

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



**VÕ TƯỜNG OANH**

**HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN  
PHI TẬP TRUNG Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành : **Tài chính – Ngân hàng**  
Mã số : **60.31.12**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: PGS.TS. BÙI KIM YẾN**

TP. Hồ Chí Minh - Năm 2008

## MỤC LỤC



	<i>Trang</i>
<b>Trang phụ bì</b>	
<b>Lời cam đoan</b>	
<b>Lời cảm ơn</b>	
<b>Mục lục</b>	
<b>Danh mục các ký hiệu, chữ viết tắt</b>	
<b>Danh mục các bảng biểu</b>	
<b>Mở đầu</b>	
<b>CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG</b>	<b>1</b>
1.1. TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	1
1.1.1. Khái niệm về thị trường chứng khoán	1
1.1.2. Các chủ thể tham gia trên thị trường chứng khoán	1
1.1.3. Cơ chế điều hành và giám sát thị trường chứng khoán	3
1.1.4. Cấu trúc và phân loại cơ bản thị trường chứng khoán	4
1.2. CHỨC NĂNG CƠ BẢN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	5
1.2.1. Huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế	5
1.2.2. Cung cấp môi trường đầu tư cho công chúng và tạo điều kiện cho họ tham gia quản lý công ty cổ phần mà họ đầu tư.	6
1.2.3. Thúc đẩy các doanh nghiệp làm ăn hiệu quả hơn	6
1.2.4. Thị trường chứng khoán là công cụ làm giảm áp lực lạm phát	6
1.2.5. Thị trường chứng khoán nguồn thu hút vốn từ nước ngoài	6
1.2.6. Tạo môi trường giúp Chính phủ thực hiện các chính sách vĩ mô	7
1.3. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG	7
1.3.1. Khái niệm về thị trường chứng khoán phi tập trung	7
1.3.2. Sự phát triển của thị trường phi tập trung (OTC)	8
1.3.2.1. Thị trường phi tập trung phát triển từ hình thái thị trường tự do đến thị trường có sự quản lý của nhà nước	8
1.3.2.2. Thị trường OTC phát triển từ hình thức giao dịch truyền thống sang hình thức giao dịch hiện đại	9
1.4. PHƯƠNG THỨC HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG	10
1.4.1. Yết giá trên thị trường chứng khoán phi tập trung	10
1.4.2. Hình thức tổ chức thị trường chứng khoán phi tập trung	10
1.4.3. Các loại chứng khoán giao dịch trên TTCK phi tập trung	11
1.4.4. Thị trường OTC có sự tham gia của các nhà tạo lập thị trường	11
1.4.5. Cơ chế thanh toán linh hoạt, đa dạng	12
1.5. PHÂN BIỆT THỊ TRƯỜNG OTC VỚI CÁC LOẠI HÌNH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN KHÁC	12
1.5.1. Phân biệt với thị trường tập trung (Sở giao dịch)	12

1.5.2. Phân biệt với thị trường tự do	14
<b>1.6. VỊ TRÍ, VAI TRÒ CỦA THỊ TRƯỜNG OTC TRONG HỆ THỐNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN</b>	14
1.6.1. Vị trí của thị trường OTC trong hệ thống thị trường chứng khoán	14
1.6.2. Vai trò của thị trường OTC	14
<b>1.7. NGHIÊN CỨU MÔ HÌNH THỊ TRƯỜNG OTC CỦA MỘT VÀI NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI</b>	15
1.7.1. Thị trường OTC ở Mỹ	15
1.7.2. Thị trường OTC Hàn Quốc	20
<b>1.8. MỘT SỐ BÀI HỌC KINH NGHIỆM CHO TTCK VIỆT NAM</b>	21
Kết luận chương 1	22
<b>CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM VÀ SỰ CẦN THIẾT PHẢI THIẾT LẬP THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG</b>	23
<b>2.1. SỰ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM</b>	23
2.1.1. Bối cảnh ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam	23
2.1.2. Quá trình phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam	24
<b>2.2. TÌNH HÌNH KINH TẾ VIỆT NAM TRONG CÁC NĂM QUA</b>	27
<b>2.3. THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TỪ NĂM 2000 – 2007</b>	27
2.3.1. Tại TTGDCK Tp. Hồ Chí Minh	27
2.3.2. Tại TTGDCK Hà Nội	34
2.3.2.1. Lịch sử hình thành và phát triển	34
2.3.2.2. Chiến lược phát triển TTGDCK Hà Nội	35
2.3.2.3. Tình hình đăng ký giao dịch và quy mô giao dịch chứng khoán tại TTGDCK Hà Nội trong thời gian qua	36
2.3.3. Thực trạng hoạt động của thị trường tự do	40
<b>2.4. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM</b>	43
2.4.1. Đánh giá	43
2.4.2. Nguyên nhân thúc đẩy TTCK Việt Nam phát triển	45
2.4.3. Những tồn tại, bất cập của TTCK Việt Nam hiện nay	48
<b>2.5. SỰ CẦN THIẾT PHẢI XÂY DỰNG TTCK PHI TẬP TRUNG Ở VIỆT NAM</b>	52
2.5.1. Thu hẹp hoạt động của thị trường tự do	52
2.5.2. Tạo điều kiện cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, các công ty chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung có thể huy động vốn trên thị trường chứng khoán.	53
2.5.3. Thu hút ngày càng nhiều nhà đầu tư	55
2.5.4. Hoàn thiện thị trường tài chính Việt Nam	55
2.5.5. Những thuận lợi và khó khăn khi xây dựng TTCK phi tập trung	56
2.5.5.1. Thuận lợi	56

2.5.5.2. Khó khăn	58
<b>Kết luận chương 2</b>	
<b>CHƯƠNG 3: MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM XÂY DỰNG VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG OTC</b>	61
3.1. MỤC TIÊU, QUAN ĐIỂM ĐỀ XUẤT CÁC GIẢI PHÁP	61
3.1.1. Mục tiêu đề xuất các giải pháp	62
3.1.2. Quan điểm đề xuất các giải pháp	62
3.2. HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG OTC Ở VIỆT NAM	66
3.2.1. Mô hình tổ chức	66
3.2.2. Mô hình quản lý	66
3.3. ĐỀ XUẤT GIẢI PHÁP VỀ VIỆC XÂY DỰNG VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG OTC Ở VIỆT NAM	67
3.3.1. Hoàn thiện khung pháp lý cho sự ra đời của thị trường OTC	67
3.3.2. Phương thức quản lý	69
3.3.3. Tăng cường số lượng và chất lượng cung cầu cho thị trường	71
3.3.4. Nâng cao hoạt động của các tổ chức trung gian	73
3.3.5. Tăng cường giám sát của cơ quan quản lý nhà nước	73
3.3.6. Tăng cường công khai minh bạch hoạt động của các công ty	74
3.3.7. Nâng cấp hạ tầng công nghệ thông tin	75
3.3.8. Công tác đào tạo, tuyên truyền kiến thức về thị trường chứng khoán	76
3.3.9. Nhanh chóng thành lập một tổ chức định mức tín nhiệm	78
3.3.10. Thành lập Ban Giám sát thị trường	79
<b>Kết luận chương 3</b>	80
<b>Kết Luận</b>	

### **Danh mục tài liệu tham khảo**

## DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CHỮ VIẾT TẮT



- APEC: Diễn đàn hợp tác kinh tế Châu Á – Thái Bình Dương
- TTCK: Thị

## DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU



<b>Bảng 1-1:</b> Các dự án FDI được cấp phép ở Việt Nam từ năm 1988 – 2005.....	10
<b>Bảng 1-2:</b> Số lượng lao động trong khu vực FDI ở Việt Nam.....	13
<b>Bảng 2-1:</b> Tốc độ tăng trưởng GDP của tỉnh Vĩnh Long.....	21
<b>Bảng 2-2:</b> Tốc độ chuyển dịch cơ cấu kinh tế của tỉnh Vĩnh Long.....	22
<b>Bảng 2-3:</b> Tình hình xuất nhập khẩu của tỉnh Vĩnh Long.....	23
<b>Bảng 2-4:</b> Vốn đầu tư trên địa bàn phân theo nguồn vốn.....	24
<b>Bảng 2-5:</b> Đầu tư trực tiếp nước ngoài được cấp phép qua các năm.....	25
<b>Bảng 2-6:</b> Các dự án FDI bị rút giấy phép trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long.....	26
<b>Bảng 2-7:</b> Các doanh nghiệp FDI theo ngành nghề, lĩnh vực.....	27
<b>Bảng 2-8:</b> Dự án FDI vào Vĩnh Long theo hình thức đầu tư.....	28
<b>Bảng 2-9:</b> Cơ cấu đầu tư theo đối tác nước ngoài.....	29
<b>Bảng 2-10:</b> Dự án FDI trong khu, tuyến CN và ngoài khu, tuyến CN.....	30
<b>Bảng 2-11:</b> Tỷ trọng FDI trong GDP và tốc độ tăng FDI từ 2001 - 2005.....	34
<b>Bảng 2-12:</b> Tình hình phân bổ vốn trong ngành công nghiệp.....	35
<b>Bảng 2-13:</b> Kim ngạch xuất nhập khẩu của khu vực FDI ở tỉnh Vĩnh Long.....	35
<b>Bảng 2-14:</b> Đóng góp của khu vực FDI cho ngân sách tỉnh Vĩnh Long.....	37
<b>Bảng 2-15:</b> Số lao động làm việc trong các dự án FDI ở tỉnh Vĩnh Long.....	37
<b>Bảng 2-16:</b> Ma trận đánh giá các yếu tố bên trong.....	50
<b>Bảng 2-17:</b> Ma trận đánh giá các yếu tố bên ngoài.....	57

## DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CHỮ VIẾT TẮT



CPH	: Cổ phần hoá
CTCK	: Công ty chứng khoán
DNNN	: Doanh nghiệp Nhà nước
DNVVN	: Doanh nghiệp vừa và nhỏ
GDCK	: Giao dịch chứng khoán
GDP	: Tổng sản phẩm quốc dân
NASD	: Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán ở Mỹ
NHNN	: Ngân hàng Nhà nước
NH TMCP	: Ngân hàng thương mại cổ phần
OTC	: Thị trường chứng khoán phi tập trung
SEC	: Ủy Ban Chứng Khoán ở Mỹ
TTCK	: Thị trường chứng khoán
TTGDCK	: Trung tâm giao dịch chứng khoán
TP.HCM	: Thành phố Hồ Chí Minh
UBCKNN	: Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước
XHCN	: Xã hội chủ nghĩa
WTO	: Tổ chức thương mại thế giới

## DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU, SƠ ĐỒ



	Trang
Bảng 1.1: So sánh những điểm giống và khác nhau cơ bản giữa thị trường tập trung và thị trường OTC	13
Bảng 1.2: So sánh những điểm mạnh và điểm yếu cơ bản giữa thị trường tập trung và thị trường OTC	14
Bảng 1.3: So sánh thị trường OTC và thị trường tự do	14
Bảng 2.1: Tốc độ tăng GDP (%)	28
Bảng 2.2: Diễn biến niêm yết cổ phiếu qua các năm	31
Bảng 2.3: Quy mô giao dịch toàn thị trường qua các năm	32
Bảng 2.4: Số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư	33
Biểu đồ 2.1: Số lượng công ty niêm yết qua các năm	31
Biểu đồ 2.2: Khối lượng chứng khoán niêm yết qua các năm	32
Biểu đồ 2.3: Số lượng công ty đăng ký giao dịch tại TTGDCK Hà Nội	41
Biểu đồ 2.4: Giá trị vốn hoá thị trường cổ phiếu tại TTGDCK Hà Nội	42
Sơ đồ 1.1: Cơ cấu của thị trường chứng khoán	5

## MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài

Tại nhiều quốc gia, thị trường chứng khoán là một trong những kênh huy động vốn quan trọng của hoạt động kinh tế, là thước đo đánh giá kỳ vọng của xã hội. Tại Việt Nam, thị trường chứng khoán tập trung được thành lập, hoạt động, bước đầu đã phát huy tác dụng. Vai trò quan trọng của kênh dẫn vốn này đã tạo cơ hội cho các doanh nghiệp huy động vốn trong nền kinh tế bên cạnh phương tiện truyền thống là hệ thống các ngân hàng thương mại. Thị trường chứng khoán ra đời được ghi nhận là mốc quan trọng trong việc hoàn thiện hệ thống thị trường tài chính Việt Nam, một tiền đề để phát triển kinh tế theo cơ chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Tuy đã có bước phát triển nhanh, song thị trường chứng khoán Việt Nam chưa được coi là hàn thử biểu của nền kinh tế. Vì thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời mới có hơn 7 năm, nên còn rất sơ khai, trong khi thị trường chứng khoán trên thế giới đã phát triển từ hàng trăm năm nay. Để luôn đáp ứng yêu cầu và thay đổi của thực tiễn, hệ thống thị trường chứng khoán Việt Nam phải không ngừng được hoàn thiện trên mọi phương diện. Đặc biệt là khi thị trường chứng khoán Việt Nam đang ở giai đoạn phát triển sơ khai, còn nhiều khuyết điểm đòi hỏi phải sớm được khắc phục, hoàn thiện.

Tính đến thời điểm cuối năm 2007, trên thị trường chứng khoán có tổ chức chỉ có 258 công ty niêm yết chứng khoán (138 công ty niêm yết ở Sở giao dịch và 120 công ty niêm yết ở Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội), một con số quá ít cho một thị trường chứng khoán. Một điểm đáng lưu ý khác là phần lớn chứng khoán được giao dịch phổ biến ở nước ta đều là cổ phiếu của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá. Cuối năm 2007, cả nước hiện có khoảng 3.800 doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hoá. Tuy nhiên, Bộ Tài chính cũng nhận xét rằng quy mô doanh nghiệp được sắp xếp lại hoặc cổ phần hoá trong thời gian qua chủ yếu vẫn là doanh nghiệp vừa và nhỏ, bên cạnh đó còn có gần hàng ngàn công ty được thành lập theo Luật doanh nghiệp cũng có qui mô về vốn không lớn. Hầu hết, các công ty này đều có nhu cầu huy động vốn trên thị trường



chứng khoán nhưng lại chưa đủ điều kiện niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung. Chính vì vậy, một trong những vấn đề cấp bách cần được giải quyết ở nước ta hiện nay là xây dựng thị trường dành cho các loại chứng khoán của các công ty chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết. Đó là thị trường chứng khoán phi tập trung. Thị trường này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty có qui mô vốn vừa và nhỏ có khả năng tiếp cận nguồn vốn trung và dài hạn qua thị trường chứng khoán, tạo thêm sân chơi cho các nhà đầu tư, đồng thời thu hẹp thị trường tự do đã và sẽ gây ảnh hưởng bất lợi cho nhà đầu tư.

Trước thực tế như trên, việc đề ra “Hướng phát triển cho thị trường chứng khoán phi tập trung ở Việt Nam” là rất cần thiết nhằm hoàn thiện hệ thống thị trường chứng khoán. Đó cũng chính là lý do để tác giả chọn viết đề tài này.

## **2. Mục tiêu nghiên cứu của đề tài**

Vấn đề cơ bản mà đề tài mong muốn là đánh giá thực trạng hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam, trên cơ sở đó nhận thấy được sự cần thiết phải thiết lập thị trường chứng khoán phi tập trung, từ đó đề xuất các giải pháp tổ chức thị trường chứng khoán phi tập trung nhằm phục vụ cho sự phát triển ổn định và bền vững của thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu của đề tài**

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là thị trường chứng khoán phi tập trung. Tuy nhiên, trong phạm vi đề tài này, chỉ tập trung nghiên cứu những vấn đề có liên quan đến sự cần thiết phải thiết lập thị trường chứng khoán phi tập trung và xem xét trên góc độ hướng phát triển của thị trường.

## **4. Phương pháp nghiên cứu**

Phương pháp chính được sử dụng trong đề tài là phương pháp thống kê, tổng hợp, so sánh và phân tích. Những số liệu thu thập được thể hiện trong luận văn có nguồn từ Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội, từ báo, đài. Luận văn còn sử dụng các tài liệu,

công trình nghiên cứu về các vấn đề có liên quan đến đề tài nghiên cứu.

### **5. Nội dung nghiên cứu của đề tài:**

Ngoài phần mở đầu, kết luận và danh mục tài liệu tham khảo. Nội dung của luận văn gồm:

Chương 1: Tổng quan về thị trường chứng khoán và thị trường chứng khoán phi tập trung.

Chương 2: Thực trạng hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam và sự cần thiết phải thiết lập thị trường chứng khoán phi tập trung.

Chương 3: Đề xuất giải pháp để xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phi tập trung ở Việt Nam.

## **CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG**

### **1.1. TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

#### **1.1.1. Khái niệm về thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán là thuật ngữ dùng để chỉ nơi diễn ra các hoạt động giao dịch mua bán chứng khoán trung và dài hạn như các loại trái phiếu, cổ phiếu, và các công cụ tài chính khác như chứng chỉ quỹ đầu tư, chứng quyền, hợp đồng quyền chọn, v.v....

Thị trường chứng khoán là thị trường vốn dài hạn, tập trung các nguồn vốn cho đầu tư phát triển kinh tế, vì thế, TTCK có tác động rất lớn đến môi trường đầu tư và sự phát triển của nền kinh tế.

Thị trường chứng khoán (TTCK) là yếu tố cơ bản của nền kinh tế thị trường hiện đại và đã trở thành một định chế tài chính không thể thiếu được trong đời sống kinh tế của những nước theo cơ chế thị trường. Ngày nay, hầu hết các quốc gia có nền kinh tế phát triển đều có sự xuất hiện và tồn tại của thị trường chứng khoán.

#### **1.1.2. Các chủ thể tham gia trên thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán là nơi tập trung nhiều đối tượng tham gia với các mục đích và lợi ích khác nhau. Các chủ thể tham gia trên thị trường chứng khoán là các tổ chức và cá nhân có thể được chia thành các nhóm sau: nhà phát hành, nhà đầu tư và các tổ chức có liên quan đến chứng khoán.

##### **➤ Nhà phát hành**

Nhà phát hành là các tổ chức thực hiện huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán. Nhà phát hành là người cung cấp các chứng khoán - hàng hoá của TTCK.

- Chính phủ và chính quyền địa phương là nhà phát hành các trái phiếu Chính phủ và trái phiếu địa phương.

- Công ty là nhà phát hành các cổ phiếu và trái phiếu công ty.

- Các tổ chức tài chính là nhà phát hành các công cụ tài chính như các trái phiếu, chứng chỉ thụ hưởng v.v... phục vụ cho hoạt động của họ.

➤ **Nhà đầu tư**

Nhà đầu tư là những người có nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi, sử dụng tiền đầu tư vào thị trường chứng khoán bằng cách thực hiện mua và bán chứng khoán đang được phát hành trên TTCK nhằm hưởng lãi và lợi nhuận. Nhà đầu tư có thể được chia thành 2 loại: nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức.

*Các nhà đầu tư cá nhân:* chính là công chúng, một loại chủ thể đầu tư có khả năng cung ứng một khối lượng tiền tệ rất lớn từ nguồn thu nhập thường xuyên của họ (lương, phụ cấp, ...) để dành lại dưới dạng tích lũy.

*Các nhà đầu tư có tổ chức:* các tổ chức này thường có các bộ phận chức năng bao gồm nhiều chuyên gia có kinh nghiệm để nghiên cứu thị trường và đưa ra các quyết định đầu tư, thường xuyên mua bán chứng khoán với số lượng lớn trên thị trường. Đầu tư thông qua các tổ chức đầu tư có ưu điểm là có thể đa dạng hoá danh mục đầu tư và các quyết định đầu tư được thực hiện bởi các chuyên gia có kinh nghiệm.

Một số nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường chứng khoán là các công ty bảo hiểm, các quỹ bảo hiểm xã hội, các tổ chức khác có kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực tài chính đáp ứng yêu cầu do Bộ Tài chính quy định.

➤ **Các tổ chức kinh doanh trên thị trường chứng khoán**

Công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, quỹ đầu tư chứng khoán là các tổ chức kinh doanh trên thị trường chứng khoán.

Công ty chứng khoán là tổ chức đóng vai trò trung gian trên thị trường chứng khoán, có thể đảm nhiệm một hoặc nhiều trong số các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán là bảo lãnh phát hành, môi giới, tự doanh, tư vấn đầu tư chứng khoán v.v... Công ty chứng khoán cũng có thể trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp khi họ tham gia mua bán chứng khoán cho chính mình.

**1.1.3. Cơ chế điều hành và giám sát thị trường chứng khoán**

Các tổ chức tham gia quản lý và giám sát thị trường gồm 2 nhóm: các cơ quan quản lý của Chính phủ và các tổ chức tự quản.

**1.1.3.1. Cơ quan quản lý của Chính phủ**

Đây là các cơ quan thực hiện chức năng quản lý Nhà nước đối với hoạt động của

TTCK và chỉ thực hiện các chức năng quản lý chung chứ không trực tiếp điều hành và giám sát thị trường. Các cơ quan này có thẩm quyền ban hành các quy định điều chỉnh các hoạt động trên TTCK tạo nên cơ sở cho các tổ chức tự quản trực tiếp thực hiện các chức năng điều hành và giám sát thị trường của mình.

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước là cơ quan quản lý chuyên ngành của Nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán được thành lập theo Nghị định số 75/CP ngày 28/11/1996 của Chính phủ, với chức năng chủ yếu như sau:

- Kiểm soát mọi vấn đề có liên quan đến hoạt động của TTCK như đăng ký chứng khoán, giám sát các công ty niêm yết, phát hiện các trường hợp gian lận và xử lý các trường hợp vi phạm nếu các tổ chức tự quản không xử lý được.

- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước quản lý trực tiếp các tổ chức tự quản và giám sát hoạt động của các tổ chức này.

#### ***1.1.3.2. Các tổ chức tự quản trên thị trường chứng khoán***

Các tổ chức tự quản gồm: Sở giao dịch chứng khoán và các Hiệp hội

➤ ***Sở giao dịch*** là tổ chức tự quản bao gồm các công ty chứng khoán thành viên, trực tiếp điều hành và giám sát các hoạt động giao dịch chứng khoán thực hiện trên Sở. Hoạt động điều hành và giám sát của Sở giao dịch phải được thực hiện trên cơ sở phù hợp với các quy định pháp luật có liên quan đến ngành chứng khoán.

➤ ***Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán*** là tổ chức của các công ty chứng khoán được thành lập với mục đích tạo ra tiếng nói chung cho toàn ngành kinh doanh chứng khoán và đảm bảo các lợi ích chung của thị trường chứng khoán.

➤ ***Hiệp hội các công ty quản lý tài sản*** là do các công ty quản lý tài sản thành lập với những chức năng, nhiệm vụ cơ bản giống như Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán, ngoại trừ chức năng tổ chức thị trường OTC.

➤ ***Hiệp hội các nhà phân tích chứng khoán*** là tổ chức dành cho các nhà phân tích chứng khoán chuyên nghiệp, chức năng chính của nó là tiêu chuẩn hóa hoạt động phân tích chứng khoán, đảm bảo cho các báo cáo phân tích có độ chính xác và trung thực cao.

#### **1.1.4. Cấu trúc và phân loại cơ bản thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán là nơi diễn ra các giao dịch, mua bán những sản phẩm tài chính (cổ phiếu, trái phiếu,...). Sau đây là một số cách phân loại TTCK cơ bản:

➤ ***Nếu 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*: còn gọi là thị trường cấp một hay thị trường phát hành, là nơi diễn ra các hoạt động mua bán chứng khoán mới phát hành lần đầu. Thị trường sơ cấp là thị trường tạo vốn cho đơn vị phát hành.

+ *Thị trường thứ cấp*: còn gọi là thị trường cấp hai hay thị trường lưu thông, là nơi diễn ra các giao dịch mua bán chứng khoán sau khi đã phát hành lần đầu. Nói cách khác, thị trường thứ cấp là thị trường mua đi bán lại các loại chứng khoán đã phát hành qua thị trường sơ 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.

➤ ***Nếu căn cứ vào hàng hoá trên thị trường chứng khoán***

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

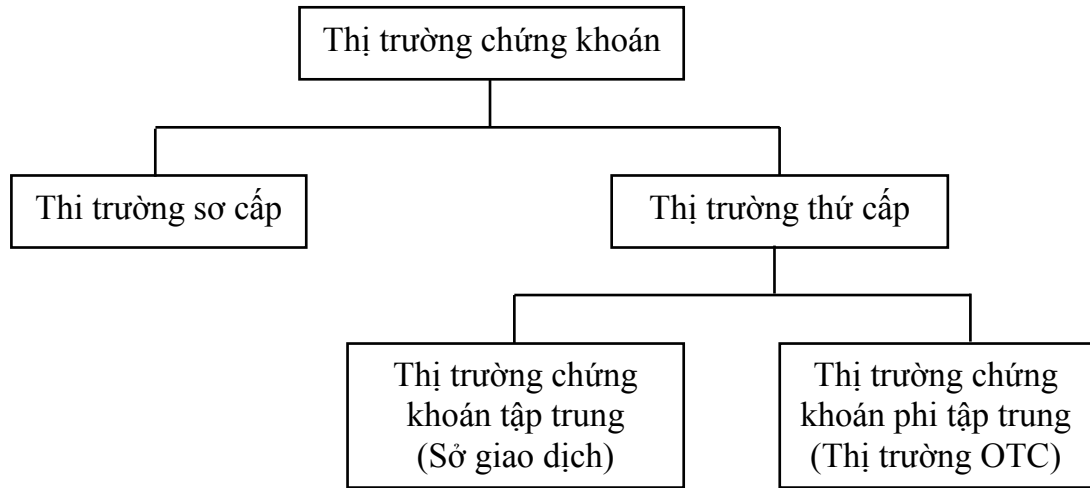
+ *Thị trường trái phiếu* là thị trường giao dịch và mua bán các loại trái phiếu đã được phát hành, bao gồm các trái phiếu công ty, trái phiếu đô thị và trái phiếu chính phủ.

+ *Thị trường các công cụ chứng khoán phái* 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 v.v...

➤ ***Nếu căn cứ vào phương thức hoạt động của thị trường***

TTCK được phân thành thị trường chứng khoán tập trung (Sở giao dịch chứng khoán) và thị trường chứng khoán phi tập trung (thị trường OTC).

### SƠ ĐỒ 1.1: CƠ CẤU CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN



## 1.2. CHỨC NĂNG CƠ BẢN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### 1.2.1. Huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế

Chức năng quan trọng nhất của TTCK là huy động vốn. Trong nền kinh tế thị trường, hệ thống ngân hàng, tín dụng không thể đáp ứng đủ nhu cầu to lớn về vốn. Trong khi đó, TTCK ở nhiều nước đã đáp ứng được khoảng 50% nhu cầu vốn cho toàn xã hội.

Nhờ có thị trường chứng khoán mà các nhà trung gian, các nhà môi giới, các công ty phát hành có thể phát hành bán rộng rãi chứng khoán trong công chúng để huy động vốn, không còn phải lo lắng về thời gian hoàn trả vốn vay như khi đi vay ở ngân hàng. Về phía chính phủ cũng có thể huy động nguồn vốn cần thiết cho chi tiêu và đầu tư của chính phủ thay vì phải sử dụng biện pháp phát hành tiền tệ, đây là một trong những con đường dễ dẫn đến lạm phát. Nếu như không có thị trường chứng khoán thì chính phủ vẫn phát hành được chứng khoán nhưng có thị trường chứng khoán thì chính phủ sẽ huy động vốn được một cách dễ dàng hơn.

### 1.2.2. Cung cấp môi trường đầu tư cho công chúng và tạo điều kiện cho họ tham gia quản lý công ty cổ phần mà họ đầu tư.

TTCK cung cấp môi trường đầu tư thuận lợi cho công chúng, khuyến khích tăng mức tiết kiệm và sử dụng hợp lý cho đầu tư. Với cơ chế hoạt động của thị trường này mọi doanh nghiệp, tổ chức kinh tế, các hộ gia đình, người lao động đều có cơ hội bình

đẳng như nhau để trở thành nhà đầu tư bằng cách tham gia mua bán chứng khoán trên thị trường. Có thể nói, thị trường chứng khoán đã xóa bỏ ngăn cách giữa người có tiền nhàn rỗi với nhà đầu tư. Điều này, đến lượt nó, lại góp phần khuyến khích, thúc đẩy tiết kiệm và sử dụng có hiệu quả các nguồn vốn cho đầu tư.

### **1.2.3. Thúc đẩy các doanh nghiệp làm ăn hiệu quả hơn**

Nhờ TTCK, các doanh nghiệp mới có thể phát hành, đem bán các cổ phiếu, trái phiếu của họ. Khi tham gia vào TTCK bắt buộc các công ty phải công bố công khai các báo cáo tài chính, qua đó, dân chúng có cơ hội nhận định, đánh giá được công ty. Tâm lý của nhà đầu tư chỉ muốn mua cổ phiếu của những doanh nghiệp làm ăn thành đạt, với sự tự do lựa chọn của người mua cổ phiếu, để bán được cổ phiếu, không có cách nào khác hơn là những nhà quản lý doanh nghiệp phải tính toán, làm ăn đàng hoàng và có hiệu quả kinh tế.

### **1.2.4. Thị trường chứng khoán là công cụ làm giảm áp lực lạm phát**

Ngân hàng Trung ương với vai trò điều hoà lưu thông tiền tệ, khi xuất hiện hiện tượng lạm phát, ngân hàng Trung ương sẽ đưa ra bán các loại kỳ phiếu trên thị trường chứng khoán với lãi suất cao để thu hút bớt lượng tiền đang lưu thông về. Với chính sách khuyến khích bằng lãi suất và bảo đảm chi trả, dân chúng sẽ sẵn sàng mua kỳ phiếu ngân hàng và từ đó sẽ làm giảm áp lực lạm phát. Chính vì thế, thị trường chứng khoán được Chính phủ sử dụng như là một công cụ kiềm chế lạm phát trong nền kinh tế.

### **1.2.5. Thị trường chứng khoán nguồn thu hút vốn từ nước ngoài**

Đầu tư vốn vào đâu để không bị mất vốn và có lời là vấn đề các nhà đầu tư nước ngoài rất quan tâm. Chính thị trường chứng khoán sẽ là nơi các nhà đầu tư nước ngoài theo dõi và nhận định hoạt động của các ngành, các doanh nghiệp trong nước. Thị trường chứng khoán còn tạo môi trường thích hợp để các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư một cách dễ dàng, chính vì thế, thu hút vốn đầu tư nước ngoài qua thị trường chứng khoán là một hình thức đầu tư rất hữu hiệu.

### **1.2.6. Tạo môi trường giúp Chính phủ thực hiện các chính sách vĩ mô**

Thị trường chứng khoán được xem là phong vũ biểu của nền kinh tế, các thông tin từ thị trường giúp Chính phủ đánh giá kịp thời và chính xác động thái của nền kinh tế để



từ đó đưa ra chính sách kinh tế vĩ mô hợp lý. Có thể nói, chứng khoán và TTCK là sản phẩm trực tiếp và tất yếu của sản xuất và trao đổi hàng hoá. Chứng khoán là hình thái biểu hiện cao nhất của giá trị, còn TTCK là biểu tượng của sự phát triển các quan hệ kinh tế, quan hệ sản xuất trong các nền kinh tế thị trường. TTCK là bộ phận tất yếu của thị trường tài chính và là bộ phận quan trọng nhất của thị trường vốn.

### **1.3. TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG**

#### **1.3.1. Khái niệm về thị trường chứng khoán phi tập trung**

Thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC) là một loại thị trường chứng khoán xuất hiện sớm nhất và tồn tại lâu đời nhất. Thuật ngữ OTC (Over The Counter) theo nghĩa tiếng Việt là “qua quầy”, bắt nguồn từ việc các công ty chứng khoán mua bán cổ phiếu thẳng qua quầy cho khách hàng, đây là một đặc thù cơ bản nhất của thị trường. Thuật ngữ này cũng có nghĩa là người mua bán chứng khoán sẽ thoả thuận giá trực tiếp với công ty chứng khoán chứ không thông qua công ty chứng khoán để đấu giá với những người mua bán khác trên thị trường. Cụm từ viết tắt OTC thể hiện tính thông lệ quốc tế mà Việt Nam đang trong giai đoạn đầu phát triển của thị trường chứng khoán nên cũng không ngoại lệ.

Thị trường OTC, tức thị trường giao dịch phi tập trung, là thị trường chỉ việc giao dịch cổ phiếu ngoài sàn giao dịch chứng khoán, nơi mua bán cổ phiếu chưa đủ điều kiện niêm yết trên thị trường giao dịch tập trung, được tổ chức không có một mặt bằng giao dịch cố định, hoạt động mua bán chứng khoán diễn ra ở bất kỳ địa điểm thuận lợi nào, vào bất kỳ thời gian nào nhưng vẫn được tổ chức và có sự giám sát, quản lý của các cơ quan chức năng. Thị trường OTC là thị trường được vận hành theo cơ chế chào giá cạnh tranh và thương lượng giữa một bên mua và một bên bán, có sự tham gia của các nhà tạo lập thị trường, việc giao dịch và thông tin được dựa vào hệ thống điện thoại và mạng internet.

Trải qua hàng trăm năm hình thành, thị trường OTC đã không ngừng phát triển, hoàn thiện và trở thành một hệ thống thị trường chứng khoán với các đặc trưng riêng của mình, khác hẳn với hình thức sơ khai ban đầu, nhưng một số đặc trưng cơ bản của thị trường này vẫn được giữ nguyên.

### **1.3.2. Sự phát triển của thị trường phi tập trung (OTC)**

#### **1.3.2.1. Thị trường phi tập trung phát triển từ hình thái thị trường tự do đến thị trường có sự quản lý của nhà nước**

Thị trường tự do là thị trường hoạt động không có tổ chức hoặc nếu có tổ chức cũng chỉ ở quy mô nhỏ, nằm ngoài sự quản lý của nhà nước. Các đối tượng tham gia hoạt động trên thị trường này không cần phải tuân theo bất kỳ quy tắc, luật lệ nào, việc mua bán chứng khoán thông qua hình thức thương lượng và thoả thuận giá giữa hai bên mua và bán, địa điểm giao dịch phi tập trung.

Thị trường tự do cũng có một vai trò nhất định trong việc huy động vốn và luân chuyển vốn trong nền kinh tế. Tuy nhiên, thị trường này ngày càng phát triển thì càng bộc lộ những mặt tiêu cực, đó là do các đối tượng tham gia trên thị trường này không phải tuân theo quy tắc, luật lệ nào nên họ không được bảo vệ và nguy cơ gặp rủi ro trong kinh doanh rất lớn. Đó là một trong những lý do khi thị trường tự do ngày càng phát triển thì cần phải đưa thị trường này vào quản lý, đặc biệt là sự quản lý của nhà nước thì mới có thể đảm bảo quyền lợi cho các đối tượng tham gia hoạt động, đảm bảo sự phát triển ổn định và bền vững của thị trường. Ngày nay, hầu hết các nước trên thế giới đều đã có xu hướng đưa thị trường tự do vào sự quản lý. Thị trường OTC ở các nước phát triển như Mỹ, Nhật được hình thành và phát triển từ thị trường tự do từ rất lâu trước khi có sự tham gia quản lý của nhà nước. Trước khi có sự quản lý của nhà nước, thị trường OTC ở các nước phát triển đều do Hiệp hội các nhà môi giới chứng khoán đứng ra tổ chức và tự quản, tự giám sát. Ngày nay, thị trường OTC đã được tách hẳn ra khỏi hệ thống thị trường hoạt động tự do và hình thành thành một hệ thống thị trường có tổ chức và chịu sự quản lý chặt chẽ của nhà nước tùy theo điều kiện đặc thù của mỗi nước.

Như vậy có thể kết luận rằng, do một số đặc thù của thị trường OTC, đặc biệt là cách thức giao dịch mua bán phi tập trung nên cơ chế quản lý thị trường này khó chặt chẽ như đối với thị trường tập trung. Nhược điểm này chỉ có thể được khắc phục khi thị trường OTC phát triển hiện đại nhờ vào sự phát triển của khoa học kỹ thuật và công nghệ, đặc biệt là kỹ thuật truyền thông.

#### **1.4.2.2. Thị trường OTC phát triển từ hình thức giao dịch truyền thống sang**

### **hình thức giao dịch hiện đại**

Phương thức giao dịch của thị trường OTC về cơ bản vẫn được duy trì cho đến ngày nay, nhưng việc thoả thuận mua bán và tìm kiếm thông tin trên thị trường này đã không ngừng được phát triển và hoàn thiện. Nhờ sự phát triển của kỹ thuật truyền thông, thị trường OTC đã thoát ly xa khỏi các quầy và hoạt động theo một cơ chế được tổ chức với sự trợ giúp về kỹ thuật điện tử, có khả năng kết nối trên quy mô rộng lớn giữa các nhà môi giới và kinh doanh chứng khoán với nhau. Việc giao dịch mua bán chứng khoán được thương lượng, thoả thuận giá qua điện thoại và qua mạng internet. Sự phát triển của hệ thống thị trường OTC qua mạng internet được khởi đầu bằng sự ra đời của thị trường NASDAQ ở Mỹ vào năm 1971 và sau được áp dụng ở nhiều nước. Ở một số nước phát triển, thị trường OTC hiện đại ngày nay được hình thành từ các thị trường OTC truyền thống như: Mỹ, Nhật, ... trong khi ở một số nước đang phát triển thì thị trường này thường được hình thành mới và hiện đại hoá ngay từ đầu như: Thái Lan, Singapore v.v ...

Phương thức giao dịch qua mạng trên thị trường OTC sẽ giúp các đối tượng tham gia thị trường như các nhà đầu tư, các công ty chứng khoán, các nhà quản lý v.v... có thể cung cấp và truy cập các thông tin cần thiết một cách nhanh chóng và có những lợi thế sau:

- Tạo điều kiện cho các nhà đầu tư tiếp cận thị trường một cách thuận tiện, nhanh chóng, có thể mua bán chứng khoán bất kỳ lúc nào, bất kỳ ở đâu với bất kỳ đối tác nào và có thể truy cập thị trường chứng khoán trên thế giới.

- Tạo điều kiện cho các nhà quản lý thị trường có thể giám sát tốt thị trường.

Có thể kết luận rằng, chính nhờ sự ra đời của mạng internet đã làm thay đổi về chất của giao dịch chứng khoán nói chung và trên thị trường OTC nói riêng, tạo nên một thị trường hiệu quả hơn hẳn thị trường OTC trước đó.

### **1.4. PHƯƠNG THỨC HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG**

Hệ thống thị trường OTC trên thế giới hiện nay được xây dựng theo những đặc điểm riêng tùy thuộc vào điều kiện và đặc thù của mỗi nước. Tuy nhiên, chúng ta có thể

khái quát một số đặc điểm cơ bản của thị trường OTC ở các nước như sau:

#### **1.4.1. Yết giá trên thị trường chứng khoán phi tập trung**

Thị trường OTC là thị trường có cơ chế xác lập giá thoả thuận giữa một người mua và một người bán, khác với thị trường tập trung luôn có nhiều người mua và nhiều người bán thông qua cơ chế tập trung đấu lệnh của các nhà đầu tư với nhau.

Giá thị trường của chứng khoán được hình thành bởi kết quả rao mua – chào bán cạnh tranh công khai và liên tục giữa các nhà kinh doanh chứng khoán. Các báo giá được đưa vào và thể hiện trên hệ thống mạng điện tử làm bật ra giá tốt nhất cho thị trường. Việc thương lượng để có giá tốt nhất do các công ty chứng khoán, các nhà tạo giá thực hiện, họ có thể mặc cả với nhau trong một giao dịch, số lượng nhà tạo giá cho một chứng khoán có thể không hạn chế và tối thiểu phải là hai. Mỗi một giao dịch được đưa ra khảo giá giữa nhiều nhà tạo giá khác nhau, và do đó, tại một thời điểm có nhiều mức giá được hình thành để tìm giá tốt nhất, khác với thị trường Sở giao dịch do đấu giá tập trung nên chỉ có một mức giá tại một thời điểm.

#### **1.4.2. Hình thức tổ chức thị trường chứng khoán phi tập trung**

Thị trường OTC có hình thức tổ chức giao dịch mua bán phi tập trung nghĩa là không có một không gian giao dịch tập trung. Thị trường OTC diễn ra tại nhiều địa điểm, ở bất kỳ nơi nào vào bất cứ lúc nào có thể thương lượng và xác lập giá giữa bên mua và bên bán.

Thị trường phi tập trung được tổ chức qua mạng internet, liên kết tất cả các đối tượng tham gia thị trường từ các nhà đầu tư, các công ty chứng khoán, các nhà quản lý, trên phạm vi cả một quốc gia, thậm chí là cả thế giới để đặt lệnh giao dịch, thoả thuận giá, báo giá, truy cập các thông tin về giá cả của các đối tác, thông báo và truy cập các thông tin liên quan đến thị trường. Thị trường sàn giao dịch có thuận lợi là các thông tin về chứng khoán được phổ biến trên nhiều phương tiện, do đó dễ dàng khi cần truy cập. Nhưng điều này lại chẳng dễ dàng chút nào đối với các giao dịch trên thị trường OTC, do đó cần phải có sự trợ giúp hiệu quả của các thành tựu về thông tin với các phương tiện trang bị càng hiện đại càng tốt.

Thị trường chứng khoán phi tập trung thường được tổ chức dưới sự quản lý của

Nhà nước và Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán. Thị trường này được quản lý chặt chẽ để đảm bảo lợi ích của các đối tượng tham gia trên thị trường đồng thời hạn chế những khuyết tật của thị trường Nội dung, phương thức và mức độ quản lý ở mỗi nước khác nhau tùy thuộc vào điều kiện và đặc thù của mỗi nước nhưng đều có chung mục tiêu là đảm bảo sự ổn định và phát triển của thị trường và bảo vệ người đầu tư.

#### **1.4.3. Các loại chứng khoán giao dịch trên thị trường OTC**

Thị trường OTC là nơi ít kén chứng khoán giao dịch hơn thị trường sàn giao dịch, các chứng khoán giao dịch trên thị trường chủ yếu là của các công ty vừa và nhỏ, công ty mới thành lập nhưng có tiềm năng phát triển tốt, hay đó là các chứng khoán chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường sở giao dịch, chính vì vậy mà các chứng khoán này có độ rủi ro cao hơn so với chứng khoán trên thị trường tập trung. Chứng khoán có độ rủi ro cao hơn ở đây chỉ thể hiện ở mức độ kém ổn định hơn do mức vốn nhỏ, mới đi vào hoạt động hay hoạt động ở những ngành nghề mới của các công ty phát hành. Tuy nhiên, chứng khoán giao dịch là loại vẫn phải đáp ứng các chuẩn mực và được phép giao dịch đại chúng. Tiêu chí để chứng khoán được giao dịch trên thị trường này thường chỉ cần đảm bảo tính thanh khoản tối thiểu.

Nhìn chung, tất cả các chứng khoán mới phát hành đều được mua bán trên thị trường OTC. Sau đó, một số công ty này được niêm yết mua bán trên Sở giao dịch. Do vậy, nhiều chứng khoán không được niêm yết trên Sở giao dịch, chúng vẫn được tiếp tục mua bán trên thị trường OTC

#### **1.4.4. Thị trường OTC có sự tham gia của các nhà tạo lập thị trường**

Các nhà tạo lập thị trường có nhiệm vụ liên tục tạo tính thanh khoản cho thị trường thông qua việc thường xuyên nắm giữ một lượng chứng khoán nhất định mà họ làm tạo lập thị trường để sẵn sàng mua bán với khách hàng và hưởng chênh lệch giá mua bán. Đây là một đặc điểm rất đặc trưng của thị trường OTC, các nhà tạo lập thị trường được coi là động lực của thị trường này. Họ phải đăng ký hoạt động với các cơ quan quản lý chứng khoán, có nghĩa vụ tuân thủ các chuẩn mực cao về kỹ thuật nghiệp vụ cũng như đạo đức hành nghề. Để được làm nhà tạo lập thị trường cho một loại chứng khoán, cần phải có một lượng vốn tối thiểu và luôn phải nắm giữ một lượng chứng khoán

nhất định, loại mà họ làm tạo lập thị trường để liên tục chào bán và sẵn sàng mua loại chứng khoán này trên thị trường. Bên cạnh đó, các nhà tạo lập thị trường có xu hướng cạnh tranh với nhau do luôn có nhiều nhà tạo lập thị trường đối với một chứng khoán, do đó, thị trường OTC được đánh giá là có khả năng tự điều chỉnh tốt hơn thị trường giao dịch chứng khoán tập trung.

#### 1.4.5. Cơ chế thanh toán linh hoạt, đa dạng

Đặc điểm này xuất phát từ cơ chế thoả thuận giá của thị trường, dẫn đến việc thanh toán cũng theo hình thức thoả thuận tạo thuận lợi cho cả 2 bên mua và bán chứng khoán. Đặc biệt là thời hạn và hình thức thanh toán rất linh hoạt, thời hạn thanh toán trên thị trường này thường không cố định mà rất đa dạng, có thể là T+0, T+1, T+3, T+x, v.v....

### 1.5. SO SÁNH THỊ TRƯỜNG OTC VỚI CÁC LOẠI HÌNH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN KHÁC

#### 1.5.1. So sánh với thị trường chứng khoán tập trung (Sở giao dịch)

**Bảng 1.1: So sánh những điểm giống và khác nhau cơ bản giữa thị trường tập trung và thị trường OTC**

Thị trường tập trung	Thị trường OTC
<i>Những điểm giống nhau</i>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Điều có sự quản lý của nhà nước, được tổ chức chặt chẽ.</li> <li>- Do Luật chứng khoán điều chỉnh.</li> </ul>	
<i>Những điểm khác nhau</i>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thị trường niêm yết là thị trường được tổ chức tập trung, cụ thể là có sàn giao dịch chứng khoán.</li> <li>- Việc mua bán được thực hiện theo phương thức đấu giá, khớp lệnh.</li> <li>- Giao dịch chứng khoán của các công</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thị trường OTC không có một không gian giao dịch tập trung.</li> <li>- Giá cả được xác định trên cơ sở thoả thuận, thương lượng.</li> <li>- Giao dịch chứng khoán của các công</li> </ul>

<p>ty có đủ tiêu chuẩn, điều kiện đã được niêm yết tại sở giao dịch.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Vai trò chủ đạo của thị trường là các chuyên gia trên sàn giao dịch, không sử dụng các nhà tạo lập thị trường.</li> <li>- Điều hành bởi Sở giao dịch chứng khoán.</li> <li>- Cơ chế thanh toán có thời hạn và hình thức xác định.</li> </ul>	<p>ty chưa đủ tiêu chuẩn để được niêm yết tại Sở nhưng vẫn đáp ứng được các tiêu chuẩn và được phép giao dịch đại chúng.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Vai trò chủ đạo trên thị trường là các nhà tạo lập thị trường hoạt động theo quy định của pháp luật.</li> <li>- Điều hành thường là do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán.</li> <li>- Cơ chế thanh toán đa dạng, linh hoạt về thời gian và hình thức.</li> </ul>
--	---

**Bảng 1.2: So sánh những điểm mạnh và điểm yếu cơ bản giữa thị trường tập trung và thị trường OTC**

	<b>Thị trường tập trung</b>	<b>Thị trường OTC</b>	
<b>Điểm mạnh</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mức giá được hình thành phản ánh khách quan mối quan hệ cung-cầu trên thị trường.</li> <li>- Nhà nước giám sát và quản lý thị trường hiệu quả hơn thị trường OTC.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cơ chế thanh toán linh hoạt, đa dạng, thông thoáng, tiện lợi cho nhà đầu tư.</li> <li>- Sự có mặt của các nhà tạo lập thị trường đã làm cho thị trường có tính thanh khoản cao hơn thị trường tập trung.</li> </ul>	<b>Điểm mạnh</b>
<b>Điểm yếu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hạn chế tính linh hoạt, tiện lợi cho người đầu tư.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nhà nước khó có thể quản lý thị trường, bảo vệ nhà đầu tư do hình thức giao dịch phi tập trung.</li> </ul>	<b>Điểm yếu</b>

### 1.5.2. So sánh với thị trường tự do

**Bảng 1.3: So sánh thị trường OTC và thị trường tự do**

<b>Thị trường OTC</b>	<b>Thị trường tự do</b>
<b>Những điểm giống nhau</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Không có địa điểm giao dịch cố định.</li> <li>- Giá cả được xác lập trên cơ sở thoả thuận giá giữa hai bên mua và bán.</li> </ul>	
<b>Những điểm khác nhau</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Có sự quản lý của nhà nước, được tổ chức chặt chẽ.</li> <li>- Chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết tại Sở nhưng vẫn đảm bảo các tiêu chuẩn theo quy định.</li> <li>- Giao dịch được thực hiện qua mạng internet.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Không có sự quản lý của nhà nước và không có tổ chức.</li> <li>- Tất cả các loại chứng khoán.</li> <li>- Giao dịch giá trực tiếp giữa người mua và người bán.</li> </ul>

## 1.6. VỊ TRÍ, VAI TRÒ CỦA THỊ TRƯỜNG OTC TRONG HỆ THỐNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### 1.6.1. Vị trí của thị trường OTC trong hệ thống thị trường chứng khoán

Thị trường OTC là một bộ phận cấu thành không thể thiếu của hệ thống thị trường chứng khoán. Vì sự có mặt của thị trường này đã góp phần mở rộng thị trường dành cho các loại chứng khoán chưa được niêm yết trên thị trường tập trung, tạo ra một kênh huy động vốn mới cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, cung cấp cho thị trường một phương thức giao dịch khác với phương thức của thị trường tập trung. Chính vì vậy, thị trường OTC đã góp phần hoàn thiện hệ thống thị trường chứng khoán.

### 1.6.2. Vai trò của thị trường OTC

**1.6.2.1. Thị trường OTC là nơi giao dịch các chứng khoán chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên sàn giao dịch, chứng khoán của các doanh nghiệp vừa và nhỏ.**

Cùng với hệ thống thị trường tài chính nói chung, thị trường OTC có vai trò trong việc mở ra một kênh huy động vốn mới cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp chưa đủ điều kiện niêm yết để huy động vốn trên thị trường chứng khoán tập trung, thực



hiện tính thanh khoản của chứng khoán này, phương thức giao dịch trên thị trường này được coi là linh hoạt, đa dạng, thuận lợi cho người đầu tư trên cơ sở áp dụng kỹ thuật công nghệ ngày càng hiện đại, chất lượng cung cấp dịch vụ cho thị trường ngày càng hoàn hảo. Chính vì thế, thị trường OTC đã góp phần hoàn thiện môi trường huy động và phân bổ vốn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, góp phần hoàn thiện môi trường đầu tư.

### **1.6.2.2. Hỗ trợ thị trường chứng khoán tập trung**

Thị trường OTC với những chức năng riêng biệt của mình, những chức năng này không những không lấn át, không thay thế cho chức năng của thị trường tập trung mà nó là một bộ phận hỗ trợ cho thị trường tập trung. Vì mỗi loại thị trường đều có những đặc điểm riêng tạo thành một tổng thể phục vụ đa dạng nhu cầu giao dịch chứng khoán trong nền kinh tế. Sự có mặt của thị trường OTC cùng với thị trường tập trung tạo thành hệ thống thị trường chứng khoán hoàn thiện cả về chiều rộng lẫn chiều sâu.

### **1.6.2.3. Động lực thúc đẩy thị trường chứng khoán tập trung phát triển**

Do xuất phát từ cơ chế cạnh tranh giữa thị trường chứng khoán tập trung và thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC) để thu hút người đầu tư đến với thị trường. Thị trường thu hút nhà đầu tư không chỉ bằng tính thanh khoản, bằng khả năng sinh lời mà còn bằng việc thị trường nào sẽ tạo điều kiện để nhà đầu tư có thể mua bán được dễ dàng. Do vậy, thị trường OTC là động lực thúc đẩy thị trường chứng khoán tập trung ngày càng phát triển, và đến lượt mình, thị trường OTC cũng không ngừng hoàn thiện chính mình để hệ thống thị trường chứng khoán ngày càng phát triển.

## **1.7. NGHIÊN CỨU MÔ HÌNH THỊ TRƯỜNG OTC CỦA MỘT VÀI NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI**

### **1.7.1. Thị trường OTC ở Mỹ**

#### **1.7.1.1. Sự hình thành và phát triển**

Thị trường OTC là thị trường có vai trò rất quan trọng ở Mỹ và là mô hình thị trường điển hình, được phát triển từ thị trường phi tập trung truyền thống, giao dịch mua bán trực tiếp giữa người mua và người bán. Thị trường OTC là bộ phận lớn nhất của thị trường thứ cấp ở Mỹ, có hơn 15.000<sup>(1)</sup> loại chứng khoán khác nhau được đăng ký giao dịch trên thị trường này, lớn hơn rất nhiều so với số lượng chứng khoán giao dịch trên thị

trường tập trung, cộng hết số lượng chứng khoán niêm yết tại 6 sở giao dịch của Mỹ thì cũng chỉ có trên dưới 4.500 loại chứng khoán.

Tại Mỹ, thị trường OTC là định chế của một thị trường liên công ty, được vận hành bởi một hệ thống các nhà tạo lập thị trường và các nhà môi giới với hệ thống mạng internet và điện thoại kết nối khoảng 600 nhà kinh doanh chứng khoán trên khắp cả nước với nhau hoạt động tích cực trên thị trường OTC, giúp họ dễ dàng làm ăn với nhau và cho khách hàng của họ (là các nhà đầu tư), trung bình mỗi nhà tạo lập thị trường làm nhiệm vụ tạo lập cho 8 loại cổ phiếu.

Thị trường OTC ở Mỹ được hình thành tự do từ rất lâu trước khi có sự tham gia của nhà nước. Trước khi có sự quản lý nhà nước, thị trường này đã áp dụng cơ chế tự quản, là cơ chế quản lý do chính các tổ chức, cá nhân tham gia hành nghề trên thị trường đảm nhận, tự tổ chức và quản lý chính mình, nhằm hạn chế những hoạt động lạm dụng trên thị trường. Thị trường Mỹ là thị trường đầu tiên áp dụng cơ chế quản lý nhà nước kể từ sau cuộc khủng hoảng thị trường chứng khoán New York năm 1929. Luật chứng khoán Mỹ ra đời năm 1933 – 1934 chủ yếu là điều chỉnh hoạt động của các sở giao dịch chứng khoán, đến năm 1938, luật chứng khoán được sửa đổi đã điều chỉnh các loại hình thị trường trong đó có thị trường OTC.

Sau này, nhiều nước đã áp dụng chế độ quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán nói chung và thị trường OTC nói riêng có kết hợp với chế độ tự quản tùy theo điều kiện của từng nước. Ở một số nước đang phát triển do thị trường chứng khoán chưa tồn tại từ nhiều năm trước và do điều kiện riêng của mỗi nước, nên thị trường OTC có thể do nhà nước hoặc các tổ chức tự quản đứng ra thành lập, tổ chức vận hành và quản lý, hiện đại hoá ngay từ đầu, chẳng hạn như: thị trường Mesdaq (Malaysia), thị trường Bangkok (Thái Lan).

#### **1.7.1.2. Các loại chứng khoán giao dịch trên thị trường OTC ở Mỹ**

Chứng khoán được giao dịch trên thị trường OTC rất đa dạng, bao gồm tất cả các cổ phiếu, trái phiếu công ty, trái phiếu chính phủ, chứng chỉ quỹ đầu tư,... đã đăng ký theo luật chứng khoán năm 1934. Các công ty nhỏ, các ngân hàng, các công ty bảo hiểm không đủ tiêu chuẩn niêm yết trên sở giao dịch, các công ty phát hành riêng lẻ không có

chứng khoán được công chúng nắm rộng rãi đều được tham gia giao dịch trên thị trường OTC. Do đặc tính lịch sử, sự phát triển của thị trường và phương tiện truyền thông, ngày nay các loại chứng khoán được giao dịch trên thị trường OTC không hẳn là loại không đủ tiêu chuẩn niêm yết. Nhiều công ty lớn đã bắt đầu sự phát triển của mình từ thị trường này (chẳng hạn như Mc Donald's), mặc dù sau đó, chứng khoán của các công ty này đều được niêm yết trên thị trường tập trung (NYSE) nhưng vẫn duy trì giao dịch chứng khoán trên thị trường OTC.

### **1.7.1.3. Các nhà tạo lập thị trường**

Trên thị trường OTC có sự tham gia của các nhà tạo lập thị trường, họ là các nhà buôn chứng khoán tham gia cung cấp giá rao mua và chào bán liên tục cho một chứng khoán đặc thù nào đó. Việc làm này được gọi là tạo ra một giá thị trường cho chứng khoán. Khi đã chào giá, họ sẵn sàng thực hiện mua hoặc bán với số lượng được nêu bằng chính tài khoản của mình. Thông thường các nhà tạo lập thị trường là những nhà môi giới đã được đăng ký. Tuy nhiên, không phải tất cả các nhà môi giới đã đăng ký đều là những nhà tạo lập thị trường. Để có thể trở thành một nhà tạo lập thị trường thì người môi giới phải thực sự quan tâm đến việc tạo dựng thị trường cho một loại chứng khoán. Một công ty hay cá nhân muốn làm nhà tạo lập thị trường đối với một chứng khoán nào đó, họ cần phải đáp ứng một số yêu cầu tối thiểu về tiêu chuẩn, trong đó, có hai điều kiện tiên quyết là:

- Phải đăng ký và được công nhận là thành viên của tổ chức chủ quản thị trường OTC.

- Đáp ứng yêu cầu về vốn ròng tối thiểu đối với từng loại chứng khoán được làm giá, đồng thời duy trì mức đó trong suốt quá trình hoạt động.

Cơ chế tạo giá đối với một chứng khoán theo cách cùng lúc có sự tham gia của nhiều công ty, cộng với sự tuân thủ nghiêm chỉnh các yêu cầu trên đây sẽ cung cấp cho thị trường một giá tốt nhất, đảm bảo sự điều hoà liên tục cho thị trường, do đó thị trường OTC được đánh giá là có khả năng tự điều chỉnh tốt hơn thị trường giao dịch chứng khoán tập trung.

### **1.7.1.4. Cách thức tổ chức và quản lý thị trường OTC ở Mỹ**

Thị trường OTC ở Mỹ do Ủy Ban Chứng Khoán (SEC) và Hiệp Hội Các Nhà Kinh Doanh Chứng Khoán (NASD) quản lý. Luật chứng khoán được ban hành từ năm 1933-1934, đến năm 1938 được sửa đổi trong đó có quy định việc cho phép thành lập Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán của các nhà môi giới tham gia giao dịch chứng khoán trên thị trường OTC, và Hiệp hội này phải đăng ký với Ủy ban chứng khoán. Hiệp hội NASD được thành lập vào năm 1939, hiệp hội này đã ban hành những quy định bao gồm tất cả các hoạt động giao dịch và tạo giá trên thị trường, giám sát, thanh tra việc thực hiện quy định của các thành viên và có các biện pháp xử lý kịp thời các vi phạm.

SEC giám sát việc thực thi luật chứng khoán và ban hành những quy định liên quan đến vốn ròng tối thiểu của các nhà môi giới và các hoạt động của họ khi tham gia giao dịch trên thị trường OTC nhằm hạn chế sự thao túng thị trường, đảm bảo cho thị trường ổn định. NASD chịu sự kiểm tra, giám sát của SEC trên một số lĩnh vực sau:

- NASD phải đăng ký hoạt động với SEC và phải đáp ứng đầy đủ các điều kiện do SEC đặt ra.

- NASD ban hành những quy định hay điều lệ đều phải thông qua SEC, một khi có sự thay đổi nào trong điều lệ hay quy định phải báo cáo lên SEC trên cơ sở tuân thủ những quy định chung được ban hành trong Luật chứng khoán.

- Các thành viên của NASD là những nhà kinh doanh và môi giới chứng khoán cũng phải đăng ký với SEC.

- Công ty nào muốn chứng khoán của mình được giao dịch trên thị trường OTC thì phải đăng ký với SEC khi phát hành chứng khoán, sau khi đã đăng ký, nếu chứng khoán của công ty đáp ứng đầy đủ các điều kiện do NASD đặt ra thì sẽ được giao dịch trên thị trường OTC.

Tất cả các thông tin về các nhà tạo lập thị trường, việc giao dịch và các thông tin khác đều được chuyển lên NASD thông qua mạng thông tin kết nối internet. Từ năm 1971, NASD cung cấp hệ thống thị trường báo giá điện tử tự động NASDAQ, thị trường cổ phiếu Nasdaq là thị trường cổ phiếu điện tử đầu tiên trên thế giới. Trước khi có NASDAQ, thị trường OTC ở Mỹ được vận hành theo cách truyền thống, nghĩa là, một công ty chứng khoán sau khi nhận lệnh của khách hàng phải gọi cho nhiều công ty để

khảo giá, giao dịch mua, bán sẽ được thực hiện với công ty tạo thị trường có giá bán thấp nhất và giá mua cao nhất thông qua hình thức thương lượng giá. Từ khi có NASDAQ, thị trường OTC ở Mỹ được phân thành hai bộ phận chủ yếu: thị trường NASDAQ và thị trường ngoài NASDAQ.

Thị trường NASDAQ là thị trường có nhiều tiêu chuẩn tương tự như thị trường Sở giao dịch nhưng mức độ của những tiêu chuẩn đó thoáng hơn, NASDAQ là hệ thống mạng thông tin điện tử kết nối các nhà tạo lập thị trường đã được đăng ký và các nhà quản lý, khối lượng giao dịch hàng ngày của chứng khoán phát hành trên NASDAQ là hơn 15.000<sup>(1)</sup> loại chứng khoán lớn hơn gấp nhiều lần khối lượng chứng khoán giao dịch trên thị trường tập trung NYSE. Đối với chứng khoán không đủ tiêu chuẩn giao dịch trên NASDAQ thì sẽ được Hiệp hội NASD tạo điều kiện để giao dịch trên thị trường ngoài NASDAQ, trên thị trường này cũng có hệ thống mạng điện tử báo giá.

Các thông tin về các chứng khoán không giao dịch trên NASDAQ được công bố trên một ấn phẩm ra hàng ngày được gọi là những trang hồng (pink sheets). Vào cuối ngày giao dịch, các nhà tạo giá trên thị trường OTC sẽ gửi các giá rao mua chào bán liên công ty của mình lên cơ quan tổng hợp giá thị trường quốc gia để nơi đây phổ biến thành ấn phẩm. Ở Mỹ, các ấn bản như vậy được in trên các giấy màu hồng, nên được gọi là những trang hồng, có các đặc điểm như sau:

- Chào giá này phục vụ riêng cho các chứng khoán OTC.
- Giá cả được nêu chưa hẳn là giá giao dịch thật sự để thực hiện cho khách hàng.
- Giá nêu này có giá trị giữa các công ty kinh doanh chứng khoán với nhau (gọi là giá cả liên công ty) chưa phải là giá thực hiện cho người đầu tư lẻ.
- Giá nêu này thường không chắc chắn.

Lý do chính để lưu hành những trang hồng này là vì, ở Mỹ, phần lớn các chứng khoán OTC không đủ điều kiện giao dịch trên hệ thống NASDAQ, đồng thời giá cả của các chứng khoán đó cũng không thể tìm thấy trên chuyên trang tài chính của các báo. Do đó, những trang hồng đó đã trở thành một nhu cầu không thể thiếu trên thị trường OTC để người quan tâm tham khảo.

Những nhà môi giới giao dịch ngoài NASDAQ cũng có thể truy cập báo giá trên

NASDAQ nhưng phải đáp ứng một số tiêu chí, phải được sự cho phép của Hiệp hội NASD và phải trả một khoản phí. Các nhà môi giới giao dịch ngoài NASDAQ cũng có thể báo giá trên NASDAQ thông qua một thành viên của NASDAQ khi đã gửi văn bản thoả thuận cũng như trình bày cụ thể mối quan hệ giữa hai bên cho Hiệp hội NASD.

### **1.7.2. Thị trường OTC Hàn Quốc**

Tương tự như các thị trường chứng khoán khác, ở Hàn Quốc ngoài thị trường giao dịch chứng khoán tập trung (sở giao dịch) còn có thị trường OTC dành cho những chứng khoán không đủ tiêu chuẩn niêm yết trên Sở giao dịch, do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán quản lý. Thị trường OTC ở Hàn Quốc chính thức được thành lập từ năm 1987 theo “Chương trình tổ chức thị trường nhằm hỗ trợ giao dịch chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ” của Chính phủ. Đến đầu những năm 1990, khi số lượng công ty giao dịch trên thị trường này tăng nhanh, sự cần thiết phải tổ chức lại hệ thống hoạt động của thị trường OTC ngày càng trở nên cấp bách, kết quả là đến năm 1996 Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán ở Hàn Quốc (KSDA) đã lập ra thị trường chứng khoán tự động khớp giá KOSDAQ.

Để được niêm yết trên KOSDAQ, một công ty trước hết cần phải được bảo lãnh bởi một tổ chức bảo lãnh phát hành. Có ba loại hình công ty được phép giao dịch trên thị trường KOSDAQ, đó là chứng khoán của công ty mạo hiểm, công ty thường và quỹ tương hỗ. Các tiêu chí niêm yết đối với công ty mạo hiểm kém chặt chẽ hơn so với công ty thường. Từ năm 1997, các công ty nước ngoài được phép niêm yết cổ phiếu trên thị trường này.

Về giao dịch chứng khoán, chỉ có những chứng khoán được niêm yết trên KOSDAQ mới được giao dịch trên thị trường chứng khoán KOSDAQ. Giao dịch được thực hiện liên tục ở bất kỳ công ty chứng khoán nào trong thời gian từ 9 giờ đến 15 giờ, từ thứ hai đến thứ sáu hàng tuần. Phương thức giao dịch là đấu giá định kỳ hoặc liên tục. Để bảo vệ nhà đầu tư cũng như giữ cho thị trường được ổn định, giới hạn giao động giá trên thị trường KOSDAQ được áp dụng hàng ngày là +/-15% so với mức giá đóng cửa phiên giao dịch trước đó.

## **1.8. Một số bài học kinh nghiệm cho TTCK Việt Nam**

Thị trường chứng khoán Việt Nam từ khi ra đời và hoạt động cho đến nay được hơn 7 năm, còn rất non trẻ so với thị trường chứng khoán thế giới đã xuất hiện cách nay hàng trăm năm. Trên cơ sở nghiên cứu một số mô hình xây dựng và phát triển thị trường OTC trên thế giới, thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và thị trường OTC nói riêng, chúng tôi nghĩ cần rút ra một số bài học kinh nghiệm từ các nước có thị trường OTC phát triển như sau:

#### *1.8.1. Về hình thức tổ chức và quản lý thị trường*

- Do thị trường chứng khoán của Việt Nam chưa tồn tại từ nhiều năm trước, nền kinh tế đang từng bước phát triển và hoà nhập vào nền kinh tế thế giới nên theo xu hướng chung hoạt động của thị trường OTC nhất thiết phải do Nhà nước đứng ra thành lập, vận hành và quản lý thị trường ngay từ đầu trên cơ sở ban hành các bộ luật.

- TTCK Việt Nam cần thành lập các tổ chức tự quản để cùng với nhà nước quản lý và giám sát hoạt động của thị trường.

- Với tính đại chúng của thị trường, các tiêu chuẩn đăng ký giao dịch trên thị trường OTC đòi hỏi phải được quy định sao cho tạo được sự dung hoà giữa nhu cầu của tổ chức phát hành và độ tin cậy của cổ phiếu với các nhà đầu tư trên thị trường. Tránh tình trạng các quy định về tiêu chuẩn đăng ký do UBCKNN quy định không phù hợp với môi trường đầu tư. Như vậy, chứng khoán muốn được đăng ký giao dịch trên thị trường OTC phải đáp ứng được các tiêu chuẩn quy định và phải đăng ký với UBCKNN như: số năm hoạt động kinh doanh tối thiểu, vốn điều lệ, tình hình tài chính, khả năng sinh lời, v.v....

#### *1.8.2. Chuẩn bị các điều kiện cần thiết để xây dựng thị trường*

- Nhằm chuẩn bị cho sự ra đời của thị trường OTC cần xây dựng các nhà tạo lập thị trường, thị trường này sẽ hoạt động cạnh tranh hơn nhiều với Sở giao dịch chứng khoán nếu có sự tham gia của các nhà tạo lập thị trường. Các nhà tạo lập thị trường sẽ tạo cung cầu và tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu thông qua việc liên tục thông báo các báo giá mua và báo giá bán cho cổ phiếu và số lượng cổ phiếu mà nhà tạo lập thị trường sẵn sàng mua bán với mức báo giá đó. Hệ thống này được xem là phù hợp trong điều kiện các công ty tham gia thị trường là các công ty có quy mô vốn vừa và nhỏ, nhất là khi thị

trường hoạt động không sôi động, có lệnh mua nhưng không có lệnh bán hoặc có lệnh bán nhưng không có lệnh mua. Trong những trường hợp này, các nhà tạo lập thị trường sẵn sàng thực hiện các lệnh để đảm bảo tính thanh khoản của chứng khoán.

- Một trong những yếu tố quan trọng giúp cho thị trường OTC hoạt động hiệu quả là nhờ có hệ thống kết nối mạng máy vi tính, thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và thị trường OTC nói riêng ra đời trong thời đại công nghệ thông tin phát triển mạnh mẽ như hiện nay thì việc áp dụng hệ thống kết nối mạng hiện đại ngay từ đầu là một việc làm rất cần thiết cho hoạt động của TTCK.

### **Kết luận chương 1**

Thị trường OTC là một bộ phận quan trọng của hệ thống thị trường chứng khoán ở các nước trên thế giới, việc xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phi tập trung để hoàn thiện hệ thống thị trường chứng khoán Việt Nam cũng không ngoại lệ. Chính vì vậy, trong chương này tập trung giải quyết các vấn đề như sau:

- Những hiểu biết liên quan đến thị trường OTC như: khái niệm, vị trí, vai trò của thị trường OTC.

- Nghiên cứu một số mô hình tiêu biểu của thị trường này, trên cơ sở đó rút ra một vài bài học kinh nghiệm cho Việt Nam trong việc xây dựng và phát triển thị trường OTC trong tương lai.

Từ những vấn đề lý luận được trình bày trong chương này sẽ là cơ sở để tiến hành nghiên cứu các vấn đề thực tiễn trong chương tiếp theo.



## **CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM VÀ SỰ CẦN THIẾT PHẢI THIẾT LẬP THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG**

### **2.1. SỰ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

#### **2.1.1. Bối cảnh ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam**

Ngược dòng lịch sử, chứng khoán được khởi đầu tại một số thành phố của Italy từ thế kỷ 12, tiếp đó lan sang Bỉ. Tuy nhiên mãi đến năm 1631, với việc hình thành TTCK Amsterdam (Hà Lan), trao đổi chứng khoán mới lan rộng ra khắp Tây Âu. Cuộc cách mạng kỹ thuật trong thế kỷ 19 đã mở ra những tiềm năng mới cho phát triển kinh tế và thúc đẩy sự gia tăng đột biến của TTCK và trong những năm 1920, TTCK bắt đầu sôi động ở Mỹ. Tuy nhiên do thiếu sự quản lý nhà nước, do phát hành chứng khoán bừa bãi và nạn đầu cơ đã dẫn đến sự đổ vỡ của TTCK New York. Đó cũng là nguyên nhân làm bùng nổ cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới năm 1929 – 1933. Tại châu Á, TTCK đầu tiên xuất hiện ở Nhật Bản, Trung Quốc. Tuy nhiên, TTCK ở Trung Quốc bị thủ tiêu vào năm 1952 và được mở lại 35 năm sau đó.

Bước sang thế kỷ 21, xu hướng phát triển của thị trường vốn trên thế giới đang dần thay thế hệ thống ngân hàng thương mại truyền thống để trở thành một kênh cung cấp nguồn tài chính quan trọng cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế quốc gia đối với các nước có nền kinh tế phát triển. Thị trường chứng khoán là nơi cung cấp nguồn vốn trung và dài hạn cho Chính phủ và doanh nghiệp để thực hiện các hoạt động đầu tư phát triển kinh tế, mở rộng sản xuất kinh doanh. Ngày nay, hầu hết ở các nước có nền kinh tế phát triển theo cơ chế thị trường đều có TTCK, sự phát triển của TTCK luôn gắn bó chặt chẽ với sự phát triển nền kinh tế các nước như: TTCK Anh (1773), TTCK Mỹ (1792), TTCK Nhật (1878), v.v... TTCK của các nước đang phát triển trong khu vực cũng đóng góp tích cực vào sự phồn vinh của nền kinh tế như: Hong Kong (1946), Trung Quốc (1949), Thái Lan (1962), v.v....

Thị trường chứng khoán có ý nghĩa rất quan trọng đối với sự phát triển của một nền kinh tế. Chính vì thế, ở Việt Nam, từ giữa thập niên 1990, trong quá trình chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch hoá tập trung sang nền kinh tế theo cơ chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, nước ta cần thiết phải có thị trường vốn, thị trường tiền tệ, thị trường lao động. Để khắc phục những mặt hạn chế của thị trường vốn còn rất sơ khai, chủ trương của Đảng và Nhà nước là phải cho ra đời thị trường chứng khoán, đây là nhiệm vụ quan trọng trong nỗ lực đẩy mạnh công cuộc đổi mới đất nước. Việc xây dựng thị trường chứng khoán Việt Nam đã trở thành nhu cầu bức xúc và cấp thiết, điều này đã được khẳng định trong Nghị quyết Đại hội lần thứ VIII của Đảng “... từ năm 1998 đến năm 2000, chúng ta quyết tâm tạo lập một thị trường chứng khoán nhằm tiến tới đáp ứng vốn cho sự nghiệp công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước...”. Sự ra đời thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn chuyển đổi nền kinh tế là quyết tâm, là chủ trương của Đảng và Chính phủ.

Theo định hướng của Chính phủ, cả Bộ Tài Chính và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đều triển khai rất sớm, từ những năm 1993 - 1994, các chương trình nghiên cứu về thị trường tài chính nói chung và TTCK nói riêng. Bộ trưởng Bộ Tài Chính được Chính phủ giao nhiệm vụ Trưởng ban soạn thảo Pháp lệnh về chứng khoán, có sự tham gia của NHNN, Bộ Tư pháp; còn ở NHNN đã lập ra Ban thị trường vốn (1994), tổ chức tiền thân của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) sau này, để nghiên cứu và chuẩn bị các điều kiện vật chất, kỹ thuật và tổ chức cho sự ra đời của TTCK. Bên cạnh đó, với những thành tựu kinh tế đạt được sau 20 năm thực hiện chính sách đổi mới đất nước đã tạo tiền đề cho việc ra đời và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam, với định hướng trở thành một kênh huy động và phân bổ vốn trung – dài hạn quan trọng cho sự phát triển kinh tế.

TTCK Việt Nam ra đời như là một bước đi tất yếu của quá trình cải cách hệ thống tài chính - ngân hàng từ một cấp (Ngân hàng Nhà nước đảm đương cả chức năng của ngân hàng thương mại) sang hai cấp (Ngân hàng Nhà nước đóng vai trò Ngân hàng Trung ương với hệ thống các ngân hàng thương mại) và đến nay đã hình thành một hệ thống tài chính khá đầy đủ, bao gồm ngân hàng và thị trường vốn mà trong đó TTCK là

chủ đạo. Nếu như quá trình cải cách tài chính ở những nền kinh tế chuyển đổi khác như Đông Âu, Trung Quốc v.v... ghi nhận sự ra đời rất sớm của TTCK (năm 1990 ở Hungary - TTCK Budapest; năm 1992 ở Trung Quốc - TTCK Thượng Hải; năm 1993 ở Ba Lan - TTCK Varsovie và ở Tiệp Khắc - TTCK Praha) thì ở Việt Nam các thảo luận về TTCK mới bắt đầu từ năm 1996, được đánh dấu bằng sự ra đời của Nghị định 75/CP của Chính phủ ngày 28/11/1996 về việc thành lập Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước với hai sứ mệnh quan trọng là chuẩn bị các điều kiện để hình thành TTCK và đưa nó vào hoạt động, đây là cơ quan thuộc Chính phủ, thực hiện chức năng quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Nhưng do cuộc khủng hoảng tài chính trong khu vực vào năm 1997 đã tác động đến nền kinh tế, chính vì thế mãi đến năm 2000, TTCK Việt Nam mới được hình thành.

### **2.1.2. Quá trình phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam**

Thông thường, ở các nước, TTCK ra đời theo logic tự nhiên, tự phát của thị trường. Trên cơ sở đó, Nhà nước thiết lập bộ máy quản lý và điều hành nó. Tuy nhiên, ở nước ta, vì hàng loạt lý do đặc thù (vai trò chủ động tổ chức quá trình chuyển đổi sang kinh tế thị trường của Nhà nước; mục tiêu xây dựng sớm TTCK; yêu cầu quản lý một thể chế thị trường bậc cao nhằm giữ vững định hướng xã hội chủ nghĩa v.v...) mà UBCKNN- cơ quan có chức năng chính là quản lý nhà nước đối với TTCK, lại ra đời trước cả đối tượng quản lý của nó. Trên thực tế, trước khi thực hiện chức năng quản lý nhà nước đối với TTCK, UBCKNN đảm nhiệm vai trò chuẩn bị các điều kiện cần thiết, trong đó, bao gồm các điều kiện tổ chức, để TTCK sớm ra đời và vận hành có hiệu quả.

UBCKNN chính là tiền đề tổ chức cơ bản của TTCK Việt Nam. Từ tiền đề này, cấu trúc khung tổ chức của ngành chứng khoán Việt Nam dần dần được tạo dựng. UBCKNN có nhiệm vụ tổ chức cho các chủ thể gia nhập thị trường và quản lý sự vận hành của thị trường, là các công ty chứng khoán, các tổ chức lưu ký chứng khoán và các công ty kinh doanh chứng khoán. Sự phối hợp hoạt động của UBCKNN với NHNN, Bộ Tài Chính, các ngân hàng thương mại và tổ chức bảo hiểm đã làm cho quá trình này diễn ra khá thuận lợi.

Ngày 11/07/1998, Chính phủ ban hành Nghị định 48/1998/NĐ – CP về chứng

khoán và thị trường chứng khoán. Nghị định này được ban hành với các mục tiêu chiến lược đặt ra cho TTCK Việt Nam là:

- Cùng với hệ thống tín dụng tạo ra một kênh huy động vốn trung và dài hạn cho đầu tư phát triển.
- Góp phần đẩy nhanh tiến trình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước.
- Phát triển thị trường tài chính Việt Nam và từng bước chủ động hội nhập với thị trường tài chính quốc tế.

Ngày 11/07/1998, Thủ tướng Chính phủ ra Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg thành lập hai Trung tâm Giao dịch Chứng khoán (TTGDCK) trực thuộc UBCKNN, đó là TTGDCK Thành phố Hồ Chí Minh và TTGDCK Hà Nội. Sự kiện này đã đánh dấu một bước khởi đầu quan trọng trong tiến trình hình thành và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

Cơ sở pháp lý đầu tiên cho việc khởi động thị trường chứng khoán đó là Quyết định số 140/CP của Chính phủ được ban hành ngày 16/02/2000, cho phép UBCKNN triển khai hệ thống giao dịch ban đầu. Sau khi Chính phủ đã chuẩn bị tương đối đầy đủ các điều kiện cần thiết để vận hành thị trường chứng khoán như: khung pháp lý, tổ chức thị trường v.v... Ngày 20/07/2000, TTGDCK TP.HCM khai trương, đánh dấu sự ra đời của TTCK Việt Nam. Ngày 26/07/2000, TTGDCK TP.HCM tiến hành tổ chức phiên đấu thầu trái phiếu Chính phủ đầu tiên, với kết quả toàn bộ 300 tỷ đồng trái phiếu CP1-0100 đưa ra đấu thầu đều trúng thầu. Tiếp đó, ngày 28/07/2000, phiên giao dịch đầu tiên được thực hiện gồm có 2 loại cổ phiếu niêm yết là REE (của Công ty Cơ Điện Lạnh) và SAM (của Công ty Cấp vật liệu viễn thông - Sacom).

Sự ra đời của TTGDCK TP.HCM có ý nghĩa rất lớn trong việc tạo ra một kênh huy động vốn và luân chuyển vốn mới phục vụ công cuộc công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước, là sản phẩm của sự chuyển đổi cơ cấu nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa của Đảng và nhà nước.

Ngày 08/03/2005, TTGDCK Hà Nội đã chính thức khai trương hoạt động, đánh dấu một bước phát triển mới cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 2.2. TÌNH HÌNH KINH TẾ VIỆT NAM TRONG CÁC NĂM QUA

Kinh tế Việt Nam trong thời gian qua tăng trưởng khá mạnh và tăng liên tục qua nhiều năm. Theo công bố của Tổng cục thống kê, Việt Nam có mức tăng trưởng tổng sản phẩm quốc dân (GDP) năm 2007 đạt 8,48%, đạt mục tiêu tăng trưởng (8,2% - 8,5%) do Nghị quyết của Quốc hội đề ra và được Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) đánh giá Việt Nam đứng vào hàng các quốc gia có tốc độ tăng trưởng cao trong khu vực.

Năm 2007, kinh tế nước ta phát triển trong điều kiện trong nước và thế giới có những sự kiện nổi bật: Việt Nam đã chính thức trở thành thành viên thứ 150 của tổ chức thương mại thế giới (WTO), ủy viên không thường trực Hội đồng Bảo an Liên Hiệp Quốc nhiệm kỳ 2008-2009. Bên cạnh đó, cũng có không ít các yếu tố khó khăn tác động không thuận đến sản xuất và đời sống dân cư. Ở trong nước là ảnh hưởng của các cơn bão và các bất thường về thời tiết; dịch bệnh trong nông nghiệp v.v...; trên thị trường quốc tế, giá cả nói chung, đặc biệt là giá xăng dầu diễn biến rất phức tạp và có chiều hướng gia tăng.

**Bảng 2.1: Tốc độ tăng GDP (%)**

Năm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GDP	6,79	6,89	7,08	7,34	7,79	8,43	8,17	8,48

*Nguồn: Kinh tế Việt Nam và thế giới (2006-2007) và Tổng Cục Thống kê*

Năm 2007 được đánh giá là năm rất thành công về mặt kinh tế vĩ mô của Việt Nam. Đây là năm đầu tiên, Việt Nam gia nhập tổ chức WTO, đã mở ra nhiều cơ hội lớn cho các doanh nghiệp nói riêng và nền kinh tế Việt Nam nói chung. Năm 2007 cũng là năm thứ 7 nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng liên tục và tăng mạnh từ năm 2000 đến nay, có sự tăng trưởng toàn diện trong hầu hết các lĩnh vực, trong đó có sự phát triển rất mạnh của thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng.

## 2.3. THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TỪ NĂM 2000 – 2007

### 2.3.1. Tại Sở GDCK (TTGDCK TP. HCM)

TTGDCK TP.HCM đi vào hoạt động vào tháng 07/2000, ban đầu chỉ vốn vện có 2 công ty niêm yết là REE và SAM với tổng số vốn là 270 tỷ đồng và một vài loại trái phiếu Chính phủ được niêm yết giao dịch. Từ đó cho đến năm 2005, thị trường luôn ở

trong trạng thái tê liệt, loại trừ cơn sốt vào năm 2001 thì trong 5 năm chỉ số VN-Index lúc cao nhất chỉ xoay quanh mức 300 điểm, mức thấp nhất xuống đến 130 điểm. Lý do chính là do thị trường có quá ít hàng hoá, các doanh nghiệp niêm yết cũng nhỏ, không nổi tiếng, không hấp dẫn nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Từ năm 2005, khi tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài được nâng từ 30% lên 49% (trừ lĩnh vực ngân hàng), năm 2006, quy mô TTCK Việt Nam có tổ chức đã phát triển nhanh và đạt mức gia tăng giá trị kỷ lục. Số lượng chứng khoán niêm yết đã tăng dần qua các năm, đặc biệt là năm 2006 với 74 công ty niêm yết mới tại TTGDCK TP.HCM. Tính đến ngày 31/12/2006, TTGDCK TP.HCM đã có 106 công ty niêm yết với tổng trị giá đạt 13.618 tỷ đồng và tổng mức vốn hoá thị trường lên tới 147,66 nghìn tỷ đồng, 2 quỹ đầu tư VF1 và PRUBF1 với tổng vốn điều lệ 800 tỷ đồng và 372 loại trái phiếu Chính phủ và công ty với tổng mệnh giá niêm yết đạt khoảng 57.700 tỷ đồng, tổng giá trị niêm yết toàn thị trường là 72.396,521 tỷ đồng. Chỉ số VN-Index tăng liên tục trong năm 2006, đặc biệt là vào thời điểm ở những tháng cuối năm. Kết thúc phiên giao dịch năm 2006, phiên thứ 1.451 (ngày 29/12/2006) chỉ số VN-Index đạt 751,77 điểm tăng 446.49 điểm, tương ứng mức gia tăng 146,26% so với phiên giao dịch đầu năm 2006.

Về phía các nhà đầu tư, đến cuối tháng 12/2006 đã có 106.393 tài khoản giao dịch được mở, gấp 3 lần năm 2005. Trong đó có sự góp mặt của 1.700 nhà đầu tư nước ngoài tham gia mua bán cổ phiếu trên thị trường và đang nắm giữ 25 - 30% số lượng cổ phiếu các công ty niêm yết. Thị trường chứng khoán Việt Nam đã thu hút nhiều nhà đầu tư lớn như: JP Morgan, Merrill Lynch, Citigroup. Các nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường qua các quỹ đầu tư chứng khoán. Đến cuối năm 2006 có 23 quỹ với quy mô vốn đầu tư đạt 2,4 tỷ USD.

Trên đà phát triển của TTCK năm 2006, bước sang những tháng đầu năm 2007, thị trường thật sự sôi động khi chỉ số VN Index đã vượt mốc 1.000 điểm vào ngày 19/01/2007, sau đó liên tục tăng mạnh với tốc độ tăng bình quân trên 16%/tháng (riêng tháng 1 tăng 38,25%/tháng) và giá trị giao dịch bình quân lên đến hơn 1.000 tỷ đồng/phiên. Ngày 12/03/2007, VN-Index đạt mức kỷ lục với 1.170,67 điểm. Nhưng sau đó, chỉ số VN-Index bắt đầu sụt giảm từ từ và vào ngày 24/4/2007 ở mức 905,53 điểm. Đến nửa đầu tháng 5/2007, chỉ số VN-Index đã hồi phục khá mạnh, chạm ngưỡng 1.100 điểm.

Ngày 11/05/2007, Thủ tướng Chính phủ ban hành quyết định số 599/2007/QĐ-TTg về việc chuyển TTGDCK TP.HCM thành Sở GDCK TP.HCM.

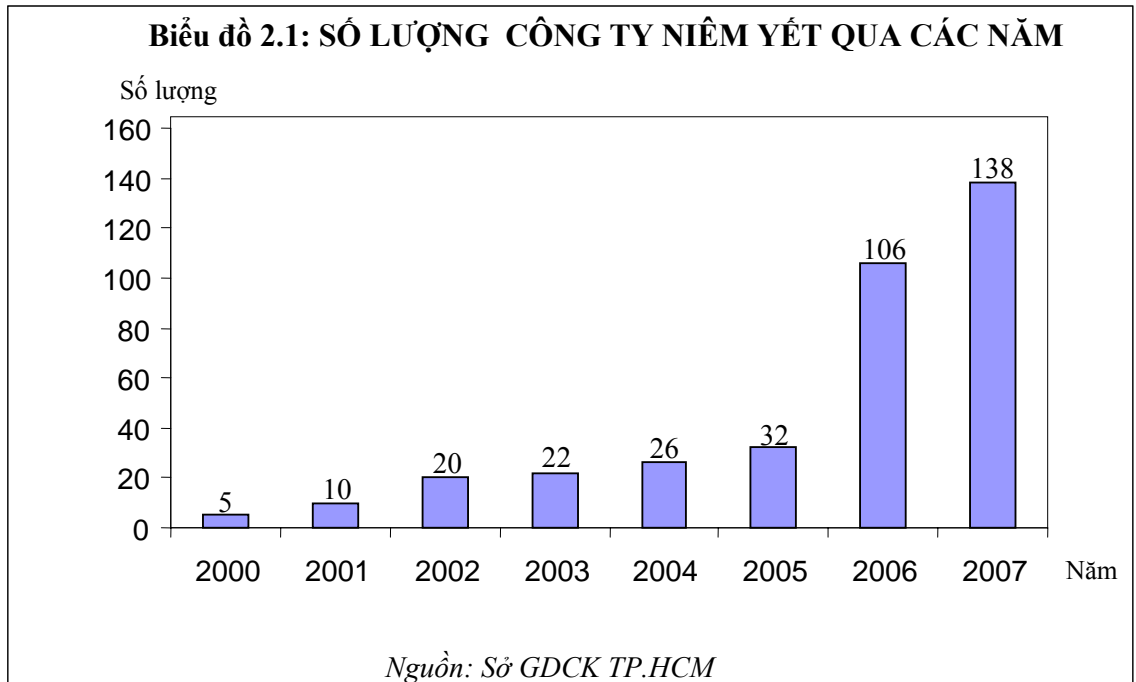
Ngày 08/08/2007, đánh dấu một bước tiến mạnh mẽ và quan trọng của TTCK. Đó là sự kiện chuyển Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM thành Sở Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM, với tên giao dịch quốc tế: Hochiminh Stock Exchange (HOSE).

Tình hình giao dịch chứng khoán tại Sở vẫn không thoát khỏi chiều hướng đi xuống của thị trường về cả chỉ số cũng như khối lượng và giá trị giao dịch, chỉ số VN-Index vẫn dao động ở mức từ 900 điểm đến 1.000 điểm. Trong năm 2007, có tất cả 32 công ty niêm yết mới, 01 chứng chỉ quỹ được niêm yết mới (Quỹ đầu tư tăng trưởng Manulife – MAFPF1) và thêm 17 loại trái phiếu (trong đó có 12 loại trái phiếu chính quyền địa phương và 5 loại trái phiếu công ty). Như vậy, tính đến thời điểm cuối năm 2007, đã có 138 công ty niêm yết tại Sở GDCK TP.HCM với tổng giá trị niêm yết là 35.428,512 tỷ đồng, 03 chứng chỉ quỹ với tổng vốn điều lệ là 1.014 tỷ đồng, 389 loại trái phiếu Chính phủ và công ty. Nếu như trong phiên giao dịch đầu tiên của năm 2007, chỉ số VN-Index ở mức 741,27 điểm thì phiên giao dịch cuối cùng của năm 2007, phiên thứ 1.699, chỉ số VN-Index đạt 927,02 điểm, tăng hơn 25% sau một năm. Con số phần trăm tăng thêm này cho thấy mặc dù thị trường cổ phiếu không còn tăng mạnh như năm 2006 nhưng vẫn chứng minh được sự tăng trưởng ổn định của thị trường.

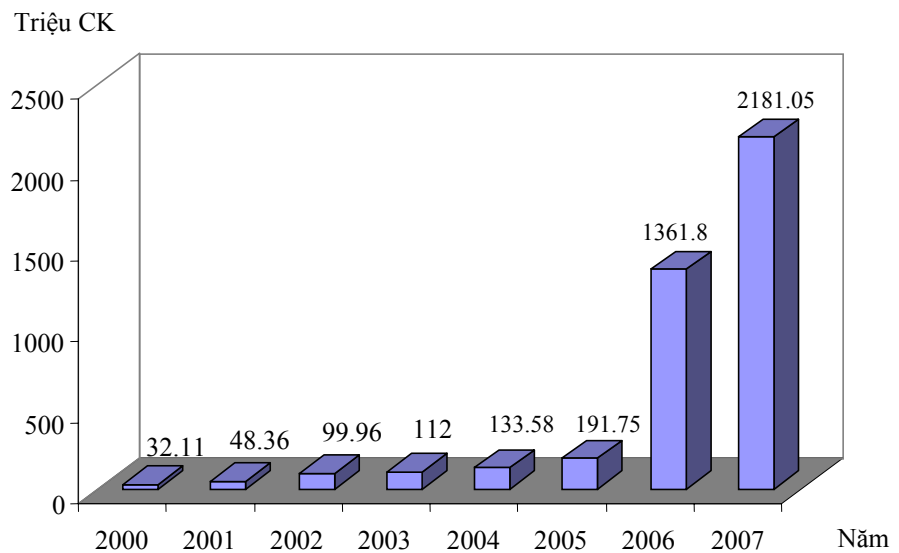
**Bảng 2.2: Diễn biến niêm yết cổ phiếu qua các năm**

<b>Năm</b>	<b>Số loại cổ phiếu</b>	<b>Khối lượng niêm yết (triệu CK)</b>
2000	5	32,117
2001	5	16,244
2002	10	51,602
2003	2	12,038
2004	4	21,585
2005	6	58,164
2006	74	1.170,050
2007	32	2.181,051
<b>Tổng cộng</b>	<b>138</b>	<b>3.542,851</b>

*Nguồn: Sở GDCK TP. HCM*



**Biểu đồ 2.2: KHỐI LƯỢNG CHỨNG KHOÁN NIÊM YẾT QUA CÁC NĂM**



*Nguồn: Sở GDCK TP.HCM*

**Bảng 2.3: Quy mô giao dịch toàn thị trường qua các năm**

Năm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
-----	------	------	------	------	------	------	------	------



<b>Khối lượng giao dịch</b>	<b>3.662.790</b>	<b>19.721.930</b>	<b>37.008.649</b>	<b>53.155.990</b>	<b>248.072.240</b>	<b>353.070.622</b>	<b>1.120.781.726</b>	<b>2.389.522.805</b>
Cổ phiếu	3.641.000	19.028.200	35.715.939	28.074.150	72.894.288	94.846.187	538.536.869	1.814.278.168
Trái phiếu	21.790	693.730	1.292.710	25.081.840	171.679.232	232.110.825	477.500.477	380.987.007
Chứng chỉ quỹ					3.498.720	26.113.610	104.744.380	194.257.630
<b>Giá trị giao dịch (trđ)</b>	<b>92.357</b>	<b>1.034.721</b>	<b>1.080.891</b>	<b>2.998.321</b>	<b>19.887.150</b>	<b>26.877.959</b>	<b>86.829.272</b>	<b>245.651.218</b>
Cổ phiếu	90.215	964.020	959.330	502.022	1.970.969	2.784.291	35.472.341	200.716,849
Trái phiếu	2.143	70.702	121.561	2.496.299	17.883.282	23.837.589	48.654.248	39.918,829
Chứng chỉ quỹ					32.899	256.079	2.702.683	5.015,540

*Nguồn: Sở GDCK TP. HCM*

Về số lượng nhà đầu tư tham gia, theo thống kê của Ủy ban Chứng khoán, tính đến cuối năm 2007, thị trường chứng khoán Việt Nam trên 300.000 tài khoản, tăng gấp 3 lần so với năm 2006. Điều này cho thấy sự quan tâm của công chúng đầu tư tới thị trường ngày càng lớn. Cuối năm 2006, chỉ có khoảng 1.000 tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài thì cả năm nay con số đã lên tới 7.000 tài khoản. Các tổ chức đầu tư nước ngoài đăng ký tham gia thị trường và lượng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đạt khoảng hơn 7,6 tỷ USD, gấp 3 lần so với năm 2006.

**Bảng 2.4: Số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư qua các năm**

<b>Năm</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Số tài khoản</b>	2.997	8.774	13.651	16.502	21.616	31.316	106.393	300.000

*Nguồn: www.vse.org.vn*

Nhìn chung, diễn biến TTCK năm 2007 được chia thành 2 phân đoạn khá rõ rệt với nhiều biến động lớn ở thị trường niêm yết. Từ đầu năm đến nửa đầu tháng 03/2007, thị trường với sự sôi động và phát triển nhanh chưa từng có và thời gian sau đó trong hướng điều chỉnh là chủ yếu. Đặc trưng nổi bật của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2007 là khả năng huy động vốn rất mạnh mẽ.

Trong thời gian qua, cùng với sự phát triển không ngừng về quy mô của thị trường chứng khoán Việt Nam, là sự lớn mạnh của các tổ chức tài chính trung gian, đặc biệt là các công ty chứng khoán (CTCK). Sự trưởng thành của các CTCK Việt Nam

Nhìn chung, quy mô của các công ty chứng khoán như vậy vẫn còn quá nhỏ, cho nên các nghiệp vụ chứng khoán còn chưa được triển khai hết hoặc chưa được triển khai có hiệu quả, chất lượng các dịch vụ cung cấp còn nhiều hạn chế. Tư vấn tài chính vẫn còn là hoạt động non trẻ ở Việt Nam và bảo lãnh phát hành là nghiệp vụ đòi hỏi nhiều vốn, nhiều kinh nghiệm mà hiện ít công ty chứng khoán có khả năng thực hiện. Một số nghiệp vụ như tạo lập thị trường, tự doanh,... còn bị hạn chế.

Thành quả của TTGDCK TP.HCM không chỉ nằm ở con số cụ thể nói trên, mà sự

TTGDCK TP.HCM ra đời trong điều kiện gặp rất nhiều khó khăn như: hệ thống pháp luật Việt Nam nói chung chưa được hoàn thiện, các văn bản điều chỉnh hoạt động trên thị trường chứng khoán còn nhiều bất cập, chồng chéo, chưa thống nhất v.v..., đội ngũ cán bộ quản lý điều hành chưa có kinh nghiệm thực tiễn, sự hiểu biết của công chúng về đầu tư chứng khoán và TTCK còn nhiều hạn chế. Nhưng với sự quan tâm rất lớn của Chính phủ, các Bộ ngành, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, qua hơn 7 năm hoạt động TTGDCK TP.HCM đã phát triển về nhiều mặt, thực hiện tốt vai trò tổ chức và vận hành các hoạt động giao dịch chứng khoán trên thị trường tập trung. Những kết quả mà TTGDCK TP.HCM đạt được trong hơn 7 năm qua là nền tảng quan trọng để TTCK tiếp tục phát triển, hướng đến mục tiêu trở thành kênh dẫn vốn quan trọng cho nền kinh tế, phục vụ sự nghiệp công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước.

### **2.3.2. Tại TTGDCK Hà Nội**

#### **2.3.2.1. Lịch sử hình thành và phát triển**

Ngày 11/07/1998, Thủ tướng Chính phủ ra Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg thành lập hai TTGDCK trực thuộc UBCKNN. Theo đó, TTGDCK Hà Nội là đơn vị sự nghiệp có thu, có tư cách pháp nhân, có trụ sở, con dấu và tài khoản riêng, kinh phí hoạt động do ngân sách Nhà nước cấp.

Ngày 05/08/2003, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010.

Ngày 16/11/2004, Chính phủ ban hành Nghị định 187/2004/NĐ-CP về việc chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần. Đây là cơ sở pháp lý quan trọng cho tiến trình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước cũng như việc tổ chức thị trường sơ cấp tại TTGDCK Hà Nội.

Ngày 20/01/2005, Bộ Tài chính ban hành Quy chế tạm thời về tổ chức giao dịch chứng khoán tại TTGDCK Hà Nội kèm theo Quyết định số 244/QĐ-BTC, xác định cụ thể mô hình tổ chức hoạt động giao dịch chứng khoán tại TTGDCK Hà Nội.

Sau 5 năm kể từ khi TTCK Việt Nam ra đời tại thành phố Hồ Chí Minh, ngày 08/03/2005, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội chính thức khai trương hoạt động với mảng đầu tiên là đấu giá cổ phần và đấu thầu trái phiếu.

Ngày 30/05/2005, Bộ Tài chính đã ban hành Quyết định số 1788/QĐ-BTC quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của TTGDCKHN. Theo Quyết định trên, TTGDCKHN là đơn vị sự nghiệp trực thuộc UBCKNN có chức năng tổ chức, quản lý, điều hành và giám sát hoạt động giao dịch chứng khoán tại Trung tâm và thực hiện một số dịch vụ công thuộc lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán theo quy định của pháp luật.

Ngày 14/07/2005, TTGDCK Hà Nội khai trương hệ thống giao dịch chứng khoán thứ cấp, giao dịch được tiến hành theo phương thức thức thoả thuận 3 phiên/tuần.

Ngày 02/11/2005, TTGDCK Hà Nội áp dụng phương thức giao dịch báo giá song song với phương thức giao dịch thoả thuận.

Ngày 20/02/2006, Bộ Tài chính ra Quyết định số 898/QĐ-BTC ban hành Kế hoạch phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2006 – 2010 nhằm cụ thể hoá phương hướng, nhiệm vụ của Chiến lược được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Theo đó, TTGDCK Hà Nội được xây dựng thành thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung, tổ chức và quản lý thị trường giao dịch của các loại cổ phiếu chưa niêm yết, đấu giá cổ phần lần đầu và đấu thầu các tài sản tài chính.

Ngày 01/06/2006, TTGDCK Hà Nội nâng số phiên giao dịch lên 5 phiên/tuần.

Ngày 01/07/2006, hoạt động đấu thầu trái phiếu được tập trung tại TTGDCK Hà Nội theo Quyết định số 2276/QĐ-BTC của Bộ Tài chính góp phần hình thành thị trường trái phiếu tập trung tại TTGDCK Hà Nội.

### **2.3.2.2. Chiến lược phát triển TTGDCK Hà Nội**

Theo chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam thì việc tổ chức hoạt động giao dịch thứ cấp là chức năng, nhiệm vụ cơ bản và lâu dài của TTGDCK Hà Nội.

Trong giai đoạn đầu (2005 - 2007), mô hình hoạt động được xác định là thị trường OTC đơn giản, tổ chức giao dịch theo phương thức thỏa thuận (thỏa thuận về giá mua, giá bán và khối lượng cho từng giao dịch) đối với chứng khoán chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết theo chế độ đăng ký. Tiêu chuẩn đăng ký giao dịch tại đây có thấp hơn so với tiêu chuẩn niêm yết là một thông lệ ở mọi thị trường OTC, nhằm tạo điều kiện cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ cũng có thể tham gia TTCK. Chứng khoán giao dịch trên TTGDCK Hà Nội được lưu ký tập trung để bảo đảm việc thanh toán giao dịch và tạo điều kiện thuận lợi cho việc chuyển giao quyền sở hữu.

Giai đoạn sau năm 2007 sẽ xây dựng theo hướng thị trường phi tập trung phù hợp với quy mô phát triển của TTCK Việt Nam và sau năm 2010 sẽ phát triển thành thị trường phi tập trung theo thông lệ quốc tế.

Nếu như sự ra đời của TTGDCK TP. HCM vào tháng 07/2000 là sự kiện chính thức khởi đầu hoạt động của TTCK Việt Nam, thì hoạt động của TTGDCK Hà Nội đã thực sự đánh dấu một bước trưởng thành của thị trường, đồng thời là sự khởi đầu của TTCK phi tập trung (OTC) ở Việt Nam. Cơ cấu TTCK hoàn chỉnh ở Việt Nam bước đầu được xây dựng.

### **2.3.2.3. Tình hình đăng ký giao dịch và quy mô giao dịch chứng khoán tại TTGDCK Hà Nội trong thời gian qua**

Hàng hoá giao dịch trên TTGDCK Hà Nội khi mới đi vào hoạt động (từ năm 2005 - 2006) là các loại chứng khoán của các công ty cổ phần có vốn điều lệ từ 5 tỷ đồng trở lên, chưa thực hiện niêm yết tại TTGDCKTP. HCM, hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký giao dịch phải có lãi, số cổ đông tối thiểu là 50 người (kể cả trong và ngoài doanh nghiệp). Thủ tục đăng ký cũng được giảm đến mức thấp nhất để tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tham gia TTCK nhưng vẫn phải bảo đảm nguyên tắc kiểm

Từ khi ra đời đến cuối năm 2005, quy mô của TTGDCKHN chỉ có 6 doanh nghiệp đăng ký giao dịch, vốn hóa thị trường là khoảng 1.900 tỷ đồng, đã tổ chức được 72 phiên giao dịch với tổng khối lượng giao dịch cổ phiếu đạt 20.423.383 cổ phiếu, bình quân mỗi phiên có 288.200 cổ phiếu được giao dịch, giá trị giao dịch cổ phiếu đạt hơn 264 tỷ đồng, bình quân đạt gần 4 tỷ đồng/phiên và 7 loại trái phiếu niêm yết với 781.830 trái phiếu được chuyển nhượng, đạt tổng giá trị hơn 78 tỷ đồng. Chỉ số HASTC- Index dao động chủ yếu xung quanh mức 100 điểm.

Quy mô giao dịch có xu hướng tăng rõ nét và ổn định trong năm 2006, với 211 phiên giao dịch được thực hiện an toàn, ổn định, đã góp phần nâng tổng giá trị giao dịch chứng khoán tại TTGDCK Hà Nội lên tới 11.503 tỷ đồng với khối lượng giao dịch 98.561.526 cổ phiếu và 73.093.370 trái phiếu, gấp 67,2 lần so với giá trị giao dịch năm 2005. Với những quy định mới được áp dụng đối với hệ thống giao dịch thứ cấp: từ 01/06/2006, TTGDCK Hà Nội tăng số phiên giao dịch lên 5 phiên/tuần, đồng thời nâng ngưỡng giao dịch thoả thuận từ 1.000 cổ phiếu lên 5.000 cổ phiếu. Quy định mới này đã đáp ứng nhu cầu giao dịch ngày càng tăng của nhà đầu tư và tăng tính thanh khoản cho các chứng khoán niêm yết.

Nếu như năm 2005, bình quân mỗi phiên có 288.200 cổ phiếu được giao dịch thì năm 2006, khối lượng giao dịch bình quân mỗi phiên lên tới 464.913 cổ phiếu, tăng 62,1% và tăng mạnh trong các tháng cuối năm 2006. Tháng 12/2006, khối lượng giao dịch bình quân là 1.598.645 cổ phiếu/phiên với giá trị giao dịch bình quân 107 tỷ đồng/phiên, gấp 26,7 lần năm 2005.

Năm 2006, quy mô niêm yết tại TTGDCK Hà Nội có những bước phát triển đáng ghi nhận với việc cấp phép niêm yết mới cho 81 công ty cổ phần, tăng gấp 13,5 lần so với số lượng công ty niêm yết trong năm 2005. Đặc biệt nhu cầu đăng ký niêm yết của các doanh nghiệp tăng mạnh trong những tháng cuối năm 2006. Tháng 11/2006, nhân tố tác động mạnh đến toàn thị trường là công văn số 12601/BTC-VP của Bộ Tài chính về

Tháng 12/2006, sàn Hà Nội đón nhận những kỷ lục mới, với sự xuất hiện hàng loạt các cổ phiếu mới như SSI (cổ phiếu CTCP Chứng khoán Sài Gòn), HPC (cổ phiếu CTCP Chứng khoán Hải Phòng) đã tạo nên nét đột biến trên sàn Hà Nội với không khí sôi động và giá trị giao dịch tăng mạnh ở hầu hết các cổ phiếu.

Tính đến ngày 31/12/2006, quy mô thị trường giao dịch chứng khoán tại TTGDCK Hà Nội đạt trên 29.341 tỉ đồng tính theo mệnh giá, tăng 20 lần so với mức giao dịch khai trương ngày 14/07/2005. Tổng số công ty niêm yết trên TTGDCK Hà Nội là 87 công ty với tổng giá trị niêm yết 11.124 tỷ đồng tính theo mệnh giá, gấp 7,4 lần so với quy mô thị trường tại thời điểm cuối năm 2005, vốn hóa thị trường là 73.000 tỷ đồng, gấp 38 lần, sàn Hà Nội chiếm khoảng 8% GDP.

Các doanh nghiệp niêm yết ở TTGDCK Hà Nội khá đa dạng về lĩnh vực hoạt động, ngành nghề kinh doanh như ngân hàng, thương mại dịch vụ, giao thông vận tải, xây dựng và sản xuất vật liệu xây dựng, sản xuất hàng tiêu dùng... với quy mô vốn từ 5 tỷ đồng đến trên 1.000 tỷ đồng với các loại hình công ty cổ phần thành lập mới, DNNN cổ phần hoá, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài chuyển đổi hoạt động theo hình thức công ty cổ phần. Trong đó, đáng chú ý nhất là các doanh nghiệp có thương hiệu mạnh trên thị trường, quy mô vốn lớn, được công chúng đầu tư hết sức quan tâm đã thực hiện niêm yết trên TTGDCK Hà Nội như: Ngân hàng TMCP Á Châu (vốn điều lệ 1.100 tỷ đồng – ngân hàng TMCP có quy mô vốn điều lệ lớn nhất Việt Nam vào năm 2006), Tổng CTCP Bảo Minh (vốn điều lệ 434 tỷ đồng), CTCP Xi măng Bim Sơn, Bút Sơn (vốn điều lệ 900 tỷ đồng).

Trong năm 2006, quy mô niêm yết trái phiếu tại TTGDCK Hà Nội cũng có sự gia tăng khá mạnh mẽ với 87 loại trái phiếu mới, bao gồm 85 loại trái phiếu chính phủ do Kho bạc Nhà nước phát hành, Ngân hàng Phát triển Việt Nam phát hành với tổng khối lượng niêm yết 68.593.370 trái phiếu và tổng giá trị niêm yết đạt hơn 7.000 tỷ đồng và 2 loại trái phiếu chính quyền địa phương do UBND TP. Hà Nội phát hành với khối lượng niêm yết là 5 triệu trái phiếu và tổng giá trị niêm yết là 500 tỷ đồng. Chỉ số HASTC-

Bước sang năm 2007, diễn biến của TTGDCK Hà Nội cũng giống như Sở GDCK TP.HCM, thị trường tiếp tục phát triển, chỉ số HASTC-Index của sàn Hà Nội tăng trưởng liên tục và mạnh trong quý I, cao nhất là vào ngày 09/03/2007 với mốc kỷ lục kể từ trước đến nay đạt 454,81 điểm, tăng 211,92 điểm, tương đương 87,25% so với đầu năm. Song kể từ nửa cuối tháng 3, chỉ số HASTC-Index bắt đầu giai đoạn điều chỉnh giảm và đến thời điểm 03/07/2007 chỉ còn 252,61 điểm, khối lượng và giá trị giao dịch chỉ dao động quanh khoảng 1,5 triệu cổ phiếu và 140 tỷ đồng.

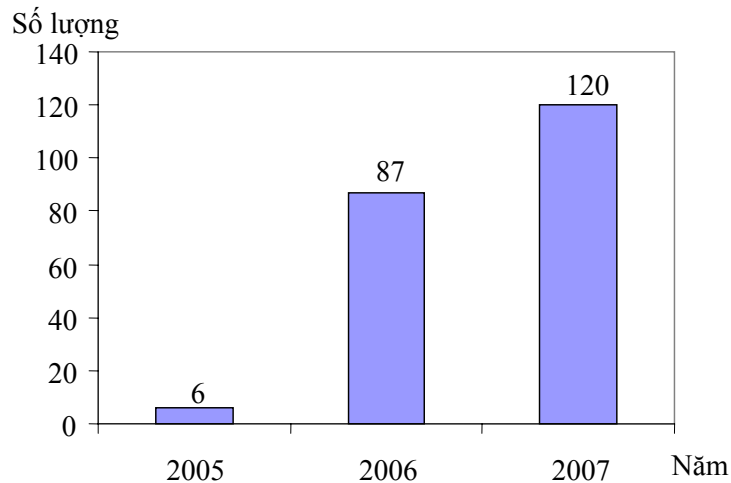
Trong tâm lý của nhà đầu tư, TTGDCK Hà Nội được coi là kém lợi nhuận bởi suy nghĩ đây là một nơi niêm yết những doanh nghiệp chưa đạt tiêu chuẩn niêm yết tại Sở GDCK TP.HCM. Các tiêu chuẩn về quy mô vốn, tình hình tài chính đối với các doanh nghiệp đăng ký giao dịch tại TTGDCK Hà Nội không cao như Sở GDCK TP.HCM khiến không ít nhà đầu tư e ngại. Tuy nhiên, từ tháng 9/2007, chỉ số HASTC-Index đã có sự tăng trưởng hết sức ngoạn mục, từ mức 256,14 điểm (ngày 04/09/2007) lên 381,45 điểm (ngày 26/10/2007), tương đương mức tăng trên 48,92%.

Trong những tháng cuối năm 2007, TTGDCK Hà Nội đón thêm hơn chục mã cổ phiếu mới, cùng hàng loạt doanh nghiệp niêm yết phát hành thêm cổ phiếu với khối lượng vốn huy động hàng nghìn tỷ đồng. Thế nhưng, chỉ số HASTC – Index vẫn dao động từ 320 điểm đến 340 điểm. TTGDCK Hà Nội thực hiện khoảng 250 phiên giao dịch trong năm 2007, giá trị hơn 140.000 tỷ đồng, bình quân mỗi phiên đạt gần 600 tỷ đồng, tăng 47% so với mức bình quân của năm 2006. Phiên giao dịch cuối năm chỉ số HASTC-Index dừng ở mốc 323,55 điểm, khối lượng giao dịch đạt gần 2,5 triệu cổ phiếu, tăng 80,66 điểm, tương ứng 33,2% so với phiên giao dịch đầu năm 2007. Từ đầu năm đến tháng 06/2007 chỉ có duy nhất một doanh nghiệp thực hiện niêm yết là Công ty cổ phần Địa ốc Chợ Lớn chào sàn Hà Nội, 6 tháng cuối năm 2007, TTGDCK Hà Nội đón nhận thêm 32 công ty niêm yết, nâng tổng số công ty niêm yết lên đến 120, tổng giá trị vốn



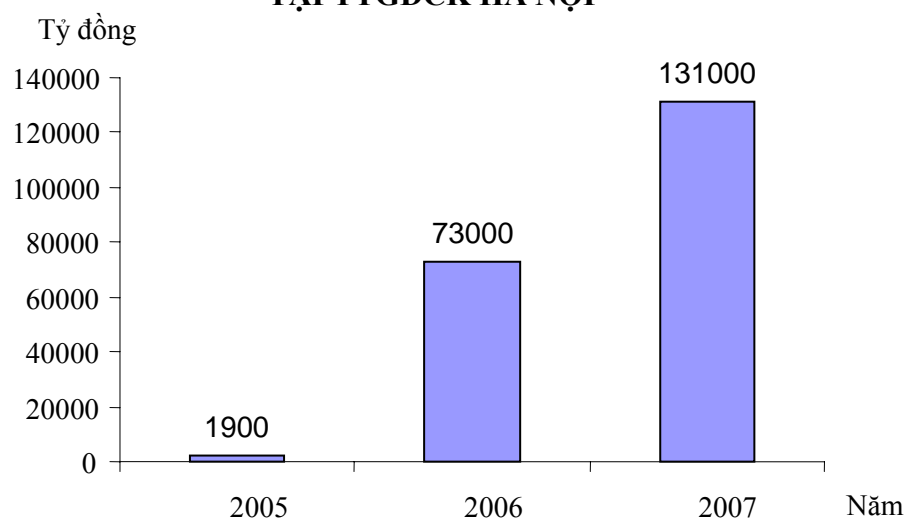
Năm 2007 là một năm cho thấy dấu hiệu dịch chuyển dòng vốn đầu tư rất rõ ràng tại TTGDCK Hà Nội khi khối lượng giao dịch của HASTC đang từ mức trung bình trên dưới 1 triệu đơn vị (tính riêng khớp lệnh báo giá CP) trong suốt thời gian gần 6 tháng (từ tháng 4-9) lên mức trên 5 triệu đơn vị/phiên. Đây là quy mô giao dịch kỷ lục của HASTC, vượt cả thời điểm huy hoàng nhất vào tháng 2-3/2007 khi khối lượng giao dịch trung bình chỉ đạt hơn 3 triệu đơn vị/phiên.

**BIỂU ĐỒ 2.3: SỐ LƯỢNG CÔNG TY ĐĂNG KÝ GIAO DỊCH  
TẠI TTGDCK HÀ NỘI**



*Nguồn: TTGDCK Hà Nội*

**BIỂU ĐỒ 2.4: GIÁ TRỊ VỐN HOÁ THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU  
TẠI TTGDCK HÀ NỘI**



Năm 2007 là một năm tiếp tục chứng tỏ sự trưởng thành của TTGDCK Hà Nội thể hiện qua số lượng công ty niêm yết và tổng giá trị vốn hoá thị trường đều tăng mạnh qua các năm. Qua 3 năm hoạt động, TTGDCK Hà Nội đã chủ động thực hiện các giải pháp điều chỉnh trong công tác tổ chức, quản lý, vận hành, phát triển thị trường và đã đạt được những thành quả đáng kể với những bước phát triển mạnh mẽ trên tất cả các mặt hoạt động của thị trường giao dịch chứng khoán thứ cấp cũng như hoạt động đấu giá cổ phần, đấu thầu trái phiếu. Như vậy, trong giai đoạn đầu (2005-2007), mô hình thị trường OTC đơn giản đã đạt được những kết quả rất đáng khích lệ. Tất cả những việc làm đó là nhằm chuẩn bị cho sự ra đời của thị trường OTC theo thông lệ quốc tế trong tương lai.

### **2.3.3. Thực trạng hoạt động của thị trường tự do**

Thị trường giao dịch cổ phiếu tự do là hình thức mua bán không có sự can thiệp của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước, mà chỉ diễn ra giữa các cá nhân với nhau và không chịu sự giám sát của bất kỳ tổ chức nào, mọi việc mua bán đều thực hiện trên nguyên tắc thuận mua vừa bán.

Hiện nay bên cạnh 258 loại cổ phiếu của các công ty được niêm yết tại Sở GDCK TP.HCM và TTGDCK Hà Nội giao dịch trên thị trường chứng khoán chính thức, thì có một khối lượng khá lớn các loại cổ phiếu khác được giao dịch trên thị trường tự do. Cho

đến nay chưa có con số chính thức và cũng rất khó có được con số chính xác về tổng trị giá cổ phiếu đang giao dịch tự do, nhưng ước tính tổng doanh số giao dịch cổ phiếu trên thị trường tự do còn lớn hơn cả thị trường chính thức, lên tới cả chục ngàn tỷ đồng. Thị trường tự do và thị trường chính thức có mối liên hệ chặt chẽ với nhau. Sự lên xuống của VN-Index có ảnh hưởng nhiều đến tâm lý của các nhà đầu tư trên thị trường tự do.

Thị trường tự do bắt đầu nhen nhóm từ năm 2000, cùng với sự đi lên của thị trường chứng khoán niêm yết, thị trường giao dịch cổ phiếu tự do cũng phát triển rất nhanh, đặc biệt là trong năm 2006. Đóng vai trò chủ đạo của thị trường tự do là 9 loại cổ phiếu có mức vốn hóa trên 100 triệu USD (phần lớn là ngân hàng thương mại cổ phần như: NH TMCP Kỹ thương Việt Nam (Techcombank), NH TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (Eximbank), NH TMCP Đông Á (EAB), NH TMCP Phương Nam (Southern Bank), NH TMCP các Doanh nghiệp Ngoài quốc doanh Việt Nam (VPBank) v.v...). Năm 2006, giá cổ phiếu ngân hàng trên thị trường này liên tục tăng giá, duy nhất có một đợt giảm nhẹ nhưng không kéo dài. Hiệu quả kinh doanh, lợi nhuận vượt trội,... là những tác nhân chính làm cho giá cổ phiếu tăng. Nếu cuối năm 2005, giá cổ phiếu của Eximbank chỉ từ khoảng 7 - 8 triệu đồng đã vọt lên tới 13 triệu đồng/cổ phiếu vào cuối năm 2006. Cổ phiếu các ngân hàng như VIB Bank, Techcombank, Southern Bank... cũng tăng mạnh. Đặc biệt vào cuối năm 2006, giá cổ phiếu những ngân hàng hạng trung điển hình như NH TMCP An Bình (ABB), NH TMCP Sài Gòn - Hà Nội (SHB) v.v... tăng đột biến do kế hoạch tăng vốn điều lệ vào năm 2007.

Không thể phủ nhận việc thị trường niêm yết tăng trưởng mạnh trong 2 năm qua là do số lượng nhà đầu tư tham gia thị trường tăng đột biến vào cuối năm 2006 và 2007. Dòng vốn rót vào thị trường quá lớn trong lúc số mã cổ phiếu niêm yết vẫn chưa đủ đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư. Chính vì quy mô của TTCK có tổ chức còn nhỏ, ít sự lựa chọn cho nhà đầu tư ở thị trường niêm yết, khan hiếm hàng và để thỏa mãn nhu cầu nên nhiều nhà đầu tư đã chuyển hướng đầu tư sang thị trường tự do và thị trường chỉ thực sự phát triển mạnh vào giai đoạn 01/2007 - 03/2007, khi hầu như bất cứ cổ phiếu nào trên thị trường, kể cả những cái tên lạ lẫm nhất, cũng đều được sự quan tâm sâu sắc của các nhà đầu tư. Giá của cổ phiếu trên thị trường tự do luôn có tốc độ tăng phi mã, điển hình

như Vinaconex với mức giá bình quân 26.000 VNĐ/CP nhưng đã đạt giá 180.000 VNĐ lúc cao điểm nhất. Mặc dù cho đến tại thời điểm hiện tại, số lượng cổ phiếu và mức vốn hóa của thị trường niêm yết không thể so sánh với thị trường tự do, và thị trường tự do về mặt nào đó hoạt động độc lập với thị trường chứng khoán. Thế nhưng, thị trường niêm yết lại có ảnh hưởng rất lớn đến thị trường tự do. Thị trường tự do đã tăng đột biến chính vào thời điểm chỉ số VN-Index tăng đều đặn theo từng phiên giao dịch vào cuối năm 2006 và 3 tháng đầu năm 2007.

Tuy nhiên, sau một thời gian tăng trưởng liên tục, thị trường tự do cũng bước vào giai đoạn điều chỉnh giống như thị trường niêm yết kể từ cuối tháng 3/2007 đến tháng 7/2007. Khác với thị trường chính thức còn phục hồi từ từ kể từ tháng 5/2007 rồi lại giảm giá vào đầu tháng 7/2007, thị trường tự do kể từ cuối tháng 3/2007 đến thời điểm tháng 7/2007 gần như “đóng băng” hoàn toàn. Nguyên nhân là do vào thời điểm từ tháng 10/2006 đến tháng 2/2007, nhiều nhà đầu tư đã đổ một nguồn vốn khá lớn để mua cổ phiếu của các doanh nghiệp trên thị trường tự do. Cùng lúc đó, nhiều doanh nghiệp cũng ồ ạt phát hành cổ phiếu nhằm tăng vốn điều lệ, chuẩn bị phương án chia thưởng từ nguồn thặng dư tăng vốn này nên giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này tăng rất nhanh, vượt quá giá trị thực. Trong khi đó, các nhà đầu tư trên thị trường tự do phần lớn là các nhà đầu tư ngắn hạn và không chuyên nghiệp, thiếu thông tin về doanh nghiệp ngay cả thông tin về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và cùng với tâm lý đầu tư theo phong trào nên nhiều nhà đầu tư đã đổ một lượng vốn lớn với hy vọng sẽ thu được lợi nhuận cao như thời điểm trước đó. Khi thị trường tự do tự điều chỉnh và giá cổ phiếu giảm mạnh để trở về giá trị thực thì các nhà đầu tư đã không còn đủ vốn mua vào để giảm thiểu thua lỗ.

Thị trường tự do đi hẳn vào thời kỳ “đóng băng”, hầu như không có mua bán, nhiều cổ phiếu rơi vào tình trạng “bán chẳng ai mua”, cung tràn ngập thị trường và cầu tiệm tiến tới số không, chẳng hạn như: cổ phiếu của ngân hàng Quân đội (MB) đã rớt một mạch từ giá 13.000.000 VNĐ/CP (mệnh giá 1.000.000 VNĐ/CP) xuống 6.300.000 VNĐ/CP cho dù đã công bố nhiều thông tin hấp dẫn, Các cổ phiếu ngân hàng vốn được xem là có tính thanh khoản rất cao trên thị trường tự do cũng không ngoại lệ và bị giảm

dẫn theo xu hướng chung, có thời điểm giá giảm với mức mạnh nhất 40% - 50% so với thời điểm tăng trưởng. Kế đến là ngành vật liệu xây dựng giảm từ 30% - 40%. Các ngành như: dầu khí, năng lượng, khoáng sản, kinh doanh chứng khoán sau cơn sốt hồi tháng 2 đã giảm 20-30%. Riêng tài chính, bảo hiểm và cơ khí lắp máy, mức giảm ít hơn chỉ 10-20%. Nguyên nhân là do sự sụt giảm giá quá nhanh của các cổ phiếu đầu tàu ngành ngân hàng. Trong thời gian thị trường sôi động nhất, cổ phiếu ngân hàng chiếm đến 70% giá trị giao dịch trên thị trường tự do. Khi giá cổ phiếu ngành này giảm đã kéo theo giá cổ phiếu trên thị trường tự do cũng giảm theo. Thời điểm thị trường tự do tăng trưởng cũng là thời điểm giá cổ phiếu ngân hàng được đẩy lên cao một cách chóng mặt gấp từ 6 đến 15 lần mệnh giá. Ngoài ra, còn do sự cảnh báo kịp thời về tính rủi ro khi giao dịch trên thị trường tự do của các cơ quan quản lý nhà nước như UBCKNN, NHNN đã tác động đến tâm lý nhà đầu tư. Năm 2007, nguồn hàng được cung quá nhiều vào thị trường, thêm vào đó, một loạt các công ty, cả trên thị trường niêm yết và thị trường tự do, đều công bố kế hoạch tăng vốn một cách hoành tráng. Chính lượng cổ phiếu ồ ạt được đưa vào thị trường không cân xứng với dòng vốn được rót thêm đã làm thị trường không theo kịp.

## **2.4. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM QUA CÁC NĂM**

### **2.4.1. Đánh giá**

Thực tế cho thấy, từ khi ra đời vào năm 2000 cho đến cuối năm 2007, TTCK Việt Nam đã phát triển rất nhiều. Tổng khối lượng cổ phiếu niêm yết đạt trên 5,5 tỉ đồng, cao gấp hơn 2 lần cuối năm 2006 và gấp 15 lần năm 2005. Tổng giá trị vốn hóa thị trường - một trong những chỉ báo có tầm quan trọng hàng đầu phản ánh quy mô thị trường chứng khoán - đến nay đã đạt khoảng 500 nghìn tỉ đồng. So với GDP tính theo giá thực tế năm 2007 (ước đạt 1.140 nghìn tỉ đồng), thì tổng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam đạt 43% GDP, tăng so với mức năm 2006 là 255.000 tỷ đồng, chiếm 22,6% GDP, vượt xa mục tiêu (25% - 30%) đề ra cho đến năm 2010, cao hơn rất nhiều so với các thời gian trước đây và thuộc loại khá cao đối với một số nước mà thị trường chứng khoán mới ra đời cách đây dăm bảy năm. Bên cạnh sự tăng mạnh mẽ về quy mô, TTCK đã thực sự xác lập được vị thế là một kênh dẫn vốn trong nền kinh tế, khi số vốn mà các doanh

nghiệp niêm yết huy động đạt hơn 90.000 tỷ đồng. Năm 2007 cũng là năm đầu tiên diễn ra các đợt cổ phần hóa nhiều doanh nghiệp, tập đoàn lớn, mở đầu là đợt phát hành cổ phần lần đầu (IPO) của Tổng công ty Bảo hiểm Việt Nam, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư.

Thời gian 7 năm là một thời gian rất ngắn đối với việc phát triển một thị trường. Nhưng với thị trường chứng khoán Việt Nam, sau 7 năm đã có những kết quả tích cực, cụ thể là:

- Việt Nam đã hình thành được thị trường vốn trung và dài hạn. Trước kia, nguồn vốn cho doanh nghiệp chủ yếu dựa vào hệ thống ngân hàng. Nhu cầu vốn lớn của các doanh nghiệp nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh đã đè nặng lên vai của các ngân hàng thương mại. Ngoài nguồn vốn từ ngân sách, không có nhiều nguồn vốn trung và dài hạn để hỗ trợ doanh nghiệp. Mặt khác, ngân hàng thì chủ yếu vay được vốn ngắn nhưng lại cho vay trung và dài hạn nên rủi ro rất lớn. Vì vậy, khi thị trường chứng khoán ra đời, nó tạo nên một kênh huy động vốn trực tiếp, thu hút nguồn vốn trong dân cư và công chúng đầu tư về cho doanh nghiệp.

- Trước đây chưa có thị trường chứng khoán, hoạt động của hầu hết các doanh nghiệp có hạn chế là không công khai, minh bạch, quản trị doanh nghiệp hầu hết đều yếu kém. Nhưng từ khi có thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp tham gia thị trường bắt buộc phải công khai, minh bạch, có kiểm toán độc lập, có thị trường và nhà đầu tư theo dõi, phải công bố thông tin đầy đủ, từ đó gây sức ép thay đổi ở đội ngũ lãnh đạo doanh nghiệp. Doanh nghiệp phải thay đổi ngay lề lối làm việc, lề lối quản lý. Một doanh nghiệp tốt, hai doanh nghiệp tốt và nhiều doanh nghiệp tốt thì hoạt động của nền kinh tế sẽ hiệu quả theo.

- Thị trường chứng khoán đã tạo một kênh hiệu quả trong việc thu hút nguồn vốn đầu tư từ nước ngoài vào. Nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và nguồn vốn đầu tư gián tiếp đang ngày một tăng, cùng với sự gia tăng các khoản đầu tư mang tính chiến lược của nhiều nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường tài chính Việt Nam. Thực tế đã chứng minh rằng, nguồn vốn nước ngoài đã liên tục đổ vào TTCK Việt Nam trong khi Luật Chứng khoán bắt đầu có hiệu lực từ ngày 1/1/2007 với nhiều quy định, quy chế vẫn

còn đang trong quá trình xem xét và thảo luận. Theo công bố của Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng, trong 6 tháng đầu năm 2007, Ngân hàng Nhà nước mua vào dự trữ 9 tỷ USD, tương đương với 144.000 tỷ đồng. Khả năng tạo và hút nguồn vốn này sẽ hỗ trợ cho việc cung vốn trong nước, tạo điều kiện tài trợ cho các mục tiêu phát triển của doanh nghiệp.

- Thị trường chứng khoán đã tác động tích cực tới quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Thông qua thị trường này, các công ty chứng khoán, tổ chức tư vấn cổ phần hóa đẩy mạnh tiến trình chung, nhiều doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hóa và bán cổ phiếu ra công chúng, lên sàn niêm yết. Giá trị này góp phần thúc đẩy mục tiêu đến năm 2010 cơ bản hoàn thành kế hoạch cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước.

- Sự góp phần của thị trường chứng khoán trong việc thúc đẩy các doanh nghiệp, nền kinh tế Việt Nam hội nhập nhanh hơn với thế giới. Thông qua quá trình hội nhập, giao lưu quốc tế, cơ quan quản lý TTCK sẽ được nâng cao trình độ hiểu biết và giúp cho công tác trong lĩnh vực hoạch định chính sách ngày càng phù hợp với chuẩn mực và thông lệ quốc tế. Sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài, sự hợp tác của các doanh nghiệp niêm yết, công ty đại chúng với các đối tác nước ngoài không chỉ tạo sự hội nhập về nguồn vốn mà còn là kinh nghiệm quản lý, ở khả năng phát triển công nghệ, con người v.v.... Với việc thực hiện cam kết mở cửa, trong thời gian qua và trong tương lai, TTCK Việt Nam sẽ góp phần thu hút vốn đầu tư nước ngoài phục vụ sự nghiệp CNH-HĐH đất nước. Đây là một trong những mục đích chính của việc ra đời và hoạt động của TTCK Việt Nam.

#### **2.4.2. Nguyên nhân thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam có được sự tăng trưởng vượt bậc**

##### **2.4.2.1. Tình hình chính trị xã hội ổn định**

Trong những năm qua, tình hình chính trị - xã hội nước ta tiếp tục ổn định, an ninh được đảm bảo, uy tín của nước ta trên trường quốc tế ngày càng được nâng cao. Kinh tế vĩ mô phát triển bền vững, tốc độ nhanh và đều đạt khoảng 8%/năm. Cải cách và cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước đã có thành quả bước đầu, thu hút vốn từ các doanh nghiệp.

Việc nước ta khẳng định tiếp tục thực hiện đổi mới, phát triển kinh tế thị trường theo định hướng XHCN đã tạo nền tảng tốt, chủ động hội nhập kinh tế quốc tế, đăng cai và tổ chức thành công Hội nghị cấp cao Á - Âu trong năm 2004, thành viên của WTO, thành viên uỷ ban không thường trực hội đồng bảo an Liên hiệp quốc càng làm cho vị thế của Việt Nam được nâng cao trên trường thế giới và là một cơ hội lớn để quảng bá hình ảnh môi trường đầu tư kinh doanh ở Việt Nam. Có thể nói, nếu trước năm 2005, các nhà đầu tư tài chính quốc tế còn ít biết đến thông tin về Việt Nam thì nay thị trường này đang trở thành tâm điểm chú ý của thế giới ở khu vực Đông Nam Á nói riêng và châu Á nói chung. Trong năm 2006-2007, hàng loạt quỹ đầu tư mới được thành lập tại Việt Nam, trong đó có một số tên tuổi lớn trên thế giới như Merrill Lynch đã được cấp mã giao dịch để tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam.

#### **2.4.2.2. Cơ sở hạ tầng đảm bảo cho sự phát triển TTCK Việt Nam**

Cơ sở hạ tầng ở nước ta trong những năm qua đã được cải thiện rõ rệt, đặc biệt là ngành viễn thông phát triển đáng kể đã tạo ra những điều kiện thuận lợi cho các hoạt động đầu tư.

Hiện nay, cơ sở vật chất của thị trường chứng khoán đã được chuẩn bị để đáp ứng cho khoảng 3 triệu tài khoản và 2.000 tổ chức niêm yết. Hiện tại mới có khoảng 300.000 tài khoản, gần 260 công ty niêm yết và hơn 74 công ty chứng khoán. Tuy nhiên, cơ sở vật chất ở nước ta đảm bảo cho sự phát triển TTCK vẫn còn kém so với nhiều nước trong khu vực. Do đó, việc đẩy mạnh các giải pháp hoàn thiện cơ sở vật chất là một bước đi rất cần thiết cho sự phát triển của TTCK Việt Nam trong giai đoạn trước mắt và lâu dài.

#### **2.4.2.3. Các định chế cho thị trường đã mở hơn, thông thoáng hơn**

Trong thời gian qua, Chính phủ đã ban hành ba bộ luật lớn là Luật Chứng khoán, Luật Đầu tư và Luật Doanh nghiệp từng bước hoàn thiện khung pháp lý, tạo mọi điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp, nhà đầu tư trong và ngoài nước là rất đáng ghi nhận. Để giúp thị trường chứng khoán phát triển ổn định, lành mạnh, từ đầu năm 2007 đến nay, Chính phủ cùng các bộ, ngành đã ban hành nhiều văn bản pháp lý liên quan như: Nghị định số 14/2007/NĐ-CP quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán; Quyết định số 27/2007/QĐ-BTC của Bộ Tài chính ban hành về Quy chế tổ chức và hoạt



động CTCK; Thông tư liên tịch về cơ chế trao đổi thông tin và phối hợp kiểm soát các rủi ro trên TTCK và thị trường tiền tệ; Chỉ thị 03 của Ngân hàng Nhà nước đã tạo nhiều dấu ấn.

Tuy nhiên, việc thực hiện luật phải nhất quán, để tránh khả năng chủ trương đúng đắn của Nhà nước bị biến thành rủi ro pháp lý cho doanh nghiệp và nhà đầu tư, vì lẽ đó cần phải có sự chỉ đạo quyết liệt hơn nữa của Chính phủ, Bộ Tài chính và sự phối hợp của các bộ, ngành chức năng có liên quan. Bên cạnh đó, các tổ chức trung gian và tổ chức đầu tư chuyên nghiệp cũng được nhân rộng, góp phần củng cố tâm lý thị trường và nâng cao mức độ hiểu biết của giới đầu tư chứng khoán. Nhiều doanh nghiệp lớn, kinh doanh hiệu quả đã tham gia niêm yết, nên chất lượng hàng hoá trên thị trường chứng khoán được nâng lên đáng kể.

#### **2.4.2.4. Trình độ nhận thức của nhà đầu tư được nâng cao**

Một trong những nguyên nhân không thể thiếu là trình độ nhận thức của nhà đầu tư đã đóng góp tích cực thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển. Điều này tạo áp lực cho những doanh nghiệp niêm yết trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Sự tăng lên về chất của nhà đầu tư sẽ đặt các doanh nghiệp vào một thế cạnh tranh gay gắt hơn và buộc phải tự cứu mình nếu không muốn các cổ đông quay lưng lại với công ty.

#### **2.4.3. Những tồn tại, bất cập của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay**

Bên cạnh một số thành tựu đã đạt được, hệ thống TTCK Việt Nam hiện còn rất nhiều tồn tại, bất cập cần phải từng bước hoàn thiện. Ở đây, đề tài chỉ đi sâu phân tích một số điểm bất cập của thị trường để thấy được sự cần thiết phải xây dựng thị trường chứng khoán phi tập trung ở Việt Nam.

##### **2.4.3.1. Quy mô của thị trường chứng khoán Việt Nam còn quá nhỏ**

Quy mô TTCKVN năm 2006 và năm 2007 có bước phát triển vượt bậc so với thời kỳ đầu mới hình thành, tổng số giá trị vốn hóa chiếm khoảng 43% GDP (nếu so với GDP tính theo giá thực tế năm 2007). Tuy nhiên, nếu tính bằng USD theo tỷ giá hối đoái, thì tổng giá trị vốn hóa thị trường của Việt Nam mới đạt khoảng 30,7 tỉ USD, còn thấp xa so với quy mô của các thị trường trong khu vực, ở châu Á và trên thế giới.

Nếu xét về trị giá khối lượng cổ phiếu giao dịch hàng ngày, con số này của thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ mới đạt khoảng 6,6 triệu USD, thấp xa so với mức 314 triệu USD/ngày của Thái Lan.

Nếu xét về số lượng công ty niêm yết, mặc dù trong thời gian qua số lượng công ty niêm yết tăng lên ở Sở GDCK và TTGDCK Hà Nội, nhưng các công ty có quy mô vốn lớn không nhiều. Công ty có giá trị vốn hóa thị trường đạt trên 1.000 tỉ đồng (tức đạt trên 62,5 triệu USD) ở cả hai sàn mới đạt 70 (sàn TP.HCM 53, sàn Hà Nội 17), trong đó số đạt từ 10 nghìn tỉ đồng trở lên (tức trên 625 triệu USD) mới có 12 (sàn TP.HCM có 9, sàn Hà Nội có 3). Như vậy, công ty niêm yết giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất Việt Nam cho đến nay đạt chưa được 2,7 tỉ USD và số công ty niêm yết đạt từ 1 tỉ USD trở lên hiện mới có 10 công ty.

Nếu xét về số lượng tài khoản đăng ký giao dịch, số nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán chính thức hiện có trên 300.000 tài khoản, mặc dù tăng nhanh so với các thời điểm trước đây, nhưng so với dân số Việt Nam thì chiếm chưa đến 0,4% dân số, thấp rất xa so với nhiều nước trong khu vực, ở châu Á và trên thế giới (Trung Quốc là 7%).

Quy mô của thị trường chứng khoán Việt Nam rất nhỏ bé so với thị trường chứng khoán thế giới và chưa hoàn toàn "thông" với thị trường chứng khoán thế giới, nhưng thị trường chứng khoán thế giới bị sụt giảm, thì không thể không ảnh hưởng ít nhiều đối với thị trường chứng khoán Việt Nam. Bởi trong tổng giá trị giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các nhà đầu tư hiện chiếm khoảng trên dưới một phần tư, tỉ lệ giới hạn vốn đầu tư nước ngoài vào doanh nghiệp cổ phần trong nước (thường gọi là room) với ngân hàng 30%, còn các ngành nghề khác là 49% đã hết từ lâu.

#### **2.4.3.2. Thị trường tự do có độ rủi ro cao gây nhiều bất lợi cho các nhà đầu tư**

Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay tồn tại song song thị trường niêm yết có tổ chức và thị trường tự do và có thể đánh giá thị trường chứng khoán như một tảng băng mà ba phần nổi là thị trường niêm yết tập trung trên sàn giao dịch và bảy phần chìm là thị trường tự do. Có thể so sánh để xem sự khác nhau của hai thị trường này:

- Nếu thị trường niêm yết có khoảng 258 doanh nghiệp thì thị trường tự do có hơn 1.500<sup>(1)</sup> doanh nghiệp. Mặc khác, Việt Nam đã cổ phần hoá được hơn 3.800 doanh nghiệp sau hơn 15 năm (theo số liệu của Ban Chỉ đạo đổi mới, Phát triển doanh nghiệp Trung ương).

- Thị trường chính thức có tổng giá trị niêm yết của các doanh nghiệp là 3,2 tỷ USD, thì thị trường tự do ước tính là 6 tỷ USD (theo số liệu nghiên cứu của Tập đoàn HSBC Holdings Plc).

- Thị trường niêm yết có khoảng 74 công ty chứng khoán hoạt động thì thị trường tự do có hàng trăm, hàng ngàn nhà môi giới hoạt động tự do, không cần có chứng chỉ của UBCKNN. Thị trường chính thức có khoảng 300.000 nhà đầu tư, nhưng không thể tính được con số này ở thị trường tự do nơi mà bất kỳ ai đều có thể trở thành nhà đầu tư.

- Thị trường niêm yết chỉ có cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và trái phiếu thì thị trường tự do còn có thêm cổ phiếu biên lai, cổ phiếu chưa ra sổ và có cả cổ phiếu giả.

- Thị trường niêm yết quy định chặt chẽ về việc công bố thông tin thì thị trường tự do hầu như không có quy định, nếu có thông tin thì đó chỉ là tin đồn.

Qua sự so sánh giữa hai thị trường này, chúng ta có thể nhận thấy rằng hoạt động của thị trường tự do lớn gấp rất nhiều lần so với thị trường niêm yết. Thực tế cũng chỉ ra rằng, thị trường niêm yết và thị trường tự do, thị trường nào cũng có rủi ro của nó thể hiện ở các khâu khác nhau nhưng giao dịch cổ phiếu trên thị trường tự do mang rất nhiều rủi ro. Các hành vi vi phạm pháp luật thường diễn ra ở thị trường tự do như rửa tiền, lừa đảo, tung tin đồn...

Nếu giao dịch trên thị trường niêm yết thì sẽ có rủi ro ở như: nhập lệnh hoặc trì hoãn lệnh của khách hàng, hiện tượng làm giá của nhóm người chơi chứng khoán, v.v...

Còn trên thị trường tự do, khâu phát hành thường có nhiều rủi ro. Khi phát hành, tính công khai và bình đẳng giữa các cổ đông thường không được bảo đảm. Những người mua cổ phiếu ở thị trường tự do thường lo ngại các chứng chỉ vật chất của những cổ phiếu này chưa được chuẩn hóa, nên có thể xảy ra hiện tượng làm giả, lừa đảo, phát hành không thêm cổ phiếu để bán thu tiền. Trong khâu mua - bán, người mua gặp người bán, thoả thuận về giao dịch trên cơ sở thuận mua vừa bán thường được các nhà đầu tư thực

---

(1) Nguồn: [www.sanotc.com](http://www.sanotc.com)

hiện trên cơ sở tin tưởng lẫn nhau, chỉ thoả thuận miệng với nhau và trao tiền, thậm chí không cần viết giấy biên nhận. Với hình thức giao dịch này yếu tố rủi ro là rất lớn do không được đảm bảo về tính pháp lý của chuyển nhượng.

Thông tin trên thị trường tự do rất nghèo nàn và không chặt chẽ, do thiếu các quy định về thông tin, nên rất khó phân biệt thực hư. Tình trạng làm giá, thổi phồng giá cổ phiếu là khá phổ biến trên thị trường tự do. Hơn nữa, quyết định giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư, đặc biệt là những nhà đầu tư mới trên thị trường này, mang rất nhiều cảm tính, chịu ảnh hưởng của các thông tin theo dạng tin đồn, chỉ cần một thông tin về công ty nào đó chuẩn bị có dự án lớn, mặc dù không rõ nguồn gốc của thông tin này từ đâu cũng có thể làm cho giá cổ phiếu trên thị trường tự do tăng lên do nhiều người tranh nhau mua. Vì ai cũng nghĩ rằng mình có được những thông tin đặc biệt hơn người khác, do đó, quyết định của mình là khôn ngoan nhất.

Qua phân tích tính rủi ro của TTCK Việt Nam, một lần nữa chúng ta có thể khẳng định rằng TTCK có tổ chức hay không có tổ chức thì đều có rủi ro nhưng việc giao dịch trên thị trường tự do thì rủi ro cao hơn nhiều do hoạt động của thị trường này không chịu sự quản lý của nhà nước. Hơn nữa, thị trường này là một sản phẩm khách quan của thị trường tài chính vì ở đây do bản thân thị trường tự thiết lập dựa trên nhu cầu mua bán mà gặp nhau, không cần theo một quy chuẩn nào. Nếu nhận định thị trường niêm yết còn thiếu tính minh bạch thì thị trường tự do đang rất không minh bạch.

#### **2.4.3.4. Tính thanh khoản kém của chứng khoán**

Tính thanh khoản là thuộc tính quan trọng để xác định giá trị của một chứng khoán được đánh giá như thế nào. Khả năng thanh khoản của chứng khoán là vấn đề rất quan trọng trên thị trường chứng khoán. Rủi ro về khả năng thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay là khá cao. Tính thanh khoản thấp của cổ phiếu mà nhà đầu tư đang sở hữu có thể do cổ phiếu đó khó hoặc thậm chí không thể bán được hoặc không được phép bán hay chuyển nhượng nhằm thu hồi vốn đầu tư. Cổ phiếu đã niêm yết tại Sở GDCK TP.HCM hay đăng ký giao dịch tại TTGDCK Hà Nội đều mang tính thanh khoản cao hơn cổ phiếu ở thị trường tự do. Thị trường niêm yết dao động lúc lên, lúc xuống vào năm 2007, nhiều nhà đầu tư đã rút tiền cổ phiếu trên sàn để đầu tư vào

bất động sản, vàng, v.v... Đến thời điểm cuối năm, khi các nhà đầu tư vào vàng, bất động sản thu được lợi nhuận thì những nhà đầu tư mua cổ phiếu ở thị trường tự do hầu như không dễ giao dịch, họ không thể nào bán được cổ phiếu bởi tính thanh khoản kém.

#### **2.4.3.5. Hạn chế về mặt pháp lý**

TTCK Việt Nam ở trong giai đoạn đầu của sự phát triển, đang trong quá trình xây dựng và hoàn thiện về mặt chính sách, tổ chức và quản lý thị trường, trình độ công nghệ. Mặc dù trong thời gian qua, Chính phủ cùng các bộ, ban ngành đã ban hành nhiều văn bản pháp lý để thúc đẩy TTCK phát triển nhưng vẫn còn bộc lộ những hạn chế, chưa điều chỉnh hết các hoạt động của TTCK như công tác điều hành, giám sát thị trường v.v...

Luật Chứng khoán là văn bản pháp luật cao nhất cho toàn bộ hoạt động của TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, Luật cũng đã bộc lộ những hạn chế nhất định. Luật chỉ mới qui định về thị trường giao dịch tập trung mà chưa có qui định cụ thể, rõ ràng về quản lý hoạt động trên thị trường chứng khoán phi tập trung. Năm 2007 được đánh giá là thành công của TTCK Việt Nam nhưng cũng là năm các vụ vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán được phát hiện nhiều nhất. Đây chính là hệ quả tất yếu của quy mô thị trường chứng khoán chưa đủ lớn để áp dụng các tiêu chí theo tiêu chuẩn quốc tế và là một trong những yếu tố dẫn đến thị trường chưa thể hoạt động hiệu quả và an toàn.

#### **2.4.3.6. Thể chế thị trường chưa hoàn chỉnh**

TTCK Việt Nam hiện nay chưa xây dựng thể chế thị trường hoàn chỉnh. Sự vắng mặt của các tổ chức tự quản, tổ chức định mức tín nhiệm, tính chuyên môn hoá của các công ty chứng khoán chưa cao gây khó khăn cho nhà đầu tư khi thực hiện quyết định.

Nhìn chung, trong thời gian qua, TTCK Việt Nam đã có sự trưởng thành và đạt được những kết quả rất đáng khích lệ về quy mô vốn, số lượng công ty niêm yết, v.v.... nhưng thị trường vẫn còn tồn tại nhiều vấn đề đòi hỏi cơ quan quản lý nhà nước phải nỗ lực hơn nữa để thúc đẩy TTCK ngày càng phát triển.

## **2.5. SỰ CẦN THIẾT PHẢI XÂY DỰNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG Ở VIỆT NAM**

Qua phân tích một số hạn chế, tồn tại, bất cập của thị trường chứng khoán Việt

Nam nêu trên, chúng ta nhận thấy rằng thị trường chứng khoán tự do hình thành một cách tự phát, hoạt động nằm ngoài sự quản lý của Nhà nước. Như vậy, muốn TTCK phát triển ổn định, bền vững, việc cần thiết phải xây dựng và phát triển một thị trường cho các loại chứng khoán chưa được niêm yết là một yêu cầu cấp bách hiện nay nhằm thu hẹp hoạt động của thị trường tự do. Hơn nữa, việc xây dựng thị trường OTC là xu thế phổ biến của các thị trường chứng khoán trên thế giới, TTCK Việt Nam cũng không ngoại lệ vì những ưu việt của nó như đảm bảo sự linh hoạt, thông thoáng trong việc giao dịch, người đầu tư có thể tiếp cận thị trường được thuận lợi hơn, nhanh chóng hơn. Xây dựng thị trường này sẽ góp phần hoàn thiện hệ thống TTCK Việt Nam về chiều rộng cũng như chiều sâu, cung cấp cho thị trường nhiều hình thức giao dịch, làm đa dạng hoạt động của thị trường.

Từ đó, chúng ta có thể thấy rằng việc xây dựng thị trường OTC ở Việt Nam nhằm những mục đích sau:

### **2.5.1. Thu hẹp hoạt động của thị trường tự do tiến đến xóa bỏ thị trường chợ đen**

Chúng ta không phủ nhận sự có mặt của thị trường tự do có vai trò nhất định trong giai đoạn hiện nay, đó là nó đáp ứng được phần lớn nhu cầu phát hành và giao dịch chứng khoán cho các công ty muốn huy động vốn và người đầu tư; thị trường tự do không phải chịu giới hạn trần và sàn như trên thị trường tập trung, nên dễ mua bán và cơ hội kiếm lãi cao hơn cho nhà đầu tư, cùng với khả năng giao dịch mọi lúc, mọi nơi. Nhưng xét cho cùng sự tồn tại của thị trường này ở thời điểm hiện tại và lâu dài sẽ bộc lộ những mặt tiêu cực, do thị trường tự do nằm ngoài sự quản lý của nhà nước cho nên những người hoạt động kinh doanh trên thị trường này sẽ không có một môi trường giao dịch thuận lợi và cũng không được bảo vệ quyền lợi, hoạt động trong điều kiện không công bằng, dễ xảy ra tình trạng tranh chấp, lừa đảo, môi trường thông tin không đáng tin cậy. Chính vì vậy, hoạt động của thị trường tự do hiện tại cũng như về lâu dài sẽ ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường chứng khoán chính thức, kết quả là sẽ không đảm bảo sự phát triển ổn định, lành mạnh của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Sau hơn 7 năm hoạt động, TTCK Việt Nam đến nay chỉ có 258 công ty niêm yết

và đăng ký giao dịch tại hai trung tâm giao dịch, hay nói cách khác, thị trường chứng khoán Việt Nam ở thời điểm hiện tại chỉ phục vụ cho 258 công ty. Nhưng ngoài số công ty đó còn có hàng nghìn cổ phiếu của các công ty khác được giao dịch trên thị trường không có sự quản lý. Sự có mặt của thị trường OTC trong hệ thống thị trường chứng khoán sẽ góp phần thu hẹp thị trường tự do, giúp thị trường chứng khoán phát triển trong khuôn khổ điều tiết vĩ mô của nhà nước và tạo sự phát triển bền vững, ổn định thị trường.

Hơn nữa theo đánh giá của các nhà kinh tế, thị trường tự do ở Việt Nam có giá trị vốn hoá lớn gấp nhiều lần thị trường niêm yết, lượng cổ phiếu đang niêm yết chính thức chỉ bằng khoảng 1/10 lượng cổ phiếu trên thị trường tự do và thực tế giá giao dịch của thị trường này cũng rất lớn. Thị trường tự do cũng hấp dẫn nhà đầu tư hơn do có nhiều hàng hóa để lựa chọn, thế nhưng thị trường này lại khắc nghiệt hơn nhiều thị trường chính thức, nguyên nhân là thị trường này chưa được pháp luật bảo vệ và thông tin không minh bạch, nhiều thông tin nhiễu loạn. Vì vậy, đã đến lúc Nhà nước cần phải đứng ra tổ chức quản lý thị trường này. Đây là việc làm có ý nghĩa rất lớn vì việc tổ chức giao dịch chứng khoán chưa niêm yết đem lại lợi ích cho cả ba đối tượng là nhà đầu tư, công ty và Nhà nước. Nếu như được quản lý chặt chẽ, tổ chức giao dịch tốt thì lượng giao dịch của thị trường OTC sẽ tăng rất mạnh trong tương lai.

### **2.5.2. Tạo điều kiện cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, các công ty chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung có thể huy động vốn trên thị trường chứng khoán**

Doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNVVN) là một loại hình doanh nghiệp sản xuất kinh doanh có quy mô không lớn về mặt bằng sản xuất, vốn đầu tư cũng như số lượng lao động. Ở Việt Nam theo Nghị định số 90/01/NĐ-CP, ngày 23/11/2001, doanh nghiệp nhỏ và vừa là: Cơ sở sản xuất kinh doanh độc lập, đã đăng ký kinh doanh theo pháp luật hiện hành, có vốn đăng ký không quá 10 tỉ đồng và số lao động trung bình hàng năm dưới 300 người. Với định nghĩa này thì hầu hết (trên 90%) các doanh nghiệp tư nhân ở Việt Nam đều là DNVVN. Dù qui mô vừa và nhỏ nhưng khu vực kinh tế này đã đóng góp đáng kể

vào sự tăng trưởng kinh tế quốc gia, kể từ khi có Luật Doanh nghiệp ra đời. Tốc độ tăng trưởng hàng năm của khu vực này là 20%.

Hiện nay ở nước ta các DNVVN phát triển nhanh về số lượng, theo đánh giá của Tổng cục Thống kê thì tỷ lệ DNVVN năm 2005 chiếm tới 96,81% trong tổng số doanh nghiệp trong cả nước, hàng năm đóng góp khoảng 25 – 26% GDP. Sở dĩ các DNVVN có tốc độ phát triển nhanh, khẳng định vai trò quan trọng của mình đối với sự phát triển nền kinh tế là do Đảng và Nhà nước đã ban hành và thực thi nhiều chính sách tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp vừa và nhỏ phát triển.

Xét về vốn, số doanh nghiệp có vốn dưới 1 tỷ đồng chiếm tới 41,80%; số doanh nghiệp có vốn từ 1 tỷ đồng đến dưới 5 tỷ đồng cũng chiếm 37,03%, còn số doanh nghiệp có vốn từ 5 tỷ đồng đến dưới 10 tỷ đồng chiếm 8,18%<sup>(1)</sup>. Với quy mô vốn nhỏ như vậy, các DNVVN rất khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn trên thị trường tài chính nói chung. Theo kết quả thăm dò về “Khả năng tham gia TTCK của các doanh nghiệp vừa và nhỏ” của UBCKNN cho thấy, hầu hết các DNVVN đều muốn huy động vốn qua TTCK. Nhưng để được huy động vốn qua thị trường này thì các doanh nghiệp cũng sẽ phải đáp ứng được một số yêu cầu như: yêu cầu về kết quả hoạt động kinh doanh, yêu cầu về kế toán kiểm toán và công bố thông tin, v.v.... Tuy nhiên, các kết quả điều tra cũng cho thấy, hầu hết các doanh nghiệp này hiện chưa đáp ứng được tiêu chí về vốn để niêm yết trên thị trường chứng khoán, nên buộc họ phải huy động vốn qua ngân hàng hoặc trên thị trường tự do, mà thị trường này đang nằm ngoài sự quản lý của nhà nước, có nhiều tác động tiêu cực, đòi hỏi cần phải sớm có một thị trường dành riêng cho các DNVVN, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp này huy động vốn được dễ dàng hơn.

Trong thời gian qua, Nhà nước đã có chủ trương đẩy mạnh cổ phần hoá loại hình doanh nghiệp này. Tính đến thời điểm này, cả nước đã thực hiện cổ phần hoá được hơn 3.800 doanh nghiệp, trong đó, đáng chú ý là các doanh nghiệp cổ phần có quy mô ngày càng lớn. Bên cạnh đó, việc CPH đã mở rộng sang các lĩnh vực mà trước đây Nhà nước nắm giữ 100% vốn như điện lực, bưu chính - viễn thông, hàng không, hàng hải, dầu khí, tài chính, bảo hiểm v.v.... Tuy nhiên, Bộ Tài chính cũng nhận xét, quy mô doanh nghiệp được sắp xếp lại hoặc CPH trong thời gian qua chủ yếu vẫn là doanh nghiệp nhỏ và vừa.

---

(1) Nguồn: Tổng cục thống kê



Trong tổng số doanh nghiệp được CPH, có trên 2.600 đơn vị có quy mô dưới 10 tỷ đồng chiếm tới 77%, trong đó dưới 5 tỷ đồng chiếm 54%. Do tốc độ tăng trưởng nhanh, nhiều doanh nghiệp đang cần huy động nguồn vốn đầu tư lớn trong khi kênh huy động truyền thống là hệ thống ngân hàng không phải lúc nào cũng đáp ứng được. Đó sẽ là cơ hội để thị trường chứng khoán phát triển mạnh nếu có một thị trường dành riêng cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ chưa đủ điều kiện niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung.

### **2.5.3. Thu hút ngày càng nhiều nhà đầu tư**

Thị trường giao dịch cổ phiếu OTC có tổ chức ra đời sẽ mang đến nhiều lợi ích cho nhà đầu tư. Cụ thể, đó là tránh những rủi ro mang tính pháp lý, tránh tình trạng mua bán chứng khoán giả mạo, thanh toán không đảm bảo và đặc biệt là tính thanh khoản kém trên thị trường, tình trạng làm giá, tung tin thất thiệt cũng sẽ được hạn chế tối đa khi nhà đầu tư có kênh thông tin chính xác, doanh nghiệp có trách nhiệm với chính cổ phiếu của họ hơn. Đồng thời mở ra một kênh đầu tư mới, tạo điều kiện hơn nữa cho các nhà đầu tư, đặc biệt là những nhà đầu tư nhỏ, tiếp cận thị trường chứng khoán một cách nhanh chóng và thuận tiện.

### **2.5.4. Hoàn thiện thị trường tài chính Việt Nam**

Việc xây dựng thị trường OTC không những không ảnh hưởng xấu đến thị trường chứng khoán tập trung mà ngược lại, nếu thị trường này hoạt động hiệu quả sẽ là bàn đạp tốt cho sự phát triển của thị trường chứng khoán. Thị trường OTC là thị trường dành cho các DNVTN nhưng có tiềm năng phát triển tốt. Ở các nước, nhiều công ty đã bắt đầu sự phát triển của mình từ thị trường này. Thời gian sau đó, hầu hết chứng khoán của các công ty này đều được niêm yết trên TTCK tập trung. Các công ty xem việc giao dịch trên thị trường OTC là bước tập dượt cần thiết để các doanh nghiệp làm quen với cơ chế của một công ty niêm yết.

Thị trường OTC vừa có vai trò hỗ trợ, vừa là động lực thúc đẩy thị trường tập trung. Vai trò hỗ trợ được thể hiện ở việc hoàn thiện và bổ khuyết những mặt bất cập của thị trường tập trung. Vai trò là động lực xuất phát từ cơ chế cạnh tranh, cung cấp dịch vụ để thu hút nhà đầu tư, bởi lẽ, nhà đầu tư không chỉ chú ý đến tính thanh khoản của chứng khoán mà còn xem xét đến điều kiện mua bán thuận lợi, nhanh chóng. Chính vì thế, nó

Bên cạnh đó, thị trường OTC cũng giúp các công ty chứng khoán mở rộng khả năng, phạm vi hoạt động, khai thác tối đa các loại hình kinh doanh chứng khoán, đặc biệt là dịch vụ tư vấn phát hành và tư vấn niêm yết do số lượng các công ty cổ phần trên thị trường này rất lớn và những công ty này sẽ là khách hàng tiềm năng cho các CTCK đồng thời góp phần hoàn thiện chức năng, vai trò trung gian tài chính của các công ty chứng khoán.

### **2.5.5. Những thuận lợi và khó khăn khi xây dựng thị trường chứng khoán phi tập trung ở Việt Nam**

Trên cơ sở phân tích hoạt động của thị trường chứng khoán niêm yết và thị trường tự do ở Việt Nam trong thời gian qua, chúng ta thấy rằng việc xây dựng thị trường này hiện nay ở nước ta sẽ có yếu tố thuận lợi sau:

#### **2.5.5.1. Những yếu tố thuận lợi**

- *Thứ nhất* là về môi trường chính trị, kinh tế ổn định. Việt Nam hiện nay vẫn rất hấp dẫn trong mắt của nhà đầu tư nước ngoài thể hiện ở: Môi trường chính trị xã hội ổn định; kinh tế tăng trưởng mạnh; cam kết hoàn thiện môi trường đầu tư của Chính phủ nhằm nâng cao khả năng thu hút vốn đầu tư từ nước ngoài cũng như nâng cao tính cạnh tranh trong môi trường đầu tư; đẩy mạnh cổ phần hóa doanh nghiệp lớn trong các lĩnh vực ngân hàng, điện lực, viễn thông v.v....

- *Thứ hai*, học hỏi kinh nghiệm trong việc xây dựng thị trường OTC ở các nước trên thế giới. Thị trường OTC trên thế giới đã xuất hiện từ rất lâu và rất phát triển trong vài thập niên trở lại đây, thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và thị trường OTC nói riêng ra đời muộn hơn thị trường OTC của các nước trên thế giới. Việt Nam có thể rút ra từ các nước đi trước những bài học kinh nghiệm, vận dụng vào nước mình một cách phù hợp, và nhờ đó, có thể phát triển nhanh hơn và hiệu quả hơn. Đây là một lợi thế phát triển rất cơ bản mà Việt Nam cố gắng tận dụng tối đa. Nhận thức sâu sắc về sự cần thiết phải đổi mới cho TTCK nước nhà, các năm qua cơ quan quản lý TTCK đã không ngừng học hỏi và đổi mới, nâng cao tính chuyên nghiệp trong việc quản lý vận hành

- *Thứ ba*, thuận lợi từ phía các tổ chức trung gian. Các công ty chứng khoán qua 7 năm hoạt động thực tiễn đã bắt đầu có những kinh nghiệm trong hoạt động kinh doanh chứng khoán, nhiều công ty đang đầu tư mạnh để phát triển đội ngũ nhân lực, mở rộng tầm hoạt động đến nhiều địa phương trong cả nước, đủ khả năng và sẵn sàng tham gia vào thị trường OTC.

- *Thứ tư*, thuận lợi về hàng hóa cho thị trường. Hàng hóa cho thị trường OTC là chứng khoán của các công ty đại chúng, hiện nay, cả nước có 838<sup>(1)</sup> công ty đại chúng đã đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước nhưng chỉ có hơn 300 công ty niêm yết. Vì thế mà giá trị giao dịch của thị trường OTC trong tương lai rất lớn, các công ty đại chúng chưa niêm yết có quy mô rất lớn, có doanh nghiệp đạt tổng giá trị thị trường lên tới vài chục nghìn tỷ đồng.

Hơn nữa, cả nước có trên 3.800 doanh nghiệp được cổ phần hoá tính đến cuối năm 2007, hàng nghìn công ty cổ phần được thành lập theo Luật Doanh nghiệp, hàng trăm nghìn doanh nghiệp tư nhân, các công ty trách nhiệm hữu hạn trong nước, các công ty có vốn đầu tư nước ngoài có nhu cầu chuyển đổi hình thức sở hữu thành công ty cổ phần, phát hành cổ phiếu và niêm yết trên thị trường chứng khoán, hơn 1.000 doanh nghiệp chưa được cổ phần, số doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm khoảng 80% tổng số doanh nghiệp, cùng với chủ trương đẩy mạnh công tác cổ phần hoá của Chính phủ trong thời gian tới. Hơn nữa, theo định hướng của Chính phủ, đến năm 2010, cả nước sẽ có 500.000 doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNVVN), đi cùng với con số này là một lượng vốn lớn cần được đáp ứng. Tính đến thời điểm cuối năm 2007, TTCK Việt Nam có 258 công ty niêm yết ở Sở GDCK và TTGDCK Hà Nội, mặc dù tăng khá so với thời điểm trước đây (cuối năm 2006 có 193 công ty), nhưng nếu so với số lượng công ty cổ phần hiện hữu ở Việt Nam thì chiếm chưa được 2%. Số lượng các doanh nghiệp huy động vốn

---

(1) Nguồn: [www.ssc.org.vn](http://www.ssc.org.vn)

- *Thứ năm*, thuận lợi từ phía các nhà đầu tư. Qua một thời gian tham gia giao dịch trên các TTGDCK và thị trường tự do, các nhà đầu tư đã bớt chịu ảnh hưởng của tâm lý bầy đàn, cho dù vẫn còn có thể thấy ở cả ở thị trường niêm yết. Yếu tố thông tin bây giờ ngày càng được nhà đầu tư xem trọng và phân tích kỹ càng. Một tổ chức tăng vốn nhưng không thấy rõ được cơ hội tăng trưởng lợi nhuận tương ứng sẽ dễ dàng bị nhà đầu tư loại bỏ khỏi danh mục đầu tư. Vì vậy, các nhà đầu tư ở nước ta ít nhiều cũng có kinh nghiệm và họ luôn mong muốn thị trường có những hình thức giao dịch thuận tiện hơn, linh hoạt hơn. Hơn nữa, số lượng người Việt Nam tham gia TTCK hiện mới chiếm khoảng 0,4% dân số. Tính đến ngày 31/12/2007, lượng tài khoản mở tại các CTCK đã đạt con số hơn 300.000, trong đó có trên 7.000 tài khoản của nhà đầu tư cá nhân và tổ chức nước ngoài. Con số này còn rất khiêm tốn so với dân số Việt Nam

- *Thứ sáu*, thuận lợi về hợp tác với nước ngoài. Mỹ đã tài trợ phát triển TTGDCK Hà Nội, Cơ quan thương mại và phát triển của Mỹ (USTDA) vừa có khoản tài trợ không hoàn lại 422.000 USD để mở rộng TTGDCK Hà Nội. Khoản tài trợ này nằm trong khuôn khổ hợp tác giữa USTDA với UBCKNN với thoả thuận ký ngày 26/5/2006. Ngày 8/1/2007, hợp đồng thực hiện nghiên cứu khả thi cho dự án mở rộng TTGDCK Hà Nội đã được ký kết với Công ty Link Development (đơn vị thực hiện dự án). Theo hợp đồng, công ty này sẽ tiến hành xây dựng báo cáo khả thi mở rộng TTGDCK Hà Nội căn cứ trên Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010 đã được Thủ tướng phê duyệt. Đây được xem là một trong những cột mốc quan trọng trong lộ trình phát triển TTGDCK Hà Nội. Việc ký kết này có ý nghĩa rất quan trọng bởi nó đã xác định được mô hình chuẩn, sàn Hà Nội sẽ hoạt động theo khuôn mẫu của sàn NASDAQ nhưng có điều chỉnh để phù hợp với thị trường chứng khoán Việt Nam.

#### **2.5.5.2. Những khó khăn**

Bên cạnh một số thuận lợi, việc xây dựng và phát triển thị trường OTC ở Việt Nam hiện nay gặp không ít những khó khăn:

- *Thứ nhất*, TTCK Việt Nam nói chung và thị trường OTC nói riêng, hiện đang rất

- *Thứ hai*, mặc dù TTCK Việt Nam ra đời đã được hơn 7 năm, các cơ quan quản lý thị trường ít nhiều cũng đã học hỏi và có kinh nghiệm trong việc quản lý thị trường nhưng nhìn chung vẫn còn hạn chế.

- *Thứ ba*, thị trường giao dịch OTC đòi hỏi phải có một mạng lưới thông tin hiện đại, cơ sở hạ tầng kỹ thuật phù hợp, do đó, cần phải có chi phí lớn, trình độ xây dựng và khai thác có hiệu quả nếu không sẽ không đảm bảo khả năng giám sát, quản lý thị trường, bảo vệ quyền lợi cho người đầu tư tốt.

- *Thứ tư*, thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay vẫn chưa xây dựng được hệ thống các nhà tạo lập thị trường trong khi hoạt động trên thị trường OTC đòi hỏi nghiệp vụ này phải thành thạo.

- *Thứ năm*, hiện nay chúng ta chưa có hoạt động tự quản trong khi đã có một tổ chức tự quản ra đời đó là Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán Việt Nam.

## **Kết luận chương 2**

Trong chương 2, đề tài tập trung giải quyết các vấn đề sau:

-Khái quát quá trình hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.

- Đánh giá thực trạng hoạt động của thị trường chứng khoán trong thời gian qua. Qua đó, đề tài đã làm rõ được những nguyên nhân thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển cùng với những tồn tại, bất cập của thị trường.

- Trên cơ sở đó, chúng ta nhận thấy được sự cần thiết phải xây dựng thị trường chứng khoán phi tập trung ở Việt Nam.

Thời gian qua, TTCK Việt Nam ngày càng lớn mạnh, tiềm năng phát triển rất lớn. Xuất phát từ tình hình hoạt động thực tiễn của thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng ta có thể nhận thấy được sự cần thiết và mục đích của việc thành lập thị trường chứng khoán OTC, đó là nhằm tạo điều kiện cho các công ty vừa và nhỏ, các công ty chưa được niêm yết trên thị trường tập trung có thể huy động vốn trên thị trường chứng khoán, cung cấp công cụ đầu tư đa dạng hơn cho nhà đầu tư. Thị trường OTC sẽ cùng với thị trường chứng khoán chính thức thúc đẩy nền kinh tế phát triển, tạo thành một hệ thống thị trường chứng khoán hoàn chỉnh. Việc xây dựng và phát triển thị trường OTC ở Việt Nam có ý nghĩa rất lớn trong việc hoàn thiện TTCK Việt Nam.

## **CHƯƠNG 3: MỘT SỐ GIẢI PHÁP VỀ VIỆC XÂY DỰNG VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG Ở VIỆT NAM**

### **3.1. MỤC TIÊU, QUAN ĐIỂM ĐỀ XUẤT CÁC GIẢI PHÁP**

#### **3.1.1. Mục tiêu đề xuất các giải pháp**

- Đưa ra các giải pháp nhằm khắc phục những khó khăn, tận dụng những thuận lợi trong việc xây dựng và phát triển thị trường OTC ở Việt Nam được trình bày ở phần 2.5.5 để từ đó có thể nhanh chóng đưa hoạt động của thị trường này vào hoạt động và đạt hiệu quả, đáp ứng nhu cầu huy động vốn của các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

- Đề xuất các kiến nghị với UBCKNN nhằm góp phần tác động, hỗ trợ đến các giải pháp thực hiện tốt hơn trong quá trình xây dựng và phát triển thị trường.

#### **3.1.2. Quan điểm đề xuất các giải pháp**

- Các giải pháp đề xuất nhằm phát huy những thuận lợi, đồng thời khắc phục những khó khăn, tồn tại trong quá trình hình thành thị trường OTC.

- Các giải pháp không những phải tạo ra môi trường đầu tư thật hấp dẫn mà còn cần phải chú ý đến các yếu tố quan trọng đối với nhà đầu tư là sự thông thoáng, thuận lợi, linh hoạt trong hoạt động, bởi vì, nếu không tạo môi trường hấp dẫn thì TTCK Việt Nam nói chung và thị trường OTC nói riêng sẽ khó phát triển, nhà đầu tư có vị trí, vai trò rất quan trọng, quyết định sự phát triển của TTCK.

### **3.2. HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG OTC Ở VIỆT NAM**

Nhằm tạo điều kiện cho TTGDCK Hà Nội thực hiện chủ trương của Thủ tướng Chính phủ trong Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010 trở thành cơ quan giám quản thị trường OTC. Trong 2 năm 2006-2007, Chính phủ cùng các bộ ban ngành đã ban hành nhiều văn bản để chuẩn bị những điều kiện cần thiết cho sự ra đời của thị trường OTC. Đây được xem là công cụ quan trọng nhất để quản lý thị trường, đảm bảo sự hiệu quả của thị trường, bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư. Tương tự như đối với thị trường tập trung, thị trường OTC cũng cần có khung pháp lý điều chỉnh hoạt động của thị trường này.

- Để định hướng những bước đi tiếp theo của TTCK, đặc biệt là thị trường OTC, ngày 20/2/2006, Bộ trưởng Bộ Tài chính đã ra Quyết định số 898/QĐ-BTC tập trung chủ yếu vào các nội dung sau:

+ Hoàn thiện tổ chức và hoạt động của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội theo mô hình thị trường phi tập trung.

+ Hướng dẫn và quản lý, giám sát hoạt động giao dịch chứng khoán chưa niêm yết tại công ty chứng khoán.

+ Ban hành quy định để tạo cơ sở pháp lý cho các công ty chứng khoán tái cơ cấu theo hướng tăng quy mô vốn, phát triển nguồn nhân lực, mở rộng phạm vi và mạng lưới cung cấp dịch vụ ; tăng cường áp dụng công nghệ thông tin trong cung cấp dịch vụ chứng khoán.

+ Xây dựng và phát triển hệ thống các nhà tạo lập thị trường.

+ Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý, quy trình nghiệp vụ để thực hiện đăng ký, lưu ký tập trung chứng khoán của các công ty đại chúng tại Trung tâm Lưu ký Chứng khoán từ năm 2007.

+ Phát triển nhà đầu tư, cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin.

+ Quản lý Nhà nước về thị trường chứng khoán.

- Ngày 02/08/2007, Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng đã ký Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020.

- Phương án tổ chức và quản lý giao dịch chứng khoán của công ty đại chúng chưa niêm yết được ban hành theo Quyết định số 3567/QĐ-BTC do Thứ trưởng Bộ Tài chính Trần Xuân Hà ký ngày 8/11/2007.

Theo quyết định của Bộ Tài chính, lộ trình thực hiện thị trường OTC có quản lý chia làm 2 giai đoạn, trong giai đoạn thử nghiệm, sẽ chỉ có cổ phiếu của các ngân hàng, tổ chức tài chính và CTCK được giao dịch, đây vốn là nhóm hàng hóa có tính thanh khoản cao. Giai đoạn 2 sẽ áp dụng đồng loạt.



### **3.2.1. Mô hình quản lý thị trường OTC**

Mục tiêu của Đảng và Nhà nước xây dựng thị trường chứng khoán Việt Nam trước hết là nhằm hỗ trợ cho công cuộc đổi mới đất nước, hỗ trợ quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước. Hơn nữa, thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay quy mô còn quá nhỏ, kinh nghiệm và thực tiễn còn hạn chế, chính vì vậy, cần có Nhà nước giữ vai trò quyết định trong việc xây dựng, quản lý và phát triển thị trường chứng khoán, tạo điều kiện cho thị trường này hoạt động an toàn, hiệu quả.

Mặc khác, theo xu hướng chung của các nước, hoạt động thị trường chứng khoán đều sử dụng mô hình quản lý nhà nước có sự kết hợp của chế độ tự quản.

Chính vì những lý do đó mà mô hình quản lý của thị trường OTC Việt Nam trong thời gian tới sẽ chịu sự tổ chức và quản lý của nhà nước (Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước) kết hợp với sự tham gia của tổ chức tự quản (Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán).

Điều hành trực tiếp thị trường OTC là Trung tâm OTC do UBCKNN thành lập có trách nhiệm quản lý và vận hành trực tiếp thị trường OTC theo các qui định của UBCKNN và pháp luật.

### **3.2.2. Mô hình tổ chức**

#### ***3.2.2.1. Chứng khoán được giao dịch trên thị trường***

Khác với chứng khoán niêm yết trên thị trường tập trung, hàng hoá trên thị trường OTC là chứng khoán của các công ty cổ phần có quy mô vừa và nhỏ, các công ty hoạt động kinh doanh có hiệu quả nhưng chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường tập trung. Luật Chứng khoán số 70/2006/QH ngày 29/06/2006 đã quy định TTGDCK Hà Nội là nơi tổ chức thị trường cho các loại chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán. Theo Nghị định 14/2007/NĐ-CP hướng dẫn thi hành Luật chứng khoán, doanh nghiệp muốn niêm yết tại sàn Hà Nội phải hội đủ những điều kiện và phải là công ty đại chúng. Theo Luật định, công ty đại chúng là các công ty cổ phần thuộc một trong ba dạng:

- a) Công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng;

b) Công ty có cổ phiếu được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán hoặc Trung tâm giao dịch chứng khoán;

c) Công ty có cổ phiếu được ít nhất một trăm nhà đầu tư sở hữu, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và có vốn điều lệ đã góp từ mười tỷ đồng Việt Nam trở lên.

*Điều kiện niêm yết tại sàn Hà Nội:*

- Có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.
- Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên một năm và hoàn thành các nghĩa vụ tài chính với Nhà nước.
- Có ít nhất 100 cổ đông nắm giữ.

Hàng hoá cho thị trường OTC là chứng khoán của các công ty đại chúng chưa niêm yết, được đưa vào hệ thống tổng hợp giao dịch của TTGDCK Hà Nội, đã được lưu ký tại Trung tâm Lưu ký chứng khoán và được một CTCK làm thủ tục đăng ký giao dịch. Mỗi chứng khoán có một mã, không trùng với các mã đã được cấp phép trên sàn TP.HCM và Hà Nội. Trong vòng 5 ngày giao dịch kể từ ngày TTGDCK Hà Nội nhận được bộ hồ sơ đầy đủ, chứng khoán sẽ được đưa vào giao dịch trên hệ thống OTC. Các công ty đại chúng có trách nhiệm công bố thông tin theo quy định khi có những thay đổi trong hoạt động của công ty.

### **3.2.2.2. Thành viên của thị trường giao dịch OTC**

Để đảm bảo thị trường chứng khoán hoạt động trong khuôn khổ quản lý nhà nước, thành viên của Trung tâm giao dịch OTC là các công ty chứng khoán được UBCKNN cấp giấy phép hoạt động trên trung tâm. Theo quy định, tất cả các công ty chứng khoán là thành viên TTGDCK Hà Nội và các công ty chứng khoán được phép thành lập, có hệ thống kết nối vào sàn Hà Nội đều có thể trở thành thành viên của hệ thống tổng hợp giao dịch OTC. Theo quy định của Luật chứng khoán, ngoài Sở GDCK TP.HCM và TTGDCK Hà Nội và công ty chứng khoán, sẽ không còn có đối tượng nào được phép đứng ra tổ chức hoạt động giao dịch chứng khoán, quy định này nhằm khuyến khích việc mở rộng thị trường có tổ chức và giảm thiểu các hoạt động của thị trường tự do.

Hoạt động giao dịch chứng khoán chưa niêm yết tại các CTCK sẽ được Bộ Tài chính, UBCKNN ban hành quy định cụ thể hướng dẫn, quản lý và giám sát hoạt động này. Đây là một trong bốn nội dung của Kế hoạch phát triển thị trường chứng khoán giai đoạn 2006 – 2010.

Một trong những yếu tố quan trọng trên thị trường OTC là hệ thống các nhà tạo lập thị trường, hoạt động của những nhà tạo lập thị trường là mua bán chứng khoán với khách hàng thông qua tài khoản của mình để hưởng chênh lệch giá, có nghĩa vụ duy trì hoạt động giao dịch của chứng khoán mà mình tạo lập. Đối với các nước có thị trường OTC phát triển, các công ty chứng khoán muốn là nhà tạo lập thị trường cần phải đáp ứng những tiêu chuẩn theo quy định. Theo lộ trình thực hiện nhằm từng bước phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, cơ chế tạo lập thị trường cho các công ty chứng khoán sẽ được ban hành vào năm 2008 theo Quyết định số 701/QĐ-UBCK Hà Nội ngày 20 tháng 11 năm 2006 về việc ban hành Kế hoạch phát triển công ty chứng khoán giai đoạn 2006 – 2010.

### **3.2.2.3. Cơ chế mua bán, phương thức giao dịch**

Về giao dịch chứng khoán chưa niêm yết cũng giống với giao dịch trên thị trường niêm yết, ngoại trừ một số điểm khác biệt về đơn vị giao dịch, phương thức, biên độ và thời gian giao dịch

Cơ chế xác lập giá trên thị trường OTC là theo phương thức thoả thuận giá giữa người mua và người bán, bao gồm thoả thuận giá giữa các nhà đầu tư và các công ty chứng khoán hoặc thoả thuận giá giữa các công ty chứng khoán với nhau.

Giá tham chiếu sẽ do TTGDCK Hà Nội tính toán theo phương thức bình quân gia quyền, giao dịch trên thị trường này sẽ khống chế biên độ dao động giá +/-20%. Nhà đầu tư phải ký quỹ đầy đủ 100% chứng khoán và tiền, được phép vừa mua vừa bán cùng một loại chứng khoán trong cùng một ngày giao dịch. Nhà đầu tư có thể thoả thuận giao dịch bất kỳ thời gian nào trong ngày, nhưng thời gian yêu cầu công ty chứng khoán thực hiện nhập báo cáo kết quả giao dịch vào hệ thống là từ 10 giờ -12giờ và 13 giờ-15 giờ trong tất cả các ngày làm việc. Phương thức thanh toán vẫn áp dụng là bù trừ đa phương và ngày thanh toán là T+3. Đối với các giao dịch lô lớn (trên 100.000 cổ phiếu) các thành

viên lưu ký thỏa thuận thời hạn thanh toán. Riêng đối với tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài (room) tại công ty đại chúng chưa niêm yết sẽ được quản lý theo hướng áp dụng như đối với các công ty niêm yết, nghĩa là bằng 49% vốn điều lệ, riêng đối với ngân hàng là 30% vốn điều lệ.

#### **3.2.2.4. Hệ thống giao dịch-thông tin**

Hệ thống giao dịch cổ phiếu OTC sẽ vận hành độc lập với hệ thống giao dịch cổ phiếu đang niêm yết trên sàn và được xây dựng trên nền tảng giao dịch từ xa, có máy chủ, phần mềm dùng riêng, thông tin chào mua/bán sẽ được truyền thẳng tới các CTCK để nhà đầu tư có thể theo dõi trực tuyến các công ty chưa niêm yết. Hệ thống này cũng đồng thời tích hợp với hệ thống thông tin thị trường, tích hợp với hệ thống giám sát và đặc biệt là tích hợp với hệ thống thanh toán bù trừ của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán. Đây có thể xem là một sự kiện quan trọng đánh dấu bước phát triển mới trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm thu hẹp thị trường tự do và giảm thiểu rủi ro đối với những giao dịch chứng khoán công ty chưa niêm yết.

Khi thực hiện giao dịch, đối với công ty chứng khoán có thể đáp ứng ngay được các lệnh chào mua và bán của khách hàng thì công ty chứng khoán chỉ phải gửi kết quả báo cáo vào hệ thống của trung tâm để tổng hợp. Đối với trường hợp công ty chứng khoán không đáp ứng các lệnh chào mua và bán, công ty chứng khoán sẽ chuyển lệnh vào hệ thống TTTGDCK Hà Nội để tìm đối tác thực hiện giao dịch cho nhà đầu tư. Nếu tìm được, công ty chứng khoán sẽ nhập kết quả giao dịch vào hệ thống của TTGDCK Hà Nội. Kết thúc ngày giao dịch, TTGDCK Hà Nội sẽ chuyển kết quả giao dịch cho trung tâm lưu ký để thực hiện thanh toán bù trừ đồng thời tổng hợp dữ liệu giao dịch trên trang thông tin điện tử phục vụ nhà đầu tư. Trung tâm lưu ký thực hiện bù trừ, thanh toán chứng khoán và gửi kết quả cho thành viên lưu ký để các thành viên hạch toán vào tài khoản của người sở hữu thực hiện giao dịch.

#### **3.2.2.5. Giám sát thị trường**

Việc giám sát hoạt động trên thị trường chứng khoán bao gồm giám sát hoạt động của tất cả đối tượng tham gia thị trường như: nhà đầu tư, các thành viên, các tổ chức phát

hành,... nhằm đảm bảo thị trường hoạt động ổn định, hiệu quả, không có các hành vi gian lận, lạm dụng thị trường.

Hoạt động giám sát giao dịch được tại TTGDCK Hà Nội được triển khai khá đồng bộ và tập trung vào hai phương thức chủ yếu là giám sát trực tuyến và phân tích số liệu lịch sử.

Đối với giám sát trực tuyến trong ngày, hệ thống ghi nhận và hiển thị toàn bộ của quá trình nhập lệnh và hiện lệnh trên hệ thống giao dịch của từng tài khoản, bao gồm cả thời gian lệnh nhập vào hệ thống, khối lượng, giá cả, đối tác giao dịch và diễn biến giá cả trên thị trường. Một số tiêu chí cảnh báo trực tuyến đã được áp dụng để hỗ trợ phát hiện các giao dịch có dấu hiệu bất thường như giao dịch khối lượng nhỏ ở mức giá trần, giá sàn hoặc các giao dịch khối lượng lớn. Kết quả giám sát từng ngày được tổng hợp vào cơ sở dữ liệu giám sát để phân tích, đối chiếu.

### **3.3. ĐỀ XUẤT GIẢI PHÁP VỀ VIỆC XÂY DỰNG VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG OTC Ở VIỆT NAM**

Để góp phần xây dựng và phát triển, tăng cường tính linh hoạt và hiệu quả hoạt động cũng như hiệu quả quản lý thị trường chứng khoán phi tập trung, tác giả đề xuất một số giải pháp sau đây:

#### **3.3.1. Hoàn thiện khung pháp lý cho sự ra đời của thị trường OTC**

Việt Nam đang từng bước hoà nhập vào nền kinh tế thế giới, được đánh dấu bằng sự kiện gia nhập vào tổ chức WTO và để đáp ứng được yêu cầu hội nhập thì Việt Nam phải phát triển cho được TTCK. Muốn vậy, trước hết, phải tạo lập một khuôn khổ pháp lý đồng bộ, chặt chẽ về thị trường chứng khoán phù hợp với đặc điểm tình hình phát triển và hội nhập của Việt Nam hiện nay. Nhìn chung, hệ thống các văn bản pháp luật được Chính phủ, các Bộ ban hành khá đồng bộ và có thể điều chỉnh các hoạt động giao dịch chứng khoán, tuy nhiên, khuôn khổ pháp lý hiện nay cũng có một số nội dung bất cập, nguyên nhân là do thị trường chứng khoán Việt Nam còn quá non trẻ. Do đó, hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý cho thị trường chứng khoán Việt Nam là vấn đề quan trọng đối với UBCKNN.

Một môi trường pháp lý ổn định và đầy đủ là nhân tố đầu tiên đảm bảo lòng tin của nhà đầu tư. Theo đó, các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài chỉ có thể đầu tư vào TTCK nếu họ nhận thấy rằng vốn đầu tư cũng như kỳ vọng sinh lời của họ được bảo vệ bởi một khuôn khổ luật pháp minh bạch và an toàn. Với sự ra đời của Luật Chứng khoán và có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/2007, đã từng bước hoàn thiện khuôn khổ pháp lý cho các chủ thể tham gia TTCK Việt Nam, khắc phục được những hạn chế của Nghị định 144/2003/NĐ-CP ban hành ngày 28/11/2003 đảm bảo tính công bằng, công khai, minh bạch của thị trường. Theo đó, việc huy động vốn của các doanh nghiệp trên TTCK đã có một hành lang pháp lý rõ ràng, mức vốn điều lệ đã góp tối thiểu để công ty chào bán chứng khoán ra công chúng đã được nâng lên từ 5 tỷ đồng lên 10 tỷ đồng (đảm bảo chỉ có những công ty có vốn đủ lớn mới có thể huy động vốn trên TTCK). Đồng thời, ngày 26/6/2007 Chính phủ đã ban hành Nghị định 109/2007/NĐ-CP về chuyển đổi doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước thành công ty cổ phần thay thế cho Nghị định 187 trước đây cũng góp phần đảm bảo hài hòa lợi ích của Nhà nước, doanh nghiệp và nhà đầu tư. Có thể nói, với sự ra đời của Luật Chứng khoán, việc huy động vốn của công ty đại chúng đã được quy định trong Luật một cách đồng bộ, hoàn chỉnh tạo cơ sở pháp lý cho TTCK Việt Nam phát triển ổn định, an toàn, lành mạnh và có hiệu quả; đã tạo tâm lý yên tâm 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 hoạt động chứng khoán, bảo vệ quyền, lợi ích của các chủ thể tham gia thị trường. Đồng thời, nâng cao năng lực tài chính cũng như khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp nhất là khi Việt Nam đã chính thức trở thành thành viên thứ 150 của tổ chức Thương mại thế giới (WTO). Tuy nhiên, Luật Chứng khoán của nước ta phải sớm hoàn thiện và phù hợp với quốc tế.

Việt Nam thực sự chưa có thị trường OTC, thời gian qua đã có những hoạt động khá sôi, nhà đầu tư vẫn mua bán tự do nhưng hầu như không có những quy định cụ thể, rõ ràng. Để đưa thị trường OTC vào khuôn khổ thì nên có những quy định cụ thể cùng các hình thức chế tài nghiêm khắc. Do đó, trong nội dung của Luật Chứng khoán cần có một chương riêng về giao dịch trên thị trường OTC với những quy định cụ thể như về hoạt động của công ty chứng khoán thành viên, trách nhiệm và quyền lợi của các bên

tham gia trong giao dịch OTC, các điều khoản bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư, chức năng nhiệm vụ và quyền hạn của nhà quản lý thị trường OTC trong công tác giám sát thị trường v.v....

Theo UBCKNN, từ khi bắt đầu thi hành Luật chứng khoán đến cuối năm 2007 đã có 838 công ty gửi hồ sơ về UBCKNN đăng ký làm công ty đại chúng, trong đó có hơn 300 công ty đại chúng chưa niêm yết. Tuy nhiên, theo Luật, UBCKNN chỉ quản lý chào bán cổ phiếu ra công chúng của các công ty đại chúng còn các doanh nghiệp chào bán cổ phiếu riêng lẻ trên thị trường OTC lại không thuộc phạm vi điều chỉnh của Luật chứng khoán. Trong khi hiện nay, việc các doanh nghiệp chào bán cổ phiếu riêng lẻ trên thị trường rất phổ biến và hoạt động của họ không báo cáo với UBCKNN nên việc quản lý đối với các cổ phiếu này là rất khó. Chính vì vậy, Luật cũng nên quy định hoạt động của các doanh nghiệp chào bán cổ phiếu riêng lẻ bằng cách phải báo cáo với UBCKNN để UBCKNN có thể biết tất cả các hoạt động chào bán cổ phiếu ra ngoài và theo dõi họ làm đúng hay sai luật, tránh thiệt thòi cho nhà đầu tư, bắt buộc các doanh nghiệp phải thực hiện kiểm toán.

Ngoài việc ban hành hệ thống văn bản quy phạm pháp luật về giao dịch trên thị trường OTC, UBCKNN cần chỉ đạo 2 Trung tâm tổ chức (TTGDCK Hà Nội và TTLKCK), hướng dẫn các quy trình cho các CTCK, công ty đại chúng sao cho ngắn gọn, chi tiết để dễ thực hiện, tránh tình trạng mơ hồ, hiểu sai.

Về vấn đề thông tin, UBCKNN nên yêu cầu các công ty đại chúng phải có chế độ công bố thông tin nhằm bảo vệ nhà đầu tư, song cũng phải có cơ chế cung cấp thông tin từ các trung tâm cho các công ty, cho thị trường biết về các giao dịch bất thường. Ngoài bản cáo bạch, những thông tin về hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty đại chúng, các giao dịch của cổ đông lớn và cổ đông là lãnh đạo đơn vị, kế hoạch phát hành tăng vốn v.v... sẽ phải được công bố công khai với sự giám sát của các cơ quan chức năng.

Xét về mặt tâm lý, do cổ phiếu trên sàn tập trung có tính thanh khoản hơn **thị trường OTC** nên các nhà đầu tư chỉ quan tâm cổ phiếu của doanh nghiệp nào có kế hoạch lên sàn. Việt Nam chưa có **thị trường OTC** đúng nghĩa nên hầu hết các doanh nghiệp chỉ xem đó là bước đệm để niêm yết trên sàn tập trung. Nếu vậy, chỉ vài năm nữa,

khi đã cổ phần hóa hết các doanh nghiệp hàng đầu và thực hiện xong việc niêm yết trên sàn tập trung thì **thị trường OTC** sẽ chỉ còn những doanh nghiệp nhỏ, và thị trường này sẽ kém hấp dẫn. Trong khi đó, ở các nước khác, **thị trường OTC** đóng một vai trò quan trọng, vẫn có nhiều doanh nghiệp tốt niêm yết trên thị trường phi tập trung. Vì vậy, Chính phủ cần cân nhắc phát triển **thị trường OTC** đồng bộ với thị trường tập trung.

### 3.3.2. Phương thức quản lý

Theo mô hình ở các nước trên thế giới, cổ phiếu OTC vẫn được giao dịch như cổ phiếu niêm yết trên sàn. Hoạt động giao dịch mua, bán cổ phiếu của nhà đầu tư được thực hiện trên thị trường OTC theo phương thức thoả thuận. Thời gian đầu khi xây dựng và đưa thị trường OTC vào hoạt động, UBCKNN quy định biên độ giao động giá và giá tham chiếu, theo hướng biên độ của thị trường này lớn hơn thị trường niêm yết ( $\pm 20\%$ ), nhằm tránh sự lũng đoạn thị trường, định hướng cho nhà đầu tư, tạo sự yên tâm cho người mua và người bán khi tham gia hoạt động trên thị trường này. Trong quá trình hoạt động, UBCKNN sẽ theo dõi diễn biến của thị trường, động thái mua bán của nhà đầu tư để có những quy định điều chỉnh thích hợp, kịp thời. Khi thị trường OTC đi vào hoạt động ổn định, các văn bản pháp quy có liên quan đến thị trường này đã được chặt chẽ, cụ thể hoá thì UBCKNN nên để thị trường tự “định đoạt” biên độ giao động giá và giá tham chiếu, thị trường OTC ở Việt Nam hoạt động như ở các nước, đảm bảo tính thanh khoản cho các chứng khoán giao dịch.

Giao dịch được thanh toán theo nguyên tắc thanh toán tiền đồng thời, chắc chắn với giao dịch chứng khoán trong thời hạn T+3. Trên thế giới hiện nay, T+3 là một thời hạn chuẩn trong hạch toán thanh toán. Tại một số thị trường phát triển lâu đời, thời gian thanh toán có thể đạt được T+2. Nhưng ở thời điểm thị trường mới đi vào hoạt động như Việt Nam, thời gian thanh toán T+3 được xem hợp lý. Tuy nhiên, sau khi thị trường đã hoạt động ổn định thì việc quy định thời gian thanh toán T+3 có thể rút ngắn hơn (T+2, T+1) để đảm bảo tính thanh khoản cho cổ phiếu.

TTGDCK Hà Nội cần thiết kế bảng thông tin điện tử sao cho tập trung, nên phân cổ phiếu theo nhóm ngành giúp nhà đầu tư tiên việc theo dõi, trên đó thể hiện được các



lệnh mua bán, bởi nhà đầu tư khi ra quyết định đều mong muốn nắm được cung cầu trên thị trường, từ đó có thể xác định giá mua bán hợp lý. Đồng thời, nên công bố thống kê khối lượng giao dịch hàng ngày để nhà đầu tư tiện tham khảo sẽ được cập nhật liên tục trên trang web trung tâm.

Ở các nước có thị trường OTC phát triển, vai trò của Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán rất quan trọng, chính vì vậy, UBCKNN cần phát huy vai trò của Hiệp hội bằng cách hỗ trợ và trao quyền soạn thảo, ban hành những quy định, điều lệ có liên quan đến việc tổ chức thị trường OTC, giám sát và phối hợp với các cơ quan nhà nước giám sát hoạt động của các tổ chức kinh doanh chứng khoán, những người hành nghề kinh doanh chứng khoán, đồng thời xử lý hoặc kiến nghị xử lý những hành vi vi phạm nhằm giảm nhẹ gánh nặng xây dựng thị trường cho cơ quan quản lý nhà nước. Bên cạnh đó, Hiệp hội phải đáp ứng đầy đủ các điều kiện do UBCKNN đặt ra, ban hành những quy định hay điều lệ đều phải thông qua UBCKNN.

UBCKNN cần nỗ lực hơn nữa để cải thiện tính minh bạch và củng cố việc thực thi những quy định liên quan đến các giao dịch chứng khoán nhằm bảo vệ tính toàn vẹn và độ tin cậy của thị trường chứng khoán như là một nguồn tài chính quan trọng.

UBCKNN nên sớm hoàn thiện hệ thống đăng ký tập trung, một hệ thống lưu ký chứng khoán tổng hợp và một hệ thống đăng ký môi giới mua bán chứng khoán cá nhân đi vào hoạt động ổn định sẽ là một công cụ hữu hiệu trong việc quản lý giao dịch chứng khoán OTC.

Khi đề cập đến các hình thức tổ chức thị trường nói trên không thể không nhắc đến vai trò của các chuyên gia và các nhà tạo lập thị trường trong việc tạo lập sự công bằng, hiệu quả và trật tự trên mỗi thị trường này. Ngày nay, trên thế giới có nhiều loại thị trường mới ra đời như thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường tương lai, thị trường quyền chọn v.v... cùng với sự hỗ trợ của các phương thức giao dịch đa dạng đã không ngừng thúc đẩy sự phát triển của hệ thống TTCK, góp phần vào sự công bằng, hiệu quả và trật tự đối với các giao dịch tại các thị trường này. Vì vậy, vai trò của các chuyên gia và các nhà tạo lập thị trường là luôn được khẳng định. Trong tương lai không xa, để TTCK Việt Nam nói chung đi vào vận hành ổn định, UBCKNN cần xây dựng một

đội ngũ các chuyên gia và nhà tạo lập thị trường đủ năng lực tác nghiệp trên thị trường. UBCKNN cần quy định những điều kiện cụ thể để một công ty hay cá nhân muốn làm nhà tạo lập thị trường phải đáp ứng một số yêu cầu như: phải đăng ký và được công nhận là thành viên của tổ chức chủ quản thị trường OTC, đáp ứng yêu cầu về vốn, quyền lợi và nghĩa vụ của nhà tạo lập thị trường v.v....

### **3.3.3. Tăng cường số lượng và chất lượng hàng hoá cho thị trường**

Để từng bước thực hiện được những mục tiêu tổng quát của việc phát triển TTCK và vận hành được thị trường hoạt động theo đúng định hướng của Chính phủ, thì một trong những nhiệm vụ trọng tâm trước mắt là phải có chiến lược phát triển hàng hoá cho TTCK, trong đó chất lượng hàng hoá của TTCK là yếu tố quyết định đối với sự tồn tại và phát triển của thị trường.

#### **3.3.3.1 Về cung hàng**

Một yếu tố quan trọng góp phần tăng cung hàng hoá có chất lượng là Quyết định số 1729/QĐ-TTg ngày 29/12/2006 của Thủ tướng Chính phủ, phê duyệt danh sách các Tập đoàn, các Tổng công ty nhà nước thực hiện CPH giai đoạn 2006-2010.

Vấn đề tới đây là Chính phủ cần có sự chỉ đạo sát sao cũng như của các ngành các cấp có liên quan cần phải quyết liệt thực hiện kế hoạch cổ phần hoá DNNN để kế hoạch nói trên được thực hiện đúng tiến độ và gắn kết với TTCK một cách công khai, minh bạch. Tập trung cổ phần hoá các doanh nghiệp và các tổng công ty lớn, mở rộng việc chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thành các công ty cổ phần kết hợp với việc chào bán ra công chúng, cần xác định rõ Nhà nước chỉ nắm giữ những doanh nghiệp thuộc lĩnh vực then chốt, nhạy cảm của nền kinh tế và những doanh nghiệp thuộc lĩnh vực công ích mà những tổ chức khác ngại đầu tư, còn những gì mà các nhà đầu tư khác có thể tham gia được thì nên tiến hành cổ phần mạnh hơn. Hàng hoá cung cấp cho thị trường một mặt phải dồi dào, phong phú, với số lượng đáp ứng nhu cầu của thị trường, mặt khác còn phải đáp ứng yêu cầu về chất lượng để giảm thiểu những rủi ro có thể có đối với các nhà đầu tư và đối với thị trường.

Chính phủ cần sớm thúc đẩy mối liên kết giữa chứng khoán - ngân hàng - bảo hiểm vì đây là mối liên kết đặc biệt quan trọng đối với sự phát triển nền kinh tế. Hiện

nay, một số doanh nghiệp ngành ngân hàng, bảo hiểm đã tham gia TTCK và UBCKNN nên xây dựng một cơ chế quản lý phù hợp đối với loại doanh nghiệp này, để một mặt đảm bảo được tính minh bạch trong hoạt động doanh nghiệp, mặt khác, việc quản lý không bị chông chéo với các luật chuyên ngành.

### **3.3.3.2. Về cầu hàng**

Sự tham gia của các nhà đầu tư ngày càng tăng sẽ góp phần tăng tính thanh khoản và hiệu quả của thị trường chứng khoán, từ đó khuyến khích các doanh nghiệp tăng cường sử dụng kênh TTCK để huy động vốn và sử dụng vốn một cách có hiệu quả. TTCK muốn thành công phải dựa trên sự cân bằng cung cầu. Lực lượng các nhà đầu tư tham gia trên thị trường chứng khoán nói chung và thị trường OTC nói riêng ở Việt Nam còn quá nhỏ so với dân số hơn 80 triệu người, đa số tham gia theo phương thức ngắn hạn và nhỏ lẻ. Các định chế nước ngoài thường lớn hơn các tổ chức trong nước có thể dẫn đến mất cân đối. Giải pháp hữu hiệu là mở rộng phạm vi các định chế trong nước tham gia vào thị trường vốn như các công ty bảo hiểm, bảo hiểm xã hội, khuyến khích nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường, quy định quyền và nghĩa vụ đối với họ.

### **3.3.4. Nâng cao hoạt động của các tổ chức trung gian**

Việc nâng cấp tổ chức tài chính trung gian sẽ được thực hiện theo tinh thần của Luật Chứng khoán, đó là nâng cấp về quy mô vốn, chất lượng dịch vụ cung ứng, công nghệ và con người, tăng cường đạo đức nghề nghiệp cho người hành nghề chứng khoán. Vì vậy, trong thời gian tới, UBCKNN cần sớm ban hành khung đạo đức nghề nghiệp chung cho hoạt động của các tổ chức tài chính trung gian và trên cơ sở đó, từng công ty sẽ phải xây dựng cho mình những quy tắc đạo đức cụ thể, để kiểm soát tính trung thực và minh bạch của công ty mình.

Đối với các công ty chứng khoán, mặc dù trong thời gian qua, một số CTCK đã đứng ra thực hiện một số nghiệp vụ môi giới, mua bán trực tiếp các cổ phiếu chưa niêm yết/đăng ký giao dịch trên TTGDCK với các nhà đầu tư, song việc làm này chưa được tổ chức một cách chuyên nghiệp, thông tin về các chứng khoán giao dịch trên thị trường này chưa được công bố một cách công khai, minh bạch. Vì vậy, chủ trương đưa giao dịch chứng khoán của các công ty chưa niêm yết/đăng ký giao dịch trên các TTGDCK tại các

CTCK vào khuôn khổ quản lý, hạn chế hoạt động của thị trường tự do, là việc làm cần thiết của cơ quan quản lý, nhằm tránh rủi ro, bảo vệ quyền và lợi ích cho các nhà đầu tư tham gia thị trường. Do đó, UBCKNN cần phải có qui định cụ thể, rõ ràng về việc cho phép giao dịch các cổ phiếu chưa niêm yết để phục vụ tốt hơn cho hoạt động của thị trường OTC.

Mặt khác, UBCKNN cần có chính sách khuyến khích các CTCK lớn nước ngoài hợp tác với khối CTCK trong nước cùng tham gia cung cấp dịch vụ chứng khoán tại Việt Nam. Việc mời gọi các doanh nghiệp lớn của nước ngoài hợp tác sẽ giúp khối CTCK trong nước được học hỏi kinh nghiệm và có thể làm thay đổi diện mạo các dịch vụ chứng khoán hiện nay, khi mà nhiều dịch vụ quan trọng như tư vấn đầu tư, bảo lãnh phát hành chứng khoán v.v... có chất lượng còn thấp.

### **3.3.5. Tăng cường giám sát của cơ quan quản lý nhà nước**

Hệ thống giám sát cần tiếp tục hoàn chỉnh, đặc biệt là trong điều kiện có thêm doanh nghiệp lớn thuộc lĩnh vực nhạy cảm như ngân hàng, bảo hiểm tham gia thị trường chứng khoán. Để nâng cấp chất lượng giám sát, UBCKNN cần ban hành quy trình giám sát, tiêu chí giám sát theo hệ thống công nghệ tiên tiến. Mặt khác để giám sát hiệu quả cần phải chú trọng đến việc đào tạo nhân sự và đổi mới công nghệ.

UBCKNN cần phải hỗ trợ và hợp tác với Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán để cùng nhau giám sát hoạt động của thị trường.

### **3.3.6. Tăng cường công khai minh bạch hoạt động của các công ty**

Một trong những vấn đề rất được các nhà đầu tư trong nước và ngoài nước quan tâm là áp dụng chế độ công khai hoá thông tin và thực hiện nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất. Chế độ này không chỉ áp dụng cho các tổ chức tham gia thị trường chứng khoán mà còn là quy định bắt buộc chung đối với các doanh nghiệp, tổ chức kinh tế ở Việt Nam. Thời gian qua, việc công bố thông tin của các công ty chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết chưa đến được các nhà đầu tư một cách trung thực và khó cập nhật được thông tin. Do đó, UBCKNN cần đặc biệt lưu ý đến tiêu chuẩn niêm yết để đảm bảo rằng tất cả các công ty niêm yết phải đạt yêu cầu về công bố thông tin phù hợp với những chuẩn mực quốc tế, tạo niềm tin cũng như tăng cường tính an toàn cho người đầu tư.

Theo Luật Chứng khoán hiện nay, toàn bộ các công ty có trên 100 cổ đông đều phải lưu ký ở Trung tâm Lưu ký Quốc gia. Việc lưu ký chỉ là một giải pháp nhằm giúp hạn chế tình trạng mua bán cổ phiếu giả, chứ không thể loại trừ được cổ phiếu đã bị thổi phồng giá trị, thông tin sai lệch. Muốn làm được điều thứ hai, cần có một trung tâm công bố thông tin, với những quy chuẩn nhất định. Chính vì những lý do đó, TTCK Việt Nam cần phải phát triển hệ thống công bố thông tin hiện đại, đảm bảo thông tin không có nội gián và thể hiện được tính công bằng trong việc tiếp nhận thông tin của các nhà đầu tư. UBCKNN phải có những quy định cụ thể và nghiêm ngặt đối với những công ty này trong việc cam kết công bố thông tin ra thị trường.

Bộ Tài chính, UBCKNN cần phải xây dựng hệ thống kế toán và các yêu cầu về kiểm toán một cách chặt chẽ và nghiêm ngặt nhằm thể hiện đúng thực trạng của doanh nghiệp là điều hết sức cần thiết trong việc phát triển thị trường OTC. Khi các thông tin được minh bạch, rõ ràng, nhà đầu tư sẽ có khả năng đánh giá thực trạng công ty một cách tốt nhất. Mặt khác, các công ty cổ phần cần phải chú ý đó là nâng cao hiệu quả của việc quản trị công ty và Nhà nước cần có chính sách hỗ trợ các công ty trong việc đào tạo nhân lực để có thể đáp ứng tốt yêu cầu quản trị công ty.

Trong thời buổi Internet và điều kiện thực tế của Việt Nam hiện nay, để bảo vệ những người sử dụng thông tin, những người tham gia vào các hoạt động đầu tư tài chính, rất cần có sự phối hợp đồng bộ giữa các cơ quan quản lý chức năng và cả các cơ quan bảo vệ pháp luật.

### **3.3.7. Nâng cấp hạ tầng công nghệ thông tin**

Do nhu cầu ngày càng cao của giao dịch chứng khoán nên yêu cầu về công nghệ ngày càng trở nên cấp thiết, đòi hỏi UBCKNN phải tiến hành những cải cách liên quan như giao dịch tự động, khớp lệnh tự động..., để đáp ứng số lượng nhà đầu tư rất lớn đang dồn dập đổ vào thị trường. Có đáp ứng được đòi hỏi về công nghệ hay không sẽ là điều kiện quyết định sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán Việt Nam và sự hội nhập của thị trường chứng khoán Việt Nam vào thị trường thế giới. Hơn thế nữa, hoạt động của thị trường OTC có thể đảm bảo tính linh hoạt, nhanh chóng cho nhà đầu tư hay không phụ thuộc rất nhiều vào hệ thống công nghệ thông tin. Chính vì những lý do đó,

việc xây dựng thị trường OTC của TTGDCK Hà Nội cần chú trọng vào việc hiện đại hóa hệ thống giao dịch để có thể truy cập từ xa, TTGDCK Hà Nội nên sớm tổ chức hệ thống tuân thủ và báo cáo giao dịch OTC.

Hàng hóa cho thị trường OTC là các công ty đại chúng chưa niêm yết có quy mô rất lớn, có doanh nghiệp đạt tổng giá trị thị trường lên tới vài chục nghìn tỷ đồng, thậm chí có tổng khối lượng cổ phiếu còn lớn hơn khối lượng cổ phiếu của công ty niêm yết trên thị trường chính thức. Như vậy khối lượng giao dịch, giá trị giao dịch và số lượng các công ty đại chúng, nhà đầu tư tham gia sẽ lớn hơn rất nhiều so với thị trường chính thức. Nhiều chuyên gia chứng khoán lo ngại, với hiện trạng cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin như hiện nay, khi thực hiện giao dịch cổ phiếu OTC đi vào hoạt động, sẽ rất dễ xảy ra tắc nghẽn trong quá trình giao dịch. - Để thực hiện giao dịch được tốt thì cần phải có hệ thống công nghệ thông tin tốt, hệ thống cảnh báo mạnh, do đó, công nghệ thông tin phải được đầu tư một cách bài bản, hiện đại, nếu không sẽ khó đáp ứng được nhu cầu đảm bảo giao dịch và có thể phân tích, phát hiện các biểu hiện bất thường của giao dịch. Đặc biệt, Trung tâm lưu ký chứng khoán phải đẩy nhanh và mạnh việc xây dựng một hệ thống công nghệ thông tin đảm bảo khả năng lưu ký tập trung một khối lượng lớn các công ty đại chúng.

Không những đầu tư cơ sở hạ tầng thông tin được tốt, mà điều quan trọng nữa là TTGDCK Hà Nội với các công ty chứng khoán thành viên phải có cơ sở hạ tầng đồng bộ, tránh khập khiễng để không vênh nhau. Có như vậy hệ thống mới hoạt động tốt. Bên cạnh đó, khi đã đầu tư cơ sở hạ tầng đòi hỏi các cơ quan chức năng cần phải có tầm nhìn, dự đoán được sự phát triển của thị trường để đầu tư một cách khoa học, tránh lãng phí, gây thiệt hại cho người đầu tư.

Hiện nay mỗi CTCK có hệ thống công nghệ thông tin khác nhau, để giao dịch thông suốt, hệ thống kết nối giữa các công ty, Trung tâm Giao dịch và Trung tâm Lưu ký phải đồng bộ. Trung tâm Giao dịch cần có sự trao đổi với các CTCK để họ có thể chủ động xây dựng một hệ thống công nghệ thông tin đủ lớn, một trang web đủ mạnh để giúp nhà đầu tư có một địa chỉ tìm kiếm những thông tin cần thiết khi quyết định đầu tư.

Bên cạnh đó, để thông tin được đến với nhà đầu tư nhanh chóng, chính xác, tránh hiện tượng rò rỉ, đảm bảo tính khách quan và minh bạch về thông tin, mỗi công ty đại chúng nên có một phần mềm riêng và kết nối trực tiếp với Trung tâm Giao dịch chứng khoán. Mỗi khi có thông tin hoặc báo cáo định kỳ kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh, công ty sẽ gửi trực tiếp cho Trung tâm Giao dịch chứng khoán. Bên cạnh đó, UBCKNN nên xây dựng một đội ngũ công nghệ thông tin giỏi để có thể vận hành tốt và phát triển hệ thống công nghệ.

### **3.3.8. Công tác đào tạo, tuyên truyền kiến thức**

Trong 7 năm qua, nền kinh tế Việt Nam đã có những doanh nghiệp lớn đủ sức hội nhập vào thế giới, TTCK cũng từng bước lớn lên, cũng gần đây thời gian, mức độ hiểu biết của công chúng về tài chính, chứng khoán được nâng lên rõ rệt, thể hiện qua việc thay đổi thói quen từ cất trữ tiền hay đầu tư vào vàng, bất động sản,... sang đầu tư chứng khoán. Sự chuyển đổi này khiến cho các nguồn lực trong xã hội được vận dụng hiệu quả hơn, góp phần tạo thêm giá trị gia tăng cho doanh nghiệp và cho nền kinh tế.

Mặc dù trong thời gian qua, số lượng nhà đầu tư tham gia giao dịch trên TTCK phát triển nhưng điều lưu ý, trong tổng số nhà đầu tư, nếu như ở các nước, nhà đầu tư tổ chức chiếm khoảng 70%, còn nhà đầu tư cá nhân chỉ chiếm khoảng 30%, thì trên thị trường chứng khoán Việt Nam các con số trên đã ngược lại, tỷ lệ các nhà đầu tư cá nhân chiếm đa số. Cụ thể, số nhà đầu tư cá nhân chiếm đến 70%, tổ chức chuyên nghiệp chỉ chiếm 30%. Những nhà đầu tư cá nhân thường là những nhà đầu tư nhỏ, có tầm nhìn đầu tư tài chính ngắn hạn hơn các tổ chức chuyên nghiệp. Chính tỷ trọng đảo ngược này cộng với nguồn vốn còn phụ thuộc lớn từ nguồn vay ngân hàng của các nhà đầu tư cá nhân, nên tính đầu tư theo phong trào còn khá nặng làm cho thị trường dễ biến động mạnh mà hậu quả làm cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ dễ bị thua lỗ nặng. Thị trường hiện nay rất thiếu lực lượng nhà đầu tư chuyên nghiệp, có kiến thức chuyên sâu, có kinh nghiệm và am hiểu về luật pháp trong lĩnh vực chứng khoán. Chính vì vậy, Chính phủ cần nói lỏng các rào cản đầu tư, có những chính sách thu hút, lôi kéo nhiều nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, đặc biệt là các tổ chức nước ngoài nhằm tăng thêm sức hấp dẫn và ổn định của TTCK.

Điều đáng quan tâm tiếp theo là việc đào tạo nguồn nhân lực cho TTCK làm sao để có đủ người, đủ trình độ, phục vụ sự phát triển nhanh chóng của thị trường. UBCKNN cần phải xây dựng và áp dụng chương trình đào tạo chuyên sâu cho lãnh đạo và người hành nghề kinh doanh chứng khoán của các công ty chứng khoán nhằm nâng cao năng lực và trình độ chuyên môn cho lãnh đạo và người hành nghề tại các công ty chứng khoán. Chương trình đào tạo chuyên môn phải được xây dựng thống nhất theo chuẩn mực quốc tế theo từng nghiệp vụ chuyên sâu, tổ chức đào tạo, cấp chứng chỉ hành nghề chứng khoán theo vị trí làm việc chuyên môn. Bên cạnh đó, UBCKNN cần chú trọng triển khai các giải pháp nâng cao nhận thức của người dân và của nhà đầu tư về thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường OTC.

Một mặt được sự hỗ trợ của Nhà nước trong công tác đào tạo, tuyên truyền những kiến thức về thị trường chứng khoán, mặt khác, trong xu hướng ngày càng rộng mở của thị trường chứng khoán, tự bản thân mỗi nhà đầu tư, mỗi doanh nghiệp cũng như mỗi người khi tham gia thị trường này cần trang bị cho mình những kiến thức về chứng khoán, tích lũy kinh nghiệm, hiểu rõ những rủi ro mà mình chấp nhận, từ đó đầu tư mới có thể mang lại hiệu quả cao hơn.

UBCKNN cần tăng cường phối hợp với các phương tiện thông tin đại chúng trong việc tuyên truyền thông tin về TTCK. Việc công bố thông tin trên các phương tiện thông tin đại chúng là rất cần thiết nhất là những người quan tâm đến TTCK. Có thể thấy rằng, đây là một kênh truyền tải thông tin hết sức hiệu quả, đảm bảo tính công khai và dễ dàng tiếp cận của thông tin. Thời gian qua, truyền thông cho chứng khoán phát triển mạnh mẽ, liên tục, ồ ạt các chương trình truyền hình dành cho chứng khoán. Đủ các thể loại: Game show, talk show, đào tạo, v.v....Đài trung ương thì mỗi đài cũng có đến 5-7 chương trình truyền hình về chứng khoán. Đài địa phương cũng có chương trình chứng khoán. Trên các trang báo giấy, báo điện tử đều có chuyên mục dành cho chứng khoán, thậm trí nhiều báo lớn có hẳn một chuyên san dành cho tài chính chứng khoán. Hàng loạt các website về chứng khoán ra đời. Các công ty chứng khoán, UBCKNN cũng tích cực hơn trong việc tuyên truyền và hỗ trợ nhà đầu tư.

Do vậy, Chính phủ cần chỉ đạo và giao trách nhiệm cho các phương tiện thông tin



đại chúng như đài truyền hình, báo chí... phối hợp cùng UBCKNN trong việc đưa tin về các hoạt động liên quan đến TTCK; tuyên truyền, giáo dục kiến thức về chứng khoán, về TTCK cho công chúng. Đây là công việc cần được thực hiện một cách thường xuyên và lâu dài. Bên cạnh đó, cơ quan quản lý cần có những quy định chuyên sâu đối với việc cung cấp báo cáo phân tích cho công chúng của các tổ chức hoạt động kinh doanh chứng khoán.

Những giải pháp đồng bộ trong việc đào tạo và tuyên truyền kiến thức về thị trường chứng khoán trên đây hy vọng sẽ tạo ra bước chuyển mạnh mẽ cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai.

### **3.3.9. Thành lập tổ chức định mức tín nhiệm**

Ngày nay, hầu hết thị trường chứng khoán của các nước trên thế giới đều tồn tại ít nhất một tổ chức định mức tín nhiệm vì vai trò quan trọng của tổ chức này trên thị trường tài chính. Ở Việt Nam hiện nay, chưa có một tổ chức định mức tín nhiệm nào được thành lập.

Việc thành lập tổ chức định mức tín nhiệm để đánh giá mức độ tín nhiệm của tổ chức phát hành chứng khoán và các tổ chức có chứng khoán niêm yết trên trung tâm giao dịch chứng khoán là rất cần thiết. Khi quyết định thực hiện đầu tư vào chứng khoán của một doanh nghiệp nào đó, ngoài việc thu thập các thông tin cơ bản liên quan đến công ty, nhà đầu tư có thể sử dụng nguồn thông tin từ bảng xếp hạng của các tổ chức định mức tín nhiệm. Vì tổ chức định mức tín nhiệm sẽ cung cấp cho thị trường và các nhà đầu tư một hệ thống xếp hạng các công cụ tài chính trên thị trường. Từ đó, sẽ giúp cho các nhà đầu tư có thêm nguồn cung cấp thông tin làm cơ sở để so sánh, đối chiếu trước khi thực hiện quyết định đầu tư. Khi tổ chức tín nhiệm ra đời, công tác giám sát thị trường có thể được thực hiện tốt hơn, các nhà đầu tư sẽ yên tâm hơn khi đầu tư vào các công cụ tài chính. Bên cạnh đó, việc thành lập tổ chức định mức tín nhiệm sẽ hỗ trợ tích cực cho nghiệp vụ tư vấn đầu tư của các công ty chứng khoán. Do đó, Chính phủ cần phải nhanh chóng thành lập tổ chức định mức tín nhiệm đồng thời cho phép một số tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động định mức tín nhiệm ở Việt Nam nhằm phối hợp và học tập kinh nghiệm lẫn nhau, nâng cao tính minh bạch của thị trường.

Vai trò của tổ chức định mức tín nhiệm rất quan trọng, trong khi đó Việt Nam lại đang trong quá trình hội nhập quốc tế, tự do hoá tài chính và phát triển thị trường chứng khoán nên việc thành lập và đưa tổ chức này vào hoạt động là vấn đề rất cần thiết.

### **3.3.10. Thành lập Ban Giám sát thị trường**

Sự phát triển của TTCK sẽ là cơ hội tốt cho các doanh nghiệp huy động vốn, nhưng nếu không có sự kiểm soát chặt chẽ và hạn chế được các hành vi thao túng thì thị trường này không những ảnh hưởng xấu đến doanh nghiệp niêm yết, mà nguy cơ khủng hoảng cũng rất lớn. Nhân tố chính giúp cho việc quản lý tốt một TTCK là theo dõi hoạt động phát hành chứng khoán của doanh nghiệp để mang lại sự minh bạch cho thị trường, trong đó, các quy định về chuẩn mực quản trị công ty mà một tổ chức phát hành phải áp dụng là Hội đồng quản trị, quyền cổ đông và việc công bố thông tin phải minh bạch, mang tính chuẩn xác cao. Để TTCK phát triển ổn định và bền vững, nhất là những thị trường mới nổi như Việt Nam thì yếu tố quan trọng cần có là phải thành lập một tổ chức giám sát thị trường. Mặt khác, khi thị trường có một tổ chức giám sát thì quyền lợi của các thành viên tham gia thị trường (CTCK, nhà đầu tư, quỹ nước ngoài...) sẽ được bảo vệ, đảm bảo an toàn cho nhà đầu tư nhỏ lẻ, những người cần được bảo vệ nhất trên thị trường. Ban giám sát phối hợp chặt chẽ với các trung tâm giao dịch chứng khoán tạo thành một hệ thống giám sát, kiểm soát hoạt động thị trường liên tục, có hiệu quả với các chức năng chính là: giám sát các hành vi thao túng thị trường, giám sát hệ thống công nghệ thông tin v.v.... Đồng thời, Ban giám sát nên có sự gắn kết chặt chẽ với hệ thống thanh tra, kết quả giám sát sẽ là cơ sở quan trọng để thanh tra thực hiện việc cưỡng chế các sai phạm.

Tập trung đào tạo cán bộ giám sát. Ban giám sát thị trường nên có một bộ phận chuyên nhận thông tin về các giao dịch được thực hiện bên ngoài thị trường nhưng có liên quan đến các cổ phiếu được niêm yết, đăng ký giao dịch trên thị trường để có thể nhanh chóng phát hiện các hành vi vi phạm, thao túng thị trường đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả, an toàn.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 3**

Trong chương 3, đề tài tập trung chủ yếu vào vấn đề sau:

- Mục tiêu, quan điểm đề xuất các giải pháp
- Hướng phát triển thị trường chứng khoán phi tập trung ở Việt Nam
- Đề xuất các giải pháp chủ yếu để tổ chức thị trường chứng khoán phi tập trung trên cơ sở mô hình thị trường OTC để được UBCKNN định hướng, cụ thể bao gồm 10 giải pháp cần được xem xét và chỉ đạo thực hiện để khắc phục những tồn tại, hạn chế trong hoạt động của TTCK và sự chuẩn bị cần thiết cho sự ra đời của thị trường OTC :
  - + Hoàn thiện khung pháp lý cho sự ra đời của thị trường OTC
  - + Phương thức quản lý thị trường
  - + Tăng cường số lượng và chất lượng hàng hóa cho thị trường
  - + Nâng cao hoạt động của các tổ chức trung gian
  - + Tăng cường giám sát của cơ quan quản lý nhà nước
  - + Tăng cường công khai minh bạch hoạt động của các công ty
  - + Nâng cấp hạ tầng công nghệ thông tin
  - + Công tác đào tạo, tuyên truyền kiến thức về thị trường chứng khoán
  - + Thành lập tổ chức định mức tín nhiệm
  - + Thành lập ban giám sát thị trường

## KẾT LUẬN

Nước ta đang đứng trước ngưỡng cửa hội nhập và để đáp ứng được yêu cầu hội nhập quốc tế thì thị trường chứng khoán phải không ngừng hoàn thiện trên mọi phương diện. Trong đó, việc hoàn thiện hệ thống thị trường chứng khoán là một việc làm rất quan trọng và cần thiết. Xây dựng và phát triển thị trường OTC theo thông lệ quốc tế là bước phát triển tất yếu trong quá trình xây dựng và phát triển nền kinh tế.

Thị trường OTC là bộ phận quan trọng của hệ thống thị trường chứng khoán, có tính ưu việt riêng, có vai trò, vị trí, chức năng riêng, thị trường này phát triển sẽ bổ sung vào hoạt động giao dịch chứng khoán thứ cấp, tạo một thị trường mới có tính thanh khoản dành cho chứng khoán của các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Thị trường OTC cũng làm phong phú hơn hoạt động huy động vốn và đầu tư trên TTCK Việt Nam còn non trẻ, góp phần làm hoàn thiện TTCK Việt Nam.

Năm 2008, TTCK Việt Nam được đánh giá là đang có nhiều cơ hội và điều kiện thuận lợi để phát triển. Đó là sự chỉ đạo sát sao của Chính phủ, các cơ quan quản lý và được sự quan tâm lớn của các nhà đầu tư, các tổ chức trong và ngoài nước. Đây là những tín hiệu đáng mừng cho thị trường trong giai đoạn hiện nay.

Khi tiến hành viết về đề tài này, chúng tôi hy vọng rằng những nội dung được trình bày trong đề tài sẽ góp phần thiết thực vào việc xây dựng và phát triển thị trường OTC. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán phi tập trung là vấn đề rất phức tạp, vì vậy những giải pháp được nêu lên ít nhiều mang tính chủ quan của tác giả, có lẽ khi thực hiện sẽ gặp không ít những khó khăn. Rất mong nhận được sự đóng góp ý kiến từ các Thầy Cô, nhà khoa học cũng như những ai quan tâm đến đề tài này.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### A. SÁCH, ÁN PHẨM, ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

- [1]. PGS-TS. Lê Văn Tư, TS. Nguyễn Ngọc Hùng (1997), “*Thị trường chứng khoán*”, NXB Thống Kê 12/1997.
- [2]. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (2006), “*Báo cáo thường niên- năm 2006*”, Hà Nội 8/2007
- [3]. TS. Trần Cao Nguyên (2001), “*Cơ sở lý luận và thực tiễn để xây dựng và phát triển thị trường OTC Việt Nam*”, Đề tài khoa học cấp bộ.
- [4]. TS. Nguyễn Ngọc Hùng (1998), “*Lý thuyết tiền tệ - ngân hàng*”, NXB Tài chính.
- [5]. TS. Bùi Kim Yên (2005), “*Thị trường chứng khoán*”, NXB Lao động.

### B. VĂN BẢN PHÁP LUẬT

- [1]. Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (2006), “*Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11*”.
- [2]. Chính phủ nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (2007), “*Nghị định số 14/2007/NĐ-CP, quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán*”.
- [3]. Chính phủ nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (2003), “*Nghị định số 144/2003/NĐ-CP, quy định về Chứng khoán và thị trường chứng khoán*”.
- [4]. Chính phủ nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (2004), “*Nghị định số 187/2004/NĐ-CP, qui định về việc chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần*”.
- [5]. Thủ tướng Chính phủ (2007), “*Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg, phê duyệt đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020*”.
- [6]. Bộ Tài chính (2005), “*Quyết định số 244/QĐ-BTC, ban hành qui chế tạm thời tổ chức giao dịch chứng khoán tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội.*”
- [7]. Bộ Tài chính (2007), “*Quyết định số 87/2007/QĐ-BTC, ban hành quy chế đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán*”.

- [8]. Thủ tướng Chính phủ (2003), “*Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg, phê duyệt chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010*”.
- [9]. Bộ Tài chính (2006), “*Quyết định số 898/QĐ-BTC, ban hành kế hoạch phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2006-2010*”.
- [10]. Thủ tướng Chính phủ (2007), “*Quyết định số 599/QĐ-TTg, về việc chuyển Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh thành Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh*”.
- [11]. Bộ Tài chính (2007), “*Thông tư số 38/2007/TT-BTC, hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*”.
- [12]. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (2007), “*Quyết định số 420/QĐ-TTGDHN về việc ban hành Quy chế niêm yết chứng khoán tại Trung tâm GDCK Hà Nội*”.
- [13]. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (2007), “*Quyết định số 353/QĐ-TTGDHN về việc ban hành Quy chế Giao dịch Chứng khoán trên Trung tâm GDCK Hà Nội*”.
- [14]. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (2007), “*Quyết định số 322/QĐ-TTGDHN về việc ban hành Quy chế công bố thông tin trên Trung tâm GDCK Hà Nội*”.
- [15]. Bộ Tài chính (2007), “*Quyết định số 3567/QĐ-BTC, phương án tổ chức và quản lý giao dịch chứng khoán của công ty đại chúng chưa niêm yết*”

### **C. BÁO, TẠP CHÍ CHUYÊN NGÀNH**

- [1]. TS. Bùi Kim Yên (2006), “*Hướng phát triển cho thị trường OTC Việt Nam*”, Tạp chí Phát triển kinh tế số 188 tháng 07/2006.
- [2]. TS. Phan Minh Ngọc (2006), “*Nguy cơ phát triển bong bóng của chứng khoán Việt Nam*”, Báo Điện tử: Thời báo kinh tế Việt Nam tháng 12/2006.
- [3]. Ths. Trần Thị Thuỳ Linh, “*Kênh huy động vốn trên thị trường chứng khoán Việt Nam được gì?*”, Tạp chí Phát triển kinh tế số 185 tháng 03/2006.

- [4]. Trung tâm nghiên cứu KH&ĐT chứng khoán (2004), “*Khả năng tham gia thị trường chứng khoán của các doanh nghiệp vừa và nhỏ*”, Tạp chí Chứng khoán Việt Nam số 3 tháng 03/2004.
- [5]. Nguyễn Linh (2006), “*Cổ phần hoá vẫn chậm*”, Tạp chí điện tử: Thời báo kinh tế Việt Nam, cập nhật ngày 25/09/2006.
- [6]. Anh Khuê (2005), “*Cần một thị trường OTC có tổ chức*”, Báo Sài gòn giải phóng ra ngày 12/10/2005.
- [7]. Bùi Hoàng Hải (2006), “*Xây dựng lòng tin cho thị trường*”, Báo Đầu tư chứng khoán số 20 (336) ra ngày 15/05/2006.
- [8]. Nguyễn Thị Liên Hoa (2005), “*Chính sách phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam*”, Tạp chí chứng khoán Việt Nam số 7 tháng 07/2005.
- [9]. Bắc Nam (2007), “*Trình độ nhà đầu tư cá nhân đến đâu?*”, Báo Lao động số 233 ra ngày 08/10/2007.
- [10]. Khánh Hạ (2006), “*Tăng cường quản lý thị trường giao dịch phi chính thức*”, Tạp chí chứng khoán Việt Nam tháng 05/2006.
- [11]. TS. Lý Minh Khải (2007), “*Nhìn lại tiến trình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước qua số liệu điều tra 2001- 2005*”, trang web của Tổng cục thống kê
- [12]. TS. Vũ Thị Kim Liên (2007), “*Phát triển hàng hóa cho thị trường chứng khoán- Kết quả đạt được và một số giải pháp phát triển*”, Tạp chí Chứng khoán Việt Nam số 11, ngày 15/11/2007
- [13]. TS. Nguyễn Minh Phong (2007), “*Phát hành cổ phiếu doanh nghiệp trên TTCK: Một vài nhìn nhận và các giải pháp nâng cao hiệu quả trong bối cảnh hiện nay*”, Tạp chí Chứng khoán Việt Nam số 11, ngày 15/11/2007

#### D. INTERNET

- [1]. Báo Đầu tư <http://www.vir.com.vn>
- [2]. Bộ Tài chính <http://www.mof.gov.vn>
- [3]. [http:// www.saga.vn](http://www.saga.vn)

- [4]. Công ty chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển [http:// www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)
- [5]. Tạp chí Phát triển kinh tế <http://www.ueh.edu.vn>
- [6]. Thời báo kinh tế Việt Nam <http://www.vnecnomy.com.vn>
- [7]. Chứng khoán Việt Nam [http:// www.ckvn.com](http://www.ckvn.com)
- [8]. <http://www.vnexpres>.
- [9]. Báo Tuổi trẻ <http://www.tuoitre.com.vn>
- [10]. Ủy ban chứng khoán Nhà nước [http:// www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn)
- [11]. Sở giao dịch chứng khoán [http:// www.vse.org.vn](http://www.vse.org.vn)
- [12]. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội [http:// www.hastc.org.vn](http://www.hastc.org.vn)