

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NHÌN TỪ KHÍA CẠNH



CUNG - CẦU

GS.TS. NGUYỄN THỊ CÀNH
VÕ ĐÌNH VINH & NGUYỄN THỊ HAI HẰNG

Thị trường Chứng khoán VN (TTCKVN) kể từ phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 20/07/2000 cho đến nay sau chín năm hoạt động đã có những bước phát triển cao. Bên cạnh đạt được những kết quả bước đầu, TTCKVN còn nhiều hạn chế và có những biểu hiện thiếu bền vững. TTCKVN có hai trung tâm giao dịch bao gồm Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Trong giới hạn bài viết này trước khi xem xét khía cạnh cung - cầu của TTCKVN, chúng tôi muốn trình bày một cách tổng quan về thị trường, trong đó sẽ nhận diện các chủ thể tham gia thị trường. Tiếp theo sẽ tập trung phân tích hai khía cạnh cung - cầu của TTCKVN từ nghiên cứu thực nghiệm tại TTCK TP.HCM. Số liệu phân tích dựa vào số liệu thống kê và kết quả khảo sát các công ty niêm yết và chưa niêm yết, các nhà đầu tư cá nhân và các nhà đầu tư tổ chức tại TP.HCM, qua đó nhận diện những yếu tố tích cực và tiêu cực làm căn cứ đề xuất các kiến nghị, giải pháp phát triển thị trường theo hướng bền vững.

1. Tổng quan về TTCKVN

Để xem xét thị trường trước tiên cần xem xét các chủ thể tham gia thị trường. Các tổ chức và cá nhân tham gia TTCK có thể được chia thành 4 loại gồm nhà phát hành, nhà đầu tư, các tổ chức kinh doanh chứng khoán và cơ quan quản lý nhà nước. Nhà phát hành là các tổ chức thực hiện huy động vốn thông qua TTCK. Nhà phát hành là người cung cấp các chứng khoán - hàng hóa của

TTCK, bao gồm: các công ty cổ phần đại chúng, các công ty niêm yết. Nhà đầu tư là những người thực sự mua và bán chứng khoán trên TTCK. Nhà đầu tư có thể được chia thành 2 loại là nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức. Các tổ chức kinh doanh trên TTCK gồm các công ty chứng khoán. Cơ quan quản lý, giám sát TTCK là do Chính phủ thành lập nhằm mục đích bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư và bảo đảm cho thị trường hoạt động lành mạnh, phát triển vững chắc. Dưới đây sẽ xem xét các chủ thể của TTCKVN và xu hướng phát triển thị trường trong thời gian qua.

Số lượng công ty niêm yết và quy mô thị trường: Phiên giao dịch đầu tiên chỉ có 2 cổ phiếu là REE và SAM, giá trị niêm yết là 270 tỷ đồng, nhưng tính đến đầu tháng 07/2009, số lượng công ty niêm yết tại HOSE đã lên 167 công ty và tại HNX là 207 công ty, tổng khối lượng niêm yết toàn thị trường là 2.820.745.343 cổ phiếu và 1.642.990.000 trái phiếu. Mức vốn hóa thị trường tại cả HOSE và HNX tính đến 30/06/2009 đạt khoảng 442.408 tỷ đồng, chiếm trên 40% GDP.

Số lượng công ty chứng khoán: Hệ thống các tổ chức trung gian trên TTCKVN là các công ty chứng khoán đã gia tăng khá nhanh. So với thời điểm năm 2001 khi thị trường mới thành lập chỉ có 8 công ty đến nay đã tăng lên trên 100 công ty và 7 quỹ đầu tư trong và ngoài nước.

Chỉ số VN-Index: Qua 9 năm hoạt động, chỉ số VN-Index có những biến động lên, xuống theo quy luật cung cầu và tâm lý nhà đầu tư. Từ tháng

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

07/2000 đến tháng 8/2001, chỉ số VN-Index tăng nhanh chóng từ khởi điểm 100 lên 571,04 điểm. Năm 2007, TTCKVN tăng mạnh, sau đó có 3 đợt sụt giảm. VN-Index có những lúc tăng giảm đầy bất ngờ. Trong xu thế xuống dốc mạnh từ cuối 2007, đầu năm 2008 TTCKVN liên tục rơi tự do với hàng loạt các mã cổ phiếu giảm điểm mạnh (Hình 1). TTCKVN cũng chuyển động theo xu hướng của TTCK thế giới. Tuy nhiên, mức suy giảm của thị trường VN mạnh hơn thị trường các nước (Bảng 1).

phiếu Ngân hàng Đầu tư & Phát triển VN. Cho tới nay, quy mô của thị trường trái phiếu VN vẫn còn nhỏ, chưa tới 20% GDP, trong khi đó thị trường trái phiếu của các nước phát triển chiếm trên 50% GDP. Riêng ở Mỹ, thị trường trái phiếu cung cấp khoảng 60% nợ tài chính. Tại các quốc gia trong khu vực như Singapore, Thái Lan, Malaysia, thị trường trái phiếu cũng chiếm khoảng 30 – 40% GDP. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp VN cũng xảy ra tình hình tương tự. Mặc dù đây là kênh huy động vốn đầy hứa hẹn

Hình 1: Xu hướng biến động của VN-Index qua các năm



Nguồn: Công ty chứng khoán SBS

Bảng 1: Biến động của chỉ số VN-INDEX so với một số nước trong khu vực

THỊ TRƯỜNG	2007	2008	Q4/08	2009
VIỆT NAM (VN-Index)	23,30%	-65,90%	-30,90%	43,01%
SINGAPORE (FT Straits Times)	16,60%	-49,20%	-25,30%	32,11%
TOKYO (Nikkei average)	-11,13%	-42,12%	-21,30%	10,12%
Trung Quốc (Shanghai Composite)	96,70%	-65,20%	-20,10%	157,35%
Hồng Kông (Hang Seng)	39,30%	-48,30%	-20,10%	122,18%

Nguồn: Tự tổng hợp qua các trang Web

Thị trường trái phiếu: Với sự phát triển đa dạng về hàng hóa của TTCK, thì thị trường trái phiếu VN cũng có sức hấp dẫn riêng với hệ số rủi ro thấp. Hiện nay tại HNX có hơn 530 loại trái phiếu đang niêm yết. Thị trường trái phiếu có quy mô khoảng 12,5 tỷ USD. Hầu hết các công cụ nợ thường xuyên giao dịch là trái phiếu chính phủ, trái phiếu Ngân hàng Ngoại thương VN và trái

nhưng cho đến nay thị trường trái phiếu doanh nghiệp VN chưa phát triển bởi những nguyên nhân sau: (1) Chưa có một tổ chức đủ uy tín để đánh giá độ tín nhiệm của doanh nghiệp VN với lại việc thuê các tổ chức quốc tế khá tốn kém trong khi đa phần doanh nghiệp tại VN có quy mô nhỏ; và (2)

Loại trái phiếu doanh nghiệp nghèo nàn về kỳ hạn và các loại lãi suất.

So sánh chỉ số EPS và P/E TTCKVN với một số quốc gia trên thế giới. Năm 2008, chỉ số VN-Index và HNX-Index lao dốc gần 70%, phần lớn cổ phiếu của các công ty đã mất đi 2/3 giá trị, chỉ số P/E cũng giảm tương ứng. Năm 2009 vẫn còn ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu nên các

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

chỉ số đều giảm. Chỉ số giá trên thu nhập mỗi cổ phần (P/E) từ 21,73 lần vào ngày 28/12/2007, đến ngày 31/12/2008 chỉ còn 11,29 lần và ngày 08/07/2009 là 10,33 lần (Bảng 2).

Bảng 2: P/E và EPS bình quân thị trường qua các năm

	EPS			P/E		
	2006	2007	2008	28/12/07	31/12/08	8/7/09
HOSE	3,147	3,174	2,143	22,87	13,05	9,02
HNX	2,432	3,373	2,979	21,59	7,75	11,64
Toàn thị trường	2,986	3,225	2,363	22,53	11,29	10,33

Nguồn: Vietstock & EPS

Theo báo cáo *Vietnam Monitor* tháng 3/2009 của ngân hàng HSBC thì TTCKVN có mức P/E năm 2008 là 9,2 - 9,5 lần. So sánh hệ số P/E của VN đầu năm 2009 với các thị trường trong khu vực, TTCKVN có hệ số P/E ở mức 9 lần, thấp hơn mức trung bình của khu vực (hiện khoảng 11 lần). Cụ thể, VN cao hơn Thái Lan (7 lần), Indonesia (8 lần), nhưng thấp hơn Trung Quốc, Ấn Độ, Philippine (khoảng 10 lần), Malaysia (12 lần), Hồng Kông (gần 13 lần), Đài Loan (20 lần) v.v.. (Hình 2). Nguyên nhân P/E của VN thấp hơn là do chỉ số thu nhập trên cổ phiếu-EPS năm 2008 của nhiều công ty niêm yết giảm so với năm 2007.

Tổng quan về nhà đầu tư: Cùng với sự đi lên của thị trường thì số lượng tài khoản cũng tăng nhanh chóng. Đối tượng tham gia trên TTCK hiện

nay là các nhà đầu tư cá nhân, các nhà đầu tư tổ chức như các quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm, ngân hàng, công ty chứng khoán và các định chế tài chính khác. Các nhà đầu tư cá nhân vẫn là nhân

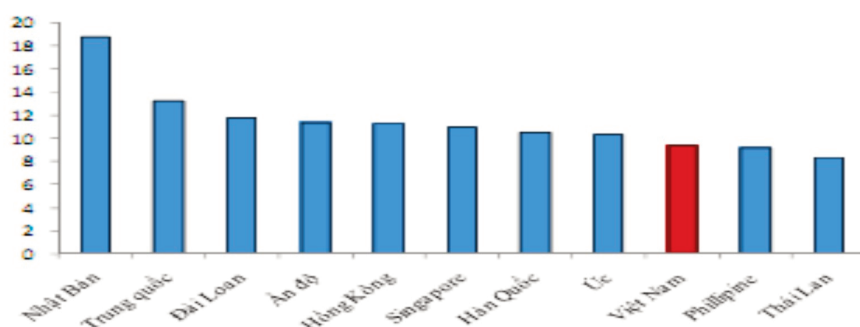
tố chính tham gia vào TTCKVN, chiếm hơn 90% tổng số tài khoản giao dịch chứng khoán với khối lượng giao dịch đạt hơn 70% tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường. Vào thời điểm bắt đầu hoạt động của thị trường, số tài khoản cá nhân mở tại các công ty chứng khoán có khoảng 1.471 tài khoản. Năm 2007, số lượng tài khoản đầu tư khoảng 340.000, tăng gấp

3 lần so với năm 2006 và tăng 230 lần so với năm 2000. Năm 2009 số lượng tài khoản đầu tư đã tăng lên trên 400.000. Số lượng các nhà đầu tư có tổ chức cũng tăng lên đáng kể, hiện có 35 quỹ đầu tư đang hoạt động tại VN, trong đó 23 quỹ đầu tư nước ngoài và 12 quỹ đầu tư trong nước. Ngoài ra, còn có gần 50 tổ chức đầu tư theo hình thức ủy thác qua công ty chứng khoán.

Xu hướng nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài gia tăng đáng kể từ tháng 10/2005 khi nhà đầu tư nước ngoài được phép nắm giữ tối đa 49% số lượng cổ phiếu niêm yết của một công ty niêm yết thay vì 30% như trước đây. Đặc biệt là sau sự kiện VN trở thành thành viên chính thức của WTO đến nay, khối nhà đầu tư nước ngoài vào TTCKVN đã tăng nhanh và đang dần dần là một

Hình 2: P/E của TTCKVN so với các TTCK trên thế giới

P/E của Việt Nam ở mức thấp so với thế giới



Nguồn: Bloomberg, BVSC

lực lượng quan trọng có ảnh hưởng khá lớn tới diễn biến thị trường. Số lượng tài khoản nhà đầu tư nước ngoài hiện có là 12.700, trong đó có khoảng 900 tài khoản của nhà đầu tư tổ chức và các quỹ đầu tư nổi tiếng như Dragon Capital, Vinacapital, Indochina Capital, Temasak v.v.. Khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài hiện chiếm hơn 45% tổng giá trị giao dịch bình quân/ngày của toàn thị trường. Điều này khẳng định sức hấp dẫn của TTCKVN. Dù vậy, qui mô của TTCKVN còn nhỏ do cung hạn chế. Về phía cầu, mặc dù số lượng nhà đầu tư tăng nhanh nhưng chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân, trong đó có dấu hiệu thiếu bền vững do một số nguyên nhân. Dưới đây sẽ phân tích làm rõ khía cạnh cung - cầu và các nhân tố tác động đến cung - cầu thị trường.

2. Cung - cầu TTCKVN và các nhân tố tác động đến cung - cầu

Để phát triển TTCK, điều thiết yếu là cần phát triển “cung” và “cầu” hàng hoá cho thị trường. Trong đó, “cung” hàng hoá thực chất liên quan tới hoạt động phát hành và niêm yết chứng khoán của các tổ chức kinh tế. Cung hàng hoá có nhiều tiềm năng, nhưng cũng còn nhiều bất cập trong giai đoạn hình thành và phát triển của TTCKVN. Các giai đoạn phát triển cung có thể được tóm lược như sau: Giai đoạn đầu của thị trường (2000-2004), tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) theo chủ trương của Nhà nước diễn ra chậm, nhiều công ty cổ phần hoạt động theo Luật doanh nghiệp chưa quan tâm đến việc phát hành chứng khoán ra công chúng, nhiều công ty đại chúng chưa có động lực niêm yết trên TTCK mặc dù đã có một số chính sách khuyến khích, ưu đãi của Nhà nước. Giai đoạn 2005-2006 đánh dấu những chuyển biến rất quan trọng về chính sách và luật pháp, ảnh hưởng tích cực đến việc tăng cung cho TTCK. Luật doanh nghiệp mới ra đời, Thủ tướng Chính phủ ban hành chỉ thị về đẩy mạnh đổi mới DNNN, Quyết định 528/QĐ-TTg gắn cổ phần hóa DNNN với TTCK, v.v.. Đặc biệt, tháng 6/2006, Quốc hội đã ban hành Luật chứng khoán với những quy định rất mới về công ty đại chúng và chào bán chứng khoán ra công chúng hướng theo chuẩn mực quốc tế. Những chính sách và luật pháp nêu trên về cơ bản đã chấm dứt việc cổ phần hóa khép kín, hạn chế bao cấp vốn cho các DNNN. Từ đó thúc đẩy các doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa qua TTCK một cách minh bạch hơn và ngày càng nhiều doanh nghiệp mong muốn

thông qua thị trường để huy động vốn, đầu tư phát triển vốn và tăng cường uy tín cũng như hình ảnh của doanh nghiệp. Một yếu tố quan trọng góp phần tăng cung hàng hoá có chất lượng là Quyết định số 1729/QĐ-TTg ngày 29/12/2006 của Thủ tướng Chính phủ, phê duyệt danh sách các tập đoàn, các tổng công ty nhà nước thực hiện cổ phần hóa giai đoạn 2007-2010. Từ đầu năm 2007, đã có nhiều công ty nộp hồ sơ đăng ký chào bán ra công chúng dưới hình thức chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, đối tác chiến lược, phát hành cổ phiếu thưởng, phát hành cổ phiếu trả cổ tức, phát hành cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động, phát hành lần đầu IPO. Theo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, năm 2007 tổng vốn huy động qua TTCK đạt 63.000 tỷ đồng, trong đó có trên 200 đợt chào bán chứng khoán ra công chúng. Năm 2008, và sang năm 2009, TTCK chịu tác động nặng nề của suy thoái kinh tế thế giới và khó khăn trong nước, có thời điểm lãi suất ngân hàng tới 21%/năm, hàng loạt hồ sơ xin phát hành cổ phiếu ra công chúng được gửi tới Ủy ban Chứng khoán, trong đó có 92 đợt chào bán chứng khoán ra công chúng được cấp phép với tổng vốn huy động (tính theo mệnh giá) là hơn 12.000 tỷ đồng. Hiện nay, các DNNN cổ phần hóa là nguồn cung cổ phiếu chủ yếu trên TTCKVN, bao gồm thị trường sơ cấp và thứ cấp. Trong vòng 8 năm qua, lượng cung hàng hoá cho TTCK tập trung tăng đáng kể. Nếu những năm đầu (2000-2004), không có doanh nghiệp nào chào bán chứng khoán qua TTCK tập trung, thì giai đoạn 2005-2008, số lượng tổ chức phát hành chào bán chứng khoán qua Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) tăng nhanh với tổng số doanh nghiệp tham gia là 138 đợt đấu giá, trong đó năm 2007 số lượng đợt đấu giá chiếm tỷ lệ lớn nhất là 55%.

Niêm yết: Sau khi phát hành, để tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu, các doanh nghiệp thường tiến hành niêm yết trên TTCK tập trung. Một doanh nghiệp niêm yết trên HOSE theo Luật chứng khoán buộc phải đáp ứng các điều kiện: (1) có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 80 tỷ đồng trở lên; (2) hai năm liên trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi và không có lỗ lũy kế; (3) không có các khoản nợ quá hạn chưa được dự phòng; và (4) tối thiểu 20% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông nắm giữ. Số lượng chứng khoán niêm yết trên TTCK TPHCM tính đến tháng 3/2009 phản ánh qua Bảng 3 dưới đây.

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

Bảng 3: Tình hình niêm yết tại HOSE tính đến tháng 3/2009

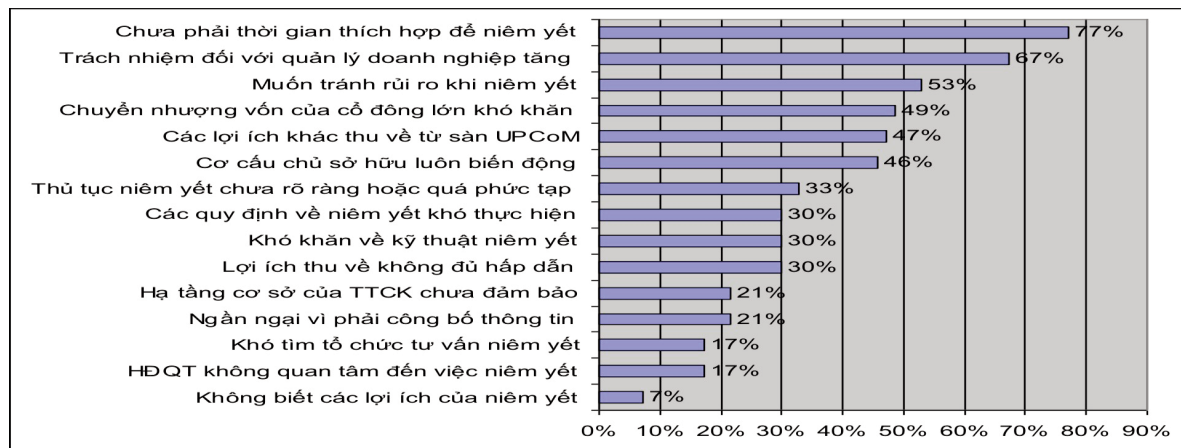
	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Chứng chỉ	Trái phiếu
Số CK niêm yết (đơn vị)	247,00	175,00	4,00	68,00
Tỉ trọng (%)	100,00	70,85	1,62	27,53
Khối lượng niêm yết (ngàn CK)	6.188.564,91	5.786.962,58	252.055,53	149.546,80
Tỉ trọng (%)	100,00	93,51	4,07	2,42
Giá trị niêm yết (triệu đồng)	75.463.210,64	57.869.625,84	2.520.555,30	15.073.029,50
Tỉ trọng (%)	100,00	76,69	3,34	19,97

Nguồn: Sở Giao dịch Chứng Khoán TP.HCM

Tuy số lượng công ty niêm yết tăng nhiều so với những năm đầu, song so với tiềm năng thì việc tăng trên vẫn còn khiêm tốn. Hiện tại có trên 3.800 DNNN được cổ phần hóa, và nhiều công ty

1 là yếu nhất. Kết quả khảo sát 100 doanh nghiệp niêm yết cho thấy nhiều yếu tố cơ sở hạ tầng TTCK còn hạn chế, chưa được đánh giá cao (Hình 4).

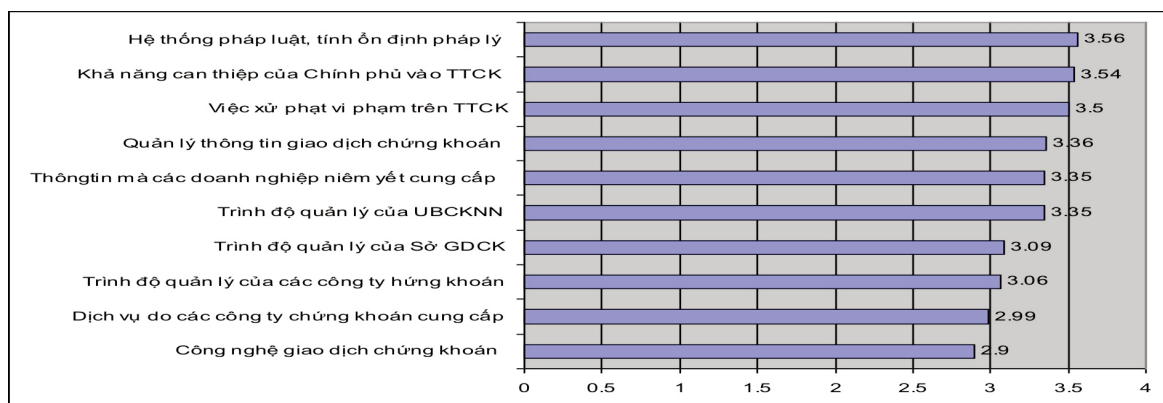
Hình 3: Lý do chưa niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán của các DN đủ điều kiện



đại chúng, nhưng số lượng niêm yết trên sàn còn là một tỷ lệ nhỏ. Để tìm hiểu nguyên nhân vì sao các doanh nghiệp không muốn niêm yết, chúng tôi tiến hành điều tra 100 doanh nghiệp hoạt động trên thị trường phi chính thức - OTC. Hình 3 phản ánh kết quả khảo sát lý do chưa niêm yết. Theo đó, lý do cơ bản khiến các doanh nghiệp chưa niêm yết là vì họ cho rằng hiện tại chưa phải là thời điểm thích hợp, kể đến là trách nhiệm quản lý, các nhân tố còn lại là do mối ngại ngại về thủ tục niêm yết, hạ tầng chứng khoán và thông tin cũng là những yếu tố hạn chế các doanh nghiệp niêm yết lên sàn. Đánh giá yếu tố hạ tầng hoạt động của TTCKVN theo thang điểm 1-5, trong đó

Từ kết quả khảo sát doanh nghiệp niêm yết và chưa niêm yết cho thấy nhân tố chính tác động đến phát hành và niêm yết chứng khoán của các công ty chưa niêm yết gồm những yếu môi trường như qui định của pháp luật về quy mô tài chính, số cổ đông nắm giữ cổ phiếu, các yếu tố về hạ tầng của thị trường, các thủ tục hành chính quan liêu, gây rắc rối trong quá trình đăng ký phát hành, niêm yết, chi phí phát hành cao, điều kiện kinh tế vĩ mô chưa ổn định, chưa được hướng dẫn thông tin rõ ràng v.v.. là những trở lực lớn đối với các doanh nghiệp chưa niêm yết.

Hình 4: Đánh giá về cơ sở hạ tầng chứng khoán VN



Ngoài ra, những yếu tố hạn chế từ nội lực bản thân doanh nghiệp đó là hiệu quả hoạt động chưa cao, qui mô còn nhỏ, nhận thức e ngại công bố thông tin, chưa hiểu rõ các qui định v.v.. là lý do khiến các doanh nghiệp chưa đăng ký niêm yết. Mặc dù cảm nhận lợi ích phát hành và niêm yết của các doanh nghiệp rất rõ ràng, nhưng những rủi ro có thể gặp phải cũng khá lớn và là nguyên nhân khiến các doanh nghiệp e dè khi đưa ra quyết định niêm yết. Đối với các doanh nghiệp đã niêm yết cũng đánh giá những điểm yếu của TTCKVN là công nghệ chứng khoán, trình độ quản lý của ba chủ thể liên quan là các công ty chứng khoán, Sở Giao dịch và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chưa cao, kể đến là vấn đề thông tin (cung cấp và quản lý) chưa tốt và khả năng can thiệp của Nhà nước chậm và chưa hiệu quả (Hình 4).

Các yếu tố về cầu liên quan đến các nhà đầu tư và các nhân tố tác động đến quyết định đầu tư của họ. Như đã nêu, hiện nay những người tham gia đầu tư trên TTCKVN là các nhà đầu tư cá nhân, các nhà đầu tư tổ chức gồm các quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm, ngân hàng, công ty chứng khoán và các định chế tài chính khác. Hiện nay, trên TTCKVN, các nhà đầu tư cá nhân vẫn là nhân tố chính tham gia vào thị trường, chiếm hơn 90% tổng số tài khoản giao dịch chứng khoán và hơn 70% tổng khối lượng giao dịch trên thị trường. Vì lý do trên, khi nghiên cứu các nhân tố tác động đến cầu, tức tác động đến quyết định mức độ đầu tư chúng tôi tiến hành khảo sát 200 nhà đầu tư cá nhân và 30 nhà đầu tư tổ chức. Kết quả khảo sát cho thấy, đối với hình thức đầu tư dài hạn (chiếm 25%) các yếu tố tác động mạnh nhất là yếu

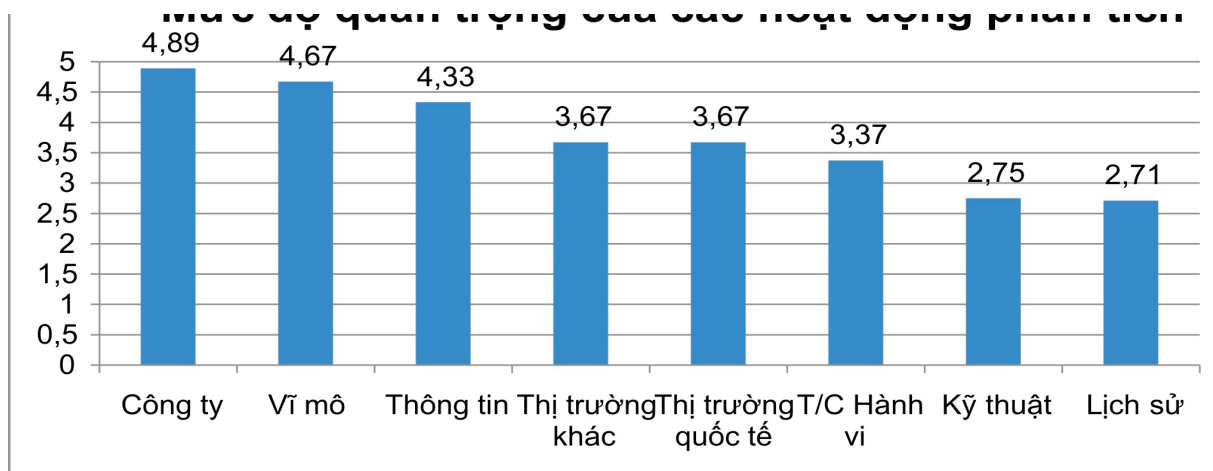
tố cơ bản (phân tích cơ bản về tình hình tài chính công ty), tuy nhiên, yếu tố tâm lý và thông tin cũng đóng vai trò quan trọng không kém. Ngược lại đối với đầu tư ngắn hạn (chiếm 75%), nhân tố tác động chủ yếu là yếu tố kỹ thuật (xem xu hướng thay đổi thị trường), yếu tố tâm lý và yếu tố thông tin (mua chứng khoán không cần quan tâm đến hàng hóa mình mua là gì, mua bán theo tin đồn và đã bỏ qua các giai đoạn phân tích cơ bản cần thiết). Cả hai hình thức đầu tư yếu tố tâm lý và yếu tố thông tin đóng vai trò cốt yếu, còn yếu tố cơ bản chỉ khi có tác động khi đầu tư dài hạn, khi đầu tư ngắn hạn, các nhà đầu tư chú trọng xem xu hướng biến động giao dịch, giá cả (yếu tố kỹ thuật). Đặc điểm của các nhà đầu tư cá nhân trên TTCKVN theo kết quả điều tra có tỷ lệ khoảng 45% chưa qua đào tạo chứng khoán, số qua đào tạo chiếm 55%, trong đó đa phần là đào tạo ngắn hạn và tự học không có chứng chỉ hành nghề. Đối với nhà đầu tư tổ chức, danh mục đầu tư gồm các loại tài sản như cổ phiếu niêm yết, cổ phiếu OTC, và trái phiếu với tỷ lệ thấp. Mức độ quan trọng của các yếu tố tác động đến quyết định đầu tư được đánh giá thông qua các chỉ tiêu sau: phân tích vĩ mô - ngành; phân tích công ty; phân tích tài chính hành vi; phân tích lịch sử; phân tích kỹ thuật; thu thập thông tin; phân tích các thị trường vàng, bất động sản, tín dụng; phân tích thị trường quốc tế. Hình 5 cho thấy các nhà đầu tư tổ chức rất coi trọng phân tích công ty, phân tích vĩ mô ngành và phân tích thông tin, họ cho rằng hoạt động này có vai trò đặc biệt quan trọng trong quyết định đầu tư, giúp có những khoản đầu tư tối ưu nhất, do vậy mức độ quan trọng có điểm số rất cao. Chẳng hạn, với thang điểm 1-5, 5 là quan trọng

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

nhất thì mức điểm trung bình mà các nhà đầu tư tổ chức đánh giá tầm quan trọng của phân tích vĩ mô, phân tích công ty và thu thập thông tin lần lượt là 4,89; 4,67 và 4,33 (Hình 5).

Hình 6 cho thấy “dịch vụ chứng khoán và công nghệ giao dịch” được đánh giá có nhiều bước tiến trong thời gian qua (trung bình khá). Hệ thống pháp luật, các quy định về hoạt động thị trường;

Hình 5: Mức độ quan trọng của các hoạt động phân tích đầu tư

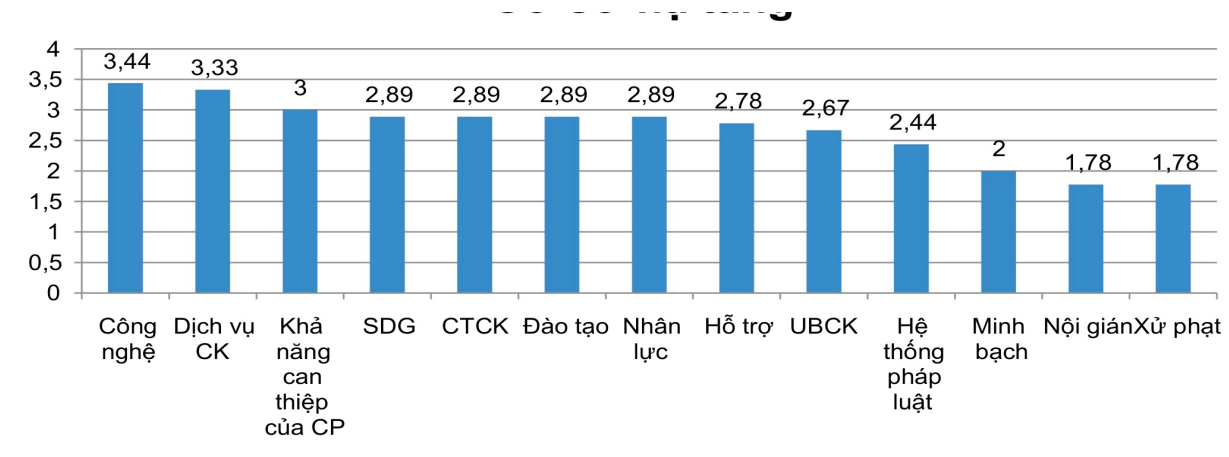


Phân tích tài chính hành vi, phân tích thị trường quốc tế và thị trường vàng, bất động sản, tín dụng cũng có vai trò khá quan trọng khi đầu tư vào các tài sản tài chính. Việc phân tích thị trường quốc tế và phân tích kỹ thuật nhìn chung không ảnh hưởng nhiều bằng các nhân tố khác, bởi mục tiêu của phần lớn các nhà đầu tư tổ chức là đầu tư dài hạn.

Kết quả khảo sát đánh giá xếp hạng (thang điểm 1-5, 1 là thấp nhất) về hạ tầng cơ sở của TTCKVN hiện nay theo đánh giá của các nhà đầu tư nhìn chung còn ở mức thấp (Hình 6).

khả năng can thiệp của Chính phủ đối với TTCK chỉ ở mức trung bình. Tính minh bạch của TTCK, việc quản lý thông tin giao dịch nội gián, việc xử phạt vi phạm trên TTCK hiện nay còn yếu (kém và rất kém). Hiện tượng vi phạm giao dịch xảy ra phổ biến nhưng chưa có chế tài đủ sức răn đe đối với những hành vi này. Yếu tố về trình độ quản lý của cán bộ thuộc Ủy ban Chứng khoán, của Sở Giao dịch Chứng khoán và các công ty chứng khoán và yếu tố chương trình đào tạo nguồn nhân lực chứng khoán dù có tiến bộ nhưng chỉ được đánh giá ở mức trung bình. Tóm lại, những yếu

Hình 6: Xếp hạng yếu tố cơ sở hạ tầng TTCK



tổ làm hạn chế về phía cầu của TTCKVN gồm: (1) Phần lớn là các nhà đầu tư cá nhân chưa được đào tạo kinh doanh chứng khoán, thiếu tính chuyên nghiệp, chịu tác động nhiều bởi yếu tố tâm lý và thông tin, đa số là đầu tư ngắn hạn muốn có lợi nhuận nhanh chóng; (2) Các yếu tố về cơ sở hạ tầng của TTCK còn nhiều bất cập thể hiện qua cơ chế giám sát, quản lý điều hành thị trường chưa tốt, yếu tố thông tin và nguồn nhân lực của TTCKVN hiện nay cũng còn nhiều hạn chế (thông tin còn thiếu minh bạch, chất lượng nguồn nhân lực chưa cao); và (3) Kích cầu chứng khoán chưa hiệu quả, còn hạn chế đối với nhà đầu tư nước ngoài v.v.. Để khắc phục các hạn chế nêu trên, dưới đây sẽ đề cập đến các kiến nghị phát triển nguồn cung và kích cầu, hạn chế rủi ro.

3. Một số kiến nghị phát triển nguồn cung và kích cầu, hạn chế rủi ro nhằm phát triển TTCKVN theo hướng bền vững

Các yếu tố hạn chế phát triển nguồn cung từ kết quả khảo sát trình bày ở mục trên bao gồm yếu tố về hạ tầng TTCK, đặc biệt các qui định pháp lý và thủ tục niêm yết, phát hành, yếu tố về chi phí giao dịch và tâm lý ngại phát hành, hay niêm yết, và yếu tố cổ phần hóa DNNN. Vì vậy những giải pháp phát triển cung dưới đây, sẽ đề cập làm sao để cải thiện những yếu tố trên.

Giải pháp phát triển có hiệu quả nguồn cung, tăng số lượng công ty niêm yết cho TTCKVN gồm:

Thứ nhất, do qui định pháp lý, vốn điều lệ của các công ty phải trên 80 tỷ VNĐ mới đủ điều kiện niêm yết tại HOSE, làm hạn chế nhiều công ty cổ phần đại chúng không thể niêm yết. Biện pháp khắc phục là Nhà nước cần có qui định cho phép các công ty sáp nhập và mua bán doanh nghiệp. Cho đến nay, chưa có văn bản hướng dẫn thi hành việc sáp nhập giữa hai doanh nghiệp niêm yết.

Thứ hai, Nhà nước cũng cần xem xét lại qui định về yêu cầu vốn điều lệ khi niêm yết. Tùy theo tính chất ngành nghề mà vốn điều lệ qui định cho từng ngành sẽ khác nhau, do đó quy định bắt buộc vốn điều lệ niêm yết phải từ 80 tỷ đồng cho tất cả các ngành là không hợp lý, sẽ làm hạn chế cung hàng hóa và hạn chế sự đa dạng các ngành nghề trên sàn niêm yết.

Thứ ba, các công ty niêm yết được các nhà đầu tư quan tâm nhiều đó là những DNNN cổ phần hóa có qui mô lớn đang nắm những ngành nghề kinh doanh có nhiều triển vọng phát triển. Tiến

độ cổ phần hóa vừa qua đã chậm lại và chỉ cổ phần hóa các doanh nghiệp nhỏ đã hạn chế cung của thị trường. Vì vậy để phát triển nguồn cung cần đẩy mạnh tiến độ cổ phần hóa DNNN, đặc biệt là các DNNN có qui mô lớn như tổng công ty, tập đoàn.

Thứ tư, cần mở rộng điều kiện (điều kiện về vốn, số lượng cổ đông) rộng hơn cho các công cổ phần tư nhân, các công ty cổ phần có vốn đầu tư nước ngoài có cơ hội được niêm yết.

Thứ năm, kết quả khảo sát các công ty chưa niêm yết cho thấy, việc phát hành ra công chúng của họ cũng gặp khó khăn, do chi phí phát hành cao hơn so chi phí giao dịch qua vay ngân hàng, thủ tục vay ngân hàng dễ hơn. Vì vậy, để tạo điều kiện cho các công ty đại chúng phát hành ra công chúng để tăng vốn (kênh phát triển vốn mạnh ở các nước phát triển và các nước có thị trường tài chính lâu đời) thì các qui định về phí giao dịch phát hành cần xem lại, với mức trần phải thấp hơn mức chi phí giao dịch qua vay ngân hàng.

Thứ sáu, giải pháp đối với các công ty đủ điều kiện nhưng sợ chưa giám niêm yết vì nhiều nguyên nhân khác nhau. Một nguyên nhân chính yếu là nhận thức của doanh nghiệp về TTCK chưa cao, chưa có quyết tâm trong việc minh bạch thông tin. Biện pháp tốt nhất là yêu cầu tất cả các công ty đại chúng dù lớn hay nhỏ, kể cả công ty chưa đủ điều kiện niêm yết phải có báo cáo thông tin minh bạch. Ngoài ra, biện pháp răn đe tốt nhất vẫn là xử phạt mạnh các báo cáo tài chính sai lệch.

Giải pháp phát triển cầu, ngăn chặn các yếu tố rủi ro bao gồm:

Thứ nhất là biện pháp kích cầu. Để phát triển thị trường thì cầu chứng khoán được xem là giải pháp song hành với cung chứng khoán. Khác với VN, những biện pháp kích cầu TTCK ở các nước trong khu vực, tiêu biểu là Hàn Quốc đã hỗ trợ công nhân vay được miễn trả lãi trong vòng 3 năm hoặc được trả dần khi mua cổ phiếu của một công ty gang thép. Hoặc như Singapore khuyến khích các công ty bảo hiểm, các quỹ xã hội đầu tư mua trái phiếu và cổ phiếu như Quỹ dự phòng trung ương Singapore. Đồng thời, để thu hút các nguồn vốn đầu tư nước ngoài tại Hàn Quốc, các nhà đầu tư nước ngoài có thể mua cổ phiếu trong nước trực tiếp hoặc thông qua trao đổi cổ phiếu chuyển đổi. Do đó, các giới hạn bằng luật không làm giảm vai trò của các nhà đầu tư nước ngoài. Trường hợp

Singapore họ cho phép nhà đầu tư - kể cả nhà đầu tư nước ngoài mua không hạn chế các chứng khoán, song phải chịu thuế với tỷ lệ 31% trên cổ tức, ngoại trừ một số hạn chế như không được sở hữu quá 2% tài sản của các hãng hàng không, hoặc 40% tài sản của ngân hàng... Từ kinh nghiệm của các nước nêu trên, biện pháp kích cầu của VN nên nói lỏng cho người lao động và nhà đầu tư nước ngoài. Theo chúng tôi chính sách hỗ trợ người lao động nắm giữ chứng khoán của công ty họ đang làm việc cũng là biện pháp tăng số cổ đông để đủ điều kiện niêm yết. Tuy nhiên, hỗ trợ công nhân mua cổ phiếu kèm theo với hỗ trợ thông qua các quỹ đầu tư cũng như đào tạo ngắn hạn để họ thông hiểu về việc nắm giữ hay giao dịch cổ phiếu khi cần. Biện pháp tốt nhất cho thị trường VN là nên nói rộng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài theo lĩnh vực ngành nghề, thay vì qui định chung tối đa 49% cổ phiếu niêm yết. Nói rộng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu cho nhà đầu tư nước ngoài đồng thời áp dụng thuế lợi tức từ thu nhập chứng khoán với mức cao như kinh nghiệm Singapore. Nhà nước cần có chính sách thuế thu nhập hay thuế lợi tức liên quan đến hoạt động chứng khoán phù hợp với tình hình thực tế của nền kinh tế để giúp TTCK phát triển ổn định, bền vững. Với các điều kiện điều tiết qua thuế, thì biện pháp mở Room cho các nhà đầu tư nước ngoài là cần thiết.

Thứ hai, hoàn thiện cơ sở hạ tầng của thị trường trên giác độ nhà đầu tư. Hệ thống hạ tầng trên giác độ của nhà đầu tư, đặc biệt là công nghệ của các Sở Giao dịch, các thành viên TTCK vẫn còn nhiều điều bất cập. Hiện cả nước đã có trên 100 công ty chứng khoán được cấp phép thành lập và hoạt động trên TTCK. Số lượng công ty như vậy quá nhiều so với quy mô thị trường của VN. Thị trường rộng lớn như Trung Quốc cũng chỉ có 107 công ty, Malaysia 37 công ty, Thái Lan 41 công ty, Singapore 27 và Hàn Quốc khoảng 50 công ty. Cần tăng chất lượng hoạt động của các công ty chứng khoán thay vì tăng số lượng. Để hạn chế sự gia tăng các công ty chứng khoán song

song với yêu cầu có tính chất pháp lý về xây dựng cơ sở hạ tầng, là kỹ thuật thông tin đối với các công ty chứng khoán để rút ngắn thời gian ở mức độ nhanh nhất cho các nhà đầu tư được phép giao dịch online trong đặt lệnh, kiểm tra tài khoản hàng ngày.

Thứ ba, biện pháp hạn chế các rủi ro. Trong TTCK, luôn tồn tại hai trường phái đầu tư và đầu cơ. Tùy theo sự phát triển và tình hình quản lý thị trường mà một trong hai trường phái sẽ phát triển vượt trội hơn. Ở VN, do thị trường mới phát triển và trình độ quản lý thị trường còn chưa cao làm xuất hiện các yếu tố làm giá như tin đồn, thông tin nội gián, mua bán bằng nhiều tài khoản, mua bán theo nhóm v.v., đặc biệt trong khoảng thời gian vừa qua nhà đầu tư cá nhân được sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính nhiều, làm gia tăng yếu tố đầu cơ, tăng rủi ro. Vì vậy, để hạn chế được tính đầu cơ, giảm rủi ro, quản lý và giám sát của các cơ quan nhà nước cần chặt chẽ hơn, nâng cao tính minh bạch thông tin của thị trường, hạ thấp tỷ lệ cho vay để đầu tư chứng khoán.

Thứ tư, cần nâng cao chất lượng nguồn nhân lực trong bộ máy quản lý, điều hành thị trường cũng như trong đội ngũ các nhà đầu tư. Để nâng cao chất lượng nguồn nhân lực cho TTCKVN, cần tăng cường các chương trình đào tạo có kiểm định chất lượng, các chương trình đào tạo liên kết với nước ngoài, thường xuyên mở các chương trình đào tạo bổ túc, cập nhật kiến thức, trao đổi kinh nghiệm cho các nhà quản lý và các nhà đầu tư. Trách nhiệm nâng cao trình độ thuộc về các doanh nghiệp kinh doanh chứng khoán và nhà đầu tư, nhưng Nhà nước cũng cần có vai trò trong việc cấp phép, hỗ trợ và giám sát các chương trình đào tạo ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Nguyễn Thị Cành và cộng sự, *Các yếu tố tác động đến cung - cầu chứng khoán tại TTCK TP.HCM*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ năm 2008-2009, TP.HCM
2. Trang Web - Ủy ban Chứng khoán Nhà nước: <http://www.ssc.gov.vn>

