- Thực trạng phát triển thị trường vốn và một số định hướng giải pháp, chính sách
- Đánh giá cơ chế điều hành lãi suất thời gian qua
- Sử dụng công cụ lãi suất, tỷ giá theo hướng nào?

# Cải cách, tái cơ cấu thị trường vốn Việt Nam
## thành tựu, vấn đề và giải pháp chính sách
### KỲ 1: THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN

**TS. LÊ XUÂN SANG**
*Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương*

**TS. NGUYỄN QUỐC THÁI**
*Viện Quản lý Kinh tế, Học viện Chính trị - Hành chính Quốc gia*

*Trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu, suy giảm tăng trưởng kinh tế trong nước và tự do hóa cán cân vốn trong thời gian tới, vấn đề cải cách, tái cơ cấu thị trường vốn càng trở nên bức thiết. Trước khi đưa ra một số giải pháp chính sách cơ bản nhằm thúc đẩy thị trường phát triển nhanh, lành mạnh trong thập niên tới, bài viết đánh giá một cách ngắn gọn những thành tựu và hạn chế của quá trình cải cách, tái cơ cấu thị trường vốn trong những năm qua.*

Thị trường vốn, theo nghĩa rộng bao gồm thị trường tín dụng - ngân hàng và thị trường chứng khoán (thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu), có vai trò đặc biệt trong việc huy động và phân bổ có hiệu quả các nguồn vốn trong nền kinh tế. Sự phát triển lành mạnh, hữu hiệu của thị trường này là một nhân tố thiết yếu đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, nâng cao khả năng cạnh tranh của nền kinh tế, và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững.

Trong công cuộc Đổi mới kinh tế, nền kinh tế Việt Nam đang từng bước chuyển đổi từ cơ chế kế hoạch tập trung sang cơ chế thị trường và hội nhập sâu rộng hơn vào nền kinh tế thế giới nói chung và hệ thống tài chính toàn cầu nói riêng. Trong quá trình chuyển đổi cơ cấu kinh tế, các thể chế, cấu thành thị trường vốn cũng đã từng bước được hình thành, tái cơ cấu theo nguyên tắc thị trường, góp phần ngày càng lớn hơn trong thu hút, phân bổ các nguồn lực tài chính có hiệu quả và an toàn hơn.

## Thị trường tín dụng ngân hàng

### *Quy mô và chất lượng thị trường có bước phát triển đáng kể*

Sau gần 20 năm cải cách, tái cơ cấu, nhất là từ năm 2000 đến nay, thị trường tín dụng ngân hàng đã có những bước phát triển đáng kể về quy mô và chất lượng. Hệ thống ngân hàng đã góp phần đáng kể trong việc thúc đẩy quá trình cải cách kinh tế và phát triển nền kinh tế thị trường, đáp ứng nhu cầu vốn và dịch vụ ngân hàng của nền kinh tế, đóng góp không nhỏ cho việc tạo lập và duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, khuyến khích xuất khẩu, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và chuyển dịch cơ cấu kinh tế theo hướng công nghiệp hoá, hiện đại hoá.

Vai trò của thị trường tín dụng ngân hàng ngày càng được nâng cao, nhất là vai trò trung gian trong huy động và phân bổ nguồn vốn trong nền kinh tế. Mức huy động vốn đã tăng mạnh, từ mức tương đương 38,4% GDP năm 2000 lên 114% GDP năm 2008, với mức tăng hàng năm khoảng 25%. Tín dụng cho nền kinh tế cũng tăng từ mức tương đương 35% GDP lên 105% GDP trong giai đoạn tương ứng. So với bề dày phát triển, đây là mức huy động vốn và cho vay tương đối cao so với nhiều nền kinh tế trong khu vực ASEAN và cao hơn nhiều so với nhiều nước thuộc Liên xô cũ và Đông Âu.

Các tổ chức tín dụng ngày

càng tăng về số lượng, đa dạng hóa về loại hình hoạt động, loại hình dịch vụ và sở hữu. Vị thế độc tôn suốt một thời gian dài trong hoạt động tín dụng của các ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN) ngày càng giảm mạnh. Cơ cấu tín dụng – huy động vốn chuyển dịch theo hướng giảm thị phần của khu vực NHTMNN, tăng thị phần của cả ngân hàng tư nhân trong nước và duy trì thị phần của khu vực có vốn đầu tư nước ngoài.

Các doanh nghiệp ngoài quốc doanh, trong đó có doanh nghiệp tư nhân ngày càng được tạo điều kiện tiếp cận dễ dàng hơn các nguồn vay ngân hàng. Thủ tục, quy trình xử lý đề nghị vay tái cấp vốn từng bước được đơn giản hoá và thuận lợi hơn, không phân biệt loại hình sở hữu. Kết quả là tỷ trọng tín dụng dành cho khu vực doanh nghiệp nhà nước (DNNN) đã giảm, đồng thời, tỷ trọng cho vay các thành phần kinh tế ngoài quốc doanh, có vốn đầu tư tăng dần. Tỷ trọng cho vay đối với khu vực DNNN giảm dần chủ yếu là nhờ việc bao cấp và ưu đãi đối với khu vực này.

### *Thể chế thị trường không ngừng được đổi mới, hoàn thiện*

Thể chế tín dụng ngân hàng ngày càng được đổi mới theo cơ chế thị trường, các chuẩn mực và thông lệ quốc tế và các cam kết gia nhập WTO, xóa bỏ bao cấp trong kinh doanh tiền tệ, giảm bớt sự can thiệp không cần thiết của các cơ quan quản lý nhà nước vào hoạt động của tổ chức tín dụng (TCTD). Cơ chế tín dụng được đổi mới theo hướng các TCTD có quyền tự chủ, tự chịu trách nhiệm trong quyết định cho vay (điều kiện vay vốn, lãi suất, mức vay, thời hạn vay, phương thức cho vay), lựa chọn khách hàng và biện pháp đảm bảo tiền vay trên nguyên tắc thương mại, đảm bảo an toàn và hiệu quả và phù hợp với thông lệ quốc tế.

Nhìn chung, trong những năm gần đây, nhất là từ năm 2000, thể chế thị trường tín dụng ngân hàng đã không ngừng được hoàn thiện theo các hướng cơ bản dưới đây.

*Thứ nhất*, khung pháp lý và chính sách tín dụng ngân hàng từng bước được tự do hoá theo hướng ngày càng đối xử bình đẳng hơn đối với các NHTM thuộc các thành phần sở hữu trong và ngoài nước và dần phù hợp hơn với các nguyên tắc mở cửa cạnh tranh trên thị trường tín dụng.

*Thứ hai*, cơ chế xác định giá (mức lãi suất ngân hàng) ngày càng mang tính thị trường hơn và từng bước được tự do hoá, nhờ đó, những méo mó về giá cả, tín hiệu giá cả ngày càng giảm.

*Thứ ba*, hệ thống ngân hàng từng bước được lành mạnh hoá, nhất là với việc xử lý nợ xấu và tách bạch tín dụng chính sách ra khỏi tín dụng thương mại, tăng cường quản lý và kỷ luật trong hoạt động tín dụng, nhất là đối với các DNNN nhằm nâng cao chất lượng tín dụng và giảm thiểu các khoản nợ xấu. Nhờ đó, tính theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam, tỷ lệ nợ quá hạn so tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng đã giảm đáng kể, từ mức 13,8% năm 1999 xuống mức dưới 3% năm 2008. Việc tách bạch tín dụng chính sách ra khỏi tín dụng thương mại một mặt giúp Chính phủ tập trung thực hiện tốt các chính sách xã hội, đặc biệt là chính sách xoá đói, giảm nghèo, mặt khác tạo điều kiện cho các NHTMNN có thể hoạt động trên các nguyên tắc thị trường, nâng cao năng lực quản lý, trong đó có quản lý rủi ro tín dụng, giúp công tác kiểm tra, giám sát của ngân hàng nhà nước (NHNN) có hiệu quả hơn.

*Thứ tư*, năng lực và hiệu quả hoạt động của các NHTM dần được nâng cao bằng cách tái cơ cấu hệ thống ngân hàng thông qua các chương trình cơ cấu lại và tăng vốn tự có, lành mạnh hoá và tăng cường năng lực tài chính của hệ thống các NHTMNN. Trong thời gian tới, theo kế hoạch, vốn điều lệ của các NHTMNN sẽ tăng để đạt tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu theo thông lệ quốc tế đến năm 2010 (3.000 tỷ đồng). Bên cạnh đó, các chương trình cổ phần hoá các NHTMNN đang được triển khai thực hiện để bổ sung nguồn vốn và tăng hiệu quả hoạt động sản xuất - kinh doanh.

*Thứ năm*, các chuẩn mực và thông lệ quốc tế về hoạt động tín dụng ngân hàng, kiểm toán, kế toán và báo cáo tài chính ngày càng được áp dụng rộng rãi hơn. Trong những năm gần đây, các nguyên tắc quản lý tài chính tiên tiến và chuẩn mực quốc tế về tính minh bạch, công khai trong kế toán, kiểm toán, giám sát... đã và đang từng bước được thể chế hoá và ứng dụng rộng rãi hơn trong thực tế. Các chế định về quản trị ngân hàng cũng ngày càng được cải thiện.

*Thứ sáu*, hoạt động điều hành của NHNN ngày càng mang tính định hướng thị trường hơn và có hiệu quả hơn. Các công cụ chính sách tiền tệ (như lãi suất, dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn,...) được điều hành theo hướng chuyển dần từ việc sử dụng các công cụ tiền tệ trực tiếp sang gián tiếp với độ linh hoạt tùy từng thời kỳ, điều kiện kinh tế - tiền tệ trong nước và quốc tế.

*Thứ bảy*, hệ thống ngân hàng đã bước đầu tiếp cận với một số hình thức kinh doanh hiện đại, theo thông lệ quốc tế, áp dụng công nghệ thông tin ngân hàng hiện đại; nhiều ngân hàng đã giảm đáng kể tỷ trọng thu nhập từ hoạt động tín dụng, đa dạng hóa nguồn thu ; một số ngân hàng bắt đầu chuyển sang mô hình ngân hàng đa năng.

Đáng lưu ý là trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế toàn cầu và chính sách chống suy giảm tăng trưởng kinh tế trong nước, hệ thống ngân hàng Việt Nam, trong ngắn hạn (2008- 8/2009) vẫn hoạt động có hiệu quả cao (một phần nhờ cho vay kích cầu, mua lại trái phiếu các nhà đầu tư nước ngoài với giá rẻ, tăng các hoạt động dịch vụ ngân hàng phi tín dụng (ngoại hối, giao dịch vàng...)).

### *Một số hạn chế, yếu kém*

Bên cạnh những thành tựu nổi bật, thị trường tín dụng ngân hàng vẫn còn không ít hạn chế, yếu kém, cụ thể là:

*Thứ nhất*, mức độ tích tụ và phân khúc thị trường còn tương đối cao (so với nhiều nước XHCN trước đây ở châu Âu, các nước khác trong khu vực, ngoại trừ Trung Quốc). Các NHTMNN hiện vẫn chiếm khoảng 55 - 57% thị phần huy động tiền gửi và thị phần tín dụng của toàn hệ thống. Các quỹ tín dụng nhân dân tuy có số lượng lớn song có thị phần huy động tiền gửi rất nhỏ (dưới 1%) và hoạt động chưa có hiệu quả cao. Tuy có xu hướng giảm trong vài ba năm gần đây, sự phân khúc thị trường thể hiện tương đối rõ ở các nhóm khách hàng theo ngành nghề kinh tế và theo khu vực sở hữu. Trong khi đó, phân khúc thị trường tín dụng vi mô, tín dụng cho các DNNVV vẫn còn chưa được quan tâm đúng mức.

*Thứ hai*, rủi ro tín dụng còn tiềm ẩn, trước hết có liên quan đến các khoản nợ xấu. Trong bối cảnh giám sát còn bất cập, nguy cơ tiếp tục phát sinh nợ xấu vẫn cao từ các khoản tín dụng cho vay chính sách nói chung và cho vay kích cầu nói riêng, cho vay đầu tư bất động sản, chứng khoán. Trong bối cảnh còn bất cập trong việc kiểm soát các luồng vốn/dòng tiền, việc mở rộng quá mức mức tín dụng, nhất là trong năm 2007, năm 2009, trong chừng mực nhất định, ngoài gây sức ép lạm phát cao còn gây nên các "bong bong" tài chính (chứng khoán), "bong bong" bất động sản – điều có thể gây nên rủi ro mang tính hệ thống cho thị trường tài chính (TTTC).

Rủi ro tín dụng còn liên quan tới tình trạng "chênh lệch kép" quá mức (trong cơ cấu kỳ hạn và cơ cấu đồng tiền trong bảng cân đối tài sản của các NHTM). Tình trạng chênh lệch quá mức về cơ cấu thời hạn có thể thấy ở việc nguồn vốn huy động không kỳ hạn và ngắn hạn vẫn chiếm tỷ trọng rất lớn, khoảng 75%. Nguy cơ dạng này còn hiện hữu trong bối cảnh các NHTM có thể sử dụng một tỷ trọng đáng kể (25, 30, 40% tùy thời kỳ) trong tổng huy động vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn, đặc biệt là khi nguồn vốn được cho vay các dự án có hiệu quả thấp, thiếu sự thẩm định cần thiết. Mức chênh lệch về cơ cấu đồng tiền nghiêm trọng nhất là trong giai đoạn 1999-2002, mặc dù có giảm trong hai ba năm lại đây, song mức độ chênh lệch vẫn còn khá cao và rất nhạy cảm với biến động tỷ giá, lãi suất, nhất là trong bối cảnh tình trạng đô la hóa ở Việt Nam tương đối cao.

*Thứ ba*, tăng trưởng của thị trường vẫn còn thiếu bền vững. Vai trò huy động vốn dài hạn của thị trường tín dụng chưa được thể hiện rõ nét, nhất là từ 2008 đến nay, do phần lớn (khoảng 75%) nguồn vốn huy động là ngắn hạn (dưới 1 năm). Điều này có phần quan trọng là do mức lạm phát cao, biến động của lãi suất tương đối lớn cũng như tính hấp dẫn của gửi tiền ngân hàng chưa đủ lớn, song điều này cũng thể hiện lòng tin của người dân vào hệ thống ngân hàng còn tương đối thấp. Bên cạnh đó, cho tới nay, nguồn thu nhập của các NHTM, nhất là các NHTMNN vẫn chưa đa dạng, chủ yếu dựa trên nguồn thu từ chênh lệch lãi suất huy động và lãi suất cho vay (ví dụ, 70% đối với trong 6 tháng đầu năm 2009 Vietcombank), mặc dù các loại hình dịch vụ ngân hàng phi tín dụng đã có những bước phát triển trong vài ba năm gần đây. Hơn nữa, trên thực tế, áp lực cho vay chính sách và vấn đề "rủi ro đạo đức" vẫn còn.

Ngoài ra, tính phân khúc thị trường trong chừng mực nhất định cũng hạn chế khả năng "san sẻ" rủi ro trước những cú sốc và thu hẹp khả năng lựa chọn nguồn vay vốn của các doanh nghiệp.

*Thứ tư*, năng lực giám sát, quản trị ngân hàng nhìn chung còn hạn chế, chưa theo kịp sự phát triển năng động của thị trường. Công tác thanh tra, giám sát (cả vi mô lẫn vĩ mô) chưa đáp ứng được yêu cầu của bối cảnh mới. Hoạt động kiểm tra tại chỗ của NHNN gặp khó khăn vì hạn chế về số lượng cũng như chất lượng nguồn nhân lực, trong khi đó, giám sát từ xa còn bất cập trong việc tổng hợp, thu thập và xử lý thông tin, đặc biệt trong bối cảnh các chuẩn mực quốc tế về kế toán, kiểm toán chưa được áp dụng rộng rãi, nhất quán và thiếu hiệu lực cao. Công tác giám sát tín dụng cũng chưa bao quát hết toàn bộ các định chế tài chính có liên quan đến hoạt động tín dụng do thiếu sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan quản lý nhà nước và do mô hình quản lý hệ thống tài chính hiện tại về thực chất là quản lý theo định chế. Đặc biệt, hiện vẫn chưa có một cơ quan giám sát tài chính vĩ mô có đủ thẩm quyền và năng lực để có thể cảnh báo, ngăn ngừa và xử lý hữu hiệu các loại rủi ro của hệ thống tài chính đất nước.

Trong khi đó, các thông lệ, chuẩn mực quốc tế về quản lý, quản trị ngân hàng như quản lý rủi ro, quản trị tài sản có, tài sản nợ, khách hàng, sản phẩm, kiểm toán nội bộ,...mới được áp dụng nên chưa thật sự hiệu quả và

> Trong quá trình chuyển đổi cơ cấu kinh tế, các thể chế cấu thành thị trường vốn đã từng bước được hình thành, tái cơ cấu theo nguyên tắc thị trường, góp phần ngày càng lớn hơn trong thu hút, phân bổ các nguồn lực tài chính có hiệu quả và an toàn.

chưa có hiệu lực cao. Nhìn chung, trình độ quản trị nội tại ngân hàng còn chưa đáp ứng tốt các chuẩn mực quốc tế như CAMEL và BASEL.

*Thứ năm*, thị trường tín dụng ưu đãi tuy có xu hướng giảm tương đối mạnh song vẫn còn tồn tại cùng với thị trường tín dụng thương mại với ranh giới giữa hai thị trường này nhiều khi vẫn chưa thực sự được tách bạch rõ ràng trên thực tế.

*Thứ sáu*, bên cạnh thị trường tín dụng chính thức, ở Việt Nam còn tồn tại thị trường tín dụng phi chính thức với quy mô khá lớn. Điều này khiến NHNN khó khăn hơn trong quản lý, điều hành chính sách tiền tệ và quản lý rủi ro.

## Thị trường chứng khoán

### *Những nỗ lực đáng ghi nhận*

Trong quá trình tái cơ cấu TTTC, để tạo dựng một TTTC hiện đại, cân đối, đặc biệt là nhằm khai thông một kênh huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế, nước ta đã có những nỗ lực cải cách rất đáng ghi nhận trong xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán (TTCK). Trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu và sự suy giảm tăng trưởng kinh tế, đầu tư và thương mại trong nước chưa chấm dứt, việc đổi mới thể chế, tiếp tục tái cơ cấu TTCK có ý nghĩa quan trọng trong cả ngắn hạn và dài hạn.

> Sau gần 9 năm hoạt động, TTCK đã có những bước phát triển đáng kể về lượng và về chất. Tuy nhiên, cho đến nay thị trường vẫn còn yếu kém và chứa đựng không ít rủi ro mang tính hệ thống.

Đến nay, sau gần 9 năm hoạt động, TTCK đã có những bước phát triển đáng kể về lượng (nhất là từ giữa năm 2006 đến 12/3/2007 ) và về chất. Tính đến ngày 13/6/2009, toàn thị trường chính thức có 1082 chứng khoán, trong đó có 364 cổ phiếu, 714 loại trái phiếu và 4 chứng chỉ quỹ.

Mức giá chứng khoán trên thị trường cũng tăng rất mạnh từ năm 2006 sau khi trải qua nhiều giai đoạn trồi - sụt khác nhau. Cùng với mức giá tăng, tổng giá trị vốn hoá thị trường đã tăng khá mạnh, từ mức tương đương 3% GDP cuối năm 2005 lên 43 % GDP năm 2007, song sụt giảm xuống còn 19% GDP 2008 tính đến cuối năm 2008, và tăng trở lại ở mức 32,8% GDP 2008 đến tháng 6/2009. Giá trị thị trường trái phiếu đến 2008 tương đương hơn 14% GDP.

Vai trò của TTCK đã dần thể hiện rõ hơn là kênh huy động vốn dài hạn quan trọng cho các doanh nghiệp, nhất là từ cuối năm 2005. Tuy nhiên, từ năm 2008 đến nay, vai trò này đã bị giảm sút do thị trường lao dốc mà hậu quả là hầu hết các cuộc IPO và đấu thầu trái phiếu chính phủ đã bị thất bại.

Mức tăng trưởng nhanh của tổng giá trị vốn hoá thị trường có phần đáng kể nhờ tác động tích cực của việc thể chế TTCK đã dần được cải thiện rất đáng kể, đặc biệt, từ năm 2006 khi các Luật Chứng khoán và Nghị định 52/2006/NĐ-CP (điều chỉnh việc phát hành trái phiếu của các DNNN) ra đời và có hiệu lực.

Sự cải thiện các thể chế TTCK được thể hiện trên các phương diện chính như: (i) nới lỏng dần các điều kiện niêm yết và đưa ra các khuyến khích, ưu đãi đối với việc phát hành và niêm yết trên TTCK; (ii) đa dạng hoá hàng hoá trên TTCK thông qua việc mở rộng đối tượng CPH và đưa ra niêm yết nhiều loại hình doanh nghiệp; (iii) gắn kết hơn (tuy chưa ổn định) quá trình CPH hoá với niêm yết/đăng ký giao dịch trên trung tâm giao dịch chứng khoán; đồng thời, từng bước tháo gỡ ách tắc, rào cản trong CPH, giảm dần tình trạng CPH khép kín trong nội bộ doanh nghiệp; (iv) tăng khuyến khích đầu tư trên TTCK thông qua các chính sách, chủ trương như miễn thuế thu nhập đối với người có thu nhập cao đối với các khoản thu nhập từ cổ tức, lãi trái phiếu và chênh lệch mua bán chứng khoán; tăng tỷ lệ nắm giữ tối đa của các nhà đầu tư nước ngoài trong tổng số cổ phiếu của tổ chức niêm yết (từ 20% lên 49%) cũng như của các NHTM; sửa đổi các chính sách về quản lý ngoại hối để tạo điều kiện thuận lợi cho việc chuyển thu nhập từ đầu tư chứng khoán ra nước ngoài; thúc đẩy các tổ chức bảo hiểm tham gia đầu tư vào TTCK; giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước trong các công ty cổ phần; và nâng cao kỹ năng, hiểu biết về đầu tư chứng khoán cho các nhà đầu tư cá nhân; (v) phát triển các định chế tài chính trung gian thông qua các ưu đãi về thuế và tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong các công ty chứng khoán và các công tư quản lý quỹ liên doanh (vi) từng bước nâng cao công khai và minh bạch về thông tin về kết quả hoạt động sản xuất của các công ty niêm yết; các quy định về tăng cường công khai thông tin về đấu giá cổ phần, đấu thầu trái phiếu, của các công ty cổ phần, nhất là thông qua các TTGDCK cũng được cải thiện.

### *...và những yếu kém cần khắc phục*

Tuy đạt được nhiều thành tựu, TTCK Việt Nam đến nay vẫn còn yếu kém và chứa đựng không ít rủi ro mang tính hệ thống. Mức hiệu quả thị trường thấp còn thấp thể hiện phần nào ở thực trạng là giá cả hàng hóa không phản ánh tức thời các thông tin trên thị trường và mức biến động về giá là rất lớn. Thị trường trái phiếu, nhất là trái phiếu công ty – vốn được coi có vai trò quan trọng trong việc giảm thiểu rủi ro hệ thống (giảm thiểu sai lệch kép) vẫn còn kém phát triển. TTCK kém phát triển cũng khiến các NHTM phải "đảm trách" việc cung cấp vốn

dài hạn cho nền kinh tế - điều tạo nhiều cơ rủi ro cho toàn hệ thống TTTC.

Ngoài nhân tố xuất phát điểm thấp, sự biến động mạnh trên thị trường là do trên thị trường còn ít công ty lớn, mức giá thị trường, nhất là giá IPO, trong thời gian dài được định giá quá cao. Đặc biệt, thị trường còn bị thao túng bởi một số nhà đầu cơ lớn, nhất là trong bối cảnh tình trạng công khai minh bạch còn bất cập và chế tài thực thi, kỷ luật thị trường còn thấp. Thêm vào đó, lượng cung trên thị trường được cung ứng không đều, lúc quá nhiều, khi quá ít cũng dẫn đến những đột biến về giá cả trên thị trường. Một nguyên nhân khác là việc cổ phần hoá gắn kết không chặt với việc niêm yết (thường sau 2-5 tháng, có trường hợp kéo dài trên dưới 2 năm như SABECO, HABECO, Bảo Việt). Tính đại chúng của nhiều công ty niêm yết chưa cao, chưa đáp ứng được của một trong những tiêu chuẩn niêm yết là phân tán cổ phiếu trong công chúng.

Các nhà đầu tư, chủ yếu là các nhà đầu tư cá nhân, gần đây đã ít nhiều chuyên nghiệp hơn song vẫn còn nhiều yếu kém, nhất là trong kỹ năng đầu tư và hạn chế rủi ro. Hành vi đầu tư của hầu hết các nhà đầu tư trong nước vẫn còn mang tính "bầy đàn", nhất là trong bối cảnh thông tin thị trường còn bất cập, nhiều khi, tâm lý, hành vi đầu tư còn thái quá, không hợp lý.

Các định chế trung gian, nhất là các công ty chứng khoán do quy mô vốn nhỏ, số lượng quá đông so với tổng vốn hóa/giá trị giao dịch thị trường, năng lực về vốn và quản lý, nhân lực còn thấp, nên nhiều công ty hoạt động kém hiệu quả. Một bộ phận không nhỏ trong bối cảnh khó khăn của thị trường trong nước đã phải giảm bớt số nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán, bán bớt cổ phần cho các đối tác nước ngoài và sa thải nhân viên, kể các vị trí quản lý cấp cao.

Trên thị trường thực sự vẫn còn thiếu vắng một số định chế tài chính quan trọng như các công ty định mức tín nhiệm (có vai trò đặc biệt đối với thị trường trái phiếu), các ngân hàng đầu tư, các quỹ hưu trí và quỹ đầu tư tương hỗ. Các công ty bảo lãnh phát hành ở Việt Nam vẫn chủ yếu là các NHTMNN; các công ty chứng khoán thực hiện bảo lãnh phát hành cổ phiếu chưa nhiều, chủ yếu là bảo lãnh phát hành đối với trái phiếu chính phủ.

Cơ chế xác định giá cổ phiếu trên thị trường sơ cấp (IPO), nhất là trong giai đoạn từ quý I/2008 trở về trước, còn quá "méo mó", bị chi phối bởi các hành vi tận thu (bán giá cao cho các nhà đầu tư, kể cả đầu tư chiến lược), đầu cơ, thao túng và trục lợi bất chính và các động cơ khác, có ảnh hưởng xấu tới sự phát triển lành mạnh của thị trường (làm tăng rất nhiều lần giá trúng đấu giá). Việc công bố thông tin về doanh nghiệp đấu giá cổ phần (trong Bản cáo bạch, báo cáo tài chính) còn bất cập.

Lãi suất trái phiếu chính phủ vẫn chưa tạo ra được đường cong lãi suất chuẩn làm cơ sở cho việc phát hành trái phiếu công ty và các hoạt động đầu tư trên thị trường tài chính. Thành phần tham gia đấu thầu trái phiếu chính phủ trên thực tế chủ yếu vẫn là các NHTMNN và các hoạt động giao dịch chủ yếu trên thị trường sơ cấp. Việc thị trường cổ phiếu giao dịch rất sôi động từ năm 2006 lại đây cùng với bất ổn vĩ mô phần nào đã khiến giao dịch trái phiếu đã bị ngưng lại, làm giảm tính thanh khoản của trái phiếu và tính thị trường trong định giá lãi suất trái phiếu và sự phát triển của thị trường nói chung. Mức ấn định lãi suất trái phiếu không hợp lý, thiếu hấp dẫn là một nguyên nhân khiến nhiều cuộc đấu thầu trong năm 2008-2009 bị thất bại. Sự ra đời của thị trường chuyên biệt gần đây mong rằng giải quyết đáng kể những bất cập kể trên.

Vấn đề quản trị doanh nghiệp cổ phần tuy được cải thiện đáng kể trong các công ty niêm yết song quyền lợi hợp pháp của các cổ đông thiểu vẫn chưa được bảo vệ hữu hiệu trên thực tế. Tỷ trọng vốn nhà nước vẫn còn lớn trong nhiều DNNN lớn (khoảng 75%), là tác nhân được coi là ảnh hưởng tiêu cực tới chất lượng quản trị và hiệu quả sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp (trong thời gian dài, ở Trung Quốc tình trạng này rất phổ biến). Hiện tượng giao dịch nội gián vẫn còn và nhiều trường hợp chưa được nghiêm trị đích đáng.

Các chuẩn mực về công bố thông tin, khả năng giám sát thị trường chậm được cải thiện, không theo kịp với sự phát triển năng động, tinh vi của thị trường. Cách thức công bố thông tin chưa đáp ứng chuẩn mực quốc tế. Các thông tin đưa sai chậm được cải chính. Đối với các công ty không niêm yết, chỉ có một số nhỏ là thực hiện nghĩa vụ báo cáo cho các cơ quan nhà nước có liên quan. Khả năng kiểm soát các luồng vốn gián tiếp (nhất là giá trị, nguồn gốc) của các nhà đầu tư nước ngoài chậm được cải thiện, đặc biệt, đối với nguồn vốn đầu tư theo uỷ thác.

Các chuẩn mực kế toán, kiểm toán và báo cáo tài chính vẫn còn hạn chế, đang trong quá trình tương thích hoá với các chuẩn mực quốc tế. Tính xác thực, chất lượng của các báo cáo tài chính là rất thấp, nhất là đối với các báo cáo chưa kiểm toán. Ví dụ, số liệu kiểm toán trong Quý I/2009 cho thấy, có gần 2/3 báo cáo tài chính có sai lệch quá lớn (so với báo cáo được soát xét về mức lợi nhuận, thậm chí lỗ báo cáo thành lãi). Việc cưỡng chế thực thi pháp luật đối với các trường hợp không tuân thủ nhìn chung còn yếu. Ngoài ra, hệ thống thanh toán, hạ tầng công nghệ thông tin chưa theo kịp sự phát triển của thị trường cũng là những tác nhân kìm hãm sự phát triển lành mạnh của thị trường.

Cuối cùng, việc nhiều tổng công ty nhà nước đầu tư vào các lĩnh vực ngoài lĩnh vực kinh doanh cốt lõi (vào thị trường chứng cổ phiếu, thành lập các định chế tài chính, trong đó có các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư) trong khi thiếu năng lực cần thiết cũng không những gây rủi ro cho bản thân mà còn gây rủi ro hệ thống tài chính.

***Kỳ sau: Một số định hướng giải pháp, chính sách.***

---

*Tài liệu tham khảo:*


1. *IMF (2007), "IMF Executive Board Concludes 2007 Article IV Consultation with Vietnam", Public Information Notice (PIN) No. 07/136, November 21.*
2. *Le Xuan Sang (2003), "Developing the stock market in China: Are there any lessons to be learnt for Vietnam?", Manusscripts, Institute of East Asian Studies, Singapore, December.*
3. *Lê Xuân Sang (2007), các chuyên đề nghiên cứu trong Đề án 59 "Phát triển các thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở Việt Nam", Đề án của Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương trình Chính phủ.*
4. *Nguyễn Sơn (2009), "Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2008, dự báo năm 2009 và các giải pháp phát triển ổn định, bền vững", Bài viết Hội thảo "Cải cách thị trường tài chính Việt Nam trong bối cảnh khủng hoảng: Thực trạng, vấn đề và tầm nhìn đến năm 2020" tại Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương.*