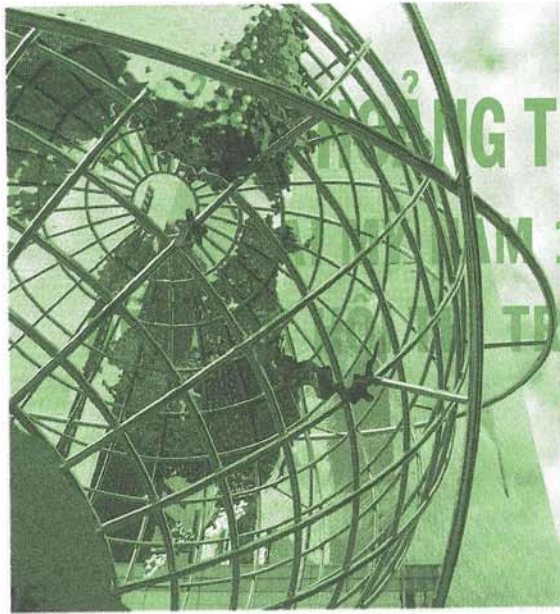




THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 1929 VÀ BÀI HỌC KINH NGHIỆM THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

ThS. TRẦN THỊ THANH PHƯƠNG
ThS. PHẠM THIÊN THANH
NGUYỄN NGỌC HÂN
LÊ VĂN LÂM
CAO NGỌC THỦY

1. Vụ sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1929

Vụ sụp đổ Phố Wall năm 1929, được biết đến như là vụ sụp đổ thị trường chứng khoán thảm khốc nhất trong lịch sử nước Mỹ. Ba cụm từ thường được dùng để mô tả vụ sụp đổ chứng khoán này, đó là: “Thứ Năm đen tối, Thứ Hai đen tối và Thứ Ba đen tối”. Ba cách nói trên đều chính xác, vì vụ sụp đổ không phải là vấn đề của một ngày.

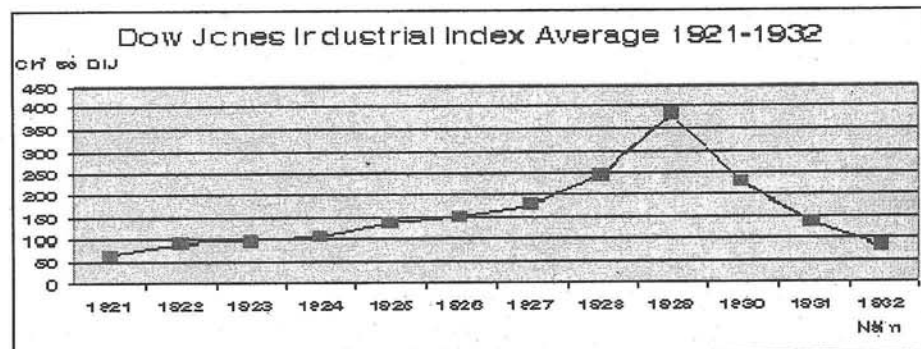
Vào ngày thứ Năm (24/10/1929) thị trường lần đầu tiên rút điểm theo sau xu hướng tăng liên tục

Bài viết này sẽ phân tích nguyên nhân chính dẫn đến vụ sụp đổ chứng khoán tại Mỹ làm chấn động thế giới xảy ra hồi năm 1929 và biện pháp phục hồi được Chính phủ Mỹ đề ra. Từ đó, tác giả sẽ tìm ra những điểm tương đồng của cuộc khủng hoảng trên với việc sụt giảm điểm liên tục tại thị trường chứng khoán VN (từ lúc đỉnh điểm vào năm 2006), và rút ra bài học kinh nghiệm cho VN.

trong suốt thập niên 1920. Sau đó, trong vòng 2 ngày thứ Hai 28/10 và thứ Ba 29/10, chứng khoán tại Wall Street giảm cực mạnh. Chỉ số Dow Jones (DIJ) đã giảm 25% so với giá trị ban đầu, và liên tục giảm cho đến tháng 7/1932, chỉ số DIJ xuống còn 79,4, giảm tới 89% và được đánh dấu là mức đáy thấp nhất của thế kỷ 20. Cho đến năm 1954, thị trường mới trở lại mốc đỉnh điểm của năm 1929 (là 381,2), tức là 25 năm sau đó. Có một câu truyền

miệng thời đó là “Bất cứ ai mua cổ phiếu vào giữa năm 1929 và giữ lại chứng đều chứng kiến cuộc đời thanh niên của anh hoặc cô ta đi qua trước khi trở về giá trị ban đầu lúc mới mua”.

Hình 1: Chỉ số trung bình Dow Jones 1921 -1932



(Nguồn: www.usgovernmentspending.com)

Để rút ra bài học kinh nghiệm, trước hết chúng ta phải thực sự thấu hiểu nguyên nhân chính nào đã dẫn tới vụ sụp đổ này.

a. Nguyên nhân chính:

Thứ nhất là nền kinh tế yếu kém.

Vụ sụp đổ Wall Street năm 1929 là hậu quả của hoạt động trong nền kinh tế Mỹ lúc bấy giờ. Một nền kinh tế phát triển không hợp lí, mất cân đối, không chú trọng đến cuộc sống của người lao động, đến hệ thống tài chính tiền tệ. Trong khi những yếu tố này là “xương sống” của một nền kinh tế. Trong giai đoạn này ngành công nghiệp Mỹ sản xuất quá nhiều hàng hoá, kết quả là thị trường thiếu hụt người tiêu dùng, cung nhiều hơn cầu. Thị trường đã bị bão hòa. Ngành nông nghiệp cũng cung cấp quá nhiều đồ ăn vào những năm 1920 vì vậy giá thực phẩm cũng nhanh chóng trở nên thấp hơn. Do việc quá tải trong sản xuất, làm gia tăng sự dư thừa hàng hoá trong nước, nhiều nhà máy không cần thêm công nhân, dẫn tới tỷ lệ thất nghiệp tăng cao. Thời điểm này cũng có rất nhiều ngân hàng nhỏ hoạt động, tuy nhiên thực tế những ngân hàng này đã không đủ vốn để đối phó với việc rút tiền tiết kiệm hàng loạt và bất ngờ khi thị trường đi xuống vào năm 1929.

Theo thống kê, vào năm 1933 nước Mỹ có một phần tư lực lượng lao động mất việc làm. Nông dân khốn đốn vì nông phẩm hạ giá 60%. Sản xuất công nghiệp chỉ còn hơn một nửa so với cùng kỳ năm 1929. Các loại dịch vụ xã hội chủ yếu tồn tại ở các thành phố lớn, tất cả ngân hàng tại 32 trong số 48 tiểu bang, đều đóng cửa. Ngày 5 tháng 3, Ngân hàng Dự trữ Liên bang tại New York không thể mở cửa, do khách hàng hốt hoảng rút một khối lượng lớn tiền mặt trong những ngày trước đó.

Thứ hai là nạn đầu cơ tràn lan.

Khi cả nước bắt đầu vào thời kì giá cả chứng khoán tăng vọt trong thập niên 1920, hàng triệu người mua cổ phiếu, dựa trên lòng tin là giá sẽ tiếp tục tăng cao. Rất nhiều người cảm nhận rằng thị trường chứng khoán đồng nghĩa với việc hưởng lợi nhuận chắc chắn và mua càng nhiều cổ phiếu khi họ có thể. Nhiều nhà đầu tư thậm chí mượn tiền để mua thêm cổ phiếu. Ngân hàng cho vay rất nhiều để tài trợ cho việc mua cổ phiếu này. Khoản tiền cho vay của các ngân hàng tăng từ 1 tỷ USD vào năm 1921 lên tới 8,5 tỷ USD vào năm 1929. Bởi vì các khoản cho vay này đều được hậu thuẫn bởi trị giá của các loại CK nên khi nạn sụp

đổ thị trường CK xảy ra thì mọi thứ đều đổ vỡ cả. Và đầu năm 1926 đã có dấu hiệu sự bùng nổ giá chứng khoán này bị đe dọa.

Giá cổ phiếu tăng cao, càng khuyến khích nhiều nhà đầu tư tham gia vì họ hy vọng giá cổ phiếu sẽ tăng cao và giá tăng sẽ thúc đẩy tăng cao hơn nữa. Nhà đầu tư lạc quan và kỳ vọng một thị trường thịnh vượng không ngừng. Người mua CK bắt đầu mất cảnh giác về tính hợp lý của giá cả các loại CK. Họ chấp nhận mọi mức giá miễn sao mua được CK mà không cần phải tìm hiểu xem hệ thống đó hoạt động thế nào và công ty mà mình mua cổ phiếu đang hoạt động ra sao.

Vào mùa thu năm 1929, một số nhà đầu tư nhanh nhạy nhận ra rằng nền kinh tế đang đi xuống, và có thể trở nên trầm trọng hơn, bắt đầu bằng sự sụp đổ giá trị bất động sản ở bang Florida, Mỹ, họ bắt đầu bán cổ phiếu đi. Điều này dẫn tới sự đánh mất niềm tin, là điều căn bản đã giữ giá cổ phiếu tăng cao.

Thứ ba là không minh bạch về thông tin.

Với quá nhiều nhà đầu tư hoàn toàn thiếu kiến thức, thị trường cũng xuất hiện rất nhiều những mảnh khoé và không minh bạch về thông tin. Công ty công bố sai lệch tình hình làm ăn của mình, thông tin chủ yếu là mang lại hình ảnh đẹp cho công ty.

Chuyên viên ngân hàng đầu tư, chuyên viên giao dịch và đôi khi cả người sở hữu chứng khoán hợp lại với nhau để kéo giá chứng khoán đi lên để kiếm lời. Nhà đầu tư vì ít hiểu biết thì họ dễ bị cuốn theo ý kiến đám đông (hiệu ứng bầy đàn). Họ sẽ quay ra mua loại cổ phiếu đang được làm giá. Khi đó, những người làm giá bán cổ phiếu, đang ở mức giá rất cao, để kiếm lời. Vòng xoáy mua đi bán lại được lặp đi lặp lại, những nhà đầu tư thiếu hiểu biết tiếp tục bán cho nhau, người bán được với giá cao hơn giá mua thì kiếm lời, người mua thì kỳ vọng cổ phiếu sẽ tiếp tục tăng giá. Theo quy luật thị trường, những điều này cũng không che giấu được lâu. Khi NĐT không còn lòng tin sẽ không một ai muốn mua cổ phiếu. Nhà đầu tư bắt đầu bán tháo cổ phiếu hàng loạt dẫn tới giá chứng khoán đi xuống. Vào ngày 24/10 đánh dấu 13 triệu cổ phiếu được bán, và ngày 29/10 con số này đã lên tới 16 triệu. Ngân hàng bán cổ phiếu của họ để bù đắp cho mức thua lỗ tạo nên bởi những đầu cơ phá sản. Nhiều ngân hàng thấy họ bị tràn ngập với nợ nần, là nguyên nhân dẫn tới nhiều ngân hàng bị phá sản. Trong khi hàng triệu

người mất tiền tiết kiệm, doanh nghiệp mất khoản tín dụng và khách hàng, và bị buộc phải đóng cửa, gây nên tình trạng thất nghiệp lan tràn. Vụ sụp đổ thị trường chứng khoán làm tồi tệ thêm nền kinh tế đã mong manh, và là một trong nhân tố chính dẫn tới cuộc Đại suy thoái.

Thứ tư là sai lầm trong chính sách kinh tế.

Chính sách của Đảng Cộng hoà lúc đó đang nắm quyền là “để nó cho thị trường”. Vì vậy, chính sách của Chính phủ quốc gia là không tham gia vào nền kinh tế vì “thị trường” có thể giải quyết mọi thứ. Không có sự cứu trợ từ phía Chính phủ như những khoản bù thất nghiệp, làm cho thu nhập người lao động tụt dốc. Điều này ảnh hưởng trầm trọng tới tiêu dùng và dẫn tới nhiều nhà máy phải đóng cửa. Chính sách kinh tế của Mỹ còn thiết lập nhiều rào cản thương mại để bảo vệ hoạt động kinh doanh của những doanh nghiệp Mỹ, dẫn tới hoạt động xuất khẩu của Mỹ sụt 30% và tiếp tục sụt giảm trong thời gian sau đó. Đây cũng là một trong những yếu tố góp phần vào suy giảm nền kinh tế và dẫn tới cuộc Đại suy thoái.

b. Biện pháp phục hồi của Chính phủ Mỹ

Mọi thứ thay đổi sau khi Franklin D Roosevelt đắc cử tổng thống vào năm 1932. Chính phủ Mỹ đã quyết định can thiệp để cứu trợ tình hình thất nghiệp và bình ổn thị trường.

Kế hoạch cứu trợ của Tổng thống Roosevelt nhắm vào 3 mục tiêu chính là: “cứu trợ, phục hồi và cải tổ”. Sự cứu trợ là giải quyết việc làm cho hàng triệu người thất nghiệp. Phục hồi nghĩa là đem nền kinh tế trở về tình trạng bình thường. Cải tổ là kế hoạch dài hạn nhằm chỉnh sửa những điều bất cập, nhất là trong hệ thống tài chính và

ngân hàng.

Với kế hoạch cứu trợ, ông Roosevelt thành lập Đoàn bảo trì dân sự (CCC), tuyển dụng 250.000 thanh niên thất nghiệp để làm việc cho các đề án địa phương tại vùng nông thôn. Ngoài ra, ông cũng lập quỹ rộng rãi và cung cấp những hỗ trợ ưu đãi cho hàng triệu nông gia và chủ sở hữu nhà đang thế chấp tài sản. Roosevelt xem việc cứu trợ nông nghiệp là ưu tiên cao, ông cho thiết lập Cơ quan điều chỉnh nông nghiệp với nhiệm vụ nâng cao giá nông sản bằng cách trả tiền cho nông gia ngưng canh tác và cắt giảm số thú nuôi.

Với kế hoạch cải tổ nền kinh tế, Đạo luật công nghiệp quốc gia (NIRA) được ban hành năm 1933 nhằm chấm dứt tình trạng cạnh tranh khốc liệt bằng cách buộc các ngành công nghiệp phải tuân thủ bộ qui tắc ấn định cơ chế vận hành cho mọi công ty trong ngành như giá sàn, thỏa hiệp tránh cạnh tranh và định mức sản xuất.

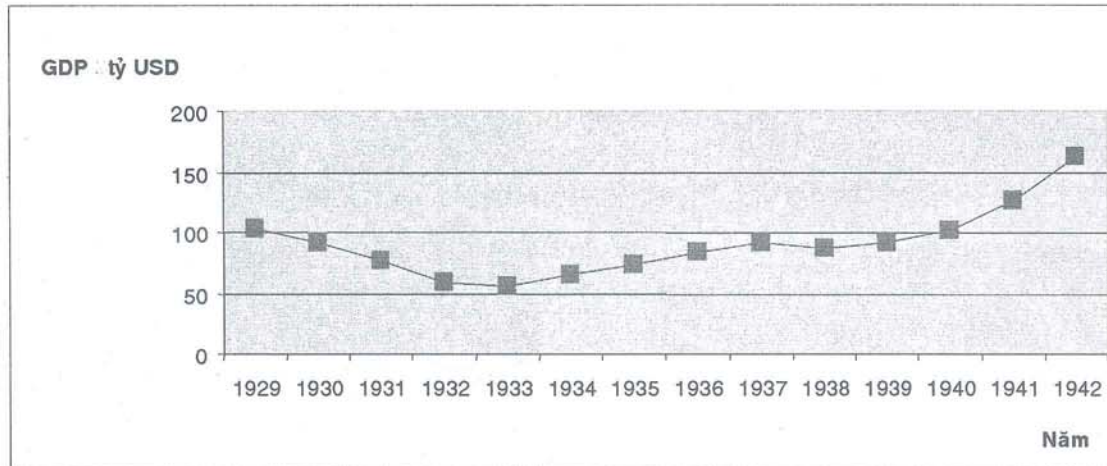
Với kế hoạch phục hồi, thực hiện bằng cách “nạp tiền vào nền kinh tế” (bằng ngân sách liên bang). Chính phủ chi 3,3 tỷ USD cho Cơ quan Công chánh nhằm kích thích nền kinh tế. Roosevelt thành lập doanh nghiệp quốc doanh lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ, Tennessee Valley Authority (TVA), quản lý các đề án xây dựng đập nước, nhà máy điện, kiểm soát lũ, hiện đại hoá nông nghiệp và gia cư.

Năm 1931, Hội đồng Pecora được thành lập bởi Thượng nghị viện Mỹ để tìm ra nguyên nhân của vụ sụp đổ. Dựa trên những tìm hiểu của Hội đồng, những quy định mới về ngân hàng được thông qua vào năm 1933 quy định rõ ranh giới giữa ngân hàng thương mại nhận các khoản ký gửi, gia hạn khoản vay, và ngân hàng đầu tư bảo hiểm, phát hành và phân phối cổ phiếu, trái phiếu, và chứng khoán khác....

Sau kinh nghiệm của vụ sụp đổ 1929, Chính phủ Mỹ đã lập ra dụng cụ đo lường cho thị trường chứng khoán để tạm thời ngừng giao dịch trong sự kiện sụt giảm giá nhanh chóng, cho rằng điều này giúp tránh khỏi việc tâm lý hoảng loạn bán tháo. Nhờ những chính sách trên, ông Roosevelt đã phần nào giúp đưa nền kinh tế Mỹ thoát khỏi khó khăn và giải quyết nạn thất nghiệp. Vào thời điểm Roosevelt nhậm chức năm 1933, tỷ lệ thất nghiệp là 25%, đến hết nhiệm kỳ thứ nhất năm 1937 còn 9,1%. Kinh tế Mỹ năm 1941 và GDP cũng tăng trưởng cao hơn 56% so với cùng kỳ năm 1929.



Hình 2: GDP của Mỹ tháng 1/1929 đến tháng 1/1941



(Nguồn: www.usgovernmentsspending.com)

2. Bài học kinh nghiệm cho VN để phục hồi thị trường chứng khoán

Hiện nay, TTCK VN đang trải qua giai đoạn khó khăn, phần lớn các nhà đầu tư đều đang rơi vào tình trạng thua lỗ nặng nề. Cuộc khủng hoảng tài chính tại Mỹ trong lịch sử đã gợi ra nhiều bài học cần suy ngẫm. Vậy, VN có thể học được gì từ những vụ sụp đổ này để phục hồi thị trường chứng khoán của mình?

Theo sự phân tích ở trên cho thấy: Sự sụp đổ nhanh chóng của thị trường chứng khoán Mỹ đều bắt nguồn từ nền kinh tế phát triển không hợp lý, người lao động mất việc làm, tỉ lệ thất nghiệp tăng cao, thu nhập giảm, ảnh hưởng đến tiêu dùng, dẫn đến nhiều nhà máy đóng cửa, nền kinh tế đi xuống. Cùng tại thời điểm lúc đó, hàng loạt công ty, tập đoàn lớn và các tổ chức đều không làm ăn hiệu quả như họ công bố trước công chúng. Một số công ty đã làm sai lạc thông tin; công ty làm ăn thua lỗ nhưng vẫn công bố là có lãi. Họ đã không minh bạch về thông tin của công ty mình. Điều này dẫn đến là khi nền kinh tế đi xuống những khoản lỗ này không thể che giấu mãi được, và cây kim trong bọc lâu ngày cũng phải lộ ra. Hệ quả là, một số nhà đầu tư tinh nhanh nắm bắt được điều này và nhanh chóng rút vốn ra khỏi thị trường. Thị trường sụt điểm, ảnh hưởng tới những nhà đầu tư khác, họ không còn lòng tin vào cổ phiếu mình nắm giữ và nhanh chóng bán đi trước khi thị trường còn xuống nữa. Thị trường càng mất điểm và sụt giảm nghiêm trọng.

Vậy làm thế nào để thị trường chứng khoán phục hồi? Theo chúng tôi có 2 bài học căn bản từ

Mỹ mà những nhà làm chính sách có thể xem xét và cân nhắc để áp dụng.

Thứ nhất là, nền kinh tế của một quốc gia phải tăng trưởng thực sự ổn định và bền vững thì mới kéo thị trường chứng khoán đi lên.

Có thể thấy sự can thiệp năng động và nhanh chóng của Chính phủ để giảm áp lực lên nền kinh tế là cần thiết trong suốt thời gian khủng hoảng. Chính sách cứu trợ kinh tế của Chính phủ cần đầu tư vào nơi nào đang gặp khó khăn nhất và có ảnh hưởng nhất đối với nền kinh tế. Lịch sử cho thấy phản hồi chậm và sai lầm của Chính phủ Mỹ vào năm 1930 đã làm khủng hoảng ngày một trầm trọng hơn.

Thực tế gần đây nhất tại VN có vài kiến nghị được đề xuất để vực dậy thị trường chứng khoán đang trì trệ. Vài tháng trước, Chính phủ VN đã từng cân nhắc thành lập “Quỹ bình ổn chứng khoán” để giúp ổn định giá cả thị trường chứng khoán như Hồng Kông đã từng làm năm 1998. Tuy nhiên, điều này vẫn chưa xảy ra, xét về quy mô của thị trường và sự thua lỗ vốn trong năm nay, nó sẽ trở thành một hình thức can thiệp cực kỳ tốn kém và “không đúng thuốc”. Thay vì vậy, nên có những động thái có mục đích hơn, như Mỹ đã làm. Vực dậy giá cả chứng khoán không phải là mục tiêu quan trọng của Chính phủ Mỹ đối với thị trường. Mục tiêu tối cao nhất là bình ổn hệ thống tài chính với sự tập trung vào thị trường cho vay thế chấp, cũng như thị trường tín dụng nói chung, cả hai điều này sẽ có ảnh hưởng ngay lập tức tới nền kinh tế quốc gia. Bởi vậy, bài học này có thể bị hiểu sai bởi các nước châu Á. Hiện

tại thị trường chứng khoán ở các nước châu Á đang phát triển, trong đó có VN, đã rút khoảng 57% năm nay, tuy nhiên có rất ít sự trợ giúp thiết thực được đổ vào nền kinh tế rộng lớn.

Khi nền kinh tế quốc gia ổn định và phát triển vững mạnh, hoạt động doanh nghiệp nhờ đó sẽ khởi sắc, kéo theo thị trường chứng khoán đi lên. Lúc đó nhà đầu tư sẽ trở lại khi họ nhận ra rằng đầu tư vào thị trường chứng khoán sẽ thu được một khoản lợi nhuận nhất định. Còn bây giờ, khi mà lợi nhuận từ chứng khoán đem lại không đáng là bao so với tiền lãi tiết kiệm (nếu họ mang số tiền đó gửi tiết kiệm) thì rất khó để kéo nhà đầu tư dài hạn trở lại. Với lãi suất VND luôn khoảng từ 8-12%/năm, chúng ta chỉ cần gửi tiền tiết kiệm trong vòng 8-9 năm là đã được gấp đôi, trong khi cổ tức của công ty thì rủi ro hơn vì không ổn định và sẽ thấp nếu công ty làm ăn không có lãi.

Thứ hai, là bài học về củng cố hệ thống giám sát tài chính và minh bạch thông tin.

Thiết nghĩ nếu thực sự minh bạch về tài chính và quản trị tốt sẽ đem lại nhiều thuận lợi cho doanh nghiệp. Các NĐT đánh giá cao và họ sẵn sàng đầu tư dài hạn vào doanh nghiệp. Về lâu dài, giá cổ phiếu ổn định sẽ giúp doanh nghiệp có cơ sở định hình cơ cấu vốn mỗi khi doanh nghiệp muốn huy động tăng vốn triển khai các dự án để phát triển kinh doanh. Còn nếu NĐT không biết rõ về doanh nghiệp, NĐT sẵn sàng bán tháo cổ phiếu mỗi khi xuất hiện thông tin ngoài lề ảnh hưởng đến uy tín và thiệt hại đến doanh nghiệp. Muốn làm được vậy, VN cần đặc biệt quan tâm hơn đến việc xây dựng tốt những nền tảng cơ bản cho phát triển hệ thống và thị trường tài chính. Cơ quan quản lý nên xây dựng hệ thống giám sát thông tin và kiểm toán tài chính độc lập. Kiểm toán độc lập sẽ làm thuận tiện hơn cho việc xác nhận và giải quyết các vấn đề kế toán khi lập báo cáo quý, do đó làm giảm đi những đánh giá tiềm tàng và những điều chỉnh đột ngột khi kết thúc năm tài chính. Theo ông Sundar Venkatesh, giảng viên Học viện Công nghệ Á châu (AIT, Thái Lan), nhận định rằng "Chuyện công bố thông tin là chuyện phải làm, đó là xu thế chung của thị trường chứng khoán thế giới. Về phía cơ quan quản lý cũng cần có những biện pháp chặt chẽ hơn trong việc quản lý việc công bố thông tin để nhà đầu tư thấy được tính chuyên nghiệp và có niềm tin khi đầu tư vào thị trường chứng khoán".

Bên cạnh đó, xét thấy nếu có công ty nào làm



trái quy định, Chính phủ phải có chính sách quy định công ty đó phải đền bù hay bảo hiểm kịp thời để bảo vệ số tiền gửi của nhà đầu tư. Chính sách này sẽ tạo được niềm tin của công chúng đối với hệ thống tài chính và tham gia ngăn chặn, xử lý những rủi ro nhằm hạn chế sự đổ vỡ mang tính dây chuyền. Ngoài ra VN có thể cân nhắc và thành lập quỹ xếp hạng tín nhiệm và nhận diện rủi ro thị trường đối với các công ty niêm yết; ... như Mỹ và các nước trên thế giới đã làm. Những tổ chức này sẽ giúp nhà đầu tư thẩm định rõ ràng mọi yếu tố tác động đến cổ phiếu trước khi quyết định có nên đầu tư hay không. Một thị trường minh bạch rất cần có những cơ quan điều tra tài chính độc lập và mang chuẩn quốc tế nhằm phát hiện ra những gian dối trong báo cáo tài chính, giúp nhà đầu tư nhanh chóng tiếp cận với những thông tin đáng tin cậy. Nếu đạt được những điều này, sẽ giúp xây dựng và củng cố niềm tin của công chúng. Công chúng tin tưởng hơn vào hệ thống tài chính, chứng khoán nếu họ nhận thức được rằng có một tổ chức tài chính giám sát thường xuyên đến các tổ chức mà họ gửi tiền chứ không chỉ thực hiện việc chi trả tiền gửi cho họ khi tổ chức đó bị đổ vỡ. Điều quan trọng hơn, niềm tin đó góp phần ổn định về kinh tế, xã hội thậm chí kể cả trong trường hợp xảy ra khủng hoảng trên thế giới■

Tài liệu tham khảo

- Mcintyre, H (2004), *How the US securities industry works*, The summit Group, USA.
- Wall Street Group, (2004), *A guide to USA marketplace*, NYSE Publisher, USA.
- www.usgovernmentspending.com/
- www.bbcnews.com/
- www.vneconomy.com.vn/