				4932	1456	3194
BBT				32721	24148	28434
DHA				5050	4995	5022
SFC					3774	3774
NKD					7953	7953
SSC					6710	6710
MHC					33099	33099
PNC					20961	20961
TNA					53	53
VF1					56544	56544
Tỉ lệ thanh khoản	45,30%	53,83%	19,12%	44,48%	26,61%	37,87%

Nguồn: “*Tạp chí Phát triển Kinh tế số 179 năm 2005*”

**PHỤ LỤC 7: CÁC THỊ TRƯỜNG CÓ ĐỘ THANH KHOẢN CAO TRÊN
THẾ GIỚI (THÁNG 8.2004-7.2005)**

STT	Thị trường	Thanh khoản tương đối %
1	Nasdaq	251,1
2	Istanbul SE	178,5
3	BME Spanish Exchanges	164,7
4	Korea Exchange	160,5
5	Borsa Italiana	147,2
6	Deutsche B`rse (Đức)	136,4
7	Taiwan SE Corp.	129,8
8	OMX Exchanges (Bắc Âu)	115,4
9	Euronext	113,5
10	London SE	111,8
11	Shenzhen SE (TQ)	111,5
12	Oslo Bors	108,8
13	Swiss Exchange	107,4
14	NYSE	93,1
15	Tokyo SE	91,9

Nguồn: “Tập chí Phát triển Kinh tế số 179 năm 2005”

PHỤ LỤC 8: TỔNG HỢP KẾT QUẢ ĐIỀU TRA

Yếu tố	Rất thấp		Thấp		Trung bình		Khá		Cao		Rất cao	
	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ	số lượng	tỷ lệ
Khả năng sinh lợi	6	3%	14	8%	18	10%	50	28%	74	42%	16	9%
Rủi ro chính sách (+)	22	12%	63	35%	67	38%	20	11%	6	4%	0	0%
Rủi ro chính trị (+)	32	18%	58	33%	61	34%	20	11%	7	4%	0	0%
Rủi ro pháp lý (+)	3	2%	11	6%	41	23%	68	38%	46	26%	9	5%
Rủi ro thông tin (+)	2	1%	5	3%	28	16%	56	31%	58	33%	29	16%
Rủi ro khả năng thanh khoản (+)	4	2%	17	10%	44	25%	52	29%	43	24%	18	10%
Chất lượng dịch vụ: tư vấn, môi giới, thanh toán...(+))	20	11%	67	38%	65	37%	20	11%	4	2%	2	1%
Rủi ro kế toán, kiểm toán (+)	3	2%	5	3%	25	14%	57	32%	63	35%	25	14%
Rủi ro do biến động giá (+)	6	3%	33	19%	41	23%	44	25%	34	19%	20	11%
Hoạt động giám sát, cường chế thực thi(+)	9	5%	24	13%	43	24%	51	29%	38	22%	13	7%

Rủi ro do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế (+)	20	11 %	30	17 %	46	26 %	43	24 %	26	15 %	13	7%
Chất lượng chứng khoán (+)	0	0%	8	4%	54	30 %	62	35 %	42	24 %	12	7%
Am hiểu đầu tư chứng khoán (+)	9	5%	27	15 %	52	29 %	50	28 %	22	13 %	18	10 %

Nguồn: Số liệu điều tra thực tế của Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán, 2006

PHỤ LỤC 9: KIỂM ĐỊNH SỰ CÓ MẶT CỦA BIẾN KHÔNG CẦN THIẾT TRONG MÔ HÌNH 1

Redundant Variables: CHINHTRI CHINHSACH QUOCTE

F-statistic	1.231650	Prob. F(3,165)	0.299959
Log likelihood ratio	3.942090	Prob. Chi-Square(3)	0.267786

Test Equation:

Dependent Variable: SINHLOI

Method: Least Squares

Date: 12/17/06 Time: 14:45

Sample: 1 178

Included observations: 178

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.638209	0.285752	-5.732970	0.0000
CHATLUONG	0.138227	0.046015	3.003920	0.0031
DICHVU	0.096129	0.045556	2.110133	0.0363
GIAMSAT	0.227159	0.037855	6.000852	0.0000
KETOAN	0.115679	0.041416	2.793120	0.0058
PHAPLUAT	0.155718	0.043958	3.542410	0.0005
THANHKHOAN	0.231364	0.041544	5.569087	0.0000
THIGIA	0.171967	0.036290	4.738622	0.0000
THONGTIN	0.215840	0.048683	4.433572	0.0000
TRINHDO	0.170963	0.040058	4.267860	0.0000
R-squared	0.788039	Mean dependent var		4.235955
Adjusted R-squared	0.776683	S.D. dependent var		1.202845
S.E. of regression	0.568421	Akaike info criterion		1.762631
Sum squared resid	54.28119	Schwarz criterion		1.941383
Log likelihood	-146.8741	F-statistic		69.39966
Durbin-Watson stat	1.538379	Prob(F-statistic)		0.000000

Theo kết quả của bảng trên, vì thống kê $F = 1.231650$ có xác suất $p = 0.3$ nên ta chấp nhận giả thiết cho rằng 3 biến rủi ro chính trị, rủi ro về chính sách và rủi ro do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế là biến không cần thiết trong mô hình.

PHỤ LỤC 10: KIỂM ĐỊNH 3 BIẾN RỦI RO CHÍNH TRỊ, RỦI RO CHÍNH SÁCH VÀ RỦI RO DO TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN QUỐC TẾ KHÔNG CẦN THIẾT TRONG MÔ HÌNH 1

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	1.231650	(3, 165)	0.3000
Chi-square	3.694949	3	0.2963

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(3)	0.038656	0.047586
C(4)	-0.018359	0.041945
C(9)	0.054937	0.035944

Restrictions are linear in coefficients.

$P(F > 1.231650) = 0.3 > 0.05$ nên ta chấp nhận giả thiết H_0 , tức là hệ số hồi quy của các biến rủi ro chính trị, rủi ro chính sách và rủi ro do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế khác 0 không có ý nghĩa. Hay ba biến này không ảnh hưởng đến biến phụ thuộc là khả năng sinh lợi của chứng khoán. Vì vậy ta không nên đưa chúng vào mô hình.

PHỤ LỤC 11: KIỂM ĐỊNH VỀ SỰ THUẦN NHẤT CỦA PHƯƠNG SAI CỦA MÔ HÌNH 2

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.790789	Prob. F(54,123)	0.833339
Obs*R-squared	45.87174	Prob. Chi-Square(54)	0.776430

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/17/06 Time: 17:17

Sample: 1 178

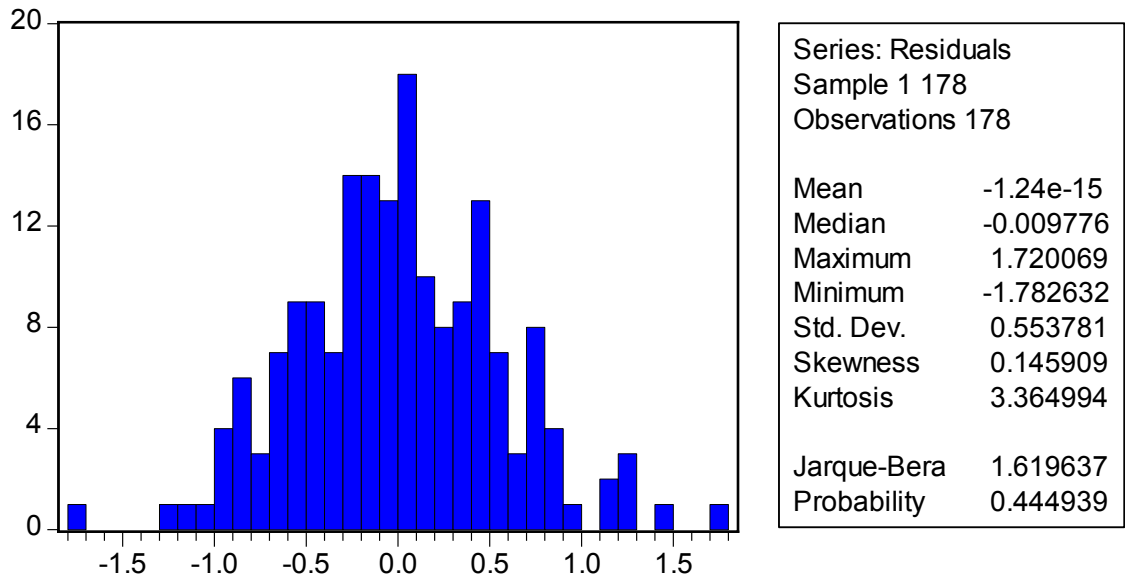
Included observations: 178

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.990891	1.459046	0.679136	0.4983
CHATLUONG	-0.010232	0.365682	-0.027980	0.9777
CHATLUONG^2	-0.062517	0.045862	-1.363173	0.1753
CHATLUONG*DICHVU	-0.039167	0.048094	-0.814375	0.4170
CHATLUONG*GIAMSAT	-0.045140	0.041961	-1.075753	0.2841
CHATLUONG*KETOAN	0.022922	0.047006	0.487638	0.6267
CHATLUONG*PHAPLUAT	0.084896	0.052413	1.619742	0.1078
CHATLUONG*THANHKHOAN	-0.025502	0.048452	-0.526341	0.5996
CHATLUONG*THIGIA	0.020288	0.036819	0.551007	0.5826
CHATLUONG*THONGTIN	0.064975	0.053385	1.217092	0.2259
CHATLUONG*TRINHDO	0.015072	0.050277	0.299774	0.7649
DICHVU	0.103108	0.360116	0.286319	0.7751
DICHVU^2	0.004029	0.030702	0.131214	0.8958
DICHVU*GIAMSAT	0.042072	0.044332	0.949024	0.3445
DICHVU*KETOAN	0.010766	0.052532	0.204944	0.8380
DICHVU*PHAPLUAT	-0.046118	0.055575	-0.829824	0.4082
DICHVU*THANHKHOAN	-0.030531	0.045502	-0.670986	0.5035
DICHVU*THIGIA	0.012183	0.044808	0.271904	0.7862
DICHVU*THONGTIN	0.025328	0.060832	0.416353	0.6779
DICHVU*TRINHDO	-0.017676	0.043463	-0.406687	0.6849
GIAMSAT	0.572116	0.320647	1.784253	0.0768
GIAMSAT^2	-0.009687	0.028297	-0.342327	0.7327
GIAMSAT*KETOAN	-0.021240	0.041798	-0.508148	0.6123
GIAMSAT*PHAPLUAT	-0.021318	0.042708	-0.499146	0.6186
GIAMSAT*THANHKHOAN	-0.003250	0.034225	-0.094952	0.9245
GIAMSAT*THIGIA	-0.015378	0.032805	-0.468782	0.6401
GIAMSAT*THONGTIN	-0.076604	0.044769	-1.711086	0.0896

GIAMSAT*TRINHDO	0.044426	0.036449	1.218830	0.2252
KETOAN	-0.286282	0.331827	-0.862745	0.3900
KETOAN^2	0.005021	0.027030	0.185746	0.8530
KETOAN*PHAPLUAT	-0.002953	0.040421	-0.073045	0.9419
KETOAN*THANHKHOAN	0.007274	0.036919	0.197039	0.8441
KETOAN*THIGIA	-0.061827	0.041155	-1.502298	0.1356
KETOAN*THONGTIN	0.055521	0.058530	0.948598	0.3447
KETOAN*TRINHDO	0.053784	0.041667	1.290810	0.1992
PHAPLUAT	0.022182	0.302390	0.073354	0.9416
PHAPLUAT^2	-0.038251	0.032326	-1.183299	0.2390
PHAPLUAT*THANHKHOAN	0.000578	0.053757	0.010761	0.9914
PHAPLUAT*THIGIA	0.010903	0.040250	0.270871	0.7869
PHAPLUAT*THONGTIN	0.039527	0.047324	0.835227	0.4052
PHAPLUAT*TRINHDO	-0.002593	0.044227	-0.058630	0.9533
THANHKHOAN	0.209648	0.300024	0.698771	0.4860
THANHKHOAN^2	-0.030904	0.029434	-1.049924	0.2958
THANHKHOAN*THIGIA	-0.044453	0.041958	-1.059456	0.2915
THANHKHOAN*THONGTIN	0.008003	0.052568	0.152242	0.8792
THANHKHOAN*TRINHDO	0.078241	0.049116	1.592983	0.1137
THIGIA	0.072807	0.297333	0.244866	0.8070
THIGIA^2	0.004578	0.026685	0.171567	0.8641
THIGIA*THONGTIN	0.016938	0.041474	0.408401	0.6837
THIGIA*TRINHDO	0.042604	0.035976	1.184230	0.2386
THONGTIN	-0.218637	0.308808	-0.708004	0.4803
THONGTIN^2	-0.002421	0.044536	-0.054354	0.9567
THONGTIN*TRINHDO	-0.089137	0.048840	-1.825086	0.0704
TRINHDO	-0.591710	0.290085	-2.039779	0.0435
TRINHDO^2	0.007979	0.031124	0.256354	0.7981
<hr/>				
R-squared	0.257706	Mean dependent var	0.304950	
Adjusted R-squared	-0.068179	S.D. dependent var	0.470292	
S.E. of regression	0.486060	Akaike info criterion	1.643408	
Sum squared resid	29.05925	Schwarz criterion	2.626543	
Log likelihood	-91.26329	F-statistic	0.790789	
Durbin-Watson stat	1.839783	Prob(F-statistic)	0.833339	

Theo kết quả của bảng trên, $nR^2 = 45.87174$ có mức xác suất tương ứng là 0.776430 như vậy ta chấp nhận giả thiết H_0 : phương sai bằng nhau

PHỤ LỤC 12: KIỂM ĐỊNH PHÂN PHỐI CHUẨN CỦA U CỦA MÔ HÌNH 2



Kết quả cho thấy $JB = 1,619$ với mức xác suất tương ứng là $0.444 > 0.05$. Vậy ta chấp nhận giả thiết H_0 : U có phân phối chuẩn

**PHỤ LỤC 13: CÁC BIẾN ĐỘC LẬP CỦA MÔ HÌNH KINH TẾ LƯỢNG
PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ CHI PHỐI HOẠT ĐỘNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ
CHỨNG KHOÁN.**

STT	Các biến độc lập	Định nghĩa	Ý nghĩa	Dấu kỳ vọng
1	Rủi ro pháp lý (X ₁)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do hệ thống pháp luật chưa hoàn thiện	Mức độ hoàn thiện của hệ thống pháp luật càng cao thì khả năng xảy ra rủi ro càng thấp, lợi ích của nhà đầu tư được bảo vệ	(+)
2	Môi trường chính trị (X ₂)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do các biến động về chính trị	Môi trường chính trị càng ổn định thì khả năng xảy ra rủi ro càng thấp, tạo thuận lợi cho các hoạt động trên thị trường	(+)
3	Rủi ro khả năng thanh toán của chứng khoán (X ₃)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do khả năng hoán tệ thấp	Khả năng chuyển đổi thành tiền mặt của chứng khoán càng cao thì khả năng xảy ra rủi ro càng thấp, vốn đầu tư luân chuyển nhanh, nhà đầu tư thay đổi danh mục đầu tư dễ dàng hơn	(+)
4	Rủi ro chính sách (X ₄)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do hệ thống chính sách thay đổi	Mức độ ưu đãi của chính sách khuyến khích đầu tư cao, diễn biến thuận lợi của lãi suất, tỷ giá hối đoái, lạm phát sẽ ảnh hưởng tích cực đến thu nhập của nhà đầu tư	(+)
5	Chất lượng dịch vụ cung cấp của các tổ chức tài chính trung gian (X ₅)	Dịch vụ cung cấp của các tổ chức tài chính trung gian: tư vấn, phân tích, môi giới...là yếu tố ảnh hưởng đến thu nhập của nhà đầu tư	Chất lượng dịch vụ cao sẽ hạn chế xảy ra rủi ro, và góp phần tăng thu nhập cho nhà đầu tư	(+)
6	Rủi ro thông tin (X ₆)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do thông tin không được công bố công khai, nhanh chóng, đầy đủ	Mức độ minh bạch của hệ thống thông tin càng cao thì khả năng xảy ra rủi ro càng thấp, giúp nhà đầu tư đánh giá đúng đắn hoạt động của các công ty niêm yết để ra quyết định đầu tư chính xác nhằm gia tăng thu nhập	(+)

7	Hoạt động giám sát, cưỡng chế thực thi (X ₇)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do hệ thống giám sát, cưỡng chế thực thi chưa hoàn thiện	Hoạt động giám sát, cưỡng chế thực thi góp phần tích cực nâng cao hiệu quả hoạt động thị trường, hạn chế khả năng xảy ra rủi ro làm ảnh hưởng đến thu nhập	(+)
8	Mức độ minh bạch và độ tin cậy của Báo cáo tài chính (X ₈)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do báo cáo tài chính thiếu chính xác	Mức độ trung thực của báo cáo tài chính càng cao thì khả năng xảy ra rủi ro càng thấp, giúp nhà đầu tư ra quyết định đầu tư chính xác từ việc đánh giá tình hình hoạt động của công ty	(+)
9	Rủi ro do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế (X ₉)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế	Những diễn biến thuận lợi trên thị trường chứng khoán quốc tế ảnh hưởng tích cực đến hoạt động của thị trường chứng khoán trong nước nên cũng tác động đến thu nhập của nhà đầu tư	(+)
10	Rủi ro do biến động giá chứng khoán (X ₁₀)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do biến động giá chứng khoán	Giá cả chứng khoán càng biến động nhiều thì càng ảnh hưởng đến suất sinh lợi do tăng giá	(+)
11	Chất lượng chứng khoán (X ₁₁)	Chất lượng chứng khoán được đo lường thông qua tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận, doanh thu, vốn; tiềm năng phát triển; hệ thống quản lý tốt; nhân lực trình độ cao...	Chất lượng chứng khoán càng cao thì thu nhập của nhà đầu tư càng cao	(+)
12	Trình độ am hiểu về đầu tư chứng khoán (X ₁₂)	Khả năng xảy ra rủi ro làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do thiếu hiểu biết về lĩnh vực chứng khoán	Trình độ hiểu biết về đầu tư chứng khoán càng cao thì khả năng xảy ra rủi ro càng thấp, góp phần gia tăng thu nhập đầu tư.	(+)

BẢNG CÂU HỎI ĐIỀU TRA

Người được phỏng vấn:

Tuổi

Quận/Huyện

Nghề nghiệp:

Ngày phỏng vấn:

1. Trình độ học vấn

cấp 1	cấp 2	cấp 3	đại học và trên đại học
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2. Đã có tham dự các lớp đào tạo về chứng khoán và thị trường chứng khoán chưa?

Có	không
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3. Có thể đọc hiểu báo cáo tài chính ở trình độ nào?

Thành thạo	khá	trung bình	không hiểu
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4. Mục tiêu đầu tư (có thể nhiều mục)

Thu lợi từ cổ tức	<input type="checkbox"/>
Thu chênh lệch thị giá	<input type="checkbox"/>
Ổn định tài chính	<input type="checkbox"/>
Đảm bảo cuộc sống trước khi về hưu	<input type="checkbox"/>
Tiết kiệm cho thế hệ tương lai	<input type="checkbox"/>
Trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp	<input type="checkbox"/>
Tham gia điều hành công ty	<input type="checkbox"/>
5. Điều nào được quan tâm nhất:

Thua lỗ	<input type="checkbox"/>
Đầu tư với tiềm năng lợi nhuận dài hạn mặc dù biết rằng mình có thể gánh chịu một số tổn thất	<input type="checkbox"/>
Không đầu tư khi biết rằng thị trường đang hoạt động tốt	<input type="checkbox"/>
6. Quan tâm đến yếu tố rủi ro nào sau đây:

Rủi ro pháp lý	
Rủi ro thông tin	
Rủi ro khả năng thanh khoản	
Rủi ro môi trường chính trị	
Rủi ro môi trường đầu tư	
Mức độ tin cậy, minh bạch của báo cáo tài chính	
Chất lượng dịch vụ của các tổ chức tài chính trung gian	
Hoạt động thanh tra, giám sát, cưỡng chế thực thi	
Chất lượng chứng khoán	
Rủi ro do tác động của thị trường chứng khoán quốc tế	
Rủi ro do biến động giá chứng khoán	

Trình độ am hiểu về chứng khoán và thị trường chứng khoán của nhà đầu tư

Tin đồn không được kiểm chứng

Tâm lý, hiệu ứng đám đông

Giao dịch nội gián

Đánh giá của các chuyên gia kinh tế về triển vọng và dự báo kinh tế

Công bố của chính phủ về các chỉ số kinh tế: GDP, tăng trưởng kinh tế, lạm phát, thất nghiệp, thâm hụt ngân sách, vốn đầu tư nước ngoài...

Yếu tố (ghi rõ)

7. Ưu thích hình thức đầu tư nào nhất

Cổ phiếu

Trái phiếu

Quỹ tương hỗ

Giấy tờ có giá khác

8. Thời gian sở hữu chứng khoán trung bình trong vòng bao lâu

Ít hơn 3 năm

Từ 3 – 10 năm

Hơn 10 năm

9. Đánh giá khả năng sinh lợi của tín phiếu kho bạc, có 6 mức:

Rất cao (6 điểm)

Cao (5 điểm)

Khá cao (4 điểm)

Trung bình (3 điểm)

Thấp (2 điểm)

Rất thấp (1 điểm)

10. Đánh giá khả năng sinh lợi của chứng khoán, có 6 mức:

Rất cao (6 điểm)

Cao (5 điểm)

Khá cao (4 điểm)

Trung bình (3 điểm)

Thấp (2 điểm)

Rất thấp (1 điểm)

11. Đánh giá khả năng xảy ra rủi ro của các yếu tố sau đối với hoạt động đầu tư

Rất cao (6 điểm)

Cao (5 điểm)

Khá cao (4 điểm)

Trung bình (3 điểm)

Thấp (2 điểm)

Rất thấp (1 điểm)

STT	Yếu tố rủi ro	Rất cao	Cao	Khá	Trung bình	Thấp	Rất thấp
1	Hệ thống luật pháp						
2	Môi trường chính trị						
3	Tính thanh khoản						
4	Chính sách: khuyến khích đầu tư, thuế, lãi suất, tỷ giá hối đoái, lạm phát...						
5	Chất lượng dịch vụ của tổ chức tài chính trung gian						
6	Thông tin						
7	Hoạt động giám sát, cưỡng chế thực thi						
8	Tính minh bạch, độ tin cậy của báo cáo tài chính						
9	Tác động của thị trường chứng khoán quốc tế						
10	Rủi ro do biến động giá chứng khoán						
11	Chất lượng chứng khoán						
12	Am hiểu về đầu tư chứng khoán						
13	Yếu tố rủi ro khác (do nhà đầu tư ghi thêm)						

12. Đánh giá triển vọng phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam

- Rất cao (6 điểm)
- Cao (5 điểm)
- Khá cao (4 điểm)
- Trung bình (3 điểm)
- Thấp (2 điểm)
- Rất thấp (1 điểm)

13. Để hoàn thiện thị trường chứng khoán cần sửa đổi các yếu tố sau, đánh giá từng yếu tố theo 3 mức sau

- Cấp thiết (3 điểm)
- Cần nhưng không cấp thiết (2 điểm)
- Không cần thiết (1 điểm)

- a- Tiếp tục hoàn thiện hệ thống luật pháp (bảo vệ nhà đầu tư, ổn định và nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường, quy định chế độ kế toán, kiểm toán)
- b- Tăng tính thanh khoản của chứng khoán (chiết khấu, cầm cố, vay mượn, thời hạn, chi phí giao dịch)
- c- Tăng tính minh bạch của thị trường
- d- Nâng cao hoạt động công bố thông tin (Báo cáo hoạt động và báo cáo tài chính)
- e- Tăng lượng hàng hóa có chất lượng (quy mô niêm yết, đa dạng ngành nghề...)
- f- Tăng phiên giao dịch tiến tới khớp lệnh
- g- Mở rộng, tăng chất lượng hoạt động của Công ty chứng khoán, quỹ hỗ trợ đầu tư
- h- Xây dựng cơ sở hạ tầng hiện đại phục vụ cho các hoạt động trên thị trường, đào tạo đội ngũ chuyên gia giỏi
- i- Thành lập thị trường OTC
- j- Tăng cường hoạt động thanh tra, giám sát thị trường.
- k- Khác (ghi chi tiết)