



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

NGUYỄN HỒNG VÂN

**CÁC GIẢI PHÁP THỨC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN BỀN
VỮNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**CHUYÊN NGÀNH : KINH TẾ TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG
MÃ SỐ : 60.31.12**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: TS. LẠI TIẾN DĨNH

THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH - NĂM 2008

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan luận văn này là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Những nội dung được trình bày trong luận văn là hoàn toàn trung thực. Phần lớn những số liệu trong các bảng biểu phục vụ cho việc phân tích, chứng minh, nhận xét, đánh giá được chính tác giả thu thập từ các nguồn khác nhau có ghi trong phần tài liệu tham khảo. Ngoài ra, trong luận văn còn sử dụng một số nhận xét, đánh giá cũng như số liệu của các tác giả khác, cơ quan khác, người viết đều có chú thích nguồn gốc sau mỗi trích dẫn để dễ tra cứu, kiểm chứng.

MỤC LỤC	Trang
Lời cam đoan.....	1
Mục lục	2
Danh mục các chữ viết tắt	5
Danh mục các bảng biểu	6
Lời mở đầu	7
CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN VỀ TTCK VIỆT NAM.....	10
1.1. Sơ lược về TTCK Việt Nam.....	10
1.1.1. Khái niệm về TTCK.....	10
1.1.2. Lịch sử hình thành và phát triển của TTCK	10
1.1.3. Tính tất yếu và sự ra đời của TTCK Việt Nam.....	13
<i>1.1.3.1. Sự cần thiết phải thành lập TTCK ở Việt nam.....</i>	<i>13</i>
<i>1.1.3.2. Sự ra đời của TTCK Việt Nam.....</i>	<i>14</i>
1.1.4. Vai trò của TTCK.....	17
1.1.5. Phân loại các nhân tố ảnh hưởng đến TTCK.....	19
<i>1.1.5.1. Nhóm nhân tố kinh tế.....</i>	<i>19</i>
<i>1.1.5.2. Nhóm nhân tố phi kinh tế.....</i>	<i>19</i>
<i>1.1.5.3. Nhóm nhân tố thị trường.....</i>	<i>20</i>
1.2. Lý luận về sự phát triển bền vững của TTCK.....	20
1.3. Bài học kinh nghiệm từ Trung Quốc.....	24
CHƯƠNG 2. THỰC TRẠNG TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA TTCK	
VIỆT NAM HIỆN NAY	29
2.1. Bức tranh toàn cảnh về TTCK Việt Nam hiện nay.....	29
2.1.1. Những thành tựu đạt được của TTCK Việt Nam trong thời gian qua....	29
2.1.2. Khái quát những biến động của TTCK Việt Nam từ khi thành lập qua chỉ số VN-Index.....	31
2.1.3. Thực trạng về tình hình hoạt động của TTCK Việt Nam.....	32
<i>2.1.3.1. Toàn cảnh TTCK Việt Nam năm 2008.....</i>	<i>32</i>
<i>2.1.3.2. Phân tích những nguyên nhân gây biến động đến TTCK Việt Nam năm 2008.....</i>	<i>42</i>

2.2. Những hạn chế tồn tại làm ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam.....	45
2.2.1. TTCK Việt Nam vẫn chưa là hàn thử biểu của nền kinh tế	45
2.2.2. Chưa kiểm soát được nguồn cung của thị trường	47
2.2.2.1. <i>Tồn tại nhiều hàng hóa kém chất lượng do phát hành bừa bãi.....</i>	<i>47</i>
2.2.2.2. <i>Tiến trình cổ phần hóa DNNN bị ngừng trệ.....</i>	<i>48</i>
2.2.2.3. <i>Nguồn vốn huy động từ TTCK chưa được sử dụng đúng mục đích</i>	<i>49</i>
2.2.3. Tạo cầu ảo do phong trào sử dụng vốn vay để đầu tư	50
2.2.4. Ảnh hưởng từ biến động của nền kinh tế vĩ mô	52
2.2.5. Trình độ và kinh nghiệm của các nhà đầu tư còn hạn chế	53
2.2.6. Chất lượng dịch vụ của các công ty chứng khoán chưa đáp ứng được yêu cầu của thị trường và của nhà đầu tư	55
2.2.6.1. <i>Quá nhiều Công ty chứng khoán ra đời dẫn đến việc cạnh tranh không lành mạnh</i>	<i>55</i>
2.2.6.2. <i>Những điểm hạn chế của các công ty chứng khoán</i>	<i>57</i>
2.2.7. Thông tin bất cân xứng trên thị trường	59
CHƯƠNG 3. CÁC GIẢI PHÁP THỨC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	64
3.1. Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020 của Thủ tướng chính phủ.....	64
3.1.1. Mục tiêu của đề án	64
3.1.2. Giải pháp thực hiện	64
3.1.2.1 <i>Giải pháp dài hạn.....</i>	<i>64</i>
3.1.2.2 <i>Giải pháp dài hạn.....</i>	<i>65</i>
3.2. Niêm yết chứng khoán ở TTCK nước ngoài.....	69
3.2.1 Lợi ích khi niêm yết chứng khoán ở TTCK nước ngoài.....	69
3.2.2 Các cách để niêm yết chứng khoán ở TTCK nước ngoài.....	70
3.2.3 Quy định của Pháp luật Việt Nam đối việc niêm yết chứng khoán ở TTCK nước ngoài	70

3.2.4 Những điều kiện cần đáp ứng khi niêm yết CK ở TTCK nước ngoài	71
3.3. Thành lập tổ chức định mức tín nhiệm.....	75
3.3.1 Khái niệm định mức tín nhiệm.....	75
3.3.2 Vai trò của hệ thống định mức tín nhiệm.....	75
3.3.3 Tiêu chí đánh giá định mức tín nhiệm.....	76
3.3.4 Các bước thành lập tổ chức định mức tín nhiệm.....	77
3.3.5 Các điều kiện quyết định sự thành công của một tổ chức định mức tín nhiệm	78
3.3.6 Phương pháp đánh giá hệ số tín nhiệm.....	79
3.4. Các giải pháp hỗ trợ cho sự phát triển bền vững của TTCK	
Việt Nam	83
3.4.1. Đa dạng hóa và nâng cao chất lượng các loại hàng hoá để đáp ứng nhu cầu của thị trường.....	83
3.4.1.1. <i>Nâng cao hiệu quả phát hành cổ phiếu DN trên TTCK</i>	<i>83</i>
3.4.1.2. <i>Triển khai giao dịch ký quỹ và nghiệp vụ bán khống trên TTCK...84</i>	<i>84</i>
3.4.1.3. <i>Cải tiến và đẩy mạnh quá trình cổ phần hóa DNNN</i>	<i>89</i>
3.4.1.4. <i>Thành lập thị trường giao dịch phi tập trung</i>	<i>92</i>
3.4.2. Phát triển các định chế trung gian	95
3.4.2.1. <i>Nâng cao chất lượng hoạt động tại các công ty chứng khoán ...</i>	<i>95</i>
3.4.2.2. <i>Thành lập quỹ bình ổn TTCK</i>	<i>98</i>
3.4.3. Phát triển hệ thống điều hành của chính phủ	99
3.4.3.1. <i>Nâng cao hiệu quả công tác quản lý, giám sát của nhà nước</i>	<i>99</i>
3.4.3.2. <i>Tuyên truyền, phổ biến kiến thức về chứng khoán và TTCK.....</i>	<i>101</i>
KẾT LUẬN	104
Tài liệu tham khảo	105

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

CK	: Chứng khoán
CNH – HĐH	: Công nghiệp hóa - hiện đại hóa
CPH	: Cổ phần hóa
CTCK	: Công ty chứng khoán
CTCP	: Công ty cổ phần
DN	: Doanh nghiệp
DNNN	: Doanh nghiệp Nhà nước
ĐHCD	: Đại hội cổ đông
GDP	: Tổng sản phẩm quốc nội
HOSE	: Sở giao dịch chứng khoán TP HCM
IPO	: Phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng
NĐT	: Nhà đầu tư
NĐTNN	: Nhà đầu tư nước ngoài
NHTM	: Ngân hàng thương mại
OTC	: Thị trường giao dịch phi tập trung
SGDCK	: Sở giao dịch chứng khoán
SXKD	: Sản xuất kinh doanh
TTCK	: Thị trường chứng khoán
TTGDCK	: Trung tâm giao dịch chứng khoán
TTLKCK	: Trung tâm lưu ký chứng khoán
UBCKNN	: Ủy ban chứng khoán Nhà nước
VN-Index	: Chỉ số giá cổ phiếu tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU

<i>Bảng 1:</i> Quy mô niêm yết chứng khoán tại HOSE (08/2008).....	30
<i>Bảng 2:</i> Quy mô giao dịch chứng khoán tại HOSE qua từng tháng năm 2008	30
<i>Bảng 3:</i> Quy mô giao dịch của NĐT nước ngoài tại HOSE qua từng tháng năm 2008 ...	30
<i>Bảng 4:</i> Các hạn mức của hệ số tín nhiệm đối với công cụ nợ dài hạn	30
<i>Bảng 5:</i> Các hạn mức của hệ số tín nhiệm dựa trên hệ số Z	30

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ ĐỒ THỊ

<i>Biểu đồ 1:</i> Chỉ số VN-Index qua các năm (2000 – 2008)	29
<i>Biểu đồ 2:</i> Tình hình CK niêm yết mới tại HOSE qua các năm (2006-2008)	31
<i>Biểu đồ 3:</i> Quy mô giao dịch CK tại HOSE qua các năm (2006-2008)	31
<i>Biểu đồ 4:</i> Biểu đồ tăng/giảm của một số chỉ số CK tiêu biểu năm 2008	31
<i>Biểu đồ 5:</i> Biểu đồ mức sụt giảm giá trị tài sản ròng tính theo USD của một số quỹ đầu tư so với năm 2008.....	31

LỜI MỞ ĐẦU

1. Sự cần thiết của đề tài

Để thực hiện đường lối CNH – HĐH đất nước, duy trì nhịp độ tăng trưởng kinh tế bền vững và chuyển dịch mạnh mẽ cơ cấu kinh tế theo hướng nâng cao hiệu quả và sức cạnh tranh, đòi hỏi phải có nguồn vốn lớn cho đầu tư phát triển. Chính vì thế, việc thành lập TTCK ở Việt Nam là một tất yếu khách quan của nền kinh tế bởi lẽ xu hướng phát triển của nền kinh tế theo cơ chế thị trường có sự quản lý của Nhà nước là điều không thể đảo ngược được.

TTCK là một kênh quan trọng trong thu hút vốn dài hạn cho các doanh nghiệp nâng cao sức cạnh tranh trong một nền kinh tế hàng hóa đang phát triển nhanh như ở nước ta. Bên cạnh đó, TTCK cùng với hệ thống ngân hàng sẽ tạo ra một hệ thống tài chính đủ mạnh, cung cấp các nguồn vốn ngắn, trung và dài hạn cho nền kinh tế. Hơn thế nữa, trên phương diện chính trị và ngoại giao, việc xây dựng TTCK còn có tác động rất tích cực đến tiến trình hội nhập của nước ta vào cộng đồng khu vực và thế giới.

TTCK từ khi thành lập đến nay đã phát huy được chức năng của mình đối với nền kinh tế. Tuy nhiên, bên cạnh đó vẫn còn tồn tại những hạn chế gây kiềm hãm sự phát triển của thị trường. Do vậy, làm thế nào để hạn chế được những tồn tại của TTCK và đưa ra những giải pháp nhằm thúc đẩy sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam có ý nghĩa thiết thực và cấp bách.

2. Ý nghĩa khoa học thực tiễn của đề tài

Luận văn đưa ra một số đóng góp chính như sau:

- Hệ thống hóa các lý luận cơ bản về chứng khoán và TTCK, các nhân tố ảnh hưởng đến TTCK.
- Điềm qua những biến động thăng trầm của TTCK Việt Nam sau 8 năm xây dựng và phát triển. Đánh giá những mặt đạt được và phân tích những mặt hạn chế của TTCK Việt Nam.
- Đề xuất các giải pháp và kiến nghị nhằm thúc đẩy sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam.

3. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu của đề tài là nhận diện và phân tích các mặt hạn chế của TTCK Việt Nam nhằm đưa ra các giải pháp, kiến nghị giúp thúc đẩy sự phát triển bền vững TTCK Việt Nam góp phần nâng cao chức năng vốn có của TTCK là “chức năng dẫn vốn cho nền kinh tế”.

4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là các mặt hạn chế của TTCK Việt Nam và các giải pháp phát triển bền vững TTCK. Nội dung của đề tài chỉ giới hạn trong phạm vi các cổ phiếu được niêm yết tại HOSE. Đề tài không nghiên cứu trái phiếu và cổ phiếu giao dịch trên thị trường OTC.

5. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả sử dụng phương pháp phân tích, thống kê mô tả đóng vai trò chủ đạo trong suốt quá trình nghiên cứu luận văn.

6. Kết cấu của luận văn

- Phân mở đầu
- Chương 1: Tổng quan về TTCK Việt Nam
- Chương 2: Thực trạng hoạt động của TTCK Việt Nam hiện nay
- Chương 3: Các giải pháp thúc đẩy sự phát triển bền vững TTCK Việt Nam
- Kết luận

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

1.1. Sơ lược về thị trường chứng khoán Việt Nam

1.1.1. Khái niệm về TTCK

TTCK là một thị trường mà ở nơi đó người ta mua bán, chuyển nhượng, trao đổi chứng khoán nhằm mục đích kiếm lời.

TTCK phải tồn tại ở một nơi mà ở nơi đó việc mua bán CK được thực hiện. Trong quá trình phát triển và hoàn thiện TTCK ở các nước có nền sản xuất và lưu thông hàng hóa lâu đời như Mỹ, Anh, Pháp, v.v... nơi đó tồn tại dưới hai hình thức: TTCK có tổ chức và TTCK phi tổ chức.

Hình thái điển hình của TTCK có tổ chức là SGDCK (Stock exchange). Mọi việc mua, bán, chuyển nhượng, trao đổi CK phải tiến hành trong Sở giao dịch và thông qua các thành viên của Sở giao dịch theo quy chế của SGDCK. SGDCK có thể là tổ chức sở hữu nhà nước, là doanh nghiệp cổ phần hoặc một hiệp hội và đều có tư cách pháp nhân hoạt động kinh doanh chứng khoán. Có thể dẫn ra những SGDCK nổi tiếng của thế giới như: NYSE (New York Stock exchange), TSE (Tokyo Stock exchange), LSE (London Stock exchange) v.v...

TTCK phi tổ chức là một thị trường không có hình thái tổ chức tồn tại, nó có thể là bất cứ nơi nào mà tại đó người mua và người bán trực tiếp gặp nhau để tiến hành giao dịch. Nơi đó có thể là tại quầy giao dịch ở các ngân hàng bất kỳ kỳ nào đó. Thị trường hình thành như thế gọi là thị trường giao dịch qua quầy (Over-the-counter – OTC)

1.1.2. Lịch sử hình thành và phát triển của TTCK

TTCK ban đầu phát triển một cách rất tự phát và sơ khai, xuất phát từ một nhu cầu đơn lẻ từ buổi ban đầu. Vào giữa thế kỷ XV ở tại những thành phố trung tâm buôn bán ở phương Tây, các thương gia thường tụ tập tại các quán cà phê để trao đổi mua bán các vật phẩm hàng hóa ... lúc đầu chỉ một nhóm nhỏ, sau đó tăng dần và hình thành một khu chợ riêng. Cuối thế kỷ XV, để thuận tiện hơn cho việc làm ăn, khu chợ trở thành "thị trường" với việc thống nhất các quy ước và dần dần các quy ước

này được sửa đổi hoàn chỉnh thành những quy tắc có giá trị bắt buộc chung cho mọi thành viên tham gia "thị trường".

Phiên chợ riêng đầu tiên được diễn ra vào năm 1453 tại một lữ điếm của gia đình Vanber ở Bruges (Bi), tại đó có một bảng hiệu hình ba túi da với một từ tiếng Pháp là "Bourse" tức là "Mậu dịch thị trường" hay còn gọi là "Sở giao dịch".

Vào năm 1547, thành phố ở Bruges (Bi) mất đi sự phồn thịnh do eo biển Even bị lấp cát nên mậu dịch thị trường ở đây bị sụp đổ và được chuyển qua thị trấn Auvers (Bi), ở đây thị trường phát triển rất nhanh và giữa thế kỷ XVI một quan chức đại thần của Anh quốc đã đến quan sát về thiết lập một mậu dịch thị trường tại London (Anh), nơi mà sau này được gọi là Sở Giao dịch chứng khoán London. Các mậu dịch thị trường khác cũng lần lượt được lập tại Pháp, Đức, và Bắc Âu.

Sự phát triển thị trường ngày càng mạnh cả về lượng chất với số thành viên tham gia đông đảo và nhiều nội dung khác nhau, vì vậy theo tính chất tự nhiên nó lại được phân ra thành nhiều thị trường khác nhau như: thị trường giao dịch hàng hóa, thị trường hối đoái, thị trường giao dịch các hợp đồng tương lai và TTCK ... với các đặc tính riêng của từng thị trường thuận lợi cho giao dịch của người tham gia trong đó.

Quá trình các giao dịch chứng khoán diễn ra và hình thành như vậy một cách tự phát cũng tương tự ở Pháp, Hà Lan, các nước Bắc Âu, các nước Tây Âu khác và Bắc Mỹ.

Các phương thức giao dịch ban đầu được diễn ra ngoài trời với những ký hiệu giao dịch bằng tay và có thư ký nhận lệnh của khách hàng. Cho đến năm 1921, ở Mỹ, khu chợ ngoài trời được chuyển vào trong nhà, SGDCCK chính thức được thành lập.

Ngày nay, cùng với sự phát triển của công nghệ, khoa học kỹ thuật, các phương thức giao dịch tại các SGDCCK cũng đã được cải tiến theo tốc độ và khối lượng yêu cầu nhằm đem lại hiệu quả và chất lượng cho giao dịch. Các sở giao dịch dần dần sử dụng máy vi tính để truyền các lệnh đặt hàng và chuyển dần từ giao dịch thủ công kết hợp với máy vi tính sang sử dụng hoàn toàn hệ thống giao dịch điện tử.

Lịch sử phát triển các TTCK thế giới trải qua một sự phát triển thăng trầm lúc lên, lúc xuống. Vào những năm 1875 - 1913, TTCK thế giới phát triển huy hoàng cùng với sự tăng trưởng của nền kinh tế thế giới lúc đó, nhưng rồi đến "ngày thứ Năm đen

tối", tức ngày 24-10-1929, TTCK Tây Âu, Bắc Âu và Nhật Bản đã khủng hoảng. Mãi cho tới khi chiến tranh thế giới thứ hai kết thúc, các thị trường mới dần phục hồi và phát triển mạnh và cho tới năm 1987, một lần nữa các TTCK trên thế giới điên đảo với "ngày thứ Hai đen tối" do hệ thống thanh toán kém cỏi không đảm đương được yêu cầu của giao dịch, sụt giá CK mạnh, gây mất lòng tin và phản ứng dây chuyền mà hậu quả của nó còn nặng hơn cuộc khủng hoảng năm 1929. Gần đây nhất, TTCK ở các nước và lãnh thổ Đông Á, Nga và một số thị trường ở châu Mỹ cũng đã rơi vào vòng xoáy chỉ số giá chứng khoán của cơn lốc khủng hoảng tài chính tiền tệ, giảm lòng tin và có tính chất lây lan, tạo ra sự suy giảm ghê gớm.

Cho đến nay, các nước trên thế giới đã có khoản trên 160 SGDCK phân tán trên khắp các châu lục, bao gồm cả các nước phát triển trong khu vực Đông Nam Á vào những năm 1969 - 1970 và những nước như Ba Lan, Hungary, Seec, Nga, Trung Quốc vào những năm đầu 1990 ...

Quá trình hình thành và phát triển của TTCK thế giới cho thấy giai đoạn đầu thị trường phát triển một cách tự phát với sự tham gia của các nhà đầu cơ. Dần dần về sau mới có sự tham gia của công chúng đầu tư. Khi phát triển đến một mức độ nhất định, thị trường bắt đầu phát sinh những trục trặc dẫn đến phải thành lập cơ quan quản lý nhà nước và hình thành hệ thống pháp lý để điều chỉnh hoạt động của thị trường. Kinh nghiệm cho thấy, phần lớn các TTCK sau khi thiết lập muốn hoạt động có hiệu quả, ổn định và nhanh chóng phát triển vững chắc phải có sự chuẩn bị chu đáo mọi mặt về hàng hóa, luật pháp, con người, bộ máy quản lý và đặc biệt là sự giám sát và quản lý nghiêm ngặt của nhà nước. Song cũng có một số TTCK có sự trục trặc ngay từ ban đầu như TTCK Thái Lan, Indonesia, hoạt động trì trệ một thời gian dài do thiếu hàng hóa và do không được quan tâm đúng mức, TTCK Philippines kém hiệu quả do thiếu sự chỉ đạo và quản lý thống nhất hai sở giao dịch (Makita và Manila), TTCK Ba Lan, Hungaary gặp trục trặc do việc chỉ đạo giá cả quá cao hoặc quá thấp ...

Tuy nhiên, cho tới nay, TTCK phát triển ở mức có thể nói là không thể thiếu trong đời sống kinh tế của những nước theo cơ chế thị trường và nhất là những nước đang phát triển đang cần thu hút vốn dài hạn cho nền kinh tế.

1.1.3. Tính tất yếu và sự ra đời của TTCK Việt Nam

1.1.3.1. Sự cần thiết phải thành lập TTCK ở Việt Nam

Kể từ Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ VI – Đại hội tiến hành công cuộc đổi mới, Việt Nam đã đạt được những thành tựu to lớn về kinh tế, chính trị, văn hóa. Kinh tế thời kỳ lạm phát cao đã bước sang thời kỳ tăng trưởng cao (1999 – 2000), tốc độ tăng trưởng GDP bình quân hàng năm thời kỳ 1991 – 1997 đạt 8,2%. Đầu tư toàn xã hội bằng nguồn vốn trong và ngoài nước so với GDP tăng từ mức 15,8% năm 1990 lên 29% năm 1997, tỷ lệ tiết kiệm trong nước so với GDP tăng từ 17% năm 1992 lên 25% năm 1999. Nguồn thu cho ngân sách tăng, hệ thống tài chính, tiền tệ được đổi mới và phù hợp với cơ chế thị trường, hệ thống ngân hàng được củng cố, các tổ chức tín dụng phát triển, chất lượng và hiệu quả tín dụng được nâng lên. Cơ chế quản lý ngoại hối hoàn thiện dần, chính sách tỷ giá có thay đổi dựa trên nguyên tắc của thị trường. Khu vực kinh tế tư nhân phát triển mạnh và đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế.

Những thành tựu kinh tế trên đây là kết quả của việc thi hành chính sách đổi mới toàn diện của Đảng và Nhà nước, tạo điều kiện thuận lợi đưa đất nước vào thời kỳ CNH – HĐH nền kinh tế.

Để thực hiện đường lối CNH – HĐH đại hóa đất nước, duy trì nhịp độ tăng trưởng kinh tế bền vững và chuyển dịch mạnh mẽ cơ cấu kinh tế theo hướng nâng cao hiệu quả và sức cạnh tranh, đòi hỏi phải có nguồn vốn lớn cho đầu tư phát triển. Việc xây dựng TTCK ở VN đã trở thành nhu cầu bức xúc và cấp thiết nhằm huy động các nguồn vốn trung, dài hạn trong và ngoài nước vào đầu tư phát triển kinh tế. Điều này đã được khẳng định trong Nghị quyết Đại hội VIII của Đảng: "...phát triển thị trường vốn, thu hút các nguồn vốn... Chuẩn bị các điều kiện cần thiết để từng bước xây dựng TTCK phù hợp với điều kiện VN và định hướng phát triển kinh tế - xã hội của đất nước..."

Xuất phát từ yêu cầu nói trên và thực tiễn đòi hỏi nền kinh tế cần có một “sân chơi” phù hợp với các giao dịch CK trong bối cảnh các điều kiện làm tiền đề cho TTCK đang ở dạng sơ khai và nhu cầu cấp bách cho một thị trường chuyển nhượng các cổ phiếu của DN. Hơn nữa, việc Chính phủ đã và đang thực hiện quá trình CPH các DNNN, nếu không thông qua TTCK thì việc CPH có nguy cơ diễn ra một cách không công khai, thiếu lành mạnh và sẽ dẫn đến thất thoát vốn của Nhà nước.

Chính vì thế, việc thành lập TTCK ở Việt Nam vừa qua là một tất yếu khách quan của nền kinh tế bởi lẽ xu hướng phát triển của nền kinh tế theo cơ chế thị trường có sự quản lý của Nhà nước là điều không thể đảo ngược được.

TTCK là một kênh quan trọng trong thu hút vốn dài hạn cho các DN, đặc biệt là các DN có tiềm năng phát triển ở các khu vực kinh tế quan trọng, nhằm đáp ứng nhu cầu vốn để đổi mới công nghệ, mở rộng sản xuất, nâng cao sức cạnh tranh trong một nền kinh tế hàng hóa đang phát triển nhanh như ở nước ta. Bên cạnh đó, TTCK cùng với hệ thống ngân hàng sẽ tạo ra một hệ thống tài chính đủ mạnh, cung cấp các nguồn vốn ngắn, trung và dài hạn cho nền kinh tế. Có thể nói nguồn vốn huy động được qua TTCK là một nguồn vốn có tính linh hoạt cao nhất, nó đáp ứng các đòi hỏi về hình thức đầu tư, thời gian đáo hạn cũng như số vốn cần thiết để tham gia thị trường của các NĐT khác nhau.

Hơn thế nữa, trên phương diện chính trị và ngoại giao, việc xây dựng TTCK còn có tác động rất tích cực đến tiến trình hội nhập của nước ta vào cộng đồng khu vực và thế giới.

1.1.3.2. Sự ra đời của TTCK Việt Nam

Xây dựng và phát triển TTCK là một mục tiêu quan trọng được Đảng và Nhà nước rất quan tâm nhằm xác lập một kênh huy động vốn dài hạn cho mục tiêu đầu tư và phát triển đất nước.

Ngày 29/06/1995, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 361/QĐ-TTg về việc thành lập Ban chuẩn bị tổ chức TTCK giúp Thủ tướng Chính phủ chỉ đạo và chuẩn bị điều kiện cần thiết cho việc xây dựng TTCK Việt Nam. Ngày 28/11/1996, UBCKNN được thành lập theo Nghị định số 75/CP của Chính phủ, UBCKNN thực

hiện chức năng tổ chức và quản lý Nhà nước về CK và TTCK. Ngay sau đó, UBCKNN đã xây dựng bộ máy tổ chức tương đối hoàn chỉnh và bắt tay vào xây dựng khung pháp lý cho tổ chức và hoạt động của TTCK. Kết quả các nỗ lực ban đầu được ghi nhận bằng việc ngày 10/07/1998 Thủ tướng Chính phủ đã ký ban hành Nghị định 48/1998/NĐ-CP về CK và TTCK. Ngày 12/08/2003 Chính phủ ban hành Nghị định số 90/2003-CP thay thế Nghị định số 75/CP đã trao cho UBCKNN đầy đủ chức năng, nhiệm vụ và thẩm quyền của một cơ quan quản lý Nhà nước về CK và TTCK.

Sau khi được thành lập, UBCKNN đã thực thi các chức năng, nhiệm vụ và đạt được nhiều kết quả, thể hiện tốt vai trò là cơ quan tổ chức và vận hành TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, nhằm tăng cường hiệu quả nhiệm vụ điều phối hoạt động của các Bộ ngành chức năng trong việc thúc đẩy sự phát triển của TTCK, ngày 19/02/2004 Chính phủ đã ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ-CP chuyển UBCKNN trực thuộc Bộ Tài chính. Việc chuyển UBCKNN trực thuộc Bộ Tài chính là một bước đi hợp lý trong quá trình phát triển TTCK ở Việt Nam, sẽ tạo thêm sự đồng bộ và gắn kết đảm bảo yếu tố an toàn cho hoạt động của TTCK và các thị trường tài chính khác.

Ngày 11/07/2000 Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 127/1998/QĐ-TTg về việc thành lập TTGDCK TP.HCM và TTGDCK Hà Nội. Có thể nói, việc thành lập các TTGDCK là một giải pháp cấp bách trước mắt, không những tạo điều kiện thuận lợi cho việc huy động vốn, thúc đẩy tiến trình đổi mới DN mà còn hướng các hoạt động giao dịch CK đi vào quỹ đạo có tổ chức ngay từ đầu và đây cũng là bước chuẩn bị cho việc thành lập SGDCK sau này.

TTGDCK TP.HCM chính thức đi vào hoạt động ngày 20/07/2000 và thực hiện phiên giao dịch CK đầu tiên vào ngày 28/07/2000 đã đánh dấu một cột mốc quan trọng trong đời sống kinh tế - xã hội của đất nước trong thời kỳ đổi mới. Sự ra đời của TTGDCK TP.HCM có ý nghĩa rất lớn trong việc tạo thêm một kênh huy động vốn dài hạn phục vụ nhu cầu CNH – HĐH đất nước, là một sản phẩm của nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường. TTGDCK TP.HCM được Chính phủ giao một số chức năng, nhiệm vụ và quyền hạn quản lý điều hành hệ thống giao dịch CK niêm yết tập trung tại Việt Nam. Đó là tổ chức, quản lý và điều hành việc mua - bán CK, quản lý

điều hành hệ thống giao dịch, thực hiện hoạt động quản lý niêm yết, công bố thông tin, giám sát giao dịch, hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ CK và một số hoạt động khác.

Ngày 05/08/2003, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010. Theo đó, TTGDCK Hà Nội được xác định là thị trường giao dịch cổ phiếu đăng ký giao dịch, chuẩn bị điều kiện để sau năm 2010 chuyển thành thị trường giao dịch CK phi tập trung (OTC) của Việt Nam. Ngày 08/03/2005, TTGDCK Hà Nội đã chính thức khai trương hoạt động tại TP.Hà Nội, đánh dấu thêm một bước tiến mới của TTCK Việt Nam.

1.1.4. Vai trò của thị trường chứng khoán

TTCK là một định chế tài chính tất yếu của nền kinh tế thị trường phát triển, là chiếc cầu nối vô hình giữa cung và cầu vốn trong nền kinh tế. Với một TTCK lành mạnh, hoạt động có hiệu quả sẽ tạo điều kiện khai thác tốt các tiềm năng của nền kinh tế, giúp cho việc thu hút và phân phối vốn trong nền kinh tế có hiệu quả nhất.

- *Huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế*

TTCK hoạt động như một trung tâm thu gom mọi nguồn vốn tiết kiệm lớn nhỏ của từng hộ dân cư, thu hút nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi từ các DN, các tổ chức tài chính tạo thành nguồn vốn khổng lồ tài trợ cho nền kinh tế mà các phương thức khác không thể làm được. Bên cạnh đó, TTCK là công cụ cho phép vừa thu hút vừa kiểm soát vốn đầu tư nước ngoài một cách tốt nhất vì nó hoạt động theo nguyên tắc công khai. Thông qua TTCK, Chính phủ sẽ kiểm soát được việc tham gia đầu tư của các định chế, cá nhân nước ngoài vào các ngành, các công ty hay các loại CK ở từng thời điểm cụ thể nhất định.

TTCK tạo ra cơ hội cho các DN có vốn để mở rộng SXKD và thu lợi nhuận nhiều hơn, đồng thời góp phần quan trọng trong việc kích thích các DN làm ăn ngày càng hiệu quả hơn bằng cách vừa SXKD hàng hóa vừa mua bán thêm CK tạo thêm lợi nhuận.

Bằng cách hỗ trợ các hoạt động đầu tư của DN, TTCK đã có những tác động quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế quốc dân. Thông qua TTCK, Chính phủ và

chính quyền các địa phương huy động được các nguồn vốn cho mục đích sử dụng và đầu tư phát triển hạ tầng kinh tế, phục vụ các nhu cầu chung của xã hội

- *Cung cấp môi trường đầu tư và tạo tính thanh khoản cho chứng khoán*

Từ khi TTCK ra đời, công chúng có thêm một công cụ đầu tư mới, đa dạng và phong phú hơn. Những người tiết kiệm có thể tự mình hoặc thông qua những nhà tài chính chuyên môn lựa chọn những loại cổ phiếu, trái phiếu của các công ty khác nhau từ nhiều ngành nghề, lĩnh vực khác nhau.

TTCK cung cấp cho công chúng một môi trường đầu tư lành mạnh với cơ hội lựa chọn phong phú. Các loại CK trên thị trường rất khác nhau về tính chất, thời hạn và độ rủi ro, vì thế cho phép các NĐT có thể lựa chọn loại hàng hóa phù hợp với khả năng, mục tiêu và sở thích của mình. Chính vì vậy, TTCK góp phần đáng kể làm tăng mức tiết kiệm quốc gia.

Bên cạnh đó, nhờ có TTCK mà các NĐT có thể chuyển đổi các CK họ sở hữu thành tiền mặt hoặc các loại CK khác khi họ muốn. Khả năng thanh khoản là một trong những đặc tính hấp dẫn của CK đối với NĐT. Đây là yếu tố cho thấy tính linh hoạt, an toàn của vốn đầu tư. TTCK hoạt động càng năng động và hiệu quả thì càng có khả năng nâng cao tính thanh khoản của các CK giao dịch trên thị trường.

- *Kích thích các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn*

Khi tham gia niêm yết trên TTCK tập trung, các DN niêm yết cần phải đáp ứng được một số điều kiện cụ thể, nhất định theo qui định như: vốn điều lệ, tình hình tài chính,... và các DN phải công khai tình hình tài chính, kết quả hoạt động SXKD theo chế độ báo cáo định kỳ và NĐT chỉ mua cổ phiếu của các công ty tăng trưởng. Với sức ép thường xuyên của thị trường, với quyền tự do lựa chọn mua CK của NĐT đòi hỏi các nhà quản lý DN phải biết tính toán, nâng cao hoạt động kinh doanh một cách có hiệu quả. Từ đó, tạo ra một môi trường cạnh tranh lành mạnh nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, kích thích áp dụng công nghệ mới và nâng cao chất lượng sản phẩm.

- *Tạo tiền đề cho quá trình cổ phần hóa*

TTCK là nơi tập trung được toàn bộ cung cầu về vốn và cũng là nơi hội tụ nhiều nhất các NĐT, do đó nó có tác động rất lớn trong việc nhanh chóng chuyển các DNNN thành các CTCP một cách có hiệu quả nhất.

Với nguyên tắc hoạt động trung gian, đấu giá, công khai và là nơi mà hoạt động mua bán CK diễn ra hàng ngày, hàng giờ. TTCK chính là cơ sở làm cho quá trình CPH theo đúng pháp luật và phù hợp với tâm lý của NĐT. Chỉ có thông qua TTCK, Nhà nước mới có thể thực hiện được CPH đối với bất kỳ loại hình DN nào. Mặt khác, nếu không có TTCK thì vốn đầu tư qua CK sẽ bị bất động và như vậy sẽ rất khó khăn trong việc phát hành. Mục tiêu chủ yếu của CPH các DNNN và các loại hình DN khác là thu hút mọi nguồn vốn nhỏ lẻ trong dân chúng vào đầu tư. Vì vậy, TTCK còn là tiền đề vật chất cho quá trình CPH.

- *Tạo môi trường giúp Chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô và phát triển kinh tế - xã hội*

Các chỉ số của TTCK phản ánh động thái của nền kinh tế một cách nhạy bén và chính xác. Giá các CK tăng lên cho thấy đầu tư đang mở rộng, nền kinh tế tăng trưởng và ngược lại giá CK giảm sẽ cho thấy các dấu hiệu tiêu cực của nền kinh tế. Vì thế, TTCK còn được gọi là phong vũ biểu của nền kinh tế và là một công cụ quan trọng giúp Chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô. Thông qua TTCK, Chính phủ có thể mua hoặc bán trái phiếu Chính phủ để tạo ra nguồn thu bù đắp thiếu hụt ngân sách và quản lý lạm phát. Ngoài ra, Chính phủ cũng có thể sử dụng một số chính sách, biện pháp tác động vào TTCK nhằm định hướng đầu tư, đảm bảo cho sự phát triển cân đối của nền kinh tế.

Việc Chính phủ thực hiện phát hành trái phiếu để giải quyết nguồn thu cho ngân sách Nhà nước được xem là một biện pháp thường xuyên và có kỹ thuật tiên tiến. Nếu là trái phiếu kho bạc, đó là nguồn thu thường xuyên của ngân sách, vốn huy động được hòa vào nguồn thu thuế, phục vụ cho các chi tiêu thường xuyên của Nhà nước. Nếu là công trái hay trái phiếu chính quyền địa phương, nguồn thu đó được sử dụng vào những mục đích đã định như xây dựng cơ sở hạ tầng (cầu, đường, sân bay, bến cảng), các công trình văn hóa và phúc lợi xã hội.

1.1.5 Phân loại các nhân tố ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán

1.1.5.1 Nhóm nhân tố kinh tế

TTCK mà đặc trưng là giá cổ phiếu chịu tác động bởi các nhân tố kinh tế như tăng trưởng kinh tế, hoạt động kinh doanh của công ty, thu nhập công ty, lãi suất, lạm phát,....

Về tăng trưởng kinh tế, giá cổ phiếu có xu hướng tăng khi nền kinh tế phát triển và giảm khi nền kinh tế kém phát triển; tuy nhiên, có sự khác biệt đáng kể giữa các nhóm cổ phiếu và tình hình biến động của từng cổ phiếu phụ thuộc vào tình hình hoạt động cụ thể của từng công ty.

Nhân tố quyết định sự tồn tại của hàng hóa chứng khoán là lợi thế khai thác sử dụng các nguồn lực của công ty, lợi thế kinh doanh và các nhân tố lợi thế vô hình khác mà công ty đã tạo dựng được, kể cả phân tích tụ lợi nhuận không chia của công ty cổ phần để tái đầu tư, tạo lợi thế so sánh cho hàng hóa của công ty. Nói cách khác, giá trị của hàng hóa chứng khoán là hình ảnh động phản ánh những giá trị hữu hình, vô hình của hàng hóa thực và xu thế hoạt động của công ty cũng như tình hình kinh tế cơ bản của công ty.

Mối quan hệ giữa lãi suất, lạm phát và giá cổ phiếu là gián tiếp và luôn thay đổi. Nguyên nhân là do luồng thu nhập từ cổ phiếu có thể thay đổi theo lãi suất và lạm phát. Sự thay đổi của luồng thu nhập này có làm tăng hay bù đắp cho mức biến động về lãi suất hay không sẽ tùy thuộc vào tình hình lạm phát.

Trong những năm gần đây, các chỉ số hàng đầu thường được các nhà dự báo chứng khoán nhắc tới bao gồm số liệu về việc làm, những thay đổi về hàng tồn kho, và những biến động về lượng cung tiền.

1.1.5.2 Nhóm nhân tố phi kinh tế

Nhóm nhân tố ảnh hưởng chủ yếu tiếp theo là những nhân tố phi kinh tế, bao gồm sự thay đổi về các thay đổi chính sách pháp luật, điều kiện chính trị, ví dụ chiến tranh hoặc thay đổi cơ cấu Chính phủ, thay đổi về thời tiết và những nhân tố tự nhiên khác, và thay đổi về điều kiện văn hoá, như tiến bộ về công nghệ,....Tuy nhiên, những nhân tố này chỉ có ảnh hưởng lớn đối với giá CK ở những nước có nền kinh tế thị

trường phát triển, thị trường sẽ đánh giá những chính sách này. Trong điều kiện Việt Nam, nền chính trị ổn định, mặt khác TTCK còn chưa phát triển, thì nhân tố này ít có tác động.

1.1.5.3 Nhóm nhân tố thị trường

Các nhân tố thị trường, là những nhân tố bên trong của thị trường, bao gồm sự biến động thị trường và mối quan hệ cung cầu có thể được coi là nhóm nhân tố thứ ba tác động tới giá cổ phiếu. Sự biến động thị trường là một hiện tượng chờ đợi thái quá từ việc dự tính quá cao giá trị thực chất của cổ phiếu khi giá cổ phiếu cao nhờ sự phát đạt của công ty, và ngược lại do dự đoán thấp giá trị tại thời điểm thị trường đi xuống. Mối quan hệ giữa cung và cầu được trực tiếp phản ánh thông qua khối lượng giao dịch trên thị trường, hoạt động của những nhà đầu tư có tổ chức, giao dịch ký quỹ ... cũng có ảnh hưởng đáng kể. Mặc dù số lượng giao dịch ký quỹ tăng khi mà giá cổ phiếu tăng, nhưng một khi giá cổ phiếu giảm số lượng cổ phiếu bán ra tăng và làm cho giá càng giảm

1.2. Lý luận về sự phát triển bền vững của TTCK

Sự phát triển ổn định và bền vững của TTCK Việt Nam đang là một trong những vấn đề đại sự trong chiến lược vốn của Việt Nam từ nay đến năm 2010 và 2020. Việc làm cho TTCK Việt Nam khắc phục được những bất cập hiện nay để làm đúng với chức năng vốn có của nó là “kênh dẫn vốn cho nền kinh tế” đang thu hút sự quan tâm đặc biệt của các chuyên gia kinh tế trong và ngoài nước.

TTCK là nơi mua và bán các loại công cụ đầu tư như cổ phiếu, trái phiếu, các quỹ tương hỗ, các quyền lựa chọn, và các trái phiếu địa phương... Do vậy, tính bền vững của TTCK không những chịu tác động bởi nhiều nhân tố kinh tế-chính trị-xã hội của mỗi quốc gia, của nhiều quốc gia khác trên toàn cầu; mà còn được quyết định bởi tính bền vững của các loại công cụ đầu tư này. Để có được những quyết định đúng đắn trong đầu tư vào TTCK việc nhận biết các công cụ đầu tư cũng như các nhân tố tác động đến tính bền vững của TTCK là rất cần thiết.

Các công cụ đầu tư trên TTCK thường gặp:

- *Các cổ phiếu đầu tư*

Cổ phiếu là một trong những loại chứng khoán vốn cổ phần quen thuộc đối với rất nhiều người. Khi các nhà đầu tư đã thực hiện việc mua cổ phiếu thì họ đã trở thành người chủ sở hữu “một phần” tài sản của một công ty. Nếu hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty ngày một phát triển thuận lợi, giá cả mà các cổ đông sẵn sàng trả cho cổ phiếu của nó thường là tăng lên; lúc đó những cổ đông đã mua cổ phiếu này với giá thấp hơn sẽ có cơ hội kiếm được lợi nhuận. Tất nhiên, nếu công ty hoạt động không hiệu quả, giá cổ phiếu của nó sẽ đi xuống; các cổ đông sẽ bị lỗ. Vấn đề đặt ra là, các thông tin cần thiết cho việc đánh giá chất lượng hoạt động của các doanh nghiệp vừa thiếu lại vừa chưa đủ độ tin cậy.

- *Trái phiếu công ty*

Trái phiếu công ty là hình thức thông dụng nhất của chứng khoán nợ công ty. Về thực chất, trái phiếu công ty được xem như là một chứng chỉ ghi nhận sự cam kết của công ty về việc sẽ thanh toán số tiền mà nhà đầu tư đã cho công ty vay vào một ngày xác định. Để sử dụng được số tiền mà nhà đầu tư đã cho vay, công ty phải trả cho người cầm giữ trái phiếu một số “lãi” nhất định hàng năm. “Lãi” này được xác định theo tỷ lệ phần trăm so với số tiền mà người đầu tư cho công ty vay. Vì người cầm giữ trái phiếu không phải là chủ sở hữu công ty nên họ không được chia cổ tức hay không có quyền bầu cử cũng như tham gia vào các vấn đề khác của công ty. Lưu ý rằng, các công ty muốn bán trái phiếu ra công chúng phải phải được sự đồng ý của Ủy ban chứng khoán, trong đó có một bản cáo bạch bao gồm các thông tin về công ty và những vấn đề liên quan đến việc phát hành trái phiếu.

- *Trái phiếu địa phương*

Trái phiếu địa phương được sử dụng khá phổ biến trên thế giới. Trái phiếu được các bang, thành phố, hay một số cơ quan của chính quyền địa phương (như cơ quan giáo dục) phát hành. Đặc điểm quan trọng của trái phiếu này là lãi suất mà người cầm giữ trái phiếu được nhận không phải chịu thuế thu nhập liên bang. Ngoài ra, lãi suất này cũng được miễn trừ thuế bang và địa phương nếu người cầm giữ trái phiếu sống tại cùng khu vực với người phát hành. Một đặc điểm quan trọng khác của trái phiếu địa

phương là trái phiếu địa phương được miễn trừ việc đăng ký với Ủy ban chứng khoán.

- *Các quyền lựa chọn*

Quyền lựa chọn là quyền được mua hay bán một cái gì đó tại một thời điểm nào đó trong tương lai. Các dạng quyền lựa chọn cần quan tâm trên TTCK là các quyền lựa chọn mua hoặc bán cổ phiếu công ty đã được tiêu chuẩn hoá. Các quyền lựa chọn được chia thành 2 loại: “quyền mua” cho phép các nhà đầu tư quyền được mua cổ phần của một loại cổ phiếu đã định với một giá cố định trong một khoản thời gian đã định; “quyền bán” cho phép nhà đầu tư quyền được bán cổ phần của một loại cổ phiếu đã định với một giá cố định trong một thời gian đã định.

- *Chứng khoán chính phủ*

Chính phủ của nhiều nước trên thế giới thường phát hành nhiều loại chứng khoán nợ, bao gồm tín phiếu, kỳ phiếu và trái phiếu chính phủ được bán ra từ kho bạc qua các phiên đấu giá. Chứng khoán chính phủ cũng có thể mua được từ các ngân hàng, các nhà giao dịch chứng khoán chính phủ, các nhà môi giới giao dịch chứng khoán khác.

Các loại công cụ đầu tư thường xuyên được mua và bán trên các TTCK nên tính bền vững của TTCK cũng phụ thuộc vào tính ổn định và phát triển của các công cụ đầu tư.

Đối với loại chứng khoán nói chung thì tính ổn định và phát triển của loại chứng khoán được quyết định bởi chất lượng hoạt động của các công ty, các doanh nghiệp. Như vậy, chất lượng hoạt động của các công ty luôn là một trong những yếu tố quyết định sự tăng, giảm giá cổ phiếu của công ty. Tất nhiên, giá cổ phiếu cũng bị chi phối bởi tình hình kinh tế chung và các nhân tố ảnh hưởng đến từng ngành cụ thể. Tình hình kinh tế chung muốn nói ở đây là tốc độ tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát tiền tệ, là sự ổn định của ngân sách quốc gia, sự phát triển của các doanh nghiệp nói chung; là sự lành mạnh trong việc phát triển các dịch vụ tài chính-ngân hàng nói riêng; đặc biệt là trong đầu tư và tín dụng đối với các thành phần kinh tế. Các nhân tố ảnh hưởng đến từng ngành cụ thể không chỉ là các nhân tố kinh tế đơn thuần, mà còn là những nhân tố được nảy sinh từ các quan hệ ngoại giao, chính trị, xã

hội... không chỉ trong phạm vi của một quốc gia, mà cả trên phạm vi toàn cầu. Sự kiện Việt Nam đã trở thành thành viên thứ 150 của WTO từ ngày 7/11/2006 đã góp phần tạo ra những bước chuyển mới của đất nước trong việc thay đổi cách nghĩ và cách làm thế nào đó cho phù hợp với vị thế mới của Việt Nam trên trường quốc tế. Tình trạng nóng lên một cách bất thường của TTCK trong những tháng đầu năm 2007 được tạo ra từ rất nhiều nguyên nhân khác nhau. Tình trạng này chưa cho phép có những đánh giá mang tính ngộ nhận về một biểu hiện “đang lên” của TTCK Việt Nam. Thực tế diễn ra trên TTCK Việt Nam trong thời gian qua; đặc biệt giá cổ phiếu trên thị trường lúc lên, lúc xuống một cách thất thường theo ý kiến của một số người thì đây cũng là một biểu hiện sự không bền vững của TTCK.

Một vấn đề khác cần làm rõ khi nói đến các nhân tố tác động đến tính bền vững của TTCK là việc quan niệm thế nào về tính bền vững của TTCK. Nếu cho rằng, giá cổ phiếu trên TTCK hôm nay lên, ngày mai xuống mà khẳng định rằng tính bền vững của TTCK như vậy là có vấn đề thì có lẽ là chưa chính xác. Có thể do cách quan niệm vấn đề quá đơn giản như vậy nên, người ta mới đề cập đến tình trạng “bong bóng chứng khoán” và tình trạng “bong bóng chứng khoán xì hơi”. Hiện tượng “bong bóng” trong nền kinh tế nói chung, trong TTCK nói riêng là những hiện tượng kinh tế xảy ra có tính nhất thời do tác động từ nhiều nhân tố của “tâm lý” và “đầu cơ”. Những hiện tượng này có thể dễ dàng sinh ra cũng như dễ dàng mất đi khi các nhà đầu tư là tác giả của “đầu cơ” và “tâm lý” nhanh chóng phát hiện ra chúng. Đây cũng chính là nơi khởi nguồn của cái gọi là tâm lý “chạy theo đám đông” như một số chuyên gia kinh tế đã đặt tên cho nó. “Nóng, lạnh” trong mọi hiện tượng của đời sống kinh tế diễn ra một cách thất thường vốn là một trong những đặc điểm của kinh tế thị trường. Cái tài, cái giỏi cả các nhà đầu tư là ở chỗ dự báo được sự xuất hiện của tình trạng nóng lạnh đó sẽ diễn ra lúc nào, khi nào và trong bao lâu. Vì thế, không nên chỉ dựa vào sự thất thường, sự “đồng đánh” về “thời tiết” trên TTCK mà đã sớm khẳng định sự bền vững hay không bền vững của nó khi chưa có đầy đủ cơ sở lý luận và thực tiễn. Sự vội vàng trong việc nhận định hoạt động của một TTCK đang lên như Việt Nam sẽ có thể dẫn đến những tác hại khó lường; đặc biệt khiến cho các nhà

đầu tư; nhất là các nhà đầu tư nước ngoài kéo dài sự do dự của họ trong các quyết định đầu tư.

Khi các nhân tố tác động đến TTCK được xác định một cách đúng đắn, chính xác thì các giải pháp đưa ra nhằm củng cố, mở rộng và phát triển hoạt động của TTCK mới có thể có được tính khả thi.

1.1.3. Bài học kinh nghiệm từ Trung Quốc

Năm 2007, cả thế giới được chứng kiến sự bùng nổ của TTCK Trung Quốc. Cũng như nhiều thị trường mới nổi khác ở châu Á, TTCK Trung Quốc trong năm 2006 và tiếp tục từ đầu năm 2007 đã chứng kiến những đợt thăng hoa ngoạn mục, trong đó chỉ số của hai sàn lớn nhất Trung Quốc là Thượng Hải và Sơn Dương không ít lần lập những kỷ lục lên điềm.

Sự bùng nổ TTCK Trung Quốc khiến người dân đổ xô chơi trò chơi vẫn còn mới mẻ này thay vì gửi tiền lấy lãi tại ngân hàng, càng làm cho làn sóng CK phủ rộng.

Do vậy, Chính phủ Trung Quốc đã đưa ra nhiều quy định mới nhằm tiếp tục phát triển thị TTCK song vẫn đảm bảo hoạt động quy củ và lành mạnh, tránh tình trạng "đục nước béo cò"

- *Những động thái cởi mở*

Những ngày đầu tháng 4/2007, chính quyền Trung Quốc đã có một loạt động thái và những quy định mới áp dụng cho TTCK của mình.

Đầu tiên có thể kể đến việc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Trung Quốc vừa cho phép các hoạt động mua bán CK quyền chọn được diễn ra tại TTCK nước này.

Theo quy định mới này, các tổ chức tài chính sẽ không bị ngăn cấm giao dịch CK quyền chọn cũng như không bị hạn chế huy động vốn cho công tác giao dịch kiểu này. Quy định mới sẽ cho phép thực hiện các giao dịch quyền chọn đối với các loại cổ phiếu, ngoại hối và chứng khoán phái sinh.

Giới chuyên gia dự báo, quy định mới sẽ tạo điều kiện cho các nhà môi giới chứng khoán, các quỹ đầu tư và các ngân hàng thương mại được tham gia năng động hơn và mạnh mẽ hơn vào TTCK nước này.

Cũng trong những ngày đầu tháng 4/2007, Trung Quốc đã có thêm một động thái mang tính cởi mở khác đối với thị trường chứng khoán, với việc thúc giục đẩy mạnh cổ phần hoá doanh nghiệp trung ương.

Bên cạnh đó, Trung Quốc sẽ bán thêm nhiều hơn nữa cổ phần trong các doanh nghiệp nhà nước trung ương cho các nhà đầu tư chiến lược.

Mục tiêu của động thái này là nhằm giảm bớt cổ phần nhà nước trong nhiều doanh nghiệp nhà nước trung ương, đồng thời khuyến khích các doanh nghiệp này nhanh chóng cổ phần hoá và bán cổ phiếu ra công chúng, đặc biệt là các nhà đầu tư chiến lược.

Để làm được mục tiêu đẩy mạnh đa dạng hoá hình thức sở hữu vốn trong các doanh nghiệp nhà nước, nhiệm vụ của Trung Quốc trong vấn đề này sẽ là xem xét lại các quy định càng sớm càng tốt, hướng tới đạt chuẩn mực chung trong việc quản lý và chuyển giao vốn của Nhà nước sang các nhà đầu tư khác. Những doanh nghiệp nhà nước trung ương nào không thể hoàn toàn cổ phần hoá thì có thể để các chi nhánh, công ty con của họ đưa cổ phiếu tới tay các nhà đầu tư.

Đồng thời, Chính phủ Trung Quốc quan tâm nhiều hơn tới vấn đề bảo vệ giới đầu tư nhằm tiếp tục tăng cầu cho TTCK, phát triển kênh huy động vốn này. UBCKNN Trung Quốc tiến hành cho áp dụng chương trình cho vay cầm cố CK nhằm tăng cường tính thanh khoản cho các cổ phiếu, qua đó đảm bảo TTCK là một kênh đặc lực huy động vốn cho nền kinh tế.

Đồng thời, theo quy định mới, các công ty CK nước này phải bỏ một khoản tiền nhất định để lập một quỹ chung nhằm bảo vệ các nhà đầu tư.

Quỹ đặc biệt này sẽ thu tiền từ tất cả các công ty CK đang hoạt động tại nước này. Số tiền trên sẽ được quản lý và sử dụng bởi một công ty được lập ra chuyên để bảo đảm lợi ích cho các nhà đầu tư trong những trường hợp xấu.

Như vậy, khoản tiền này có thể được tung ra để bình ổn thị trường trong những lúc biến động quá dữ dội, qua đó giúp các nhà đầu tư khỏi bị sốc. Quỹ có thể cũng sẽ được dùng để đầu tư sinh lợi và sử dụng lại cho các hoạt động có lợi cho giới đầu tư nước này.

- *Những quy định thắt chặt*

Song song với những động thái cởi mở thì chính quyền Trung Quốc cũng không quên mối lo về sự tăng trưởng nóng tại nước này. Do vậy, những quy định có vẻ thắt chặt cũng đã được ban hành trong những ngày đầu tháng 4 này.

Đầu tiên là việc Ủy ban chứng khoán Nhà nước Trung Quốc hôm 11/4 đã ra quy định mới nhằm hạn chế việc lãnh đạo các công ty niêm yết bán cổ phiếu ra ngoài để trục lợi và làm lũng đoạn thị trường.

Theo quy định mới này, lãnh đạo các công ty đại chúng không được phép bán cổ phiếu của mình trước thời hạn 1 năm kể từ ngày công ty niêm yết trên sàn, và 6 tháng kể từ ngày nghỉ việc tại công ty niêm yết.

Quy định mới sẽ có hiệu lực ngay lập tức từ bây giờ, nhằm nhanh chóng bình ổn thị trường, chống đầu cơ lũng đoạn.

Cùng lúc, UBCKNN Trung Quốc cũng yêu cầu các nhà môi giới CK nước này phải tra danh tính khách hàng để tránh hiện tượng lợi dụng các sàn CK để rửa tiền và các hành vi phạm pháp khác.

Theo đó, các nhà môi giới CK nước này phải yêu cầu khách hàng cung cấp tên thật, số chứng minh thư và sau đó sẽ tiến hành xác minh các thông số này để đảm bảo cung cấp dịch vụ cho đúng người, đúng mục đích.

Các nhà đầu tư không đảm bảo cung cấp đủ các thông tin chính xác về mình sẽ bị khoá tài khoản giao dịch CK cùng với số tiền nằm trong đó, đồng thời bị cấm các hoạt động giao dịch CK ngay lập tức. Thêm vào đó, những tài khoản giao dịch CK có số dư ít hơn 13USD hoặc ngừng giao dịch trong 3 năm liền cũng sẽ bị khoá tạm thời.

Có thể dễ dàng nhận thấy, những động thái, quy định mới của UBCKNN Trung Quốc đa số thông thoáng hơn, cởi mở nhiều hơn là thắt chặt, với một mục tiêu kiên định là tiếp tục phát triển TTCK lành mạnh nhưng vẫn tiếp tục phát triển bền vững.

Điều này cho thấy tầm nhìn và năng lực của các quan chức chuyên trách chứng khoán của Trung Quốc đã đủ mạnh để theo kịp và điều phối hợp lý hoạt động của kênh huy động vốn này.

- *Những kết quả ngay tức thì*

Sau những động thái, quy định mới của UBCKNN Trung Quốc, chứng khoán Trung Quốc đã thăng hoa lên những tầm cao mới.

Đơn cử, chỉ số chứng khoán quan trọng nhất của Trung Quốc là Shanghai Composite Index hôm 17/4, đã tăng tới 15,43% so với phiên giao dịch liền trước, lên đạt kỷ lục mới 3.611,87 điểm.

Còn trước đó, chỉ tính trong vòng có một tuần, chỉ số chứng khoán quan trọng nhất của Trung Quốc đã 6 lần phá kỷ lục tăng điểm, một điều đang được coi là kỷ lục về những kỷ lục.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Ở chương này, tác giả trình bày tổng quan về TTCK Việt Nam, khẳng định việc thành lập TTCK ở Việt Nam là một tất yếu khách quan của nền kinh tế. Từ khi thành lập đến nay, TTCK Việt Nam đã chứng tỏ được mình là một thị trường tiềm năng, có cơ hội phát triển nhanh, mạnh và trong tương lai sẽ là bộ phận để thị trường dịch vụ tài chính có những bước phát triển mang tính đột phá.

TTCK là nơi huy động và phân phối vốn có hiệu quả nhất cho nền kinh tế, chịu sự tác động của các nhóm nhân tố. Thông qua những lý luận về phát triển bền vững của TTCK và những kinh nghiệm từ TTCK Trung Quốc, chúng ta cần phải rút ra được những bài học riêng để tạo một TTCK Việt Nam phát triển bền vững.

CHƯƠNG 2
THỰC TRẠNG TÌNH HÌNH HOẠT
ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG
KHOÁN VIỆT NAM HIỆN NAY

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM HIỆN NAY

2.1. Bức tranh toàn cảnh về TTCK Việt Nam hiện nay

2.1.1. Những thành tựu đạt được của TTCK Việt Nam trong thời gian qua

Trải qua 8 năm phát triển, TTCK Việt Nam đã thực sự trở thành một kênh đầu tư mới. Sức hút của TTCK ngày càng tăng, 430.000 tài khoản giao dịch chứng khoán được mở, trong đó có khoảng 11.000 tài khoản của nhà ĐTNN. Những lúc thị trường sôi động nhất, tổng giá trị vốn hóa thị trường lên đến 30 tỷ USD, tương đương 41% GDP. Tính thanh khoản của cổ phiếu được cải thiện đáng kể, trong 12 tháng gần đây, khối lượng giao dịch bình quân mỗi ngày trên 2 sàn đạt 10 triệu đơn vị, trị giá 630 tỷ đồng. Sau đây là một số thành tựu mà TTCK mang lại.

- Thứ nhất, thay đổi quan niệm của cộng đồng DN Việt Nam về TTCK. Trước năm 2005, cộng đồng DN Việt Nam chưa coi TTCK là kênh huy động vốn hiệu quả, vốn ngân hàng vẫn là chủ đạo, nhưng hiện nay, phát hành cổ phần qua kênh TTCK đã trở nên phổ biến. Chỉ tính riêng năm 2007, đã có 179 công ty được cấp phép chào bán 2,46 tỷ cổ phiếu ra công chúng, tương đương giá trị 48.000 tỷ đồng. TTCK đã thúc đẩy quá trình cải cách và cơ cấu lại DN nhà nước, là lực đẩy cho các DN hoạt động lành mạnh hơn.
- Thứ hai, nâng cao năng lực sản xuất và cạnh tranh của DN. Qua TTCK, các DN huy động được nguồn vốn khổng lồ trong dân chúng, biến nguồn vốn nhàn rỗi ngắn hạn thành các khoản đầu tư dài hạn, phục vụ cho sản xuất, kinh doanh. Có những lúc, DN chỉ cần đưa ra phương án kinh doanh hấp dẫn là có ngay lượng vốn cần thiết. Có công ty gần như phá sản vì nợ ngân hàng, nhưng nhờ TTCK, họ đã tái cấu trúc vốn và trở nên ổn định hơn, có điều kiện tốt hơn để đương đầu với những khó khăn của nền kinh tế hiện tại.
- Thứ ba, khơi thông luồng vốn trong dân chúng. Có lẽ, nếu không có TTCK, người ta chẳng thể nào đánh giá đúng mức sự giàu có của dân chúng Việt Nam. Những phỏng đoán trước đây về lượng vốn nằm tiềm ẩn trong két sắt,

với vàng, USD... đã trở nên rõ ràng hơn khi VN-Index tăng từ 500 điểm lên hơn 1.100 điểm, tổng mức vốn hoá thị trường tăng 200% trong thời gian ngắn ngủi. Nhân viên môi giới chứng khoán không còn bị "sốc" trước hình ảnh người dân nộp hàng tỷ đồng vào tài khoản. Hàng ngàn tỷ đồng đã được đưa vào sản xuất, kinh doanh, vòng quay vốn của toàn nền kinh tế được cải thiện rõ rệt.

- Thứ tư, xác lập thói quen dùng các dịch vụ tài chính ngân hàng. Sự phát triển của TTCK đã thu hút hàng triệu người tham gia, bao gồm cả NĐT trên TTCK tập trung và thị trường OTC. Không ít thì nhiều, họ đã tiếp cận các dịch vụ ngân hàng nhằm tối đa hoá năng lực đầu tư cũng như tìm kiếm sự an toàn và nhanh chóng trong các giao dịch mua bán chứng khoán.
- Thứ năm, xác lập thị trường phát hành và giao dịch trái phiếu. Trái phiếu là mảng chìm của TTCK vì người dân Việt Nam không thích đầu tư trái phiếu, nhưng các tổ chức nước ngoài và ngân hàng lại không thể không đầu tư vào loại hàng hoá này. Các ngân hàng trước đây mua trái phiếu với mục đích chủ yếu là dự trữ thanh khoản thì ngày nay đã có thể mua bán hoặc kinh doanh repo để có thể thu lời cao hơn. Một phần nguồn vốn đầu tư của Chính phủ cũng được huy động qua việc phát hành trái phiếu trên TTCK.
- Thứ sáu, xây dựng hình ảnh cho nền kinh tế Việt Nam. Sự tăng trưởng mạnh mẽ của TTCK đã thu hút sự chú ý của nhiều tổ chức tài chính nước ngoài. Tính đến cuối năm 2007, giá trị danh mục đầu tư của nguồn vốn gián tiếp trên thị trường chính thức vào khoảng 7,6 tỷ USD, tính cả thị trường OTC khoảng 20 tỷ USD. Lần đầu tiên, các chỉ số của TTCK Việt Nam như VN-Index, HASTC-Index xuất hiện trên hàng loạt kênh truyền thông đại chúng quốc tế như Bloomberg, Reuters... Các định chế tài chính hàng đầu thế giới như Merrill Lynch, HSBC, JP Morgan, Citi Group cũng đều đặn cung cấp báo cáo nghiên cứu về thị trường Việt Nam, thể hiện sự quan tâm của NĐT quốc tế về TTCK Việt Nam.

Qua 8 năm, TTCK Việt Nam đã có những đóng góp to lớn cho việc phát triển ngành tài chính ngân hàng nói riêng, nền kinh tế nói chung, nhưng bên cạnh đó, TTCK còn tiềm ẩn nhiều vấn đề cần phải giải quyết để có thể tăng trưởng bền vững, trở thành "hàn thử biểu" của nền kinh tế. Những giải pháp nhằm thu hẹp độ biến động của thị trường, làm cho thông tin minh bạch hơn, nâng cao năng lực đầu tư của NĐT, hoàn thiện hệ thống pháp luật... cần nhanh chóng được triển khai thực hiện.

2.1.2. Khái quát những biến động của TTCK Việt Nam từ khi thành lập qua chỉ số VN-Index

Bắt đầu như bao chỉ số thị trường khác, VN-Index đã khởi đầu với 100 điểm vào ngày 28/7/2000 với chỉ 2 loại chứng khoán được niêm yết. Từ đó đến nay, TTCK Việt Nam trải qua nhiều giai đoạn thăng trầm.

Với sự lạc lõm và nhiệt huyết, chỉ chưa đầy 1 năm sau, VN-Index đã tăng lên tới đỉnh tại 571 điểm, để rồi sau đó bước vào 1 thời kỳ suy thoái kéo dài hơn 2 năm sau, giảm xuống còn 130,9 điểm, chỉ cách điểm khởi đầu hơn 30 điểm.

Vào những tháng cuối cùng của năm 2003, VNI-Index đã mở ra 1 đợt tăng mạnh lên 279,7 điểm vào ngày 1/4/2004. Từ đỉnh ngắn hạn 279,7 điểm, VN-Index đã rơi trở về mức 213,7 điểm vào ngày 9/8/2004.

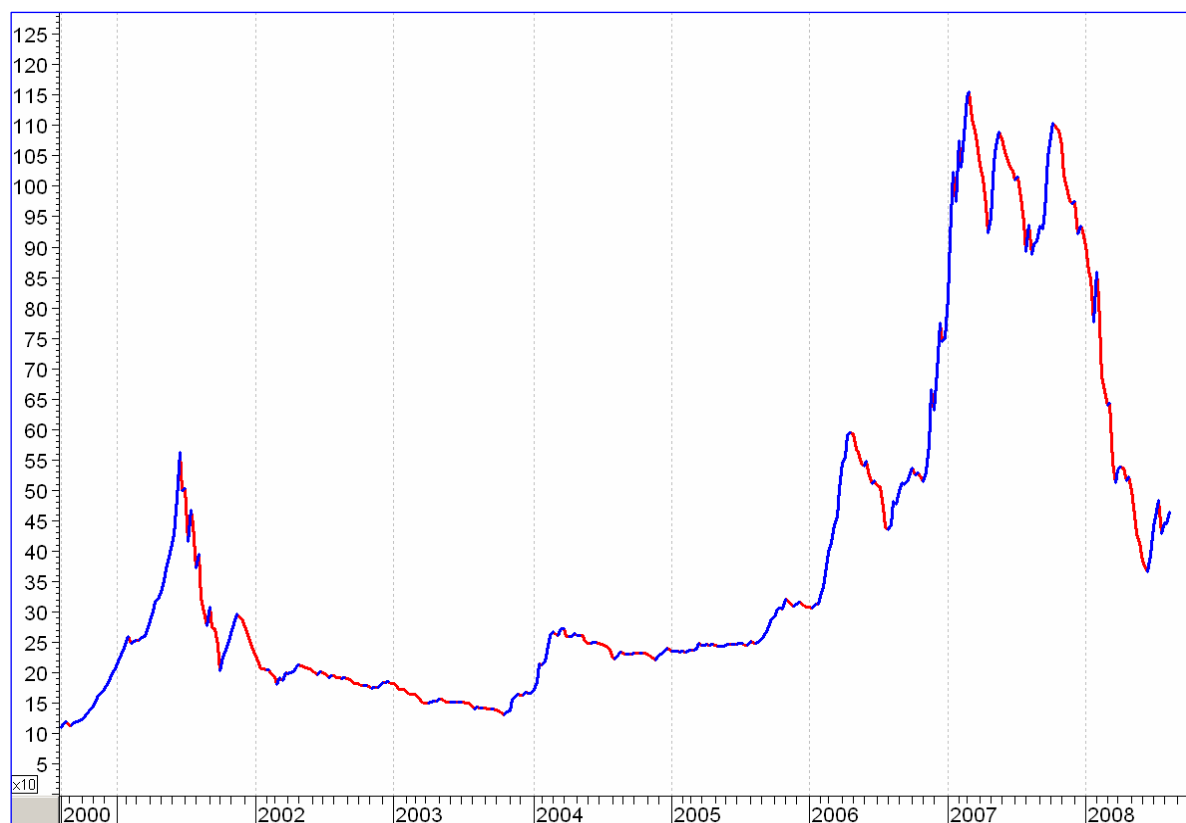
Tháng 9/2005, VN-Index đã vượt qua cái đỉnh ngắn hạn cũ 279,7 điểm để rồi đạt tới 1 cái đỉnh ngắn hạn mới 322,5 điểm vào ngày 3/11/2005. Và vào ngày 25/4/2006, VN-Index đã đóng cửa tại 632,69 điểm, vượt qua đỉnh 571 điểm của năm 2001. Từ ngày 26/4/2006, VN-Index đi vào 1 đợt hiệu chỉnh sâu không thể tránh khỏi với thời gian gần 3 tháng, để vào ngày 2/8/2006 đóng cửa tại 399,8 điểm.

Đầu tháng 11/2006, dựa vào tin Việt Nam gia nhập WTO, VN-Index đã tăng liên tục trong 5 tháng để đạt tới đỉnh tăng trưởng kỷ lục, đóng cửa tại 1.170,67 điểm vào ngày 12/3/2007, một cái đỉnh sẽ còn được nhắc tới rất nhiều.

Kể từ mốc 1.170 điểm, VN-Index rơi xuống mức điểm 905,5 và sau đó mở ra 1 đợt tăng mới vào tháng 5/2007. Đợt tăng đã dừng lại tại 1.113,19 vào ngày 03/10/2007.

Sau đó, TTCK rơi vào thời kỳ ảm đạm suy thoái với VN-Index tuột dốc không phanh. Ngày 20/06/2008, VN-Index xác lập đáy ở mức 366,02 điểm và ngày 10/12 ở mức 286,85 điểm.

Biểu đồ 1: Chỉ số VN-Index qua các năm (2000 – 2008)



Nguồn: www.hsx.vn

2.1.3. Thực trạng về tình hình hoạt động của TTCK Việt Nam

2.1.3.1. Toàn cảnh TTCK Việt Nam trong năm 2008

Trải qua 8 năm hoạt động với các bước thăng trầm, có thể nói TTCK Việt Nam năm 2008 biến động mạnh mẽ nhất. Trong bối cảnh ảm đạm của nền kinh tế vĩ mô, niềm tin của các nhà đầu tư về triển vọng phát triển của nền kinh tế cũng như của TTCK suy giảm một cách nghiêm trọng. Tâm lý tích trữ vàng và USD trở nên phổ biến. Các nhà đầu tư trở nên nghi ngờ đối với tính an toàn của hệ thống ngân hàng và tính hiệu quả của các kênh đầu tư chứng khoán, bất động sản,...Lạm phát đang ngày một gia tăng trong khi tất cả các thành phần kinh tế, từ ngân hàng, doanh nghiệp đều rơi vào

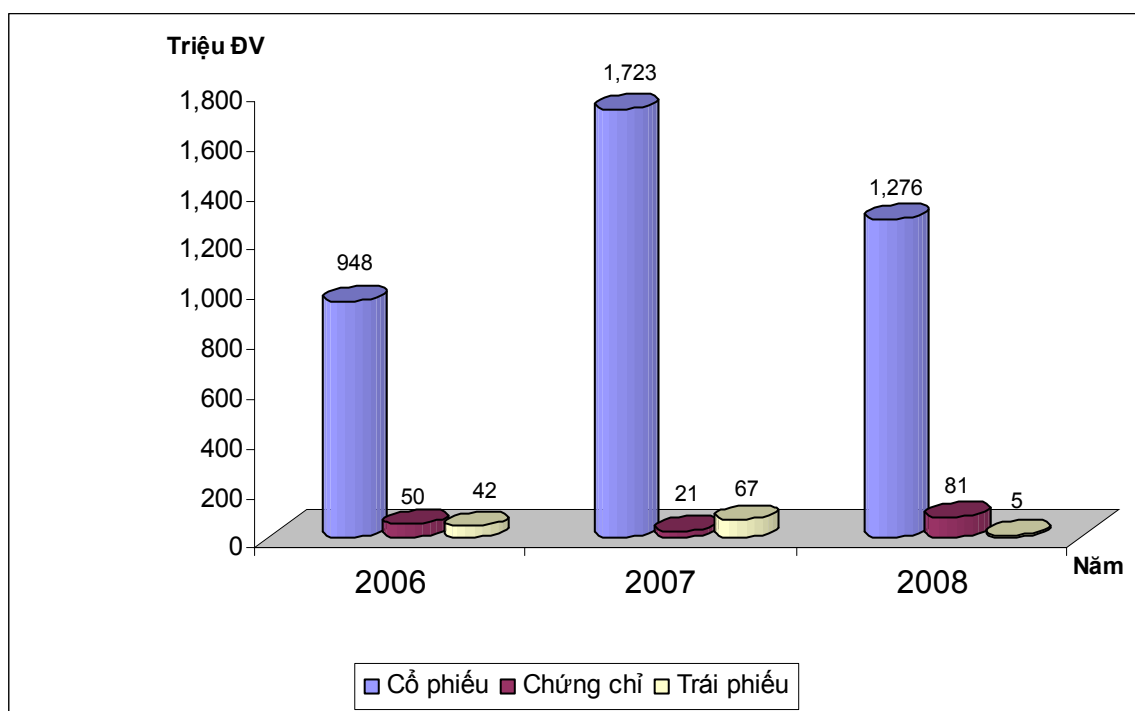
tình trạng thiếu tiền mặt. Trước tình hình đó, các nhận định khá bi quan của nhiều tổ chức uy tín trên thế giới và các chuyên gia kinh tế lớn liên tiếp được đưa ra. Đúng vào thời điểm nhiều chuyên gia cho rằng thâm hụt thương mại quá cao sẽ sớm dẫn đến tình trạng thiếu hụt dự trữ ngoại tệ của chính phủ Việt Nam; Fitch Ratings hạ định mức tín nhiệm của Việt Nam từ “ôn định” xuống “tiêu cực” thì Morgan Stanley đã giáng thêm một đòn mạnh khi nhận định tình trạng khủng hoảng tiền tệ có thể xảy ra ở Việt Nam. Những nhận định này đề xuất phát từ các tổ chức có uy tín nên đã khiến giới đầu tư thêm lo lắng. Sự tác động hoàn toàn mang tính tâm lý này có thể coi là rất lớn bởi vì việc nhận định lạm phát năm nay cao sẽ khiến lạm phát càng căng thẳng hơn; và sự thiếu lạc quan tin tưởng vào nền kinh tế sẽ khiến cho nền kinh tế bất ổn hơn. Tâm lý của giới đầu tư vì thế đã xấu hơn lúc nào hết. Làn sóng bán tháo cổ phiếu vẫn tiếp tục diễn ra làm cho TTCK Việt Nam trở thành một trong những thị trường có mức độ sụt giảm nhiều nhất trên thế giới.

- *Hoạt động niêm yết và giao dịch kém sôi động hơn trước*

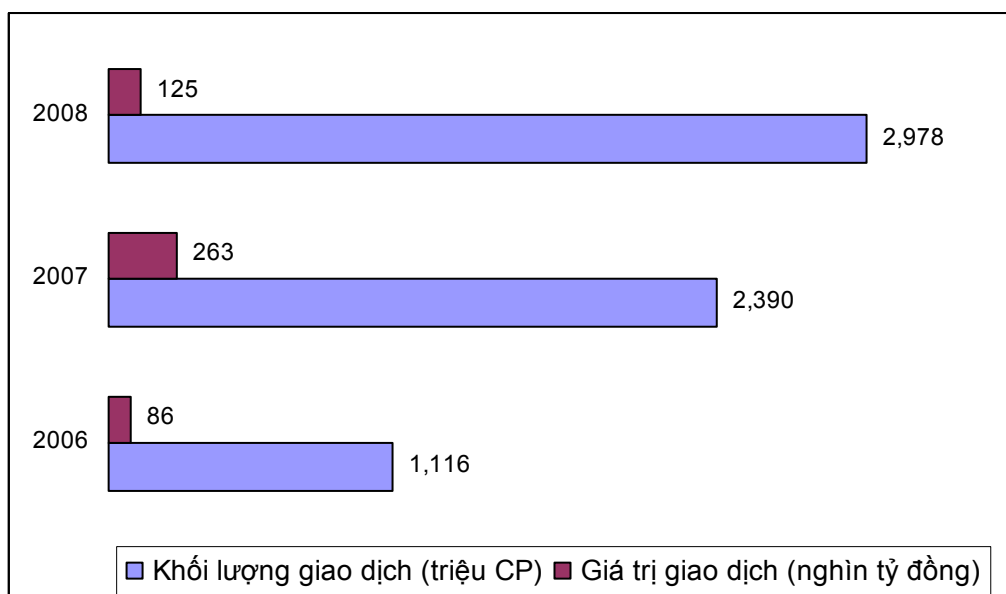
Bảng 1: Quy mô niêm yết chứng khoán tại HOSE (2008)

Chỉ tiêu	Cổ phiếu	Chứng chỉ	Trái phiếu	Toàn thị trường
Số CK niêm yết	172	4	68	244
Tỷ trọng (%)	70,49	1,64	27,87	100
KL niêm yết (ngàn CK)	5.515.474,34	252.055,53	149.546,80	5.917.076,67
Tỷ trọng (%)	93,21	4,26	2,53	100
Giá trị niêm yết (triệu đồng)	55.154.743,43	2.520.555,30	15.073.029,50	72.748.328,23
Tỷ trọng (%)	75,82	3,46	20,72	100

Nguồn: www.hxs.vn

Biểu đồ 2: Tình hình CK niêm yết mới tại HOSE qua các năm (2006-2008)

Nguồn: www.hxs.vn

Biểu đồ 3: Quy mô giao dịch CK tại HOSE qua các năm (2006-2008)

Nguồn: www.hxs.vn

Bảng 2: Quy mô giao dịch CK tại HOSE qua từng tháng trong năm 2008

Tháng	Khớp lệnh		Thỏa thuận	
	Khối lượng	Giá trị	Khối lượng	Giá trị
	(đv: 1ck)	(tỉ đồng)	(đv: 1ck)	(tỉ đồng)
12-2008	219.177.500	5.497,987	41.651.512	1.482,116
11-2008	271.537.710	7.627,381	25.308.065	1.446,889
10-2008	317.169.710	9.705,117	22.688.107	980,103
09-2008	392.405.310	14.914,819	19.259.727	741,667
08-2008	414.593.310	16.532,365	19.089.218	841,096
07-2008	312.167.500	10.986,207	19.700.728	794,113
06-2008	136.208.620	4.053,335	15.909.495	646,668
05-2008	54.272.210	2.526,458	21.180.381	934,138
04-2008	126.875.030	6.218,647	9.824.000	516,267
03-2008	206.543.760	11.769,517	15.693.569	900,640
02-2008	137.588.960	10.005,693	2.949.952	300,598
01-2008	163.777.670	14.191,361	12.199.414	962,901

Nguồn: www.hxs.vn

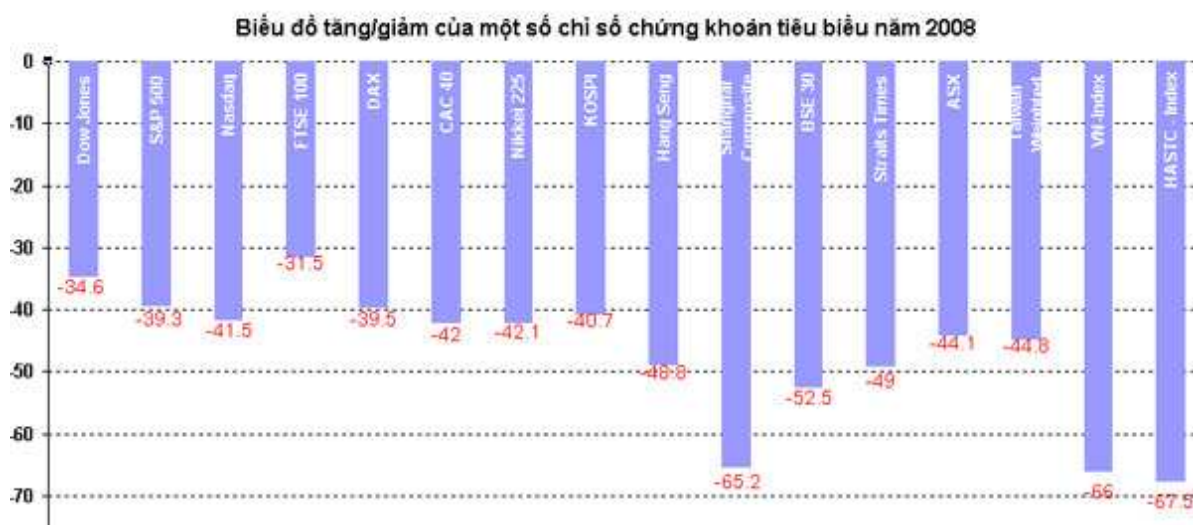
▪ *Các chỉ số trên TTCK giảm mạnh*

Kết thúc năm 2008, chỉ số VN-Index và HASTC-Index cùng giảm gần 70% so với đầu năm, một mức sụt giảm chưa từng có trong lịch sử hơn 8 năm hoạt động, thuộc nhóm chỉ số giảm mạnh nhất trên thế giới. Hàng chục nghìn tỷ đồng vốn hóa thị trường “bốc hơi” trong năm suy giảm nghiêm trọng này.

Cuối năm 2007, tổng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam đạt tới 40% GDP. Trong đề án phát triển thị trường vốn của Bộ Tài chính trình Chính phủ trong năm 2007, mốc 50% GDP vào năm 2010 đã được đặt ra, nhưng sự sụt giảm quá mạnh trong năm 2008 là một chuyển động ngược không ngờ tới; hiện chỉ đạt khoảng 19% GDP, thấp hơn cả mức cuối năm 2006 (22,6% GDP).

Giá trị vốn hóa thị trường của những cổ phiếu hàng đầu cũng sụt giảm mạnh. So với cuối năm 2007, đầu tàu VNM giảm từ 29.400 tỷ đồng còn hơn 14.500 tỷ đồng, STB từ 28.700 tỷ đồng còn hơn 9.400 tỷ đồng, DPM từ 27.500 tỷ đồng còn hơn 13.000 tỷ đồng... Trên sàn niêm yết chỉ còn lại 5 cổ phiếu có vốn hóa thị trường đạt trên 10.000 tỷ đồng (năm 2007 là 12 cổ phiếu), gồm VNM, DPM, ACB, HAG và PVD; trong đó HAG vừa niêm yết cuối năm 2008.

Biểu đồ 4: Biểu đồ tăng/giảm của một số chỉ số chứng khoán tiêu biểu năm 2008



Nguồn: www.vneconomy.vn

- *Mục tiêu cổ phần hóa và nhiều cuộc đấu giá thất bại*

Mục tiêu cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước lại thêm một năm thất bại. Theo báo cáo của Bộ Tài chính, 11 tháng đầu năm 2008 chỉ cổ phần hóa được 73/262 doanh nghiệp, chỉ đạt 28% kế hoạch đã được Chính phủ phê duyệt trước đó. Trong cả năm 2007, tỷ lệ hoàn thành cũng chỉ là 21% kế hoạch.

Nếu trong năm 2007, thị trường chứng khoán khởi sắc, tạo điều kiện thuận lợi cho các kế hoạch cổ phần hóa, IPO, phát hành gọi vốn, thì năm 2008 những hoạt động này bước vào cảnh chợ chiều. Đây là năm chứng kiến nhiều cuộc đấu giá cổ phần chỉ có chưa đầy chục nhà đầu tư tham gia, một loạt kế hoạch liên quan phải hủy bỏ, hoặc không thể hoàn thành mục tiêu khi có những trường hợp... chỉ có 1 phiếu tham gia hoặc chỉ bán được chưa đầy 1% lượng chào bán.

Cuối năm 2008, thị trường chứng kiến đợt IPO của Vietinbank với sự mờ nhạt trong cạnh tranh giá và chênh lệch của lượng đăng ký mua và chào bán. Cuộc đấu giá này cho thấy vẫn chưa có sự thay đổi đáng kể nào đối với cách thức IPO các tổng công ty lớn, và đây cũng là một trong những tồn tại cần sớm được khắc phục trong thời gian tới.

Song song với việc thực hiện đấu giá cổ phần lần đầu ra công chúng, các kế hoạch niêm yết của các tập đoàn kinh tế được cổ phần hóa vẫn chưa được thực hiện, gây thất vọng đối với nhiều cổ đông. Điển hình là các trường hợp Tập đoàn Bảo Việt, Vietcombank. Riêng việc tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược nước ngoài của Vietcombank vẫn chưa kết thúc.

- *TTCK Việt Nam ảnh hưởng sâu sắc từ TTCK thế giới*

Trong hơn 8 năm hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam, chưa bao giờ mối quan hệ và ảnh hưởng từ thị trường thế giới lại thể hiện sâu sắc như trong năm 2008.

Mối quan hệ trên được đặt trong một bối cảnh đặc biệt, cuộc khủng hoảng tài chính bùng nổ tại Mỹ, kế tiếp là cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Thị trường chứng khoán thế giới sụt giảm mạnh, ảnh hưởng đến thị trường Việt Nam, thể hiện rõ ở tâm lý nhà đầu tư trong nước cũng như phản ứng không mong đợi từ khối đầu tư nước ngoài.

Một ảnh hưởng cụ thể là năm 2008 đã chứng kiến hoạt động bán ròng chưa từng có của nhà đầu tư nước ngoài. Trong năm này, thị trường chứng kiến đợt rút vốn mạnh của khối ngoại trong các tháng 4, 5 và 6, cao điểm rút ra khoảng 300 triệu USD/tháng, nguyên do chủ yếu từ biến động kinh tế trong nước; và đợt bán ròng hiếm thấy trong tháng 10, do tác động của khủng hoảng thế giới.

Ở một ảnh hưởng khác, kinh tế thế giới rơi vào khủng hoảng tác động đến nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt là đối với xuất khẩu và đầu tư gián tiếp. Điều này cũng đã thể hiện ở thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2008, khi thị trường này thường phản ánh trước những khó khăn của nền kinh tế.

Bảng 3: Quy mô giao dịch của NĐT tại HOSE qua từng tháng năm 2008

Tháng	Khối lượng giao dịch			Giá trị giao dịch		
	(1 CK)			(tỷ đồng)		
	Toàn thị trường	ĐTNN (mua)	ĐTNN (bán)	Toàn thị trường	ĐTNN (mua)	ĐTNN (bán)
12-2008	260.829.012	37.464.443	37.192.656	6.980	1.205,252	1.120,021
11-2008	296.845.775	26.782.893	44.776.971	9.074	1.229,854	1.801,026
10-2008	339.857.817	34.191.810	72.913.120	10.685	1.448,551	2.994,284
09-2008	411.665.037	61.753.887	60.447.943	15.656	3.446,875	3.161,289
08-2008	433.682.528	53.733.210	62.104.142	17.373	3.220,757	3.218,797
07-2008	331.868.228	66.555.914	48.193.734	11.780	3.269,645	1.743,872
06-2008	152.118.115	34.244.605	17.088.781	4.700	1.394,449	669,322
05-2008	75.452.591	31.883.285	7.158.090	3.461	1.619,038	427,279
04-2008	136.699.030	41.454.350	8.651.210	6.735	2.531,218	568,200
03-2008	222.237.329	30.972.154	17.601.256	12.670	2.132,981	1.199,713
02-2008	140.538.912	15.952.010	7.650.820	10.306	1.352,305	659,907
01-2008	175.977.084	25.773.632	20.164.932	15.154	2.473,800	1.934,371

Nguồn: www.hxs.vn

▪ *Hoạt động trên TTCK bị ảnh hưởng bởi Luật thuế thu nhập cá nhân*

Luật Thuế thu nhập cá nhân bắt đầu có hiệu lực từ ngày 1/1/2009 nhưng ảnh hưởng của nó đối với thị trường chứng khoán đã đậm nét trong năm 2008, đặc biệt vào những tháng cuối năm. Đây là lần đầu tiên thu nhập từ hoạt động đầu tư chứng khoán được đưa vào diện chịu thuế.

Về chính sách, đây là một trong những bộ luật thu hút sự chú ý của dư luận nhiều nhất từ trước tới nay (trước đó là Luật thuế Giá trị gia tăng). Hàng nghìn ý kiến bình luận, góp ý, đồng thuận, phản đối liên tục được phản ánh trong nửa cuối năm 2008. Trong đó, nổi bật là sự lo ngại và phản ứng từ nhiều nhà đầu tư chứng khoán, khi họ

đặt chính sách này trong bối cảnh khó khăn của nền kinh tế nói chung và của thị trường chứng khoán nói riêng.

Cuối năm, những đề xuất về việc giãn thời gian thực hiện luật thuế này trở thành một điểm nóng thu hút sự chú ý và hy vọng của giới đầu tư, nhưng việc thực hiện vẫn theo lộ trình Quốc hội đã định.

- *Lợi nhuận của các DN bị ảnh hưởng lớn bởi đầu tư tài chính*

Năm 2008 là năm lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp niêm yết bị ảnh hưởng nặng nề từ hoạt động đầu tư tài chính và chi phí tài chính tăng cao.

Nhiều doanh nghiệp buộc phải tăng cường trích lập rủi ro do giá trị danh mục đầu tư tài chính và đầu tư bất động sản sụt giảm mạnh, dẫn đến thua lỗ hoặc lợi nhuận sụt giảm. Đây cũng là một nguyên nhân khiến nhiều kế hoạch kinh doanh, đặc biệt là mục tiêu lợi nhuận, phải điều chỉnh, bên cạnh ảnh hưởng từ những khó khăn chung của nền kinh tế. Đây cũng là một bài học quý giá đối với các doanh nghiệp đầu tư tài chính theo phong trào và xa rời hoạt động giá trị cốt lõi của mình.

Năm 2008 cũng là một năm bất thường về lạm phát, lãi suất và tỷ giá, đẩy chi phí tài chính của nhiều doanh nghiệp niêm yết tăng cao. So với cùng kỳ quý 2/2007, có tới 163/209 (78%) doanh nghiệp niêm yết có chi phí tài chính tăng; trong đó có 120/209 doanh nghiệp chi phí tài chính tăng tới trên 50%, 34/108 (31,5%) trong số các doanh nghiệp sử dụng vốn vay chịu chi phí lãi vay tăng trên 100%.

Riêng về ảnh hưởng của biến động tỷ giá, sự kiện Nhiệt điện Phả Lại phải tạm hoãn trả cổ tức do chi phí khoản vay ngoại tệ tăng cao là một điển hình.

- *UBCKNN giảm biên độ giao động và Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước hỗ trợ thị trường*

Trước sự sụt giảm nhanh và mạnh của thị trường, ngày 27/3, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước quyết định giảm biên độ giao động giá chứng khoán tại HOSE từ +/-5% xuống +/-1%, tại HASTC từ +/-10% xuống +/-2%. Sau đó biên độ lần lượt nói dần lên +/-2% và +/-3% từ ngày 7/4; lên +/-3% và +/-4% từ ngày 19/6 và lên +/-5% và +/-7% từ ngày 18/8.

Đây là tần suất điều chỉnh biên độ chưa từng có trong lịch sử, phía sau đó là tính thanh khoản của thị trường, hiệu quả của biện pháp can thiệp với những bình luận trái chiều.

Cũng trong tháng 3, tâm điểm chú ý của thị trường là sự kiện Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) lên kế hoạch mua vào hỗ trợ, một trường hợp chưa từng có tiền lệ. Sự vào cuộc của “siêu tổng công ty” này cũng gắn liền với gánh nặng giải chấp chứng khoán cầm cố từ các ngân hàng thương mại tại thời điểm đó.

- *Thị trường trái phiếu biến động trái chiều*

Năm 2008, thị trường trái phiếu được tập trung về đầu mối HASTC, hình thành và khởi động thị trường trái phiếu chuyên biệt.

Về diễn biến của thị trường này, năm 2008 chứng kiến nhiều biến động trái chiều. Trong quý 1 là hướng sôi động với sự tham gia mua vào mạnh của khối đầu tư nước ngoài trên thị trường thứ cấp; lượng phát hành thành công ước đạt 78% tổng giá trị phát hành trên thị trường sơ cấp.

Tuy nhiên, trong các tháng 5 và 6, khối ngoại đẩy mạnh bán ra để tránh lạm phát tiền đồng và sự mất giá của VND. Thời điểm đó không có nhà đầu tư nào trúng thầu trái phiếu trong những đợt đấu thầu tại HASTC, thậm chí có những đợt gọi thầu không có nhà đầu tư tham gia. Các trái phiếu chính phủ với lãi suất coupon 8% - 8,5% được nhà đầu tư bán ra với lợi suất cao (có một số giao dịch lên đến 20% - 23%). Trên thị trường sơ cấp khối lượng phát hành thành công chỉ đạt khoảng 30%.

Từ tháng 9, giao dịch trái phiếu có dấu hiệu ổn định trở lại, gắn với chính sách cắt giảm lãi suất cơ bản liên tục của Ngân hàng Nhà nước, nhưng xu hướng bán ròng trái phiếu của khối đầu tư nước ngoài vẫn tiếp diễn nhằm thực hiện hóa lợi nhuận và rút một phần vốn về chính quốc.

- *Việc thành lập thị trường giao dịch phi tập trung vẫn chưa được thực hiện*

Gới đầu tư cũng nhìn nhận chưa năm nào như năm nay, giá giao dịch trên OTC suy giảm cực mạnh, lùi về mệnh giá và thậm chí tuột khỏi 10.000 đồng, trong đó có cả ngành ngân hàng, sau giai đoạn đỉnh cao năm 2007. Giá nhiều cổ phiếu cứ trong tư thế đi ngang suốt thời gian dài bởi không một ai đã động ngó mua.

Và có lẽ cũng chẳng ai quan tâm kế hoạch đưa các công ty đại chúng chưa niêm yết lên sàn tập trung dành riêng cho đối tượng này đã phải lỗi hẹn trong năm nay. Sàn OTC ra đời với mong đợi sẽ là bộ phận đẩy nhanh tính thanh khoản và minh bạch của thị trường OTC nói riêng cùng chứng khoán Việt Nam nói chung phải dời sang năm. Hiện cổ phiếu OTC vẫn được giao dịch theo kiểu trao tay và tiềm ẩn nhiều rủi ro.

- *Nhiều trường hợp vi phạm bị xử lý*

Trong năm 2008, Thanh tra Chứng khoán đã ban hành 136 quyết định xử phạt vi phạm hành chính đối với các tổ chức và cá nhân có hành vi vi phạm pháp luật về chứng khoán và TTCK. Tổng số tiền phạt nộp vào ngân sách nhà nước trong năm 2008 là trên 4 tỷ đồng.

Đây cũng là năm đầu tiên có trường hợp doanh nghiệp cổ phần bị phạt do không thực hiện nghĩa vụ đăng ký công ty đại chúng, cũng như phát hiện cá nhân có hành vi lũng đoạn thị trường với số tiền phạt lên tới 100 triệu đồng.

Đặc biệt, ngày 11/7, cổ phiếu BBT của Công ty Cổ phần Bông Bạch Tuyết phải tạm dừng giao dịch do thua lỗ trong hai năm liên tiếp và đứng trên bờ vực phá sản. Đây là sự kiện báo động về tính minh bạch trong công bố thông tin và chất lượng kiểm toán doanh nghiệp niêm yết, khi đến năm 2008 thua lỗ của BBT mới lộ rõ.

- *Nhiều công ty chứng khoán, quỹ đầu tư đứng trước nguy cơ phá sản*

Đi cùng với sự suy giảm của thị trường, năm 2008, hoạt động của các công ty chứng khoán và quỹ đầu tư rơi vào khó khăn và nhiều trường hợp lỗ lớn. Hàng loạt công ty chứng khoán mới thành lập đã phải thực hiện cắt giảm nhân sự hoặc tìm kiếm đối tác nước ngoài nhằm duy trì khả năng tồn tại qua cuộc khủng hoảng tài chính và môi trường cạnh tranh khốc liệt.

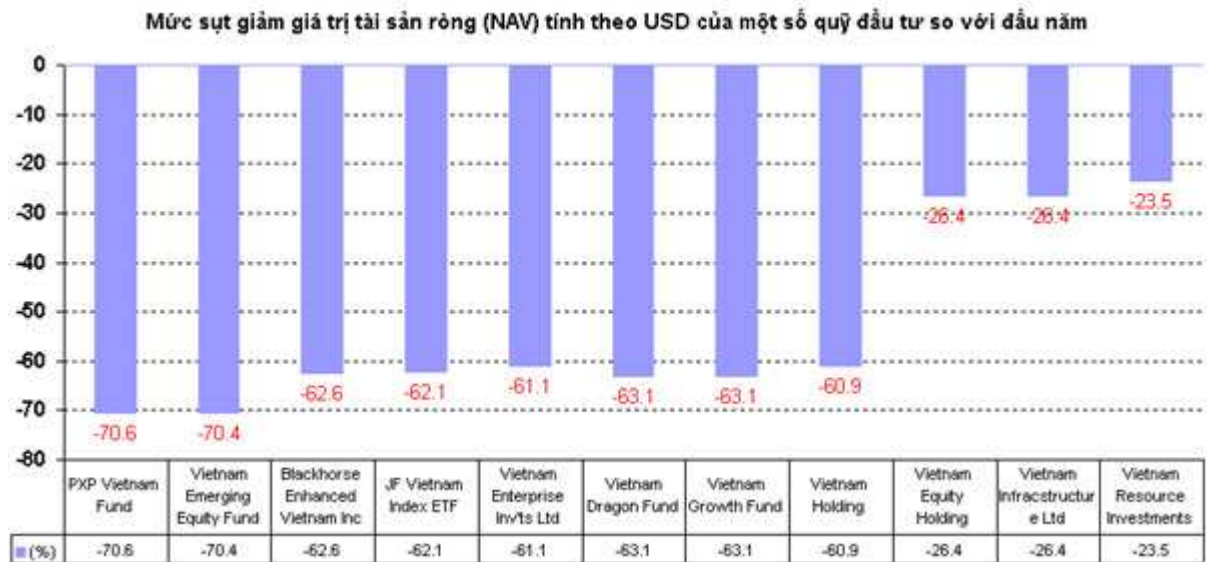
Tính đến cuối năm 2008, đã có gần 100 công ty chứng khoán được cấp phép, trong khi số tài khoản chứng khoán chưa tới 400 nghìn.

Theo báo cáo nghiên cứu của Công ty Chứng khoán Rothchild (Anh), nhiều quỹ đầu tư tại Việt Nam đã lỗ lớn trong năm nay; giá trị tài sản ròng (NAV) nhiều quỹ giảm từ 60% - 70%.

Trong khi đó, báo cáo nghiên cứu của Công ty Chứng khoán APEC mới đây nhận định, với bối cảnh thị trường hiện nay, chỉ những công ty chứng khoán trong Top 20 về quy mô, hiệu quả hoạt động mới có thể tồn tại. Trước đó, Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán cũng nhận định khoảng 80% số công ty chứng khoán đang phải hoạt động cầm cự.

Ngày 2/12, lần đầu tiên thị trường chứng kiến trường hợp một công ty chứng khoán (Công ty Chứng khoán ASEAN) phải họp bàn để xem xét việc giải thể.

Biểu đồ 5: Biểu đồ mức sụt giảm giá trị tài sản ròng tính theo USD của một số quỹ đầu tư so với đầu năm 2008



Nguồn: www.vneconomy.vn

2.1.3.2. Phân tích những nguyên nhân gây biến động đến TTCK năm 2008

TTCK Việt Nam đã phát triển bong bóng với tốc độ nhất, nhì thế giới và năm 2008 đứng đầu thế giới về tốc độ suy giảm. Đây là giai đoạn xì hơi bong bóng sau hơn 1 năm phát triển quá mức. Sự suy giảm này là do những nguyên nhân sau tác động:

Khi thị trường chuyển từ năm 2007 qua 2008, cuối 2007 đã có những dấu hiệu cho thấy sẽ có sự điều chỉnh, thậm chí cuối 2007 đã có những đợt điều chỉnh mạnh. Tưởng rằng sau những đợt điều chỉnh đó, khả năng thị trường sẽ đứng lại ở mức 1.000 điểm cuối 2007.

Đó là mức điểm ở thời điểm mà nền kinh tế Việt Nam đang phát triển tương đối mạnh. Và đối với một nền kinh tế phát triển mạnh như vậy thì các chỉ số có thể cao hơn mức trung bình của thế giới một chút. Dựa vào một số phân tích, các chuyên gia đều dự tính năm 2008 thị trường sẽ lên xuống với sự duy trì ở mức tương đối lạc quan.

Tuy nhiên, tình hình trở nên xấu đi. Mở đầu cho thời kỳ đi xuống của TTCK là Chỉ thị 03/2007/CT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước ban hành ngày 28/5/2007 khống chế cho vay kinh doanh chứng khoán dưới 3% tổng dư nợ của tổ chức tín dụng. Sau đó, Quyết định 03/2008/QĐ-NHNN, thay khống chế cho vay dưới 3% tổng dư nợ bằng dưới 20% vốn điều lệ. Việc khống chế cho vay kinh doanh chứng khoán này làm giảm đi một lượng cầu lớn và mở đầu cho việc giảm nhiệt của thị trường.

Nền kinh tế rơi vào lạm phát và chống lạm phát. Lạm phát tăng đột biến mà nguyên nhân chủ yếu do giá dầu, giá vàng, giá lương thực thế giới tăng cao. Sự lo ngại về khả năng thanh khoản và rủi ro từ hệ thống ngân hàng đã tạo áp lực cho TTCK. Những biện pháp mạnh chống lạm phát làm ảnh hưởng tới thị trường. Tỷ lệ lạm phát tăng cao buộc NHNN phải áp dụng các biện pháp thắt chặt nhằm hạn chế lưu thông tiền tệ. Biện pháp này là cần thiết để ổn định nền kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, hệ quả của việc khống chế trần lãi suất huy động đã khiến cho các NH không thể huy động được vốn, lãi suất qua đêm bị đẩy lên mức cao điểm hơn 25%. Rồi cổ phiếu "vua" (các cổ phiếu ngành NH) rơi tự do cũng đã tác động mạnh tới TTCK.

Phải kể đến tiếp theo là các biện pháp về tài khóa, nó cũng làm cho một số hoạt động liên quan đến chứng khoán giảm.

Sau khi TTCK giảm khá sâu, trước tiên là những tập đoàn, công ty nhà nước có tham gia thị trường bắt đầu rút vốn. Thị trường bị hẫng một lượng rất lớn. Điều đó ít ai dự liệu được trong năm 2007 để bước vào năm 2008. Kế tiếp là các tổ chức đầu tư, các doanh nghiệp không phải là những tập đoàn trên, cũng bắt đầu tính toán, cấu trúc lại và rút bớt nguồn tiền ra khỏi thị trường, do giá chứng khoán đi xuống mạnh, ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của họ. Lực lượng rút vốn tập trung đầu năm 2008 làm cho thị trường suy giảm mạnh, kế sau chuyện thắt chặt tiền tệ.

Đó là những vấn đề có tính chất phản ứng của thị trường. Còn nếu xét về những yếu tố mang tính kỹ thuật thì có thể nói thị trường của năm 2007 được định giá quá cao, nó thể hiện qua hai mặt.

Thứ nhất, đối với các doanh nghiệp CPH hoặc niêm yết trên sàn, họ đều đưa ra những mức giá quá cao. Thứ hai, ở phía nhà đầu tư, người ta cũng kỳ vọng quá cao. Hai yếu tố này gặp nhau và đẩy thị trường lên khá cao. Và cuối năm 2007, thị trường đã nhận ra điều đó và có phản ứng.

Ở phía nhà đầu tư rõ ràng là có phản ứng, người ta không chịu mua cao nữa, trong khi cái quán tính hay sự chuẩn bị của rất nhiều công ty để phát hành tăng vốn hay cổ phần hóa thì vẫn tiếp tục triển khai, phát hành hoặc niêm yết giá cao. Khi mà thị trường không chấp nhận nữa mà vẫn tiếp tục đẩy ra giá cao như thế thì thị trường buộc phải kéo xuống. Chính lý do đó đã làm cho chỉ số giảm mạnh.

Ngoài ra, một số doanh nghiệp vẫn tiếp tục tranh thủ phát hành cổ phiếu ra thị trường với giá cao để gọi vốn. Đáng chú ý là càng về sau, như quý 4/2007, là những doanh nghiệp lớn như Vietcombank, Bảo Việt... nên mức độ chi phối lớn, kéo thị trường xuống rất nhanh.

Khi thị trường xuống sâu, nhiều người vẫn chờ đợi cơ hội, tính toán các kế hoạch đầu tư. Ví như hồi đầu tháng 3 JP Morgan tuyên bố sẽ đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam khoảng 1 tỷ USD...

Và khi nó xuống dưới 500 điểm, biên độ bắt đầu bị siết lại xuống +/-1%. Thị trường lập tức phản ứng theo hướng tiêu cực do thị trường gần như mất tính thanh khoản. Nhà đầu tư lớn không tham gia, bởi tham gia vào bị kẹt thì cửa thoát quá hẹp. Nó chặn luôn các dự định đầu tư của nhiều tổ chức khi thấy thị trường đã giảm xuống hấp dẫn. Và khi biên độ được giãn ra từ từ thì thị trường bật lên khá mạnh. Tới cuối tháng 8, nó từ 366 điểm lên gần 570 điểm.

Thị trường lúc này vừa mới được hồi phục, một cơ thể vừa ốm dậy, chưa khỏe hẳn thì bị cơn bão khủng hoảng tài chính ập tới. Thị trường chứng khoán thế giới bắt đầu suy giảm mạnh thì Việt Nam không tránh khỏi sự ảnh hưởng, cho tới giờ phút này.

Đó là cú đánh bồi làm thị trường xuống sâu, có lúc xuống còn khoảng 286 điểm và giờ đang lừng khùng trên dưới 300.

2.2. Những hạn chế tồn tại làm ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam

2.2.1. TTCK Việt Nam vẫn chưa là hàn thử biểu của nền kinh tế

Các cụm từ như "hàn thử biểu sàn TP. HCM", "hàn thử biểu TTCK Việt Nam" đã được sử dụng khá phổ biến và như vậy, TTCK Việt Nam nghiêm nhiên được khoác lên mình cái chức danh là hàn thử biểu của cả nền kinh tế. Tuy nhiên, điều này cần được xem xét lại.

TTCK Việt Nam chỉ được coi là hàn thử biểu của nền kinh tế khi đo lường được sức khỏe của toàn bộ nền kinh tế, chỉ số của thị trường phải thể hiện chu kỳ phát triển của nền kinh tế, từ đó tạo mối quan hệ chặt chẽ và tương hỗ giữa TTCK và thị trường tài chính. Tuy nhiên, đến nay TTCK Việt Nam vẫn chưa đáp ứng được các yếu tố cơ bản sau:

- *TTCK Việt Nam chưa quy tụ đầy đủ DN lớn tiêu biểu của mọi ngành nghề*

Một trong những yếu tố bắt buộc để TTCK Việt Nam trở thành hàn thử biểu của nền kinh tế, đó là thị trường phải chứa đựng những DN lớn tiêu biểu cho mọi ngành nghề, đại diện cho một nền kinh tế.

Tuy nhiên, theo thống kê, hiện nay, TTCK Việt Nam có 290 DN niêm yết. Con số này còn quá ít so với con số hàng trăm nghìn DN thực tế đang hoạt động. Mặt khác, các DN niêm yết chủ yếu là những DN nhỏ và vừa, chưa phải là những DN lớn có sức chi phối nền kinh tế...

Về mức vốn hóa của thị trường, năm 2007 đạt khoảng 40% GDP. Song đến thời điểm hiện tại, TTCK đang suy giảm từng ngày, thì mức vốn hoá thị trường cũng giảm đi tương ứng. Trong khi đó, theo kế hoạch Chính phủ đặt ra, tới năm 2010, tỷ lệ vốn hóa TTCK phải chiếm 50% GDP và con số này phải tăng đến 70% vào năm 2020. Khi đó, quy mô thị trường mới đủ lớn để có thể đưa TTCK thực sự trở thành hàn thử biểu của nền kinh tế theo đúng nghĩa của nó.

- *Giá chứng khoán của TTCK Việt Nam chưa phản ánh tương đối chính xác giá trị thực của DN niêm yết*

Một thực tế hiện nay là phần lớn con số tính toán về giá trị thực của cổ phiếu đều chỉ sử dụng một cách máy móc những số liệu ghi trên báo cáo tài chính của các DN niêm yết; chưa thể hiện được đầy đủ giá trị nội tại của DN mà nó phản ánh. Ngoài ra, sự kém minh bạch còn phổ biến, kèm theo đó là những yếu tố thuộc về tài sản vô hình của công ty (trình độ quản lý, uy tín sản phẩm, nhãn hiệu thương mại, chất lượng sản phẩm...) chưa phản ánh hết trong báo cáo tài chính.

Mặt khác, sự thiếu kiến thức và tâm lý đám đông của NĐT đã và đang tác động mạnh mẽ tới TTCK. Tâm lý "phải tháo chạy bằng mọi giá" đã đẩy chỉ số VN-Index xuyên thủng 300 điểm. Rõ ràng, hiện nay, tâm lý NĐT chứ không phải phương pháp xác định hay hoạt động kinh doanh của DN quyết định giá chứng khoán.

- *TTCK Việt Nam chưa phản ánh tương đối chính xác sự biến động của nền kinh tế*

Hai năm qua, chúng ta đã chứng kiến những bước thăng trầm của TTCK Việt Nam. Ngày 8/11/2006, VN-Index xuất phát với mức 525,99 điểm, chỉ 4 tháng sau (ngày 12/3/2007) VN-Index đã leo lên tới đỉnh 1.170,67 điểm, để rồi hiện tại VN-Index đã quay trở lại và thậm chí phá mốc 400 điểm. Tất nhiên, lên xuống là chuyện bình thường của thị trường, nhưng lên xuống với biên độ lớn trong thời gian ngắn là bất thường. Và điều này không phản ánh chính xác sự biến động của nền kinh tế. Dễ dàng nhận thấy, từ cuối năm 2007 đến nay, VN-Index đã giảm quá sâu, bất chấp những thông tin rất tốt về hiệu quả sản xuất - kinh doanh của đại đa số công ty niêm yết trên sàn, bất chấp nỗ lực chống lạm phát đã có kết quả bước đầu của Chính phủ.

Ngoài ra, nếu nền kinh tế Việt Nam chủ yếu có 4 kênh đầu tư: TTCK, thị trường tín dụng trung và dài hạn, thị trường bất động sản và thị trường tiền tệ thì trong thời gian qua, sự ảm đạm của TTCK dường như cũng chưa ảnh hưởng nhiều tới các thị trường còn lại, nếu có, thì cũng chỉ như sự ảnh hưởng của một hàng hóa này tới một hàng hóa thay thế khác. Nhìn vào TTCK, chưa thấy được bức tranh khái quát của toàn bộ nền kinh tế.

Như vậy, rõ ràng TTCK Việt Nam hiện chưa phải là hàn thử biểu của kinh tế Việt Nam, chưa đo lường được sức khỏe của nền kinh tế, thể hiện sự phát triển kém bền vững của TTCK.

2.2.2. Chưa kiểm soát được nguồn cung của thị trường

2.2.2.1. Tồn tại nhiều hàng hóa kém chất lượng do phát hành bừa bãi

TTCK Việt Nam đã ra đời và hoạt động được 8 năm, tuy nhiên khoảng thời gian tốt đẹp để các doanh nghiệp niêm yết và chưa niêm yết huy động được vốn qua các đợt phát hành cổ phiếu lại không nhiều, chỉ tập trung trong hai năm 2006, 2007. Sáu năm còn lại là những khoảng thời gian được mô tả là bắt đầu tăng trưởng, suy thoái, khủng hoảng và phục hồi, trong khoảng thời gian 6 năm này thì ít có cơ hội cho doanh nghiệp phát hành cổ phiếu ra công chúng.

Trong hai năm 2006, 2007 tranh thủ cơ hội TTCK tăng trưởng nóng, phong trào phát hành cổ phiếu theo hình thức phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng diễn ra ồ ạt, nhiều doanh nghiệp tăng vốn liên tục trong một khoảng thời gian ngắn. Phong trào tăng vốn ồ ạt này có một số điểm tiêu cực :

- Một số công ty đại chúng được sự tư vấn của một số CTCK đã tiến hành thổi giá cổ phiếu với những hình thức như vẽ ra triển vọng của doanh nghiệp, tô hồng sự thật và hạn chế công bố những mặt tồn tại trong hoạt động của DN.
- Một loại cổ phiếu kém chất lượng đáng lo ngại hơn là dạng cổ phiếu phát hành “chui” mà lượng này khá lớn và đa dạng. Doanh nghiệp “tranh thủ” Luật Chứng khoán mới thực thi nên phát hành không xin phép, lấy Nghị Quyết ĐHCĐ đầu năm rồi triển khai phát hành rải rác trong năm, hồ sơ không đầy đủ, thậm chí thông qua ĐHCĐ không đúng cả Luật Doanh nghiệp và Luật Chứng khoán.
- Sự dễ dãi trong việc chấp nhận các đợt phát hành cổ phiếu tăng vốn cùng với sự dễ dãi trong việc mua cổ phần của công chúng đầu tư đã kích thích trào lưu phát hành cổ phiếu tăng vốn, tạo ra 1 nguồn cung cổ phiếu rất lớn ra thị trường và từ đó làm cho thị trường bị bội thực về nguồn cung cùng với việc ảnh hưởng tới sức cầu cổ phiếu.

- Rất nhiều đợt phát hành cổ phiếu với giá cổ phiếu “trên trời” hay thực tế việc sử dụng vốn huy động không đúng hay không đạt kết quả như trong bản cáo bạch đã làm mất lòng tin của các nhà đầu tư.
- Như vậy từ thực tế là không kiểm soát được nguồn cung cổ phiếu quá lớn cộng với việc mất niềm tin của các nhà đầu tư từ nhiều đợt phát hành là những nguyên nhân sâu xa và cơ bản làm cho TTCK gặp khủng hoảng như đã diễn ra trong thời gian qua.

Nếu thực hiện giám sát chặt chẽ hơn và có sự đồng thuận giữa các cơ quan chức năng, thì việc hạn chế ngăn chặn các hành vi vi phạm, thanh lọc được các loại cổ phiếu kém chất lượng trên TTCK sẽ hiệu quả hơn, giúp nhà đầu tư tránh được rủi ro thiệt hại khi tham gia TTCK.

Từ thực tế trên mà công luận, các nhà đầu tư, các bên tham gia thị trường đã nhiều lần lên tiếng cần phải có sự kiểm soát chặt chẽ các đợt phát hành cổ phiếu ra công chúng, tuy nhiên vấn đề đặt ra là kiểm soát bằng cách nào cho hữu hiệu để không hành chính hoá, không tạo cơ chế xin cho, không làm mất đi cơ hội của DN mà vẫn đảm bảo chất lượng của các đợt phát hành cổ phiếu ra công chúng.

2.2.2.2. Tiến trình cổ phần hoá DNNN bị ngừng trệ

Từ đầu năm 2008 đến gần thời điểm hiện tại, TTCK liên tục sụt giảm, trước tình hình này các cơ quan quản lý nhà nước có chủ trương giảm nguồn cung hàng hoá từ việc phát hành cổ phiếu ra công chúng cũng như giãn tiến độ cổ phần hoá các DNNN.

Có nhiều ý kiến cho rằng nếu tiếp tục IPO ở ạt các cổ phiếu các DNNN thì chẳng những ảnh hưởng đến sự ổn định của TTCK mà còn làm giảm thu lớn ngân sách nhà nước từ việc bán tài sản.

Tuy nhiên đến thời điểm nào mới tiếp tục tiến trình cổ phần hoá DNNN? Và rằng nếu tiếp tục tiến trình cổ phần hoá DNNN theo cách làm cũ thì lại ảnh hưởng đến sự hồi phục của TTCK?

Sự chậm trễ trong việc cổ phần hoá DNNN, nhất là với đối tượng là tổng công ty nhà nước, DNNN qui mô vốn lớn sẽ tiếp tục gây ra những tác động tiêu cực sau :

- Tiếp tục kéo dài cơ chế quan liêu bao cấp, cơ chế xin cho, cơ chế can thiệp hành chính từ cơ quan chủ quản....làm việc sử dụng vốn nhà nước không đạt được hiệu quả cao, thậm chí mất vốn nhà nước....
- Không tạo được cơ chế sử dụng và thu hút người tài, không giải quyết được cơ bản cơ chế tiền lương, tiền thưởng theo cơ chế thị trường. Những DNNN qui mô vốn lớn sẽ bị mất dần thương hiệu, mất dần giá trị vô hình khi nhân lực chủ chốt trong DNNN chuyển dịch sang khu vực tư nhân.
- Đại bộ phận DNNN hiện nay chưa có cơ chế bắt buộc trong công khai minh bạch tình hình tài chính như các công ty đại chúng, công ty niêm yết, vì vậy tình trạng tiêu cực, tham nhũng tồn tại trong 1 bộ phận DNNN.
- Nếu càng chậm trễ cổ phần hoá DNNN thì DNNN càng mất sức cạnh tranh bấy nhiêu và đến khi cổ phần hoá thì giá trị doanh nghiệp sẽ bị giảm đi nhiều, điều đó đồng nghĩa với việc tài sản nhà nước bị thất thoát .

Từ sự phân tích trên, vấn đề đặt ra trong bối cảnh hiện nay là làm thế nào để tiếp tục đẩy nhanh tiến trình cổ phần hoá DNNN mà không làm ảnh hưởng đến sự hồi phục của TTCK cũng như không làm giảm nguồn thu từ việc bán phần vốn nhà nước.

2.2.2.3. Nguồn vốn huy động từ TTCK chưa được sử dụng đúng mục đích

Mặc dù trong tình cảnh nền kinh tế toàn cầu gặp khó khăn, song Việt Nam vẫn là nơi thu hút một dòng vốn lớn và có xu hướng ngày càng tăng. Tuy nhiên, những dòng vốn này dường như đang “chảy” chưa đúng đích.

Hiện tại tất cả các nguồn vốn được đầu tư của thị trường Việt Nam đang ở các thị trường chính; đó là: TTCK, vàng - ngoại tệ và bất động sản.

Khi TTCK phát triển nóng, nguồn vốn trong và ngoài nước được huy động để đưa vào thị trường là một con số khổng lồ, nhưng rõ ràng, chỉ có thặng dư vốn từ lần phát hành đầu tiên của doanh nghiệp niêm yết mới là nguồn vốn khả dụng để đưa vào đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Rõ ràng hơn nữa: chỉ có những cổ phiếu phát hành đúng thời điểm thị trường đang "bùng nổ" thì thặng dư vốn mới là con số thật sự đáng kể so với thị giá.

Tuy nhiên, nguồn thặng dư vốn ấy lại được các công ty niêm yết năng động nhìn ra được những khoản lợi nhuận khổng lồ và nhanh chóng thu được từ thị trường tài chính nên không kể gì đến việc đầu tư trái ngành nghề vốn vẫn được gọi với cụm từ đầu tư đa ngành nhằm phân tán rủi ro, các công ty sản xuất vẫn tiếp tục đầu tư tài chính nhằm thu lợi nhuận để đầu tư cho ngành nghề chính. Như vậy, dòng tiền thặng dư ấy lại tiếp tục đẩy vào thị trường tài chính mà vẫn không được đưa vào đầu tư cho sản xuất.

Sau cơn chấn động với TTCK, các nhà đầu tư khôn ngoan đã rút chân ra sớm và cắt lỗ kịp thời, và dòng tiền chảy sang thị trường bất động sản - một loại hàng hóa khá đặc biệt, mang tính ổn định rất cao.

Giá bất động sản được đẩy lên còn hơn điều gặp gió. Theo quy luật, đến khi thị trường bất động sản không còn là mảnh đất màu mỡ để dòng tiền sinh sôi nảy nở nữa thì dòng tiền lại kéo nhau ra khỏi lĩnh vực này.

Và dòng tiền tiếp theo lại đổ vào vàng. Nhưng các nhà đầu tư không phải mua vàng để tích trữ mà là để "lướt sóng" nhằm thu chênh lệch giá. Khi các qui chế của sàn giao dịch vàng còn chưa định hình với một số lượng rất ít sàn giao dịch, các nhà đầu tư không khác gì đang "đánh bạc" với rủi ro.

Hướng khác dòng tiền chảy vào đầu cơ ngoại tệ, gạo, muối, sắt thép, xi măng... tất cả các loại hàng hóa có thể đầu cơ được.

Không đầu cơ thì gửi Ngân hàng để hưởng mức lãi suất ngất ngưỡng. Cũng chính mức lãi suất huy động cao ngất ngưỡng đã đẩy lãi suất cho vay lên khiến các doanh nghiệp sản xuất gặp nhiều khó khăn về vốn, sản xuất kinh doanh lâm vào tình trạng thu bị thu hẹp, hoạt động cầm chừng, giữ chân khách hàng và cố gắng tồn tại.

Nếu giải quyết được tình trạng này, TTCK mới có thể vượt qua khó khăn và phát triển mạnh mẽ, ổn định trong thời gian tới.

2.2.3. Tạo cầu ảo do phong trào sử dụng vốn vay để đầu tư

Ngoài những nguyên nhân làm cho TTCK giảm tới 60% giá trị như: lạm phát tăng cao, chính sách thắt chặt tiền tệ... còn có nguyên nhân từ việc NĐT tổ chức và

cá nhân trong nước đổ xô đi vay tiền từ ngân hàng, CTCK, công ty tài chính để gia tăng đầu tư.

Cùng với đó, Chỉ thị 03 của NHNN ra đời là 1 chủ trương đúng nhưng không được sự ủng hộ của nhiều CTCK và NHTM. Một số tổ chức tài chính đã lách chỉ thị 03 dưới các hình thức như: gia tăng cho vay bất động sản nhằm tăng tín dụng cho vay chứng khoán, chuyển các khoản nợ cho vay từ nhà đầu tư với NHTM về các CTCK con. Giữa CTCK con với Ngân hàng mẹ thực hiện các hợp đồng repo cổ phiếu nhằm lách chỉ thị 03.

Phong trào đi vay đã nhanh chóng tạo cầu ảo lớn, tạo những giao dịch mua bán CK cực kỳ ngắn hạn (hay còn gọi lướt sóng) bằng vốn đi vay. Hậu quả là làm cho TTCK “mất hết khả năng đề kháng” và khi có biến động vĩ mô hay một tác nhân nào đó thì hình thành liên tiếp những đợt bán tháo cổ phiếu.

Thị trường đi xuống, giá trị cổ phiếu giảm hoặc vượt giá trị thế chấp lại tiếp tục tạo những nguồn cung cổ phiếu rẻ mạt. Rất nhiều nhà đầu tư trở thành những "con nợ" bất đắc dĩ và luôn bị NHTM, CTCK thúc ép đòi nợ.

Lúc này, không những NĐT vay vốn phải bán tháo cổ phiếu, mà chính các NHTM cũng phải thực hiện giải chấp CK để thu hồi nợ. Mặc dù trước đó, khi giá cổ phiếu suy giảm nhẹ, các NHTM có thực hiện bán CK cầm cố để thu hồi nợ, nhưng trong bối cảnh giá nhiều loại cổ phiếu đã xuống tới mức thấp hơn giá trị mà các ngân hàng tính toán để cho vay cầm cố, thì vấn đề này lại trở nên khó tiên đoán hơn. Nếu các NHTM bán cổ phiếu để thu hồi vốn, thì sẽ phải đối mặt với nguy cơ thiếu hụt trầm trọng số tiền gốc và lãi. Nhưng nếu các NHTM không giải chấp cổ phiếu, thì cũng buộc phải ráo riết thúc ép đòi nợ NĐT hay buộc họ phải bổ sung thêm tài sản thế chấp hay cầm cố. NĐT nếu không đáp ứng được các yêu cầu này buộc phải bán cổ phiếu cầm cố và cổ phiếu được mua từ vốn vay của ngân hàng. Và như vậy, ngân hàng được xem là một trong những "thủ phạm" quan trọng dẫn đến tình trạng "bán tháo" CK.

Đây là một biểu hiện của sự phát triển không bền vững của TTCK, bởi nó huỷ hoại việc đầu tư dài hạn, làm ảnh hưởng tới hiệu quả đầu tư của những người không đi vay tiền hay đầu tư có bài bản.

2.2.4. Ảnh hưởng từ biến động của nền kinh tế vĩ mô

Tình hình kinh tế vĩ mô giai đoạn nửa đầu năm 2008 trải qua giai đoạn khó khăn nhất trong suốt một thập kỷ phát triển tương đối ổn định kể từ cuộc khủng hoảng khu vực năm 1997. Lạm phát gia tăng kéo theo hệ quả là chính sách tiền tệ thắt chặt chống lạm phát làm cho lãi suất tăng.

Lạm phát tăng cao là dấu hiệu cho thấy nền kinh tế đang nóng và báo hiệu sự tăng trưởng kém bền vững, trong khi TTCK như chiếc nhiệt kế đo sức khỏe nền kinh tế.

Khi lạm phát tăng cao, tiền mất giá, người dân không muốn giữ tiền mặt hoặc gửi tiền trong ngân hàng bởi lẽ mức lãi suất danh nghĩa của tiền gửi thấp hơn tỉ lệ lạm phát. Họ chuyển sang nắm giữ vàng, bất động sản, ngoại tệ mạnh... khiến một lượng vốn nhàn rỗi đáng kể của xã hội nằm im dưới dạng tài sản “chết”. Thiếu vốn đầu tư, không thể tích lũy để mở rộng sản xuất, sự tăng trưởng của doanh nghiệp nói riêng và cả nền kinh tế nói chung sẽ chậm lại.

Lạm phát gia tăng đang ảnh hưởng nhiều, nếu không muốn nói là nặng nề, đến hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết.

Những chính sách tiền tệ nhằm kiềm chế lạm phát càng làm cho nguồn vốn sản xuất của các doanh nghiệp bị thắt chặt, đồng thời việc phải trả giá cao cho vốn vay gây ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của cả doanh nghiệp lẫn ngân hàng

Nguyên vật liệu tăng giá rất nhanh đẩy chi phí đầu vào tăng cao. Sự tăng giá của các loại hàng hóa như lương thực, thực phẩm, năng lượng, các nguyên liệu đầu vào, đặc biệt sự tăng giá mạnh của dầu mỏ và sắt thép, đã ảnh hưởng trực tiếp tới các ngành sản xuất công nghiệp của nền kinh tế Việt Nam.

Chi phí vốn trở nên quá đắt đỏ khi toàn bộ các ngân hàng tăng lãi suất cho vay từ 14% trở lên. Bão tiền tệ làm tất cả các ngân hàng thắt chặt cho vay, tăng lãi cho vay. Tốc độ tăng trưởng chậm lại có nghĩa là nhu cầu của nền kinh tế chắc chắn sẽ ảnh

hưởng. Người dân sẽ hạn chế mua, trong khi khu vực công cũng giảm chi tiết, thắt chặt ngân sách.

Nền kinh tế toàn cầu cũng như Việt Nam đang trong giai đoạn khó khăn. Tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm lại, các nền kinh tế khách hàng lớn như Mỹ, Nhật Bản, Châu Âu đang lâm vào suy thoái theo chu kỳ (3 thị trường nhập khẩu này chiếm 45,1% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam) đã ảnh hưởng trực tiếp tới các doanh nghiệp xuất khẩu và ngành liên quan của Việt Nam.

Các doanh nghiệp xuất khẩu gặp khó khăn về thị trường đầu ra, đồng thời với tỷ lệ lớn các hợp đồng xuất khẩu thanh toán bằng đồng đôla Mỹ nên sự giảm giá đồng đôla khiến các DN chịu thiệt hại kép, dẫn tới ảnh hưởng tới nền kinh tế Việt Nam.

Như vậy, sự biến động từ nền kinh tế vĩ mô đang ảnh hưởng nặng nề đến hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết và ảnh hưởng đến xu hướng đầu tư của các nhà đầu tư chứng khoán, gián tiếp khiến TTCK sụt giảm.

2.2.5. Trình độ và kinh nghiệm của các nhà đầu tư còn hạn chế

Đầu tư CK luôn là phương thức đầu tư hiệu quả với những khoản lợi nhuận lớn. Tuy nhiên, TTCK cũng là nơi chứa đựng rất nhiều rủi ro. Những NĐT được đào tạo bài bản để đủ sức “bơi” trên thị trường cao cấp này không nhiều. Đa phần vì thiếu kinh nghiệm, trình độ nên nhiều người đầu tư theo tin đồn, theo kiểu tâm lý bầy đàn. Trong thời gian vừa qua TTCK chứng kiến hết cơn sốt này đến cơn bão kia, lúc mua thì không ai bán, lúc bán thì không ai mua. Những điều này xuất phát từ các điểm hạn chế sau của NĐT trong nước.

Thứ nhất, hiệu ứng bầy đàn rất mạnh ở Việt Nam, hiệu ứng này đặc biệt mạnh khi giá thị trường tăng trong một khoảng thời gian liên tiếp khá dài. Hệ quả trực tiếp là người đầu tư từ bỏ cả kỳ vọng cá nhân, để theo đuổi mức kỳ vọng của đám đông trên thị trường. Họ mua cổ phiếu khi thị trường đang trong giai đoạn nóng bỏng và đến lúc thị trường đóng băng, họ bắt đầu hoảng loạn, bán tháo số cổ phiếu nắm giữ để rời húng chịu một khoản thua lỗ. Hệ quả thứ hai, cũng trực tiếp, là tính thanh khoản giảm dần. Mà tính thanh khoản chính là giá trị lớn nhất, duy nhất của TTCK. Khi tính thanh khoản trở nên hàng hiếm thị trường biến thành Casino. Thực sự là Casino

vì mọi người cho rằng nó là cỗ máy kiếm tiền, xay ra tiền, nhào ra tiền, và đâu cũng là tiền

Thứ hai, khá nhiều NĐT hành động theo theo cảm tính, họ mua cổ phiếu của một công ty bởi vì họ thích sản phẩm của công ty đó hoặc xuất phát từ thói quen mua cổ phiếu của những công ty mà mình biết tên hoặc quen thuộc với mình. Họ quan niệm rằng: Hàng ngày họ thường dùng sản phẩm của một công ty nào đó, vậy tại sao họ không mua cổ phiếu của công ty này? Đó có thể là một sự khởi đầu tốt nhưng điều này chưa đủ. Có những chỗ đầu tư tốt nhất lại chính là cổ phiếu của những công ty mà chỉ mới xuất hiện trên thị trường. Các NĐT có thể chưa biết rõ lắm về những công ty mới này nhưng họ hoàn toàn có thể biết về chúng nếu họ chịu bỏ ra chút ít công sức để tìm hiểu và nghiên cứu.

Thứ ba, nhiều NĐT thích kiểu mua bán cổ phiếu theo tin đồn, mách nước, và những lời khuyên của các dịch vụ tư vấn. Nói một cách khác, những NĐT này sẵn sàng nghe theo thiên hạ để rồi lãng phí tiền bạc, thay vì phải tự hiểu rõ những gì mình đang làm. Hầu hết tin đồn đều không chính xác.

Đa số các NĐT không có điều kiện tiếp cận được những nguồn thông tin và dịch vụ tư vấn tốt. Mà ngay cả khi đã được tư vấn tốt, họ cũng có thể không nhận thức được vấn đề và vì vậy không làm theo. Trong khi đó, người ta lại rất dễ mất tiền vì nghe theo những lời khuyên của bạn bè hay những nhà môi giới trình độ trung bình, hoặc những công ty tư vấn thường thường bậc trung nhưng có tài ăn nói.

Bài học rút ra từ sai lầm này là hãy tự chủ trong những quyết định đầu tư của mình dựa trên cơ sở sự phân tích kỹ càng cùng với các lời khuyên từ những công ty tư vấn hay môi giới chứng khoán chuyên nghiệp.

Thứ tư, phần lớn NĐT thiếu kiến thức và kinh nghiệm, họ thông thường chỉ quan tâm tới lợi nhuận, và thuộc một bài vớ lòng rằng đào bới được thông tin mật rò rỉ đâu đó chính là cách làm giàu kiến thức. Điều này sai. Kiến thức khác thông tin. Kiến thức là một bộ lọc thông tin có phương hướng, có chủ đích và có phương pháp. Chính những việc như chỉ chăm chăm đào bới các thông tin theo kiểu tin đồn không làm NĐT nâng cao được kiến thức mà có khi là tình tiết tăng nặng các vấn đề tồn tại ở trên.

Chính vì không bổ sung kiến thức, nên thị trường hỗn loạn trong các dòng chảy thông tin. Một mối với thông tin càng khiến cho người ta dễ từ bỏ các kỳ vọng cá nhân, để hào hứng đi theo sự vẫy gọi của hiệu ứng bầy đàn. Một khi có những biến động từ phía thị trường bất kể là thật hay chỉ là tin đồn, nếu như NĐT không có kiến thức và kinh nghiệm sẽ dễ dàng tháo chạy bằng được hoặc mua bằng được, dẫn đến tính bất ổn cao cho TTCK.

2.2.6. Chất lượng dịch vụ của các công ty chứng khoán chưa đáp ứng được yêu cầu của thị trường và của nhà đầu tư

2.2.6.1. Quá nhiều Công ty chứng khoán ra đời dẫn đến việc cạnh tranh không lành mạnh

Gần 100 CTCK đang chia sẻ nhau một thị trường còn non trẻ thật sự là vấn đề lớn của TTCK Việt Nam. Mức độ cạnh tranh gay gắt phần nào mang lại lợi ích cho NĐT, nhưng ngược lại, nhiều CTCK không đủ sức nuôi bản thân mình. Hệ quả trong dài hạn là khả năng tăng trưởng của các CTCK sẽ bị hạn chế, khó có thể thực hiện vai trò nhà tạo lập thị trường, vai trò trung gian mua bán cũng như các vai trò khác về tư vấn tài chính, tư vấn đầu tư, kết nối DN...

Số lượng các CTCK đã có sự gia tăng khá mạnh so với thời điểm năm 2001 khi thị trường mới thành lập, chỉ có 8 các công ty. Đặc biệt giai đoạn cuối năm 2006 trước khi Luật Chứng khoán có hiệu lực, số lượng các CTCK là 55 các công ty, trong năm 2007 đã tăng lên tới 78 các công ty.

Trong giai đoạn đầu, các quy định về thành lập các CTCK rất đơn giản. Nhà nước còn áp dụng chính sách ưu đãi thuế để khuyến khích thành lập các CTCK. Miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm đầu, giảm 50% thuế trong 3 năm tiếp theo, ưu đãi thuế 20% (thay vì 28%). Ngay cả khi ban hành Luật Chứng khoán (cuối 2006), các điều kiện cơ bản để xin thành lập các CTCK cũng rất dễ dàng.

Trước tình hình nhu cầu lập các CTCK tăng mạnh, Bộ Tài chính khi dự thảo Nghị định 14 và Thông tư hướng dẫn thi hành Luật Chứng khoán đã nâng tiêu chí thành lập các CTCK lên rất nhiều. Yêu cầu về vốn tăng từ 44 tỷ đồng lên 300 tỷ đồng, yêu cầu phải có vốn thực góp, yêu cầu có kiểm toán tổ chức góp vốn, yêu cầu về năng lực

giám đốc, ưu đãi về thuế cho công ty mới thành lập bị bãi bỏ. Tuy nhiên, lượng hồ sơ xin cấp phép vẫn tăng mạnh. Do kinh doanh chứng khoán là ngành kinh doanh có điều kiện nên nếu hồ sơ đầy đủ, hợp lệ, đáp ứng được mọi yêu cầu của pháp luật, UBCK Nhà nước vẫn phải cấp phép.

Mặc dù vậy, số hiện nay tỷ lệ người dân Việt Nam tham gia đầu tư CK vẫn còn rất nhỏ, nên việc số lượng các CTCK gia tăng nhanh trong một khoảng thời gian khá ngắn đã dẫn đến một số công ty gặp nhiều khó khăn trong hoạt động kinh doanh. Với khả năng tài chính và kinh nghiệm còn hạn chế, vì mục tiêu lợi nhuận của mình một số CTCK đã sử dụng những biện pháp cạnh tranh không lành mạnh, gây ra những ảnh hưởng xấu đến sự phát triển chung của thị trường, tạo tâm lý lo ngại cho các nhà đầu tư. Trên thực tế, hiện nay với số lượng gần 100 CTCK được cấp phép và đi vào hoạt động nhưng phải chia nhau một thị trường quá nhỏ chỉ với trên dưới 300.000 khách hàng là các nhà đầu tư, tổ chức và cá nhân. Trong khi đó các công ty chứng khoán lớn và hoạt động lâu năm như SSI, VCBS, ACBS, BCVS, SBS... đã thu tóm khoảng 85% lượng khách hàng, những CTCK mới và quy mô vốn nhỏ phải chật vật chia nhau 15% thị phần còn lại (chưa kể số công ty chứng khoán mới đang nộp hồ sơ chờ cấp phép tại UBCKNN). Nhiều CTCK đã phải bỏ ra hàng chục tỷ đồng để mua sắm trang thiết bị, thuê mặt bằng... nhưng thực tế hoạt động trong thời gian gần đây số lượng khách hàng đến đầu tư không đáng kể, khiến nhiều CTCK bị thâm hụt vốn sở hữu.

Để hút khách trên thị trường, nhiều CTCK đã cạnh tranh không lành mạnh:

- Giành giật khách hàng bằng mọi giá như áp dụng các dịch vụ cho vay ngắn hạn để NĐT lướt sóng không tuân thủ đúng các qui định pháp luật như mua khống, bán khống, nâng giá trị tài sản cầm cố ở mức lớn bất chấp rủi ro...mà không hề khuyến cáo về mức độ rủi ro cho khách hàng khi sử dụng các dịch vụ đó, không có chính sách chọn lọc khách hàng trong việc sử dụng các dịch vụ cho vay cầm cố CK dưới nhiều hình thức.
- Khi xử lý cổ phiếu cầm cố thì sống trên lưng các NĐT bằng việc đòi tỷ lệ tiền hoa hồng khi chào bán cổ phiếu cho các NĐT và kể cả NĐTNN.

- Tư vấn niêm yết và chào bán cổ phiếu phát hành thì có tình trạng đánh bóng quá mức cổ phiếu của 1 số doanh nghiệp.
- Tư vấn cho 1 số doanh nghiệp đại chúng về việc tổ chức ĐHCĐ 1 cách chiếu lệ và mất dân chủ như bó hẹp thời gian họp ĐHCĐ, đưa ra biểu quyết trọn gói cùng 1 lúc nhiều nội dung quan trọng, hay lấy kiến NĐT bằng thư và có nhiều nội dung có xung đột với quyền lợi nhà đầu tư như phát hành cổ phiếu ưu đãi cho người lao động, cho Hội đồng quản trị....
- Tư vấn các quyết định mua bán cho NĐT 1 cách không chuyên nghiệp, không thận trọng và có thể xung đột lợi ích từ các nhân viên môi giới CK. Thiệt hại xảy ra đối với nhiều NĐT mới chưa có kinh nghiệm. Thực ra trình độ của nhân viên môi giới là rất thấp, để không xảy ra điều này thì tốt nhất là các CTCK ra qui định cấm nhân viên môi giới đưa ra những lời tư vấn mua bán cổ phiếu cho NĐT.
- Trong bối cảnh TTCK mất tính thanh khoản và mất niềm tin như hiện nay thì một số CTCK có biểu hiện thúc giục UBCKNN mở lại biên độ như cũ hòng để TTCK rơi tự do nhanh hơn, hòng mua được cổ phiếu giá bèo mà không quan tâm đến quyền lợi các khách hàng của mình .

Chính những hoạt động cạnh tranh trên để lôi kéo khách hàng của các công ty chứng khoán đã vô tình góp phần đẩy thị trường xuống dốc nhanh hơn nữa trong bối cảnh chung của cuộc khủng hoảng kinh tế.

2.2.6.2 Những điểm hạn chế của các công ty chứng khoán

Đầu tư CK đang trở thành một phong trào khá rầm rộ ở hai thành phố lớn nhất nước ta, mà cách tiếp cận thị trường này dễ dàng nhất là thông qua các CTCK đang hoạt động.

Hình ảnh khá quen thuộc tại các CTCK là số lượng khách hàng đến mở tài khoản giao dịch ngày một tăng. Theo Luật chứng khoán Việt Nam, hành lang hoạt động của các CTCK khá rộng dù thị trường của chúng ta còn non trẻ. Các CTCK được làm đại lý phát hành CK niêm yết cho các tổ chức phát hành, tự kinh doanh CK cùng nhiều dịch vụ tư vấn đầu tư. Ngoài ra, những đơn vị này được thực hiện tư vấn CPH, xác

định giá trị doanh nghiệp và cung cấp các dịch vụ tài chính khác. Chừng ấy chức năng đã làm cho hầu hết các CTCK bị quá tải.

Về nguyên tắc, NĐT đến bất kỳ CTCK nào cũng đều có thể dễ dàng được tiếp cận với những thông tin thị trường, những lời khuyên của các nhà môi giới, hoặc tư vấn của các chuyên gia... Nhưng tại thị TTCK Việt Nam còn mới mẻ và phát triển quá nhanh, các CTCK vẫn trong giai đoạn vừa làm vừa bổ sung và củng cố nên NĐT chưa thể đặt niềm tin tuyệt đối.

- Cơ sở hạ tầng của TTCK nói chung và các CTCK nói riêng còn khá lạc hậu, thiếu đồng bộ và có thể nói là chưa an toàn. Với bất kỳ sự thay đổi nhỏ nào về giải pháp kỹ thuật hay phương thức trong giao dịch đều sẽ có những ảnh hưởng đến việc quản lý giao dịch tại các CTCK. Nếu đầu tư công nghệ không được xây dựng một cách đồng bộ thì khả năng tích hợp giữa các CTCK với TTGDCK sẽ nảy sinh nhiều vấn đề.
- Nhân sự có chuyên môn đang là bài toán khó đối với các CTCK, đặc biệt trong lĩnh vực tư vấn đầu tư. Năng lực chuyên môn của các CTCK trong tư vấn đầu tư CK còn yếu vì đây là nghiệp vụ khá mới mẻ, đội ngũ nhân viên chưa có kinh nghiệm thực tế. Các CTCK chưa chú trọng đến nghiệp vụ này nhiều vì hoạt động này chưa mang lại lợi nhuận trước mắt cho công ty. Hoạt động này chưa có chuẩn mực rõ ràng thiếu hệ thống chỉ tiêu khi phân tích hệ thống hoặc phân tích kỹ thuật. Đồng thời lượng thông tin cung cấp chưa đáp ứng nhu cầu của các đối tượng tham gia thị trường. Bên cạnh đó chưa có chế độ đãi ngộ xứng đáng với nhân viên tư vấn nên có hiện tượng chảy máu chất xám và không thu hút được những người có năng lực cho công tác tư vấn.
- Hoạt động sôi nổi của TTCK khoảng thời gian thị trường nóng cho thấy các CTCK trong vai trò trung gian đang chứng tỏ đây là những cỗ máy kiếm tiền hiệu quả nhất trong ngành tài chính mới nổi tại Việt Nam. Một trong những nguồn thu lớn nhất của các CTCK đến từ phí dịch vụ môi giới, hiện đang được tính ở mức 0,2-0,3% tổng giá trị giao dịch của các nhà đầu tư (cá biệt có công ty thu đến 0,5% một lượt giao dịch). Một số CTCK cũng đang giàu lên chủ

yếu qua mạng tự doanh nhờ lợi thế thường xuyên được tiếp cận với các thông tin “nhạy cảm” từ các quỹ đầu tư nước ngoài cũng như các công ty niêm yết và chuẩn bị niêm yết. Đặc biệt, khi các đơn vị này đặt lệnh mua bán thì chính các CTCK được biết đầu tiên và một số công ty cũng đặt lệnh theo cho mình. Hành vi này được xem là bất hợp pháp nhưng hiện vẫn chưa được kiểm soát trên TTCK Việt Nam.

- Nhiều CTCK liên tục vi phạm các quy định về giao dịch. Cụ thể là các đại diện giao dịch tại của các CTCK tại 2 sàn thực hiện hủy lệnh giao dịch trong cùng đợt khớp lệnh. Đây là một lỗi khá nghiêm trọng làm ảnh hưởng đến xu hướng của thị trường, sẽ bị đình chỉ tư cách đại diện giao dịch của các nhân viên vi phạm này.
- Hệ thống công nghệ thông tin của các CTCK đang là một trở ngại lớn đối với sự phát triển của chính họ. Theo tính toán của một chuyên gia trong ngành, để có hệ thống giao dịch đạt chuẩn, một CTCK có quy mô 100 nhân viên phải đầu tư khoảng hai triệu USD vào phần mềm, cộng với một triệu USD cho các khoản đầu tư đồng bộ khác và chừng 500.000 USD cho vốn lưu động. Điều này có nghĩa một CTCK phải có ít nhất trong tay hơn ba triệu USD mới có thể tính đến chuyện làm ăn lớn. Vậy mà hầu hết các CTCK hiện nay chỉ đầu tư chừng vài chục ngàn USD vào hệ thống công nghệ thông tin. Sự bất cập này bộc lộ qua việc SGDCK TP. Hồ Chí Minh chỉ chọn một số CTCK đủ điều kiện đáp ứng để thực hiện việc nhập lệnh trực tiếp vào hệ thống của Sở không cần đại diện sàn.

Rõ ràng, những hạn chế trên đây nếu không được sớm khắc phục thì các CTCK của chúng ta vẫn chỉ là người trung gian kiếm lợi, chưa phát huy vai trò tác nhân giúp TTCK phát triển lành mạnh.

2.2.7. Thông tin bất cân xứng trên thị trường

Trên TTCK, hiện tượng bất cân xứng xảy ra khi: DN che giấu các thông tin bất lợi, thổi phồng thông tin có lợi...; doanh nghiệp cung cấp thông tin không công bằng đối với các NĐT; DN sau khi phát hành cổ phiếu không chú trọng vào đầu tư sản xuất

kinh doanh mà chỉ tập trung vào việc “làm giá” trên TTCK; có sự rò rỉ thông tin nội gián; một số NĐT tạo cung cầu ảo trên thị trường dẫn đến phản ánh sai lệch giá trị của DN; một số kẻ xấu tung tin đồn thất thiệt cho DN; các cơ quan truyền thông cung cấp thông tin sai lệch; các trung gian tài chính cung cấp, xử lý thông tin không chính xác...

Tình trạng bất cân xứng về thông tin sẽ dẫn đến việc các NĐT đưa ra các quyết định đầu tư không chính xác, gây cung cầu ảo, thị trường bong bóng và tiềm ẩn nguy cơ sụp đổ thị trường.

TTCK Việt Nam cũng như bất kỳ thị trường mới nổi nào trên thế giới, hiện tượng thông tin bất cân xứng xảy ra phổ biến trên mọi ngành, lĩnh vực.

- Thứ nhất, ngoài thông tin bắt buộc theo luật định phải công bố thì DN không chủ động cung cấp thông tin đầy đủ, kịp thời. Đặc biệt, đối với DN có cổ phiếu giao dịch trên thị trường OTC, tình trạng phổ biến là NĐT hầu như không biết về tình hình hoạt động của DN. Thông tin tìm được chủ yếu qua nguồn tin riêng, trên các diễn đàn hoặc tin đồn. Ngoài ra, đối với DN chào bán cổ phiếu ra công chúng, có thể chính ban lãnh đạo DN che giấu thông tin để "dim giá" sao cho những người trong DN có thể mua được cổ phiếu với giá thấp.
- Thứ hai, có hiện tượng rò rỉ thông tin chưa hoặc không được phép công khai, phổ biến trong công tác đấu giá cổ phiếu. Hiện nay, quy chế đấu giá do UBCK ban hành chỉ yêu cầu công bố tổng số NĐT tham gia đấu giá và tổng lượng cổ phiếu đặt mua, trong khi những thông tin có ảnh hưởng lớn đến việc đặt giá như số lượng NĐT nước ngoài tham gia đấu giá; số lượng cổ phiếu đặt mua của đối tượng này, lại không được công bố cụ thể. Điều đáng nói là, những thông tin này có thể không được bảo mật chặt chẽ, mà được cung cấp một cách riêng lẻ cho những đối tượng có nhu cầu. Nếu nắm được cụ thể, chi tiết về tổng cầu cổ phiếu của thị trường, các cá nhân, tổ chức tham gia đấu giá sẽ tính toán được hợp lý mức giá mà mình bỏ thầu, qua đó chiếm lợi thế so với các NĐT khác không có thông tin. Sự rò rỉ thông tin còn thể hiện ở việc công

bổ các thông tin có lợi của DN. Ví dụ, đối với các quyết định của HĐQT như chia cổ tức bằng cổ phiếu thưởng, tăng quy mô vốn..., do quan hệ cá nhân, một số NĐT biết trước khi thông tin được công bố và tranh thủ thu mua cổ phiếu để chờ giá lên. Đến khi các NĐT khác biết được thông tin thì đã quá muộn. Chính vì vậy, không có gì ngạc nhiên khi đầu tư trên TTCK Việt Nam diễn ra theo kiểu "bầy đàn", vì có sự suy diễn rằng, việc mua hàng loạt hay bán hàng loạt cổ phiếu của một nhóm NĐT nào đó là do có thông tin biết trước.

- Thứ ba, DN cung cấp thông tin không công bằng đối với NĐT. Ưu tiên cung cấp thông tin cho các NĐT chiến lược, NĐT tổ chức mà không công bố rộng rãi. Đến nay, một hiện tượng phổ biến cho thấy, trong các cuộc đấu giá thì người đấu giá thành công với mức giá thấp chủ yếu là NĐT tổ chức. Loại trừ khả năng NĐT tổ chức có kinh nghiệm, kỹ năng phân tích, phán đoán và "trường vốn" hơn thì người ta cũng nghi ngờ NĐT tổ chức nhận được nhiều thông tin chất lượng hơn so với NĐT cá nhân.
- Thứ tư, việc tung tin đồn thất thiệt: có không ít tin đồn ảnh hưởng đến uy tín của DN niêm yết, đặc biệt tin đồn liên quan đến người đứng đầu DN. Những tin này thường được tung ra trên các diễn đàn, sàn giao dịch chứng khoán hoặc được truyền miệng. Do NĐT chưa có kinh nghiệm, kỹ năng để kiểm chứng nguồn thông tin, đồng thời do cơ chế thông tin của DN còn yếu kém, chậm chạp nên gây ra tâm lý hoang mang cho NĐT, ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường. Trong khi đó, cơ chế phát hiện và xử phạt đối với việc tung tin đồn chưa rõ ràng.
- Thứ năm, một số phương tiện truyền thông cung cấp thông tin sai lệch, không đầy đủ. Đây không phải là hiện tượng phổ biến, nhưng đôi khi khiến NĐT chuyên nghiệp không mấy tin cậy vào chất lượng thông tin của các cơ quan báo chí, truyền thông. Mặt khác, nội dung thông tin do các kênh truyền thông cung cấp, chủ yếu vẫn là tin tức, diễn biến thị trường, chưa có nhiều nhận định, phân tích mang tính định hướng cho NĐT và thị trường.

Ngoài ra, còn nhiều hiện tượng khác như một số NĐT làm giá, tạo cung - cầu ảo trên thị trường khiến cho giá cả biến động mạnh. Sự thua thiệt thuộc về NĐT cá nhân, không có nguồn tin nội bộ, khi muốn mua thì không thể nào tìm được nguồn mua do NĐT lớn đã thâm tóm toàn bộ, khi muốn bán thì cũng không thể nào bán được do thị trường bão hòa...

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Ở chương này, tác giả trình bày khái quát về tình hình hoạt động của TTCK Việt Nam từ những ngày đầu thành lập, những mặt đạt được và phân tích những hạn chế tồn tại của TTCK Việt Nam. Qua 8 năm, TTCK Việt Nam đã có những đóng góp to lớn cho việc phát triển ngành tài chính ngân hàng nói riêng, nền kinh tế nói chung, nhưng bên cạnh đó, TTCK còn tiềm ẩn nhiều vấn đề cần phải giải quyết để có thể tăng trưởng bền vững, trở thành "hàn thử biểu" của nền kinh tế như các vấn đề cung, cầu, chất lượng dịch vụ các CTCK, trình độ của NĐT, ảnh hưởng từ bất ổn của kinh tế vĩ mô, thông tin bất cân xứng, Những giải pháp nhằm thúc đẩy sự phát triển bền vững của TTCK cần nhanh chóng được triển khai thực hiện.

CHƯƠNG 3

CÁC GIẢI PHÁP THỨC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

CHƯƠNG 3

CÁC GIẢI PHÁP THÚC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020 của Thủ tướng chính phủ

Ngày 02 tháng 08 năm 2007, Thủ tướng 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.

3.1.1 Mục tiêu của đề án

- *Mục tiêu tổng quát*

Phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc thị trường vốn Việt Nam, trong đó thị trường chứng khoán đóng vai trò chủ đạo; từng bước đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính, góp phần đắc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế; đảm bảo tính công khai, minh bạch, duy trì trật tự, an toàn, hiệu quả, tăng cường quản lý, giám sát thị trường; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế. Phấn đấu đến năm 2020, thị trường vốn Việt Nam phát triển tương đương thị trường các nước trong khu vực.

- *Mục tiêu cụ thể*

Phát triển thị trường vốn đa dạng để đáp ứng nhu cầu huy động vốn và đầu tư của mọi đối tượng trong nền kinh tế. Phấn đấu đến năm 2010 giá trị vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP.

3.1.2 Giải pháp thực hiện

3.1.2.1 Giải pháp dài hạn

- Phát triển thị trường vốn theo hướng hiện đại, hoàn chỉnh về cấu trúc (bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ phái sinh, thị trường tập trung, thị trường phi tập trung...), vận hành theo các thông lệ quốc tế tốt nhất, có khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế.

- Phát triển mạnh các kênh cung cấp vốn cả trong và ngoài nước cho thị trường; mở rộng hệ thống các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức; phát triển đầy đủ các định chế trung gian; đa dạng hoá các dịch vụ cung cấp, ... đảm bảo có đầy đủ các yếu tố cấu thành một thị trường vốn phát triển trong khu vực.
- Kết hợp chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá; hài hoà giữa mục tiêu huy động vốn cho tăng trưởng kinh tế, phát triển bền vững thị trường vốn với ổn định kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát, đảm bảo an ninh tài chính quốc gia.
- Tăng cường quản lý nhà nước, thực hiện có hiệu quả chức năng thanh tra, kiểm tra giám sát việc tuân thủ pháp luật của các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động trên thị trường.

3.1.2.2 Giải pháp trước mắt

- Phát triển quy mô, nâng cao chất lượng và đa dạng hoá các loại hàng hoá để đáp ứng nhu cầu của thị trường:
 - Mở rộng quy mô và đa dạng hoá các loại trái phiếu, các phương thức phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường vốn; phát triển các loại trái phiếu chuyển đổi của doanh nghiệp, trái phiếu công trình để đầu tư vào các dự án hạ tầng trọng điểm của quốc gia;
 - Đẩy mạnh chương trình cổ phần hoá các doanh nghiệp, tổng công ty nhà nước, tập đoàn kinh tế và các ngân hàng thương mại nhà nước, gắn việc cổ phần hoá với niêm yết trên thị trường chứng khoán; mở rộng việc phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn trên thị trường. Đối với những doanh nghiệp đã cổ phần hoá đủ điều kiện phải thực hiện việc niêm yết; đồng thời tiến hành rà soát, thực hiện việc bán tiếp phần vốn của Nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước không cần giữ cổ phần chi phối hoặc không cần nắm giữ cổ phần. Chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài

sang hình thức công ty cổ phần và niêm yết, giao dịch trên thị trường chứng khoán;

- Phát triển các loại chứng khoán phái sinh như: quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán; hợp đồng tương lai; hợp đồng kỳ hạn; các sản phẩm liên kết (chứng khoán - bảo hiểm, chứng khoán - tín dụng, tiết kiệm - chứng khoán...); các sản phẩm từ chứng khoán hoá tài sản và các khoản nợ....
- Từng bước hoàn chỉnh cấu trúc của thị trường vốn đảm bảo khả năng quản lý, giám sát của Nhà nước:
 - Tách thị trường trái phiếu ra khỏi thị trường cổ phiếu để hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt. Từng bước nghiên cứu hình thành và phát triển thị trường giao dịch tương lai cho các công cụ phái sinh, thị trường chứng khoán hoá các khoản cho vay trung, dài hạn của ngân hàng...;
 - Phát triển thị trường cổ phiếu theo nhiều cấp độ để đáp ứng nhu cầu phát hành cổ phiếu, niêm yết, giao dịch của nhiều loại hình doanh nghiệp và đảm bảo khả năng quản lý, giám sát của Nhà nước theo hướng tách biệt thị trường giao dịch tập trung, thị trường giao dịch phi tập trung (OTC), thị trường đăng ký phát hành, giao dịch cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ;
 - Chuyển Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành Sở Giao dịch chứng khoán hoạt động theo mô hình công ty theo tinh thần của Luật Chứng khoán. Sở Giao dịch chứng khoán, Trung tâm Giao dịch chứng khoán thực hiện chức năng tổ chức và giám sát giao dịch chứng khoán tập trung. Nâng cấp đồng bộ hạ tầng kỹ thuật của thị trường, đảm bảo khả năng liên kết với thị trường các nước trong khu vực;
 - Tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung (OTC) theo hướng có quản lý thông qua các giải pháp: thực hiện đăng ký, lưu ký tập trung đối với các công ty cổ phần đủ điều kiện theo quy định của Luật Chứng khoán; nghiên cứu cơ chế giao dịch đối với các chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết theo mô hình thoả thuận thông qua các công ty chứng khoán; các

giao dịch chứng khoán tập trung thanh toán và chuyển giao thông qua Trung tâm Lưu ký chứng khoán; đồng thời, thiết lập cơ chế giám sát của thị trường giao dịch chứng khoán trong việc công bố thông tin để tăng cường tính công khai, minh bạch trên thị trường, đảm bảo sự quản lý, giám sát của Nhà nước đối với các giao dịch chứng khoán, thu hẹp hoạt động trên thị trường tự do.

- Phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường:
 - Tăng số lượng hợp lý, nâng cao chất lượng hoạt động và năng lực tài chính cho các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán,... Đa dạng hoá các loại hình dịch vụ cung cấp trên thị trường, nâng cao tính chuyên nghiệp và chất lượng các dịch vụ; đảm bảo tính công khai, minh bạch và bình đẳng trên thị trường;
 - Mở rộng phạm vi hoạt động Trung tâm Lưu ký chứng khoán, áp dụng các chuẩn mực lưu ký quốc tế, thực hiện liên kết giao dịch thanh toán giữa thị trường vốn và thị trường tiền tệ;
 - Từng bước hình thành thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Cho phép thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm đủ điều kiện tại Việt Nam và 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.
- Phát triển hệ thống nhà đầu tư trong và ngoài nước:
 - Khuyến khích các định chế đầu tư chuyên nghiệp (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm...) tham gia đầu tư trên thị trường theo quy định của pháp luật. Thực hiện lộ trình mở cửa đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài vào thị trường Việt Nam theo lộ trình đã cam kết;
 - Đa dạng hoá các loại hình quỹ đầu tư; tạo điều kiện cho phép Bảo hiểm xã hội Việt Nam, Tiết kiệm bưu điện,... tham gia đầu tư trên thị trường vốn; từng bước phát triển, đa dạng hoá các quỹ hưu trí để thu hút các vốn dân cư tham gia đầu tư; khuyến khích việc thành lập các quỹ đầu tư ở nước ngoài đầu tư dài hạn vào thị trường Việt Nam.

- Hoàn thiện khung pháp lý, nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, giám sát của Nhà nước:
 - Hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý thống nhất, đồng bộ đáp ứng được yêu cầu quản lý, giám sát và hội nhập với thị trường vốn của khu vực và quốc tế;
 - Bổ sung các chế tài xử lý nghiêm minh về dân sự, hình sự để phòng ngừa và xử lý các hành vi vi phạm trong hoạt động trên thị trường vốn, thị trường chứng khoán;
 - Nghiên cứu hoàn chỉnh các chính sách về thuế, phí, lệ phí đối với hoạt động chứng khoán, khuyến khích đầu tư dài hạn, hạn chế đầu tư ngắn hạn; điều tiết lợi nhuận thu được do kinh doanh chứng khoán, đồng thời thông qua thuế, phí, lệ phí góp phần giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán và từng đối tượng, thành viên tham gia thị trường (bao gồm cả các nhà đầu tư trong và ngoài nước);
 - Áp dụng các tiêu chuẩn giám sát thị trường theo thông lệ quốc tế; đẩy mạnh việc thanh tra, kiểm tra, giám sát việc tuân thủ pháp luật của các thành viên tham gia thị trường; kiểm tra, giám sát hàng hoá đưa ra thị trường, đảm bảo tính công khai, minh bạch; tăng cường năng lực giám sát, củng cố chế thực thi của cơ quan giám sát thị trường;
 - Củng cố bộ máy, nâng cao năng lực quản lý, giám sát của Nhà nước đối với thị trường vốn; từng bước tách bạch chức năng quản lý với chức năng giám sát các hoạt động của thị trường; sớm nghiên cứu thành lập Cơ quan giám sát tài chính quốc gia, giúp Thủ tướng Chính phủ điều phối chính sách và công cụ cảnh báo, điều hành, giám sát hoạt động tài chính tiền tệ ở tầm vĩ mô.
- Chủ động mở cửa, hội nhập với khu vực và quốc tế:
 - Thực hiện mở cửa từng bước thị trường vốn cho nhà đầu tư nước ngoài theo lộ trình hội nhập đã cam kết, đồng thời đảm bảo kiểm soát được luồng

vốn vào, vốn ra; mở rộng hoạt động hợp tác quốc tế trên các mặt tư vấn chính sách, tư vấn pháp luật và phát triển thị trường;

- Đẩy mạnh công tác đào tạo, phát triển nguồn nhân lực cho thị trường vốn; tăng cường phổ cập kiến thức về thị trường vốn, thị trường chứng khoán cho công chúng, doanh nghiệp và các tổ chức kinh tế.
- Đảm bảo an ninh tài chính quốc gia: thực hiện tốt việc giám sát các giao dịch vốn; áp dụng các biện pháp kiểm soát luồng vốn chặt chẽ; trong những trường hợp cần thiết để giảm áp lực đối với tỷ giá, ngăn ngừa nguy cơ biến dạng và khủng hoảng trên thị trường, cần có những giải pháp xử lý thích hợp. Các giải pháp này được thể hiện trong văn bản quy phạm pháp luật và công bố cho nhà đầu tư được biết và chỉ áp dụng khi có những nguy cơ ảnh hưởng đến an ninh của hệ thống tài chính. Thực hiện cơ chế giám sát đặc biệt với các định chế trung gian yếu kém để giảm thiểu tác động tiêu cực có tính chất dây chuyền trong toàn hệ thống.

3.2. Niêm yết chứng khoán ở TTCK nước ngoài

Chỉ cách đây khoảng vài năm, thuật ngữ “lên sàn” còn hoàn toàn mới mẻ với đa số các nhà đầu tư Việt Nam. Nay, thuật ngữ này đã mở rộng sang cả lĩnh vực “niêm yết ở nước ngoài”. Việc niêm yết ở nước ngoài là một hướng đi mới cho các DN lớn trong việc tìm nguồn vốn kinh doanh. Đây là một giải pháp góp phần phát triển bền vững TTCK Việt Nam.

3.2.1 Lợi ích khi niêm yết chứng khoán ở TTCK nước ngoài

- Tăng cường quảng bá hình ảnh của DN và nhãn hiệu sản phẩm.
- Có khả năng tiếp cận được số lượng lớn các nhà đầu tư quốc tế, tiếp cận được với các thị trường vốn quốc tế với chi phí thấp. Chi phí sử dụng vốn huy động tại thị trường vốn quốc tế sẽ thấp hơn nhiều so với huy động vốn trong nước do các NĐT nước ngoài thường có chi phí cơ hội cho đồng vốn thấp hơn nhà đầu tư Việt Nam. Qua đó, có thể sử dụng các phương thức huy động vốn như phát hành thêm cổ phiếu, phát hành trái phiếu để thu hút vốn.

- Nhờ niêm yết tại thị trường nước ngoài cho phép DN mở rộng hoạt động sản xuất, mở rộng thị phần. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng phải tuân thủ các quy định về công bố thông tin, minh bạch hóa tài chính theo tiêu chuẩn quốc tế.
- Phân tán rủi ro thị trường trong một số ngành.

3.2.2 Các cách để niêm yết chứng khoán ở TTCK nước ngoài

Có 4 cách mà DN có thể lựa chọn để niêm yết chứng khoán ở nước ngoài.

- Thứ nhất, DN trong nước có thể niêm yết thông qua việc mua bán, sáp nhập với một DN Việt Nam khác đang niêm yết ở nước ngoài.
- Thứ hai, thực hiện mua bán/sáp nhập với một công ty nước sở tại đang có cổ phiếu giao dịch trên thị trường (cách này còn gọi là niêm yết cửa sau).
- Thứ ba, niêm yết bởi các NĐT nước ngoài của công ty mẹ ở nước ngoài vào công việc kinh doanh ở Việt Nam của họ.
- Thứ tư, đơn giản nhất, là DN đang niêm yết trên TTCK Việt Nam thực hiện bán cổ phần niêm yết trên TTCK nước ngoài theo một tỉ lệ phù hợp quy định về lượng nắm giữ của các NĐT nước ngoài. Cách thức cuối cùng đơn giản và cũng đỡ tốn kém về chi phí hơn, nhưng đòi hỏi DN phải có những bước tiếp cận cần thiết trong việc quảng bá hình ảnh của mình và có những quyết sách phù hợp hỗ trợ giá cổ phiếu sau khi lên sàn. Quan trọng nhất là DN phải xác định được mục tiêu cụ thể và định hướng rõ ràng khi thực hiện niêm yết ở thị trường vốn nước ngoài.

3.2.3 Quy định của Pháp luật Việt Nam đối việc niêm yết chứng khoán ở TTCK nước ngoài

- *Điều kiện niêm yết chứng khoán tại TTCK nước ngoài*
 - DN đó phải không thuộc danh mục ngành nghề mà pháp luật cấm bên nước ngoài tham gia và phải đảm bảo tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài theo quy định của pháp luật..
 - Có quyết định thông qua việc niêm yết tại SGDCK nước ngoài của Hội đồng quản trị hoặc của Đại hội đồng cổ đông.

- Đáp ứng các điều kiện niêm yết tại SGDCK của nước mà cơ quan quản lý TTCK hoặc SGDCK đã có thoả thuận hợp tác với UBCKNN của Việt Nam
- *Báo cáo về việc niêm yết chứng khoán tại TTCK nước ngoài*
 - Khi nộp hồ sơ niêm yết tại SGDCK nước ngoài, DN phải đồng thời nộp cho UBCKNN bản sao hồ sơ niêm yết tại SGDCK nước ngoài. Trường hợp đang niêm yết tại SGDCK, TTGDCK trong nước thì DN còn phải gửi bản sao hồ sơ cho SGDCK, TTGDCK nơi chứng khoán đang niêm yết.
 - Trong thời hạn 15 ngày, kể từ ngày được chấp thuận niêm yết hoặc huỷ bỏ niêm yết tại SGDCK nước ngoài, doanh nghiệp phải gửi cho UBCKNN bản sao giấy chấp thuận niêm yết hoặc quyết định huỷ bỏ niêm yết và công bố thông tin về việc niêm yết hoặc huỷ bỏ niêm yết chứng khoán tại SGDCK nước ngoài, tại các ấn phẩm và trang thông tin điện tử của UBCKNN.
- *Nghĩa vụ của doanh nghiệp có chứng khoán niêm yết tại TTCK nước ngoài*
 - Công bố thông tin theo quy định của pháp luật nước ngoài và pháp luật của Việt Nam.
 - Đảm bảo tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài theo quy định của pháp luật.
 - Trường hợp tổ chức đồng thời niêm yết ở thị trường chứng khoán trong nước và nước ngoài, báo cáo tài chính định kỳ phải được lập theo chuẩn mực kế toán quốc tế hoặc theo chuẩn mực kế toán quốc tế và Việt Nam, kèm theo bản giải trình các điểm khác biệt giữa các chuẩn mực kế toán.
 - Tuân thủ quy định về quản lý ngoại hối của Việt Nam đối với các giao dịch ngoại tệ liên quan đến việc niêm yết chứng khoán tại SGDCK nước ngoài

3.2.4 Những điều kiện cần đáp ứng khi niêm yết CK ở TTCK nước ngoài

Trước tiên là chọn một sàn giao dịch chứng khoán phù hợp. Câu hỏi đầu tiên mà bất kỳ một vị CEO nào cũng phải trả lời là công ty nên niêm yết trên sàn giao dịch chứng

khoán nào? Câu hỏi này không dễ trả lời vì việc nên niêm yết ở nước nào còn phụ thuộc vào lĩnh vực kinh doanh và chiến lược phát triển của công ty và sự hiểu biết của các nhà lãnh đạo công ty về tâm lý và xu hướng đầu tư của các nhà đầu tư tiềm năng trên những sàn giao dịch chứng khoán này. Tuy nhiên, điều quan trọng mà các công ty cần biết là các sàn giao dịch chứng khoán thường cạnh tranh để các công ty niêm yết trên sàn của mình. Tuy nhiên họ có thể có những quan điểm khác nhau về tiêu chuẩn chọn lựa các công ty sẽ được niêm yết.

Sau khi đã lựa chọn được sàn giao dịch chứng khoán thích hợp thì điều quan trọng tiếp theo là công ty phải hiểu biết tường tận các quy định để được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán đó. Các công ty cũng cần ý thức rằng những quy định của các sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài khắt khe hơn nhiều so với những quy định hiện đang được áp dụng cho các sàn giao dịch chứng khoán tại VN, đặc biệt là những yêu cầu liên quan đến báo cáo tài chính, quản trị doanh nghiệp, thuế và quan hệ với nhà đầu tư.

- *Yêu cầu về báo cáo tài chính*

Hầu hết tất cả các sàn giao dịch chứng khoán ở các nước đều yêu cầu các công ty phải công bố báo cáo tài chính đã được kiểm toán và được soạn lập theo các Chuẩn Mục Báo cáo Tài chính Quốc tế (IFRS) của 3 năm tài chính trước khi niêm yết.

Đa số các DN Việt Nam không soạn lập báo cáo tài chính theo IFRS, và nếu các công ty này có soạn lập báo cáo tài chính theo IFRS thì không phải lúc nào cũng được kiểm toán viên đưa ra ý kiến chấp nhận toàn phần cho các báo cáo tài chính đó. Lý do là để tuân thủ đầy đủ theo IFRS, các công ty VN cần có khả năng duy trì một hệ thống có thể lưu trữ và cung cấp được các thông tin cần thiết, bao gồm các dữ liệu quá khứ và tương lai, theo một phương thức giúp cho việc soạn lập được báo cáo tài chính theo IFRS. Các công ty cần lập một kế hoạch chi tiết vì để thực hiện được việc này công ty phải bỏ ra một chi phí đáng kể và quá trình thực hiện sẽ cần phải có sự liên kết của rất nhiều bộ phận quan trọng trong hoạt động kinh doanh của công ty. Quá trình chuẩn bị cho việc soạn lập các báo cáo tài chính theo IFRS là một công việc khá nặng nề. Các công ty vừa và nhỏ của VN có thể mất ít nhất là 2 năm để hoàn

thành quá trình chuẩn bị này. Các công ty lớn có cơ cấu kinh doanh và mô hình phức tạp có thể mất từ 3 năm trở lên để chuyển đổi qua hệ thống báo cáo theo IFRS. Do vậy, ban lãnh đạo công ty cần phải dự trù quỹ thời gian hợp lý và nguồn nhân lực giỏi để thực hiện việc chuyển đổi này. Đối với các tổ chức tài chính thì việc chuyển đổi sang báo cáo theo IFRS đặc biệt khó khăn hơn vì các tổ chức này có mạng lưới hoạt động rất rộng và sản phẩm của họ cũng rất đa dạng.

Sau khi các công ty hoàn thành việc lập báo cáo tài chính theo IFRS, các báo cáo này phải được kiểm toán. Các công ty cũng nên lưu ý là các báo cáo tài chính có ý kiến kiểm toán loại trừ, sẽ có thể không được các sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài hay các nhà đầu tư tiềm năng quốc tế chấp nhận.

Ngoài việc phải công khai các báo cáo tài chính của 3 năm tài chính trước khi niêm yết, các công ty niêm yết ở nước ngoài cũng sẽ phải tuân thủ theo các quy định chi tiết về việc báo cáo thông tin tài chính hiện hành và các yêu cầu về báo cáo khác. Ngoài các báo cáo quý chi tiết, để tuân thủ theo các quy định về niêm yết, các công ty cũng phải công bố chi tiết những sự kiện quan trọng của công ty một cách kịp thời, ví dụ như những thay đổi trong cơ cấu quản lý của công ty, các vấn đề về pháp lý cũng như các vấn đề liên quan đến môi trường.

- *Quản trị Doanh nghiệp*

Đối với các công ty niêm yết ở nước ngoài, việc quản trị doanh nghiệp tốt cũng có tầm quan trọng không kém. Các vấn đề liên quan đến giám đốc độc lập, trình bày về giao dịch với các bên liên quan, tính hiệu quả của hội đồng kiểm toán được coi là những lĩnh vực mà các công ty Việt Nam cần phải nỗ lực để thực hiện theo đúng các yêu cầu đối với các công ty niêm yết ở nước ngoài. Những công ty này cũng cần phải có các hệ thống và thủ tục kiểm soát nội bộ tốt, hoạt động một cách hiệu quả để có thể ngăn chặn được gian lận và sai sót.

- *Các quy định thuế quốc tế*

Các công ty muốn niêm yết ở nước ngoài cần lưu ý về vấn đề hoạch định thuế. Những rủi ro về thuế có thể làm sụt giảm sức hấp dẫn của cổ phiếu các công ty Việt Nam và có thể có ảnh hưởng bất lợi đến việc niêm yết ở nước ngoài của các công ty

này. Các công ty cần xem xét những vấn đề trên một cách kỹ lưỡng trước khi niêm yết ở nước ngoài.

- *Quan hệ với nhà đầu tư*

Sau khi hoàn tất việc niêm yết ở nước ngoài, các công ty Việt Nam sẽ phải tiếp xúc nhiều hơn với các nhà đầu tư quốc tế. Các nhà đầu tư này sẽ đòi hỏi công ty nỗ lực hỗ trợ để họ có thể theo dõi hoạt động của công ty. Một trang web sử dụng dễ dàng, được cập nhật kịp thời và có đầy đủ tất cả thông tin về công ty là một cách thức tốt mà các công ty nên áp dụng. Các báo cáo tài chính trước đây và hiện hành, lịch sử của công ty, thông tin trên các phương tiện đại chúng về giá cổ phiếu và các chi tiết về hoạt động kinh doanh của công ty cũng nên được cập nhật trên trang web này. Ngoài ra, các nhà đầu tư lớn như các quỹ đầu tư và những thành viên tầm cỡ khác trong giới đầu tư sẽ có thể liên lạc để tổ chức các cuộc gặp mặt với lãnh đạo hoặc để hiểu rõ thêm về các vấn đề đã được công bố ra đại chúng. Do vậy, các công ty niêm yết trên các thị trường lớn trên thế giới thường có một bộ phận chuyên trách về quan hệ với nhà đầu tư.

- *Chi phí niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài*

Các công ty Việt Nam cần ý thức rằng chi phí niêm yết trên sàn nước ngoài cao hơn rất nhiều so với chi phí niêm yết trên sàn trong nước vì quá trình này đòi hỏi phải có sự tham gia của những tổ chức có tầm cỡ quốc tế trong lĩnh vực bảo lãnh phát hành, kiểm toán, tư vấn pháp luật và tư vấn doanh nghiệp,... Một nhân tố mà các DN Việt Nam thường ít để ý đến là cần phải đảm bảo những nguồn lực thiết yếu để giám sát việc niêm yết và các nghiệp vụ có liên quan sau khi đã niêm yết. Các công ty xin niêm yết cần lưu ý rằng họ không chỉ phải tuân thủ các yêu cầu về niêm yết tại thời điểm phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng, mà quan trọng hơn là phải tiếp tục đáp ứng được những yêu cầu này và duy trì việc tuân thủ trong suốt quá trình niêm yết.

Việc niêm yết ở nước ngoài sẽ tạo ra nhiều lợi ích cho các DN Việt Nam. Tuy nhiên để tối đa hóa các lợi ích, các DN Việt Nam phải cẩn thận xem xét vấn đề này vì việc có tên công ty mình xuất hiện trên sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài không phải

là đích đến mà thực sự là điểm khởi đầu cho một hành trình mới những công ty này cam kết sẽ đi đến cùng.

- *Vai trò của các công ty kiểm toán trong việc niêm yết ở nước ngoài*

Sự tham gia chính của các công ty kiểm toán trong quá trình niêm yết ở nước ngoài phần lớn việc kiểm toán các báo cáo tài chính soạn lập theo IFRS. Tương tự việc kiểm toán các báo cáo tài chính được soạn lập theo các Chuẩn mực Kế toán Việt Nam, việc soạn lập báo cáo tài chính theo IFRS là trách nhiệm của ban giám đốc và trách nhiệm của kiểm toán viên là đưa ra ý kiến độc lập liệu các báo cáo tài chính này có được soạn lập trung thực và hợp lý, xét trên mọi phương diện trọng yếu, về tình hình tài chính của công ty hay không.

3.3. Thành lập tổ chức định mức tín nhiệm

Ngày nay hầu hết những TTCK của các nước trên thế giới đều tồn tại ít nhất một tổ chức định mức tín nhiệm, một phần là do xu thế của thời đại, nhưng phần lớn là do vai trò quan trọng của tổ chức định mức tín nhiệm trên thị trường tài chính.

3.3.1 Khái niệm định mức tín nhiệm

Định mức tín dụng DN thực chất là việc đánh giá chất lượng, mức độ tin cậy, khả năng thanh toán của một công ty phát hành đối với các công cụ nợ dựa trên các yếu tố rủi ro có liên quan. Công cụ nợ có thể là các công cụ ngắn hạn như: hối phiếu, tín phiếu, chứng chỉ tiền gửi; hoặc dài hạn như: trái phiếu, cổ phần ưu đãi cổ tức.

3.3.2 Vai trò của hệ thống định mức tín nhiệm

Định mức tín nhiệm có vai trò vô cùng quan trọng đối với thị trường tài chính mỗi quốc gia. Đặc biệt, đối với một nền tài chính mới nổi như Việt Nam thì sự có mặt của các công ty định mức tín nhiệm lớn chắc chắn sẽ tạo được niềm tin và góp phần thu hút mạnh mẽ nguồn vốn của các nhà đầu tư nước ngoài.

- *Đối với cơ quan quản lý nhà nước*

Định mức tín nhiệm giúp nhà nước quản lý vốn tại các DN được dễ dàng hơn; góp phần tạo nên một thị trường cân bằng, minh bạch thông tin. Các cơ quan quản lý nhà

nước có thể dựa trên các thông tin định mức tín nhiệm công khai để ban hành chính sách, giám sát thực hiện, cấp phép phát hành... và quản lý tốt hơn.

- *Đối với các công ty phát hành*

Định mức tín nhiệm giúp huy động vốn với chi phí hợp lý, hiệu quả; là một phương tiện để các công ty quảng bá thương hiệu với thị trường trong và ngoài nước, đồng thời tạo một cơ chế kiểm soát công khai, tạo động lực cho công ty cơ cấu tài chính, cải tiến quy trình quản lý, chất lượng và hiệu quả hoạt động.

- *Đối với giới đầu tư, các tổ chức tín dụng*

Định mức tín nhiệm là một chỉ tiêu để nhà đầu tư quyết định nên hay không nên đầu tư vào trái phiếu công ty, đầu tư với mức lãi suất bao nhiêu; là cơ sở để các ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng quyết định với các dự án vay vốn. Định mức tín nhiệm vừa phản ánh độ tin tưởng, khả năng thanh toán của nhà phát hành, vừa là một tiêu chí đánh giá chung đối với DN. Việc đánh giá DN dựa trên định mức tín nhiệm sẽ góp phần tránh những hậu quả đáng tiếc từ việc đầu tư thiếu thông tin.

3.3.3 Tiêu chí đánh giá định mức tín nhiệm

Việc đánh giá định mức tín nhiệm được thực hiện dựa trên 2 tiêu chí cơ bản là định tính và định lượng, hay còn gọi là 2 mảng phân tích: phân tích kinh doanh và phân tích tài chính.

- *Các yếu tố định tính:* được xem xét theo phương pháp bậc thang 3 bước:
 - Tình hình và triển vọng phát triển kinh tế đất nước, các yếu tố rủi ro vĩ mô, chính sách của nhà nước có ảnh hưởng đến ngành và công ty.
 - Đặc điểm của các ngành kinh tế mà công ty đang tham gia; triển vọng phát triển của ngành đó trong nền kinh tế quốc dân; tác động, ảnh hưởng của những yếu tố vĩ mô trong và ngoài nước tới ngành kinh tế; vị trí, thị phần của công ty trong ngành.
 - Chính sách quản lý trong sản xuất - kinh doanh, chính sách tài chính, quản lý vốn, marketing, bán hàng, đặc điểm công nghệ, quy trình sản xuất, khả năng, kinh nghiệm của bộ máy lãnh đạo...

- *Các yếu tố định lượng:* được xem xét dựa trên các báo cáo tài chính đã được kiểm toán, công ty ĐMTN sẽ tính toán tất cả chỉ số tài chính để đưa ra những nhận định đầy đủ nhất về tình hình tài chính hiện tại và tương lai của công ty.

3.3.4 Các bước thành lập tổ chức định mức tín nhiệm

Để thành lập một tổ chức định mức tín nhiệm, bên cạnh việc thành lập một môi trường chính sách và quản lý mà sẽ tạo điều kiện cho sự phát triển của một thị trường trái phiếu và tiền tệ sôi động, cần thực hiện các bước sau:

- Phải có một nhà tài trợ địa phương. Ban đầu có thể là chính phủ hoặc một ủy ban khu vực tư dưới sự nâng đỡ của cơ quan quản lý chứng khoán hoặc ngân hàng trung ương.
- Một nghiên cứu tiền khả thi nên được thực hiện để xác định sự có thể tồn tại của một tổ chức định mức tín nhiệm. Nghiên cứu có thể được tài trợ bởi một nhóm khu vực tư nhân, hoặc một tổ chức quốc tế cung cấp trợ giúp kỹ thuật cho các thị trường chứng khoán đang nổi.
- Nếu có thể tồn tại về mặt kinh tế, tổ chức định mức tín nhiệm nên được tổ chức. Quyền sở hữu có thể bao gồm một nhóm các tổ chức tài chính trong nước hoặc các nhà đầu tư có tổ chức mà không ai sở hữu quá 10%. Trong khi các cơ quan chính quyền có thể được phép tham gia làm chủ, nhưng dường như thích hợp chỉ giới hạn bất kỳ sự tham gia nào như vậy không hơn 25% vốn góp ban đầu. Một chọn lựa khác, một tổ chức định mức tín nhiệm trong nước có thể được thành lập như là một liên doanh với một tổ chức định mức tín nhiệm quốc tế vững chắc.
- Chính phủ nên xem xét cho phép tổ chức định mức tín nhiệm một quyền kinh doanh độc quyền trong một thời gian nhất định (có thể 5 năm) nhưng điều này phải được chứng tỏ bởi một nghiên cứu khả thi. Trong khi về dài hạn, cạnh tranh là điều rất đáng mong muốn, ở nhiều thị trường chứng khoán đang nổi không có đủ một số lượng lớn các nhà phát hành, các công cụ và các nhà đầu tư để tạo thành một hệ thống định mức cạnh tranh có thể tồn tại về mặt kinh tế.

- Một nhà tài trợ quốc tế nên được xác định để tham gia sở hữu cơ quan định mức tín nhiệm và/hoặc cung cấp trợ giúp kỹ thuật. Nhà tài trợ quốc tế có thể là một cơ quan phát triển như Công ty tài chính quốc tế (IFC), hoặc một tổ chức định mức tín nhiệm hiện hữu ở một quốc gia phát triển hoặc gần với thị trường chứng khoán đang nổi. Không có sự trợ giúp kỹ thuật từ một tổ chức định mức tín nhiệm vững chắc, sẽ không thể cho một công ty định mức tín nhiệm có danh tiếng và sự chuyên nghiệp kỹ thuật cần thiết để đạt được niềm tin của các nhà đầu tư trong nước và quốc tế.

3.3.5 Các điều kiện quyết định sự thành công của một tổ chức định mức tín nhiệm

Để trở thành tin cậy và hữu ích cho nhà đầu tư, định mức tín nhiệm phải được xem là đáng tin cậy và khách quan của các chủ thể tham gia thị trường. Để một định mức đáng tin cậy, tổ chức định mức tín nhiệm phải có kỹ thuật chuyên nghiệp, đủ nguồn lực tài chính, tiếp cận các thông tin tài chính tin cậy về người phát hành, và các thủ tục hoạt động nội bộ đưa đến công tác định mức nhất quán và tin cậy.

- *Tính độc lập*

Đây là nhân tố quan trọng hàng đầu, bắt kỳ một công ty định mức tín nhiệm nào muốn thành công đều phải bảo đảm không chịu sức ép chính trị, sức ép từ nhà phát hành. Công ty không thể vì mục đích chính trị mà ấn định xếp hạng cao hơn hay thấp hơn cho một nhà phát hành. Kết quả xếp hạng do công ty công bố cần phải đảm bảo tính khách quan, công bằng, phản ánh trung thực tình hình thực tế của nhà phát hành, điều này sẽ quyết định sự thành công hay thất bại của công ty. Có như vậy người đầu tư mới sử dụng xếp hạng tín nhiệm do công ty công bố.

- *Tiềm lực tài chính*

Khả năng tài chính là một yếu tố then chốt đối với bất cứ loại hình công ty nào, nó đảm bảo cho công ty duy trì và mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Song, đối với các công ty định mức tín nhiệm, tiềm lực tài chính còn cho phép họ chống lại các sức ép từ bên ngoài để giữ địa vị độc lập của mình trong khi ấn định xếp hạng tín nhiệm cho nhà phát hành.

- *Tiềm lực kỹ thuật*

Tiềm lực kỹ thuật của một công ty xếp hạng tín nhiệm bao gồm: Phương tiện làm việc, kỹ thuật xếp hạng và con người. Trang thiết bị tuy chỉ là một yếu tố phụ, song nó trợ giúp khá đắc lực cho các chuyên gia xếp hạng tín nhiệm hoàn thành công việc nhanh, chính xác. Vấn đề thứ 2 là kỹ thuật xếp hạng tín nhiệm, hay chính là công nghệ sản xuất của công ty định mức tín nhiệm, nó sẽ quyết định chất lượng sản phẩm. Tuy nhiên, "công nghệ" này trong công ty định mức tín nhiệm phần lớn nằm ở yếu tố con người, chính là đội ngũ chuyên gia xếp hạng tín nhiệm có chuyên môn, kinh nghiệm. Họ là những người xử lý thông tin và đưa ra kết luận về xếp hạng tín nhiệm của nhà phát hành, vậy nên trong xếp hạng tín nhiệm có mang dấu ấn khá đậm nét tư duy và trình độ nghiệp vụ của các chuyên gia. Do đó, bất cứ công ty định mức tín nhiệm nào cũng cần có một đội ngũ chuyên gia giỏi, có kinh nghiệm để đảm bảo độ chính xác của các kết quả đưa ra, đảm bảo uy tín cho công ty.

- *Khả năng tiếp cận thông tin*

Nguyên liệu chính của công ty định mức tín nhiệm là các loại thông tin. Thông tin càng đầy đủ, chính xác, càng tạo điều kiện thuận lợi cho việc đưa ra một kết quả chính xác sau này. Do đó, công ty phải có khả năng tiếp cận được nguồn thông tin đáng tin cậy về nhà phát hành dưới mọi hình thức, trực tiếp hoặc gián tiếp, chính thức hoặc không chính thức.

- *Uy tín đối với thị trường*

Cũng như bất kỳ một công ty nào, công định mức tín nhiệm cũng cần phải tạo dựng được uy tín đối với thị trường, để kết quả định mức tín nhiệm- sản phẩm mà cty cung cấp, được "người tiêu dùng"- chính là công chúng đầu tư, sử dụng.

3.3.6 Phương pháp đánh giá hệ số tín nhiệm

Tùy theo từng tổ chức, mà phương pháp đánh giá hệ số tín nhiệm có khác nhau đôi chút. Tuy vậy về cơ bản chúng khá giống nhau. Theo đó, công ty đối tượng sẽ được đánh giá từ quốc gia, môi trường, đến ngành kinh doanh mà nó đang hoạt động. Sau đó, các thông số có tính cách định tính chẳng hạn chất lượng, kỹ năng của ban quản lý, chiến lược marketing, chính sách quản lý... cũng sẽ được xem xét. Kế đó, và cũng

rất quan trọng là tất cả các chỉ số chính phản ánh tình hình tài chính sẽ được đưa ra phân tích, đánh giá. Tổng hợp lại những yếu tố trên, tổ chức đánh giá tín nhiệm sẽ xếp hạng các trái phiếu theo các mức khác nhau đã định sẵn và ký hiệu bằng các chữ cái đầu tiên; theo bảng sau:

Bảng 4: Các hạn mức của hệ số tín nhiệm đối với công cụ nợ dài hạn

Chỉ số Tín nhiệm theo S&P	Chỉ số Tín Nhiệm theo Moody's	Diễn giải	Phân loại
AAA	Aaa	Chất lượng cao nhất, ổn định, độ rủi ro thấp nhất	Trái phiếu có thể đầu tư
AA	Aa	Chất lượng cao, rủi ro thấp, Độ rủi ro chỉ cao hơn hạng AAA một bậc.	
A	A	Chất lượng khá, tuy vậy có thể bị ảnh hưởng bởi tình hình kinh tế.	
BBB	Baa	Chất lượng trung bình, an toàn trong thời gian hiện tại, tuy vậy có ẩn chứa một số yếu tố rủi ro.	
BB	Ba	Chất lượng trung bình thấp, có thể gặp khó khăn trong việc trả nợ, bị ảnh hưởng đối với sự thay đổi của tình hình kinh tế.	Trái phiếu có độ rủi ro cao
B	B	Chất lượng thấp, rủi ro cao, có nguy cơ không thanh toán đúng hạn	Trái phiếu không nên đầu tư
CCC	Caa	Rủi ro cao, chỉ có khả năng trả nợ nếu tình hình kinh tế khả quan.	
CC	Ca	Rủi ro rất cao, rất gần phá sản,	
C	C	Rủi ro rất cao, khó có khả năng thực hiện thanh toán các nghĩa vụ nợ	
D		Xếp hạng thấp nhất, đã phá sản hay hầu như sẽ phá sản	
NR	NR	Không đánh giá	

Nguồn: www.saga.vn

Đối với chỉ số Moody's, ngoài những xếp hạng cơ bản trên, hệ số 1, 2, 3 còn dùng để chia nhỏ một xếp hạng cơ bản ra làm 3 loại, trong đó 1 là cao nhất trong hạng đó, 2 là trung bình, 3 là thấp nhất, ví dụ: Aa1, Aa2, Aa3.

Còn đối với chỉ số S&P, + hay – được dùng để chia nhỏ xếp hạng. trong đó + là cao nhất trong hạng đó, không dấu là trung bình, - là thấp nhất; ví dụ: AA+, AA, AA-

Dùng chỉ số Z để ước tính hệ số Tín Nhiệm

Chỉ số Z (Z score) là công cụ được cả hai giới học thuật và thực hành, công nhận và sử dụng rộng rãi nhất trên thế giới. Chỉ số này được phát minh bởi Giáo Sư Edward I. Altman, trường kinh doanh Leonard N. Stern, thuộc trường Đại Học New York, dựa vào việc nghiên cứu khá công phu trên số lượng nhiều công ty khác nhau tại Mỹ. Mặc dù chỉ số Z này được phát minh tại Mỹ, nhưng hầu hết các nước, kể cả các nước, vẫn có thể sử dụng với độ tin cậy khá cao.

$$Z'' = 6.56X1 + 3.26X2 + 6.72X3 + 1.05X4$$

Trong đó

X1 = Tỷ số Vốn Lưu Động trên Tổng Tài Sản

X2 = Tỷ số Lợi Nhuận Giữ Lại trên Tổng Tài Sản

X3 = Tỷ Số Lợi Nhuận Trước Lãi Vay và Thuế trên Tổng Tài sản

X4 = Giá Trị Thị Trường của Vốn Chủ Sở Hữu trên Giá trị sổ sách của Tổng Nợ

Nếu $Z'' > 2.6$ Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản

Nếu $1.1 < Z'' < 2.6$ Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản

Nếu $Z'' < 1.1$ Doanh nghiệp nằm trong vùng nguy hiểm, nguy cơ phá sản cao.

Ngoài tác dụng cảnh báo dấu hiệu phá sản, Giáo Sư Edward I. Altman đã phát minh tiếp hệ số Z'' điều chỉnh. Chỉ số này bằng với chỉ số Z''+3.25 (các vùng cảnh báo phá sản vì thế cũng được tăng lên 3.25). Ông đã nghiên cứu trên 700 công ty và tìm

ra sự tương đồng giữa chỉ số Z'' điều chỉnh này với hệ số tín nhiệm S&P. Công thức Z'' điều chỉnh được xác định như sau:

$$Z'' = 3,25 + 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

Sự tương đồng giữ chỉ số Z'' điều chỉnh và xếp hạng S&P của công ty được trình bày trong bảng sau. Trong đó cột 3, định mức tín nhiệm Moody's được đưa vào theo sự tương đồng với định mức tín nhiệm S&P.

Bảng 5: Các hạn mức của hệ số tín nhiệm dựa trên hệ số Z

	Z'' điều chỉnh	Định Mức Tín Nhiệm S&P	Định Mức Tín Nhiệm Moody's	
Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản	> 8,15	AAA	Aaa	Trái phiếu có thể đầu tư
	7,60 – 8,15	AA ⁺	Aa1	
	7,30 – 7,60	AA	Aa2	
	7,00 – 7,30	AA ⁻	Aa3	
	6,85 – 7,00	A ⁺	A1	
	6,65 – 6,85	A	A2	
	6,40 – 6,65	A ⁻	A3	
	6,25 – 6,40	BBB ⁺	Baa1	
	5,85 – 6,25	BBB	Baa2	
Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản	5,65 – 5,85	BBB ⁻	Baa3	Trái phiếu có độ rủi ro cao
	5,25 – 5,65	BB ⁺	Ba1	
	4,95 – 5,25	BB	Ba2	
	4,75 – 4,95	BB ⁻	Ba3	Trái phiếu không nên đầu tư
	4,50 – 4,75	B ⁺	B1	
4,15 – 4,50	B	B2		
Doanh nghiệp nằm trong vùng nguy hiểm, nguy cơ phá sản cao.	3,75 – 4,15	B ⁻	B3	Trái phiếu không nên đầu tư
	3,20 – 3,75	CCC ⁺	Caa1	
	2,50 – 3,20	CCC	Caa2	
	1,75 – 2,50	CCC ⁻	Caa3	
	0 – 1,75	D		

Nguồn: www.saga.vn

Sự tương đồng giữa chỉ số Z'' điều chỉnh và hệ số tín nhiệm S&P là khá cao, nhưng không có nghĩa là tuyệt đối. Trong bài viết của mình, giáo sư Altman cũng trình bày một sự lệch chuẩn nằm trong khoản cho phép của hai chỉ số trên. Một điều nữa chúng ta cần phải chú ý là chỉ số Z'' điều chỉnh mặc dù được dùng khá tốt ở các thị trường

khác, cũng nên được nghiên cứu để điều chỉnh theo môi trường Việt Nam. Mặc dù ghi chú hai điểm trên, theo người viết, việc tạm ước tính hệ số tín nhiệm bằng chỉ số Z'' là đáng tin cậy và có thể dùng được. Nó có thể giúp giúp công ty và người đầu tư nhận định cơ bản về tình hình tài chính và khả năng thanh toán nợ của công ty.

3.4. Các giải pháp hỗ trợ cho sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam

3.4.1. Đa dạng hóa và nâng cao chất lượng các loại hàng hoá để đáp ứng nhu cầu của thị trường

3.4.1.1 Nâng cao hiệu quả phát hành cổ phiếu doanh nghiệp trên TTCK

TTCK là định chế bậc cao trong nền kinh tế thị trường, nó đồng thời vừa là thước đo vừa là công cụ phát triển nền kinh tế cả ở cấp vĩ mô lẫn vi mô. Việc mua cổ phiếu của DN được phát hành trên TTCK đồng nghĩa với việc NĐT bỏ phiếu lựa chọn các DN có triển vọng phát triển tốt. Hành động này mang lại nhiều lợi ích cho nhiều bên. Tuy nhiên, hiệu quả việc phát hành cổ phiếu của DN không chỉ phụ thuộc vào một phía mà phụ thuộc và tất cả các đối tượng tham gia

Thứ nhất, về phía cơ quan quản lý cấp phép hồ sơ phát hành

- Cần tăng cường hoàn thiện hơn nữa các quy định pháp lý có liên quan đến nội dung, quy trình thủ tục, điều kiện cấp phép hồ sơ phát hành của doanh nghiệp và cả quy định mức phạt, chế tài các vi phạm có liên quan đến phát hành cổ phiếu doanh nghiệp (như cần nâng mức phạt tiền cao hơn 70 triệu đồng như hiện hành).
- Nâng cao trình độ chuyên môn, tinh thần trách nhiệm và năng lực thẩm tra, thẩm định, cũng như hệ thống thông tin quản lý nhà nước, quản lý doanh nghiệp liên ngành, đa ngành và chuyên ngành cần thiết phục vụ xây dựng, triển khai và giám sát thực hiện các phương án phát hành cổ phiếu DN...
- Tăng cường phối hợp với các đơn vị hữu quan, như Ban đổi mới sắp xếp DNNN, các SGDCK và TTGDCK, các cơ quan thanh tra, giám sát, điều tra và tư pháp... để nâng cao chất lượng các hồ sơ phát hành; tăng cường ngăn chặn, xử lý kịp thời và hiệu quả các sai phạm liên quan đến cấp phép hồ sơ và thực hiện các phương án phát hành cổ phiếu DN.

Thứ hai, về phía đơn vị tư vấn phát hành

- Nâng cao trình độ chuyên môn, đạo đức nghề nghiệp cho các cán bộ của đơn vị mình.
- Tuân thủ nghiêm túc, đầy đủ các quy định pháp luật trong khi tác nghiệp.
- Chủ động và độc lập hơn trong tư vấn các nội dung, vấn đề liên quan đến phương án phát hành cổ phiếu của DN trên cơ sở nắm chắc, bám sát diễn biến thị trường, các thông tin về DN và các quy định pháp lý có liên quan; cải thiện cơ sở vật chất kỹ thuật phục vụ hoạt động của mình.

Thứ ba, về phía tổ chức phát hành

- Không coi phát hành cổ phiếu là mục đích tự thân hoặc là cơ hội đầu cơ kinh doanh cổ phiếu của DN, nhất là phát hành cổ phiếu bổ sung, cổ phiếu thưởng mà phải gắn với kế hoạch SXKD rõ ràng, cụ thể, khả thi.
- Thu thập thông tin đầy đủ về các vấn đề có liên quan tới xây dựng, triển khai, giám sát thực hiện phương án phát hành cổ phiếu.
- Thành lập bộ phận chuyên trách xây dựng phương án phát hành cổ phiếu gồm các cơ quan tư vấn và cán bộ có trách nhiệm, trình độ chuyên môn và đạo đức tốt.
- Chủ động phòng ngừa, đối phó với các vi phạm từ nội bộ hoặc từ đơn vị tư vấn trong xây dựng, triển khai phương án phát hành cổ phiếu.

Thứ tư, về phía các nhà đầu tư trên TTCK

Các NĐT cần tinh táo, thận trọng và có kiến thức hơn trong tiếp cận, phân tích thông tin và thông qua các quyết định đầu tư của mình liên quan đến phương án phát hành cổ phiếu của DN, để biết tự bảo vệ và phòng tránh những rủi ro trong đầu tư CK do thiếu kiến thức về CK và TTCK.

3.4.1.2. Triển khai giao dịch ký quỹ và nghiệp vụ bán khống trên TTCK

TTCK Việt Nam hiện nay đang trải qua giai đoạn suy giảm liên tục. Có nhiều nguyên nhân dẫn đến sự sụt giảm này, trong đó nguyên nhân hay được nhắc đến là áp lực

giải tỏa CK do NĐT đã cầm cố để vay tiền kinh doanh CK từ các NHTM. Sự sụt giảm nghiêm trọng của thị trường cho thấy bản chất rủi ro cũng như tính chất tự phát, thiếu kiểm soát của hoạt động này trên thị trường. Thực ra, mọi vấn đề đều có tính hai mặt. Cũng có quan điểm cho rằng chính các hoạt động vay và cho vay CK để thực hiện giao dịch ký quỹ cần phải được khuyến khích để thúc đẩy tính thanh khoản của TTCK, khuyến khích các NĐT tham gia vào thị trường. Điều quan trọng là phải kiểm soát chặt chẽ để phòng ngừa rủi ro và bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư. Tuy nhiên, pháp luật CK của Việt Nam hiện nay chưa có hướng dẫn cụ thể về việc cho phép CTCK triển khai các dịch vụ về giao dịch ký quỹ. Mặc dù Khoản 9, Điều 71 Luật Chứng khoán đã có quy định theo hướng mở: "công ty chứng khoán thực hiện việc bán hoặc cho khách hàng bán chứng khoán khi không sở hữu chứng khoán và cho khách hàng vay chứng khoán để bán theo quy định của Bộ Tài chính", tuy nhiên, cho đến nay, vẫn chưa có hướng dẫn nào của Bộ Tài chính được ban hành.

Giao dịch ký quỹ là giao dịch mua hoặc bán CK trong đó người mua hoặc người bán chỉ có một phần tiền hoặc CK cần thiết, phần còn lại vay từ CTCK hoặc các tổ chức tài chính CK khác. Điều đó có nghĩa là các tổ chức này đã cấp tín dụng cho khách hàng, giúp khách hàng thanh toán giao dịch. Có hai loại giao dịch ký quỹ cơ bản là giao dịch vay mua CK và bán khống. Trong giao dịch vay mua CK, NĐT chỉ thanh toán một phần tiền mua, phần còn lại do CTCK trả. Thực chất là CTCK cho khách hàng vay và nhận chính số CK đã mua được làm tài sản thế chấp cho khoản vay. Còn bán khống là việc bán CK mà mình không sở hữu vào thời điểm giao dịch. Để thực hiện giao dịch này, NĐT phải vay CK để giao trong ngày thanh toán. Như vậy, xét ở một khía cạnh nhất định, giao dịch bán khống có thể làm tăng giá CK, bởi vì nhà đầu tư sau đó phải mua lại CK để bù vào số CK đã đi vay từ CTCK, khiến giá CK có thể tăng lên ở mức độ nhất định.

Thực tế, việc cho phép thực hiện các giao dịch ký quỹ đã phổ biến ở hầu hết các TTCK phát triển với mục đích thúc đẩy giao dịch thị trường và khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư. Để có thể thực hiện được các giao dịch ký quỹ, vấn đề cơ bản là phải thừa nhận hoạt động vay và cho vay CK. Cho vay và vay CK là hình thức bù đắp lượng thiếu hụt tại thời điểm thanh toán. Trên thế giới, hoạt động vay và cho vay

CK đã phát triển hết sức mạnh mẽ trong thời gian gần đây và góp phần rất lớn vào sự phát triển chung của các TTCK các nước. Hoạt động này không chỉ dừng lại ở việc tài trợ CK và tiền để thực hiện các giao dịch ký quỹ, mà còn phục vụ cho nhiều mục đích khác như: vay CK khi có nhu cầu phải giao CK mà họ chưa mua để thực hiện hợp đồng phái sinh (ví dụ quyền mua), dùng CK làm tài sản cầm cố, hoặc làm đảm bảo cho một giao dịch vay CK khác, khắc phục sự cố mất khả năng thanh toán trong hệ thống thanh toán CK.

Hiện nay đang có hai xu hướng chính tại các TTCK trên thế giới trong việc thành lập các tổ chức thực hiện các nghiệp vụ vay và cho vay CK. Đối với một số quốc gia và vùng lãnh thổ (như: Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản...) cơ quan quản lý TTCK thiết lập hệ thống các Công ty Tài chính Chứng khoán với mục đích chuyên biệt để thực hiện các nghiệp vụ vay và cho vay CK nhằm triển khai các chính sách phát triển thị trường.

Đặc thù của hệ thống các Công ty Tài chính Chứng khoán tại các nước này là không đặt ra mục tiêu kinh doanh mà chủ yếu nhằm mục tiêu bình ổn giá cả và phát triển TTCK thông qua việc hỗ trợ các giao dịch CK. Việc thành lập các Công ty Tài chính Chứng khoán theo mô hình này đáp ứng được nhu cầu thúc đẩy hoạt động giao dịch của thị trường, song vẫn đảm bảo khả năng quản lý chặt chẽ để giảm thiểu khả năng rủi ro, đặc biệt là với các thị trường mới thành lập do vay và cho vay CK về bản chất là các giao dịch phức tạp và ẩn chứa nhiều rủi ro nếu hệ thống quản lý thị trường không đủ hiệu quả.

Đối với một số nước (như Mỹ) không có các tổ chức chuyên doanh lĩnh vực tài chính CK mà rất nhiều tổ chức tài chính như NHTM, nhà môi giới CK... được phép tham gia vào hoạt động này như là một trong các nghiệp vụ kinh doanh.

Cho dù thực hiện theo mô hình nào thì hoạt động này đều có một điểm chung là: vì đây là các hoạt động giao dịch phức tạp và ẩn chứa nhiều rủi ro nên thường chịu sự điều chỉnh chặt chẽ của pháp luật và thường bị hạn chế đối với các TTCK mới thành lập. Ví dụ, tại Trung Quốc, dù TTCK đã hình thành từ lâu nhưng mãi đến ngày 1/8/2006, Ủy ban Giám quản Chứng khoán Trung Quốc mới thông qua quy chế cho

phép thực hiện giao dịch ký quỹ và bán khống thông qua các CTCK và trong giai đoạn đầu, hoạt động kinh doanh này chỉ được thực hiện tại một số CTCK nhất định. Đó cũng là lý do khiến giao dịch vay và cho vay CK chưa được công nhận chính thức ở Việt Nam trong thời gian qua. Giao dịch vay và cho vay CK chỉ mới được thừa nhận một cách rất hạn chế dưới hình thức hỗ trợ chứng khoán cho các giao dịch tạm thời mất khả năng thanh toán của các thành viên (nhằm khắc phục lỗi giao dịch do thành viên gây ra, ví dụ nhập nhầm lệnh mua thành lệnh bán, dẫn đến hậu quả không có CK để giao) hoặc sử dụng CK vào mục đích cầm cố để vay tiền của các tổ chức tín dụng nhằm tiếp tục đầu tư vào CK. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển của thị trường, tính thanh khoản của thị trường ngày một nâng cao, trình độ và năng lực của các NĐT CK ngày càng hoàn thiện, cần nghiên cứu cho phép áp dụng các giao dịch loại này như một biện pháp khuyến khích giao dịch, thực hiện thông lệ và tiêu chuẩn giao dịch quốc tế.

Trong trường hợp của Việt Nam, với đặc thù TTCK còn rất non trẻ, trước mắt có thể nghiên cứu để triển khai hoạt động vay và cho vay CK theo mô hình thành lập Công ty Tài chính Chứng khoán như là một cơ quan thực hiện chính sách thị trường chứ không phải vì mục tiêu lợi nhuận (giống như Hàn Quốc, Nhật Bản và Đài Loan). Mục tiêu của việc thành lập Công ty Tài chính Chứng khoán thể hiện ở việc thúc đẩy các hoạt động giao dịch CK, bình ổn thị trường, tăng tính thanh khoản cho TTCK. Do đó, Chính phủ phải đóng vai trò quyết định trong việc thành lập Công ty Tài chính Chứng khoán Việt Nam, trong đó có sự cân nhắc các điều kiện thực tế của nền kinh tế và TTCK.

Trong thời gian đầu, do Chính phủ phải đóng vai trò chủ chốt trong việc quản lý và điều tiết hoạt động tài chính CK, mô hình phù hợp là công ty sở hữu Nhà nước hoặc Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối. Ngoài ra, cần thiết phải hình thành một hành lang pháp lý cho hoạt động vay và cho vay chứng khoán, bao gồm các quy chế về hoạt động vay và cho vay CK và bổ sung các quy định tại các văn bản pháp luật liên quan (Quy chế về đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán), trong đó những nội dung chính cần phải đề cập bao gồm:

- *Một là*, chủ thể tham gia giao dịch vay và cho vay CK: bao gồm tổ chức thanh toán trung tâm là TTLKCK, thực hiện vai trò là đối tác trung tâm điều phối hoạt động hạch toán, chuyển khoản chứng khoán vay, tài sản bảo đảm, thực hiện thanh toán cho các thành viên là các CTCK (G30 khuyến nghị rằng vai trò của công ty thanh toán bù trừ hoặc TTLKCK chỉ nên là người hỗ trợ chứ không nên cho vay từ tài khoản của riêng mình để tránh rủi ro và duy trì tính khách quan và trong sạch của thị trường. Như vậy, TTLKCK chỉ đơn thuần làm trung gian cho các giao dịch trong hệ thống trên cơ sở ghi sổ). Bên vay và cho vay là các NĐT, các CTCK, quỹ đầu tư CK, các tổ chức tín dụng, NHTM... Bên đối tác trung gian là Công ty Tài chính Chứng khoán được UBCKNN cấp phép thực hiện hoạt động vay và cho vay CK.
- *Hai là*, CK được phép vay và cho vay chỉ nên hạn chế ở những CK niêm yết tại TTGDCK, SGDCK. Ngoài ra, CK phải đáp ứng được các điều kiện là không thuộc diện CK đang bị kiểm soát hoặc bị cấm giao dịch.
- *Ba là*, tài sản bảo đảm được sử dụng trong giao dịch vay và cho vay CK là các CK niêm yết trên TTGDCK, SGDCK hoặc là tiền mặt. Nếu CK được sử dụng làm tài sản bảo đảm, các CK này cũng phải đáp ứng được các điều kiện như CK được phép vay và cho vay. Tài sản bảo đảm thường được định giá thấp hơn giá trị thực tế được xác định vào thời điểm thực hiện giao dịch.
- *Bốn là*, theo thông lệ quốc tế cần quy định rõ giao dịch vay và cho vay chứng khoán phải thực hiện trên cơ sở Hợp đồng mẫu và phải làm thành văn bản, trong đó bao gồm các nội dung chính về:
 - Tư cách các bên tham gia giao dịch
 - Quyền sở hữu đối với CK và tài sản bảo đảm
 - Loại tài sản bảo đảm, tỷ lệ tài sản bảo đảm được chấp thuận
 - Những thỏa thuận về việc giao tài sản bảo đảm và duy trì một tỷ lệ tài sản bảo đảm phù hợp khi việc định giá theo giá thị trường có biến động lớn.
 - Các quy định cụ thể hóa quyền của các bên đối tác về việc thay thế tài sản bảo đảm (nếu có).

- Cách xử lý số cổ tức được thanh toán và các quyền khác liên quan tới CK vay và tài sản đảm bảo, trong đó bao gồm cả thời điểm thực hiện thanh toán.
- Các thỏa thuận về việc xử lý những sự kiện phát sinh liên quan đến quyền đối với công ty.
- Các bước thu hồi chứng khoán và cách xử lý nếu CK đó không được giao.
- Trường hợp mất khả năng thanh toán, quyền và trách nhiệm sau đó của các bên đối tác.
- Khiếu nại giữa các bên trong trường hợp mất khả năng thanh toán...

Kinh nghiệm ở nhiều nước cho thấy việc áp dụng Hợp đồng mẫu (đã được kiểm soát) là phương án có thể giảm thiểu rủi ro và là đảm bảo chắc chắn về mặt pháp lý cho các bên trong trường hợp có sự xung đột pháp luật với các văn bản pháp lý khác có liên quan (ví dụ như các quy định của luật dân sự về vấn đề vay tài sản).

3.4.1.3. Cải tiến và đẩy mạnh quá trình cổ phần hóa DNNN

Lợi ích của việc CPH DNNN

- Những DN mà nhà nước chiếm đến 99% vốn điều lệ đã không còn là DN một chủ sở hữu mà đã trở thành một CTCP có nhiều cổ đông tham gia (nếu có chính sách bán rộng rãi cổ phần cho người lao động và NĐT bên ngoài tham gia). Khi đã trở thành công ty đại chúng thì DN phải có nghĩa vụ thường xuyên công bố thông tin, như vậy tính minh bạch trong quản trị DN đã được cải thiện.
- Đã là CTCP thì DN tạo được cơ chế trả lương và thu nhập theo cơ chế thị trường, mà không hề bị ràng buộc theo cơ chế bảng lương được ấn định từ cơ chế nhà nước – đây là một động lực để phát triển DN.
- Ban lãnh đạo DN phải chịu một sức ép lớn hơn trước rất nhiều là phải tạo lợi nhuận cho DN nhằm đủ nguồn để trả cổ tức tiền mặt cho cổ đông theo mặt bằng chung của thị trường.

- Hiện nay có 1 tình trạng phổ biến trong các Tổng công ty nhà nước là không chú trọng đến việc đạt được 1 tỷ suất lợi nhuận bình quân như các DNNN đã CPH, họ không chú trọng hoặc không có khả năng làm cho lợi nhuận của bộ phận văn phòng tổng công ty cao, mà chỉ cần có ít lợi nhuận. Việc chuyển các Tổng công ty nhà nước thành CTCP sẽ làm bộc lộ nhân sự yếu kém để cơ quan chủ quản có điều kiện thay thế nhân sự, đồng thời làm tăng hiệu quả hoạt động của các Tổng công ty nhà nước và tập đoàn kinh tế nhà nước.
- Khi đã trở thành CTCP sẽ mở ra nhiều hình thức huy động vốn mới như phát hành cổ phiếu, trả cổ phiếu bằng cổ tức... Đây là những tiền đề quan trọng để tăng cường khả năng tài chính của công ty mẹ.
- Thực tiễn về cổ phần hoá DNNN trong 15 năm qua đã chỉ ra rằng :
 - Có 1 số DNNN kinh doanh liên tục thua lỗ, đến khi cổ phần hoá thì gặp tình trạng khó bán cổ phần, cổ phần nhà nước chiếm trên 90% vốn điều lệ, nhưng chỉ sau một thời gian ngắn đa phần đối tượng này kinh doanh hiệu quả và từ đó làm nền tảng cho việc bán bớt hoặc bán hết cổ phần nhà nước.
 - Có những DNNN kinh doanh hiệu quả, khi CPH huy động vốn lớn trong bối cảnh chưa có TTCK hoặc TTCK bị khủng hoảng (giai đoạn 2001 – 2003), khi chuyển thành CTCP thì nhà nước nắm cổ phần đa số tuyệt đối, nhưng cũng chỉ 1 thời gian ngắn sau CPH, những DN đó đã tái cơ cấu được cổ phần nhà nước.

Cần xác định mục tiêu ưu tiên của cổ phần hoá DNNN trong giai đoạn hiện nay

- Theo chính sách cổ phần hoá hiện hành thì chúng ta đưa ra nhiều mục tiêu cổ phần hoá DNNN như: Thay đổi cơ chế quản lý, huy động vốn, tìm kiếm đối tác chiến lược, tạo hàng hoá cho TTCK... Đặt ra những mục tiêu này là hoàn toàn đúng đắn nhưng trong bối cảnh của TTCK hiện nay thì khi cổ phần hoá các DNNN, chúng ta không thể cùng 1 lúc đạt được ngay các mục tiêu này.
- Nếu chúng ta chỉ đặt mục tiêu ưu tiên là hoàn thành thủ tục chuyển đổi công ty nhà nước thành CTCP mà nhà nước tạm thời nắm cổ phần đa số (có thể trên

95% vốn điều lệ đối với những tập đoàn kinh tế lớn) thì những mục tiêu quan trọng khác sẽ được giải quyết nhanh sau 1 thời gian ngắn của hậu CPH.

- Để đẩy nhanh tiến trình CPH DNNN mà không làm ảnh hưởng đến sự ổn định của TTCK thì :
 - Tạm thời chấp nhận cổ phần đa số của nhà nước, có thể lên tới 95% vốn điều lệ.
 - IPO một lượng nhỏ cổ phiếu, số lượng phát hành không quá 50 tỷ đồng theo mệnh giá.
- Giải quyết vấn đề bán cổ phần cho đối tác chiến lược :
 - Vấn đề đảm bảo tốc độ cổ phần hoá DNNN phải là ưu tiên số một.
 - Đàm phán, lựa chọn đối tác chiến lược mất rất nhiều thời gian (từ 6 tháng đến 1 năm, thậm chí 2 năm, 3 năm), vì vậy không nên đặt vấn đề là đàm phán lựa chọn xong đối tác chiến lược thì mới thực hiện IPO.
 - Các cơ quan chỉ đạo CPH nêu ưu tiên tốc độ hoàn thành thủ tục chuyển thành CTCP, còn đối tác chiến lược có thể thực hiện sau CPH là tốt nhất.

Những giải pháp này hoàn toàn phù hợp với qui định hiện hành, với phương pháp này chúng ta hoàn toàn có thể đẩy nhanh tiến trình CPH DNNN mà vẫn đảm bảo kiểm soát nguồn cung, đồng thời sẽ tạo 1 lượng hàng hoá có giá trị gia tăng lớn cho nhà nước trong việc bán bớt cổ phần nhà nước khi điều kiện cho phép.

Thay đổi cơ chế quản trị doanh nghiệp cho đối tượng mà nhà nước cần nắm giữ 100% vốn điều lệ

- Các văn bản hiện hành về công ty nhà nước đã qui định 1 số đối tượng DN không CPH hoặc chưa CPH, tuy nhiên vấn đề đặt ra là làm cách nào để nâng cao quản trị DN tại các DN này nhằm bảo toàn và phát triển nguồn vốn nhà nước?
- Cần phân loại đối tượng DN này :

- Những DNNN do vấn đề bí mật về an ninh quốc phòng mà không thể công bố thông tin ra công chúng thì được xác định là DN mà nhà nước cần nắm giữ 100% vốn điều lệ.
- Những đối tượng DN còn lại chưa thể CPH hay không CPH do được xác định là những DN quan trọng thì nên chuyển sang hình thức CTCP mà nhà nước nắm giữ trên 90% vốn điều lệ. Việc chuyển đổi này chỉ có lợi cho nhà nước mà thôi.

Hy vọng rằng các cơ quan hoạch định chính sách về đổi mới DN nên tiếp thu giải pháp này và mong rằng khoảng 7 năm nữa thì diện đối tượng DN mà nhà nước cần nắm giữ 100% vốn sẽ giảm khoảng 90%.

3.4.1.4. Thành lập thị trường giao dịch phi tập trung

Sự cần thiết phải của việc thành lập thị trường giao dịch phi tập trung

- Có thể mang lại lợi nhuận lớn hơn: trong lúc thị trường niêm yết tập trung có biên độ giao dịch hẹp hơn, thì biên độ +/-20% có thể đem lại khoản lợi nhuận lớn hơn cho NĐT (tất nhiên, khả năng tổn thất nếu thua lỗ cũng cao hơn).
- Bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư, đặc biệt là NĐT nhỏ lẻ: giao dịch cổ phiếu trên thị trường phi tập trung có rất nhiều rủi ro. Các giao dịch đều mang tính tự phát, chủ yếu dựa vào sự tin tưởng lẫn nhau và không có cơ chế quản lý chặt chẽ. Thông thường, để có thể thực hiện mua/bán CK phải thông qua người thứ 3 đứng giữa làm trung gian. Điều này có thể dẫn tới khả năng gây ra các giao dịch thao túng giá. Thêm vào đó, có rất nhiều cổ phiếu giả được giao dịch nhưng không được phát hiện. Vì vậy, giao dịch cổ phiếu tập trung với cơ chế quản lý và khung pháp lý chặt chẽ sẽ tạo sự an toàn trong giao dịch, giúp NĐT yên tâm hơn khi đầu tư CK. Đồng thời cũng thu hút NĐT tham gia vào TTCK.
- Tạo tính minh bạch cho TTCK: khi thực hiện quản lý giao dịch CK của công ty đại chúng chưa niêm yết, việc giám sát quá trình công bố thông tin của công ty đại chúng sẽ chặt chẽ hơn. Các công ty đại chúng bắt buộc phải thực hiện nghĩa vụ công khai thông tin theo đúng quy định. Đó là cơ sở cho NĐT có

nguồn thông tin chính thức để tìm hiểu, xem xét, đánh giá một cách tương đối chính xác tình hình hoạt động của DN trước khi quyết định đầu tư.

- Kênh huy động vốn: công ty đại chúng đăng ký giao dịch CK chưa niêm yết tại TTGDCK Hà Nội có cơ hội quảng bá hình ảnh, uy tín doanh nghiệp, tìm kiếm đối tác... Đó là lợi thế để doanh nghiệp tiếp tục phát hành chứng khoán huy động vốn, đồng thời có điều kiện thuận lợi hơn khi niêm yết chính thức.

Nguyên tắc chung

Chứng khoán của các công ty đại chúng chưa niêm yết trên Sở/TTGDCK sẽ được đăng ký và lưu ký tập trung tại TTLK và giao dịch tại các CTCK. Kết quả giao dịch sẽ được tổng hợp qua TTGDCK Hà Nội để thực hiện thanh toán bù trừ tại TTLK. Căn cứ trên kết quả giao dịch và thanh toán bù trừ, CTCK sẽ hạch toán tăng/giảm số lượng chứng khoán trên tài khoản của nhà đầu tư liên quan.

Theo đó, CK đăng ký giao dịch bao gồm cổ phiếu của các công ty đại chúng chưa niêm yết và trái phiếu chuyển đổi của các công ty đại chúng. Tuy nhiên, những chứng khoán này phải đáp ứng đủ 3 điều kiện:

- Thứ nhất, là CK của công ty đại chúng chưa niêm yết hoặc bị hủy niêm yết tại TTGDCK Hà Nội/SGDCK TP. HCM.
- Thứ hai, CK đã được đăng ký lưu ký tại TTLK.
- Thứ ba, được 1 CTCK là thành viên bảo trợ (CTCK thành viên cam kết với công ty đại chúng thực hiện các thủ tục đăng ký giao dịch chứng khoán và bảo đảm hỗ trợ tổ chức đăng ký giao dịch trong việc thực hiện nghiêm chỉnh nghĩa vụ công bố thông tin theo quy định).

Một số quy định về giao dịch

- Đơn vị giao dịch: không quy định.
- Đơn vị yết giá: 100 đồng (đối với cổ phiếu) và 1 đồng (đối với trái phiếu).
- Mệnh giá giao dịch: 10.000 đồng (đối với cổ phiếu); 100.000 đồng (đối với trái phiếu).
- Biên độ dao động giá: +/-20%.

- Giá tham chiếu: TTGDCK Hà Nội tính toán và công bố giá tham chiếu theo phương thức bình quân gia quyền.
- Phương thức giao dịch: thỏa thuận thông thường (các bên tự thỏa thuận với nhau về điều kiện giao dịch và được đại diện giao dịch của CTCK nhập thông tin vào hệ thống đăng ký giao dịch để xác nhận các giao dịch này); thỏa thuận điện tử (đại diện giao dịch của CTCK nhập lệnh với các điều kiện giao dịch đã được xác định và lựa chọn lệnh đối ứng phù hợp để thực hiện giao dịch).
- Thời gian thực hiện: NĐT có thể thỏa thuận giao dịch với nhau bất kỳ thời gian nào trong ngày. Tuy nhiên, thời gian yêu cầu CTCK thực hiện nhập báo cáo kết quả giao dịch vào hệ thống là từ 10h - 12h và từ 13h -15h tất cả các ngày làm việc.
- Phí giao dịch: do CTCK quy định nhưng mức thu không vượt quá mức trần hay thấp hơn mức sàn do Bộ Tài chính quy định.
- Các báo cáo kết quả giao dịch đã nhập vào hệ thống không được phép huỷ bỏ. Trường hợp trong phiên giao dịch, nếu phát hiện ra sai sót trong quá trình nhập báo cáo giao dịch thì CTCK sẽ thực hiện sửa báo cáo giao dịch trên hệ thống theo quy trình do TTGDCK Hà Nội hướng dẫn.
- Lệnh chào mua/chào bán có hiệu lực tối đa trong 1 ngày giao dịch hoặc cho đến khi được thực hiện hoặc bị huỷ bỏ. Trường hợp muốn thay đổi các thông tin của lệnh chào mua/chào bán, CTCK thực hiện huỷ lệnh chào mua/chào bán cũ và nhập lại lệnh mới.

Giao dịch của nhà đầu tư

- Nhà đầu tư chỉ được có một tài khoản CK và chỉ được mở tại một CTCK duy nhất. Trường hợp NĐT đã có tài khoản giao dịch CK niêm yết thì sẽ dùng ngay tài khoản này để thực hiện giao dịch và lưu ký CK chưa niêm yết. Tài khoản sẽ được tách biệt thành 2 tiểu khoản (CK niêm yết và CK chưa niêm yết) để tiện việc theo dõi, giám sát.

- Khi đặt lệnh bán, NĐT phải có đủ số lượng CK trên tài khoản chứng khoán mở tại các CTCK được phép thực hiện giao dịch. Khi đặt lệnh mua chứng khoán, NĐT phải ký quỹ đầy đủ 100% tiền.

3.4.2 Phát triển các định chế trung gian

3.4.2.1 Nâng cao chất lượng hoạt động tại các công ty chứng khoán

Một trong những giải pháp chiến lược để nâng cao hoạt động đầu tư, giảm thiểu rủi ro trong đầu tư CK, tạo cầu nối cho cung cầu CK gặp nhau là phải mở rộng phát triển qui mô và nâng cao chất lượng dịch vụ hoạt động của các tổ chức tài chính trung gian, đặc biệt chú trọng đến việc nâng cao nghiệp vụ và tính chuyên nghiệp trong việc cung cấp dịch vụ.

CTCK là một trong những định chế tài chính trung gian quan trọng tham gia hoạt động trên TTCK. Từ khi thành lập đến nay TTCK Việt Nam đã thu hút gần 100 CTCK được thành lập. Đây cũng là thành công mà TTCK đem lại sau 8 năm đi vào hoạt động. Tuy nhiên, khi có quá nhiều CTCK cùng hoạt động trong khi số tài khoản của nhà đầu tư lại quá ít thì lại dẫn đến những cạnh tranh không lành mạnh để lôi kéo khách từ các CTCK khác về công ty của mình. Bài học từ các thị trường mới nổi cho thấy Trung Quốc trước đây có số lượng các CTCK lên đến 2.000 các công ty, nhưng đến thời điểm sụt giảm còn 70 các công ty, hiện nay là 107 các công ty. Đài Loan thời điểm cao nhất có 278 các công ty, sau đó sụt giảm còn 48 các công ty. Thái Lan trước đây cũng có tới hơn 200 các CTCK, sau đó giảm xuống còn hơn 50 các công ty.

Việc giảm số lượng các các CTCK tại các nước thường được thực hiện thông qua việc tăng yêu cầu về mức đủ vốn của các các CTCK (đây cũng là điều kiện cơ bản và khó nhất khi lập các CTCK). Điều này dẫn đến hàng loạt các cuộc sáp nhập, thu tóm, hợp nhất giữa các các công ty.

Mặt khác, theo cam kết về dịch vụ CK khi Việt Nam gia nhập WTO, vào năm 2012, các các CTCK nước ngoài được phép thành lập văn phòng đại diện, chi nhánh, các CTCK 100% vốn tại Việt Nam. Giới hạn số lượng các CTCK lúc này sẽ đặt các các CTCK trong nước vào nguy cơ bị thu tóm bởi các các công ty nước ngoài có tiềm

lực tài chính mạnh. Kinh doanh dịch vụ CK nhiều khả năng sẽ trở thành sân chơi do các nhà cung cấp dịch vụ không lồ nước ngoài thống trị, trong khi các công ty trong nước với kinh nghiệm còn non trẻ, tiềm lực kinh tế còn mỏng khó lòng sống sót trong cuộc cạnh tranh sắp tới.

Chúng ta nên tập trung vào việc nâng tiêu chí thành lập các CTCK dưới góc độ nâng cao chất lượng, như việc bắt buộc khi thành lập các CTCK mới cần phải có sự tham gia của các định chế tài chính lớn như ngân hàng, bảo hiểm...

Trong mọi thời điểm, thiết nghĩ, vấn đề chất lượng nên được đặt lên hàng đầu, nhất là trong tình hình thị trường hiện nay, việc tăng cường năng lực cho đội ngũ trung gian thị trường càng là vấn đề cấp thiết.

Trong số các nghiệp vụ kinh doanh CK thì hoạt động môi giới là quan trọng nhất và phổ biến nhất, đóng góp quan trọng cho việc tăng tính thanh khoản cho thị trường và mở rộng qui mô giao dịch thị trường. Tuy nhiên, hoạt động môi giới của hầu hết các CTCK trong thời gian qua chưa đáp ứng được sự mong đợi của khách hàng.

Nhu cầu được tư vấn của NĐT cá nhân rất cao. Nhất là thời điểm hiện nay, khi thị trường không còn cảnh mua đâu, thắng đó nên NĐT rất cần có nhiều thông tin, có người trao đổi trước khi đưa ra quyết định cuối cùng. Nhưng nhìn chung, những lời tư vấn của các nhân viên môi giới còn nặng về cảm tính, không chuyên sâu về phân tích. Hơn nữa, các quy định ràng buộc về trách nhiệm của người tư vấn hầu như không có nên NĐT phải biết sàng lọc và xem đó như một nguồn thông tin tham khảo. Để nâng cao chất lượng dịch vụ, thu hút nhiều hơn các NĐT tham gia và nhằm hạn chế rủi ro cho các NĐT, các CTCK cần phát triển các hình thức tư vấn đầu tư và nâng cao năng lực hiệu quả hoạt động tư vấn cho khách hàng:

- Các CTCK phải chủ động tuyển dụng có chọn lọc một đội ngũ nhân viên tư vấn có năng lực thực sự, có ý thức, tác phong năng động, hoạt bát, có đạo đức nghề nghiệp tốt. Đây là một trong những vấn đề khó khăn đối với các CTCK hiện nay khi mà vấn đề nhân sự trong lĩnh vực tài chính trở nên khan hiếm trong thời gian qua.

- Định kỳ, các CTCK nên tổ chức các buổi hội thảo, tọa đàm về nghiệp vụ chuyên môn, để các nhân viên nghiệp vụ học hỏi kinh nghiệm lẫn nhau, tức là không chỉ đào tạo theo hướng chuyên nghiệp, mà còn phải đào tạo song phương theo hướng đào tạo và tự đào tạo. Bên cạnh đó, các CTCK cần phải tổ chức các buổi tư vấn, thuyết trình, giải đáp những thắc mắc để nâng cao kiến thức và kinh nghiệm cho các NĐT.
- Các CTCK cũng cần có chế độ đãi ngộ xứng đáng đối với các nhân viên tư vấn làm tốt chuyên môn, nhằm khuyến khích họ phát huy hơn nữa năng lực của mình.
- Đối với việc tư vấn cho các cá nhân cần phân biệt rõ thành hai loại hình khách hàng. Đó là những người cần tư vấn sẽ phải chịu thêm một mức phí tư vấn và những người hoàn toàn không cần tư vấn. Trong đó, đối với những người cần tư vấn có thể xem xét việc phát triển loại hình tư vấn toàn phần.
- UBCK Nhà nước cần phải hoàn thiện hệ thống đào tạo, cấp phép hành nghề tư vấn CK và phổ biến kiến thức, nâng cao nhận thức cho công chúng đầu tư. Xây dựng chương trình đào tạo theo sát đúng với thực tế Việt Nam có tính chuyên sâu và riêng biệt; xây dựng đội ngũ giảng viên tốt về phẩm chất, sâu về chuyên môn và giỏi về phương pháp sư phạm là vấn đề cần phải được quan tâm; xây dựng quy trình đào tạo từ việc quản lý, ra đề thi, tổ chức thi, chấm thi, cấp chứng chỉ.
- Đối với các nhân viên của mình các công ty chứng khoán cần thường xuyên kiểm tra, phát hiện những sai sót, để chắc chắn rằng nhân viên của mình thực hiện các hành vi tư vấn đúng theo pháp luật chứng khoán và đạo đức của nhà tư vấn. Mặt khác giữa các khách hàng và công ty chứng khoán xảy ra những mâu thuẫn về quyền lợi do đó các cơ quan chức năng cần thanh tra kiểm tra thường xuyên các CTCK để đảm bảo quyền lợi khách hàng luôn đặt trước quyền lợi của công ty.

Tóm lại TTCK đóng một vai trò quan trọng trong việc huy động vốn và bổ sung các nguồn vốn đầu tư hợp lý, thông qua TTCK các nguồn vốn trong nước và nước ngoài

được tập trung sử dụng cho các dự án đầu tư, mở rộng sản xuất phát triển kinh tế... Có thể nói TTCK là một thị trường tài chính cao cấp muốn tham gia cần phải có những kiến thức và mức am hiểu nhất định. Chính vì vậy chúng ta cần phát triển các nghiệp vụ của CTCK đặc biệt là hoạt động tư vấn của các CTCK nhằm từng bước tạo một nền văn hóa chứng khoán cho công chúng nhằm mục đích phát triển TTCK nói riêng và nền kinh tế nói chung

3.4.2.2 *Thành lập quỹ bình ổn TTCK*

Khi TTCK Việt Nam đi xuống trong giai đoạn vừa qua, ý tưởng hình thành quỹ bình ổn thị trường được nhìn nhận là một hướng đi tích cực.

Quỹ bình ổn TTCK là một mô hình góp vốn bằng tiền mặt từ các công ty thành viên và các Quỹ đầu tư CK trên thị trường. Số tiền sẽ được quản lý và sử dụng bởi một công ty được lập ra chuyên để bảo đảm lợi ích cho các NĐT trong những trường hợp xấu. Như vậy khoản tiền này có thể được tung ra để bình ổn thị trường trong những lúc biến động quá dữ dội, qua đó giúp các nhà đầu tư khỏi bị sốc

Tại Hàn Quốc, mô hình này đã từng xuất hiện năm 1968. Singapore, Hồng Kông, Đài Loan cũng có mô hình quỹ bình ổn thị trường theo hình thức này. Nhật Bản đã hình thành quỹ này từ những năm 60 của thế kỷ trước. Năm 1964, khi chỉ số Nikkei của TTCK Nhật Bản từ đỉnh cao trên 1800 điểm rơi xuống gần 1000 điểm, nền kinh tế Nhật Bản cũng gặp một số khó khăn tương tự nền kinh tế Việt Nam hiện nay. Đó là, TTCK lao dốc mạnh, cán cân thanh toán thâm hụt, lạm phát tăng cao. Chính phủ Nhật Bản đã phải tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát và thành lập một công ty chứng khoán, hoạt động như mô hình một quỹ bình ổn. Các thành viên góp vốn cho công ty này thuộc lĩnh vực tư nhân, bao gồm các ngân hàng, các công ty môi giới chứng khoán. Số vốn huy động được khoảng 10 tỷ Yên. Sau hơn 1 năm, TTCK Nhật đã có phần hồi phục.

Cần nhìn nhận rằng mục tiêu của Quỹ là bình ổn thị trường. Vì vậy, quỹ có tác động ổn định thị trường trong ngắn hạn và phát triển thị trường trong dài hạn. Trong ngắn hạn, các thành viên tham gia quỹ có thể gặp một số khó khăn khi phải hy sinh lợi ích ngắn hạn để phục vụ mục tiêu dài hạn.

Tuy nhiên, cơ chế điều hành và quản trị nguồn vốn như thế nào để đảm bảo lợi ích công bằng của các chủ thể thị trường là một điều đáng được quan tâm. Đây là một vấn đề phức tạp và khó khăn. Mua bán như thế nào, lỗ lãi được tính toán ra sao đều là những vấn đề khó khăn cần xem xét kỹ lưỡng và cần có sự đồng thuận giữa các thành viên. Thêm vào đó, ở Việt Nam vẫn có tình trạng đầu cơ và thao túng nên việc vận hành quỹ là một vấn đề rất phức tạp.

Việc hình thành quỹ dù sao vẫn rất cần sự hỗ trợ của Chính phủ và các tổ chức. Theo đó, Nhà nước có thể trích một phần thặng dư trong quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước lớn để đóng góp vào quỹ.

Về vấn đề điều hành, chính phủ phải có đóng góp vào quỹ nhưng không nên tham gia điều hành. Việc điều hành nên để các thành viên thị trường bầu chọn, không chỉ dựa trên tiêu chí về số vốn mà quan trọng hơn là tiêu chí về đạo đức. Đồng thời, Chính phủ nên đối thoại với quỹ về hoạt động của quỹ. Ngược lại, quỹ cũng có thể thỏa thuận với Chính phủ về những điều kiện để tuân thủ các mệnh lệnh của Chính phủ, đồng thời, yêu cầu chính phủ minh bạch công khai thông tin để phục vụ các hoạt động.

3.4.3 Phát triển hệ thống điều hành của chính phủ

3.4.3.1 Nâng cao hiệu quả công tác quản lý, giám sát của nhà nước

Chúng khoán là thị trường nhạy cảm, nơi mà lòng tin của NĐT vào sự hưng thịnh của nền kinh tế, vào tính minh bạch của thị trường quyết định đến thành công của thị trường. Trong thời gian qua, niềm tin của NĐT vào thị trường đang bị lung lay bởi rất nhiều lý do, trong đó đáng kể nhất là thị trường thiếu tính minh bạch. Giao dịch nội gián, tiết lộ thông tin nội bộ, cổ đông lớn chèn ép cổ đông nhỏ, hối lộ bằng quyền mua cổ phiếu, ưu tiên lệnh công ty trước lệnh khách hàng... hàng loạt hành vi tuy chưa đến mức phải tử hình nhưng đang đánh vào cái gốc của thị trường, đó là niềm tin của nhà đầu tư. Nếu ra đi vì thua lỗ, một lúc nào đó nhà đầu tư sẽ quay lại với thị trường, nhưng nếu mất lòng tin, họ sẽ không bao giờ trở lại.

Sự phát triển của TTCK hiện cũng đang đặt ra một số vấn đề phải quan tâm xử lý như: giá một số cổ phiếu tăng liên tục ở mức cao; chất lượng dịch vụ của các tổ chức

tài chính trung gian, hoạt động tư vấn, giám sát, định giá cổ phần để niêm yết, chất lượng và quản lý thông tin còn hạn chế; các quy định về quản lý, kiểm soát thị trường đảm bảo phát triển bền vững còn thiếu và chưa đồng bộ; sự chủ động của các Bộ, ngành chức năng cũng như sự phối hợp liên ngành để thực hiện quản lý, kiểm soát TTCK chưa thật tốt; năng lực quản lý giám sát thị trường của UBCKNN còn yếu.

Để tiếp tục tạo điều kiện cho TTCK phát triển ổn định, bền vững, thực sự trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế; đồng thời, bảo đảm lợi ích hợp pháp cho nhà đầu tư, góp phần hoàn thiện và phát triển đồng bộ thị trường tài chính Việt Nam, các cơ quan chức năng cần thực hiện những vấn đề sau:

- Phát triển thị trường các giao dịch chính thức, tăng cường quản lý các công ty đại chúng theo quy định của Luật chứng khoán nhằm thu hẹp thị trường OTC.
- Giám sát các hoạt động của các quỹ đầu tư CK, đặc biệt đối với các quỹ đầu tư CK nước ngoài phải bảo đảm hoạt động theo đúng các quy định của pháp luật về tỷ lệ cổ phiếu, công bố thông tin và các quy định hiện hành khác; đồng thời, phát hiện, xử lý kịp thời và nghiêm khắc mọi hành vi vi phạm; chỉ cho phép thành lập các quỹ đầu tư CK đủ điều kiện theo quy định của pháp luật; phối hợp với Ngân hàng Nhà nước xây dựng cơ chế kiểm soát luồng tiền để giám sát hoạt động đầu tư chứng khoán của các nhà đầu tư nước ngoài ở Việt Nam. Thực hiện đăng ký lại ngay các văn phòng đại diện của các tổ chức kinh doanh chứng khoán theo quy định của Luật Chứng khoán.
- Giám sát hoạt động giao dịch trên các SGDC, TTGDCK; chú trọng kiểm soát việc thực hiện quy định về công bố thông tin của các tổ chức, cá nhân hoạt động trên TTCK; bảo đảm tuân thủ quy trình về đặt lệnh giao dịch, lưu ký, thanh toán CK để các hoạt động này đều được thực hiện một cách công khai, minh bạch, đúng pháp luật.
- Giám sát hoạt động môi giới, tư vấn đầu tư, tư vấn định giá doanh nghiệp để các hoạt động dịch vụ này thực sự có chất lượng, phản ánh trung thực và là hoạt động có độ tin cậy cao đối với các NĐT chứng khoán.

- Tăng cường giám sát hoạt động giao dịch trên các SGDCK, TTGDCK; chú trọng kiểm soát việc thực hiện quy định về công bố thông tin của các tổ chức, cá nhân hoạt động trên TTCK; bảo đảm tuân thủ quy trình về đặt lệnh giao dịch, lưu ký, thanh toán CK để các hoạt động này đều được thực hiện một cách công khai, minh bạch, đúng pháp luật.
- Nghiên cứu, ban hành cơ chế tài chính phù hợp đối với UBCK, SGDCK, TTGDCK, TTLKCK, để có thể thu hút, khuyến khích cán bộ có năng lực và chuyên môn làm việc tại cơ quan quản lý, giám sát TTCK.
- Phối hợp với các cơ quan thông tin đại chúng đẩy mạnh việc thông tin tuyên truyền với nội dung và phương thức đa dạng để công chúng có hiểu biết hơn về những lợi ích cũng như những rủi ro khi tham gia thị trường.
- Tiếp tục giám sát hoạt động của các NHTM trong hoạt động repo, huy động, cho vay, cầm cố để đầu tư CK; xây dựng, củng cố về tổ chức và áp dụng các công cụ quản lý thích hợp để bảo đảm giám sát được luồng vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK trong mối liên hệ giữa TTCK và thị trường tiền tệ.

3.4.3.2 *Tuyên truyền, phổ biến kiến thức về chứng khoán và TTCK*

Kinh doanh CK không phải là đánh bạc như nhiều người nghĩ. Tuy nhiên, thống kê cả nước hiện có trên 400.000 tài khoản của nhà đầu tư tổ chức, cá nhân thì con số NĐT có bài bản và chiến lược trên các sàn CK quả là không nhiều. Nghịch lý này dẫn tới chuyện nhiều NĐT thiếu chuyên nghiệp lên sàn mơ đòi đòi bằng được trong phút chốc trong khi kiến thức, kinh nghiệm còn thiếu khiến cho mỗi khi chỉ số chứng khoán sụt giảm thì họ là những người bị ảnh hưởng đầu tiên.

Trong chiến lược phát triển TTCK, gắn với tiến trình cải cách đổi mới nền kinh tế trong giai đoạn hội nhập; một nội dung khá cần thiết đang được đặt ra hiện nay là công tác phổ cập kiến thức CK. Có thể nói, việc phổ cập kiến thức CK hiện nay chưa được thực hiện “tận gốc” và đây cũng chính là một trong những yếu tố hạn chế sự phát triển của TTCK

Hiện nay, công tác đào tạo và phổ cập hiện mới bó hẹp trong UBCKNN. Các hoạt động của UBCKNN trong khâu này mới chỉ giới hạn ở việc trực tiếp mở một số khoá

đào tạo nghiệp vụ ngắn ngày, chủ yếu ở Hà Nội, Tp.HCM với tổng số người học còn quá khiêm tốn, chỉ vài ngàn người.

Mặt khác, các khóa đào tạo của UBCKNN là những chứng chỉ cần thiết cho các cá nhân muốn hoạt động môi giới CK nên phần nào bó hẹp trong một số đối tượng của các CTCK. Các thành phần khác như NĐT, cá nhân được phổ cập chưa nhiều.

Một hạn chế lớn nhất trong công tác tuyên truyền về CK và TTCK là chưa có sự kết hợp với các phương tiện truyền thông đại chúng. Việc đưa tin về TTCK là hoàn toàn tự nguyện. Hiện mới chỉ có 1 tờ báo chuyên về TTCK. Một số báo và tạp chí kinh tế, tài chính chỉ đưa tin về TTCK trong trang mục kinh tế – xã hội hoặc thị trường tài chính nói chung.... Các cơ quan báo chí cũng chưa được giúp đỡ nhiều trong việc đào tạo phóng viên có kiến thức về CK, chưa được hoan nghênh trong công tác tuyên truyền về CK và TTCK, chưa có cơ hội và kinh nghiệm trong việc tiếp cận với kinh nghiệm TTCK nước ngoài.

Do vậy, cần phải có chiến lược cụ thể để tuyên truyền phổ cập kiến thức về TTCK.

- Mở rộng tuyên truyền, phổ cập kiến thức cho công chúng trên các phương tiện thông tin đại chúng như: báo chí, đài phát thanh, đài truyền hình, mạng Internet, các khóa đào tạo miễn phí, xây dựng các bản tin, các chuyên mục về CK và TTCK,...
- Tổ chức các trò chơi tìm hiểu về CK và TTCK trên các phương tiện truyền thanh, truyền hình, báo chí, tổ chức các cuộc thi CK ảo, thi phân tích tài chính, thi làm giám đốc tài chính, thi làm giám đốc điều hành,... cũng là biện pháp phổ biến kiến thức cho công chúng.
- Trung tâm nghiên cứu đào tạo UBCKNN cần thiết phải mở các lớp học mẫu ngắn hạn, tổ chức các buổi nói chuyện chuyên đề về CK và TTCK tại các Trung tâm văn hóa quận, huyện hay Nhà văn hóa thanh niên cho các đối tượng đang sinh hoạt tại đây để vừa có dịp vui chơi, giải trí vừa có dịp học tập bổ ích bởi vì nhu cầu tìm hiểu và tham gia TTCK trong công chúng là rất lớn.
- Các trường Đại học tiếp tục hình thành và phát triển hơn nữa bộ môn CK cũng như đưa các môn học chuyên sâu vào chương trình để vừa phục vụ công tác

đào tạo tại trường vừa đáp ứng nhu cầu học hỏi nâng cao trình độ của những người làm việc trong lĩnh vực này.

- Khuyến khích tất cả giáo viên dạy về CK phải có kinh nghiệm thực tế, tham gia đầu tư CK, tiến tới xoá bỏ việc dạy chay.
- Đào tạo bài bản về chứng khoán cho tất cả phóng viên về kinh tế.
- UBCKNN phối hợp đào tạo với các nước có TTCK phát triển để học hỏi kinh nghiệm đầu tư và tiếp cận với nền văn hóa CK tiên tiến của thế giới.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trong chương này, tác giả đưa ra các giải pháp nhằm thúc đẩy sự phát triển bền vững TTCK Việt Nam. Các giải pháp được đưa ra dựa trên chủ trương chính sách của chính phủ trong việc phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020. Do giới hạn của luận văn, tác giả chỉ tập trung vào hai giải pháp chính là việc niêm yết chứng khoán ra thị trường nước ngoài và thành lập tổ chức định mức tín nhiệm. Ngoài ra còn có các giải pháp hỗ trợ cho sự phát triển bền vững của TTCK như: nâng cao hiệu quả của việc phát hành cổ phiếu doanh nghiệp trên TTCK, đẩy nhanh quá trình CPH, đa dạng hóa các sản phẩm trên thị trường, thành lập thị trường giao dịch phi tập trung, nâng cao chất lượng hoạt động tại các CTCK, thành lập quỹ bình ổn thị trường, nâng cao hiệu quả công tác giám sát của nhà nước, tuyên truyền phổ biến kiến thức chứng khoán.

KẾT LUẬN

Qua 8 năm hoạt động, TTCK Việt Nam đã có những đóng góp to lớn cho việc phát triển ngành tài chính ngân hàng nói riêng, nền kinh tế nói chung. TTCK trở thành kênh huy động vốn hiệu quả của doanh nghiệp và của nền kinh tế thông qua việc phát hành cổ phiếu. Qua TTCK, các DN huy động được nguồn vốn khổng lồ trong dân chúng, biến nguồn vốn nhàn rỗi ngắn hạn thành các khoản đầu tư dài hạn, phục vụ cho sản xuất, kinh doanh. Hàng ngàn tỷ đồng đã được đưa vào sản xuất, kinh doanh, vòng quay vốn của toàn nền kinh tế được cải thiện rõ rệt. Nhưng bên cạnh đó, TTCK còn tiềm ẩn nhiều vấn đề cần phải giải quyết để có thể tăng trưởng bền vững, trở thành "hàn thử biểu" của nền kinh tế. Những giải pháp nhằm tăng cung kích cầu, hoàn thiện môi trường đầu tư cần nhanh chóng được triển khai thực hiện.

Chúng ta tin rằng, việc đánh giá đúng các kết quả đạt được, nhìn rõ những nguyên nhân của hạn chế thiếu sót, xác định rõ mục tiêu phát triển của thị trường và hướng giải pháp khắc phục những tồn tại sẽ thúc đẩy TTCK Việt Nam ngày một phát triển bền vững hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bùi Kim Yến, (2005), *TTCK*, Nhà xuất bản Lao động
2. Đào Lê Minh, (2002), *Những vấn đề cơ bản về chứng khoán và TTCK*, Nhà xuất bản Chính trị Quốc gia.
3. Quốc hội nước CHXHCN Việt Nam, (2006), “Luật chứng khoán”.
4. Trần Đắc Sinh, (2005), *Các giải pháp để đưa doanh nghiệp tiềm năng lên niêm yết trên TTCK*, Đề tài nghiên cứu khoa học, Sở Khoa học Công nghệ TP.HCM.
5. Trần Đắc Sinh, (2005), “Đánh giá 5 năm hoạt động của TTCK Việt Nam”, Ủy ban chứng khoán Nhà nước, TP.HCM
6. Trần Ngọc Thơ, (2005), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản Thống kê.
7. Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM, (2006), *Tổng kết 5 năm TTCK Việt Nam*, NXB Phương Đông, TP.HCM.

Các trang web

1. Ủy ban chứng khoán Nhà nước www.ssc.gov.vn
2. Bộ Tài chính www.mof.gov.vn
3. Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM www.hsx.vn
4. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội www.hastc.org.vn
5. Đầu tư chứng khoán www.vir.com.vn
6. Tin nhanh chứng khoán www.tinnhanhchungkhoan.com.vn
7. Tin nhanh Việt Nam www.vnexpress.net
8. Thời báo kinh tế Việt Nam www.vneconomy.vn
9. Saga Việt Nam www.saga.vn
10. Báo Tuổi trẻ www.tuoiitre.com.vn
11. Báo Vietnamnet vietnamnet.vn
12. Báo Thanh niên thanhnien.com.vn
13. Công ty CP Chứng khoán Thăng Long www.thanglongsc.com.vn