

Tại các nước phát triển, thị trường chứng khoán (TTCK) là kênh lưu thông vốn lớn nhất sau kênh ngân hàng.

Sự có mặt của TTCK trong nền kinh tế không chỉ thuận lợi cho hoạt động giao lưu vốn thông qua mua bán chứng khoán, mà còn cung cấp những cơ hội đầu tư có lựa chọn cho công chúng. Với vai trò này, TTCK có ưu thế hơn so với hệ thống ngân hàng. Nếu thông qua ngân hàng, người có vốn và người cần vốn không được trực tiếp gặp gỡ nhau thì ở TTCK, đã có sự kết nối trực tiếp giữa người có vốn và người cần vốn, người có vốn có quyền chọn lựa hướng đầu tư và biết đường đi đúng đắn của mình, người cần vốn có quyền quyết định phương thức huy động thích hợp và biết được đã lấy vốn của ai. Ngoài ra, xét về phương diện quản lý nhà nước, TTCK còn đưa ra những dự báo tương đối chính xác về thực trạng nền kinh tế qua chỉ số giá chứng khoán được phản ánh từ những biến động của đời sống kinh tế - xã hội. Người ta ví TTCK như chiếc phong vũ biểu của nền kinh tế. Là tượng trưng của nền kinh tế thực là nền kinh tế hàng hóa - dịch vụ, là công cụ tin cậy để nhà nước đánh giá, kiểm soát hoạt động của các doanh nghiệp nói riêng và điều chỉnh, định hướng phát triển nền kinh tế quốc gia nói chung.

Như vậy, TTCK đã thật sự trở thành một trong những yếu tố hạ tầng cơ sở quan trọng nhất nền kinh tế thị trường.

Đối với VN, trong thời kỳ bao cấp, do được quản lý theo cơ chế cấp phát và giao nộp, nên đồng vốn chỉ vận động theo chiều dọc, nghĩa là phát ra từ quỹ ngân sách nhà nước và lại quay về quỹ ngân sách nhà nước. Từ khi chuyển sang cơ chế thị trường, về phương diện vốn, các chủ thể kinh tế được mở rộng quyền tự chủ tài chính, được đa dạng hóa các hình thức huy động vốn (từ góp vốn liên doanh, liên kết,

hợp tác đầu tư, vay vốn, gọi vốn cổ phần v.v...), đồng vốn được tạo khả năng và điều kiện để vận động từ chiều dọc sang chiều ngang. Đó là một trong những điều kiện tiên đề đầu tiên làm cơ sở cho sự xuất hiện TTCK. Song, để có một TTCK hoạt động hiệu quả, cần nỗ lực tạo ra những điều kiện cần thiết và một môi trường vận hành thích hợp, hoàn chỉnh. Trong hàng loạt các vấn đề cần giải quyết nhằm thúc đẩy cho sự ra đời và hoạt động hiệu quả

triệt để, sử dụng có hiệu quả các công cụ tín dụng nhà nước trên thị trường vốn trong và ngoài nước. Mặt khác, phải tăng cường nguồn lực cho quỹ dự trữ tài chính quốc gia, vì đây là điều kiện quan trọng để nhà nước có thể kịp thời và đối phó hiệu quả với những biến động thị trường, dập tắt nhanh chóng những cơn sốt vàng ngoại tệ hoặc hàng hóa, điều tiết thị trường, ổn định giá cả và chống lạm phát.

Vừa qua, công cụ lãi suất đã phát huy vai trò

TTCK VN trong tương lai phải là sự kết hợp nhịp nhàng các yếu tố của thị trường đồng và thị trường mở. Nói cách khác, nhằm tạo ra một TTCK năng động có thể khơi thông hút ngoài về vốn nhưng không quá buông lỏng dễ dẫn đến sự vô hiệu hóa chức năng giám sát, điều tiết vì mô. thì mức độ mở cửa của TTCK VN trong tương lai phải có những giới hạn nhất định sao cho thích ứng với từng giai đoạn phát triển của thị trường. Bên cạnh chính sách mở

SỬ DỤNG CÁC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH ĐỂ GÓP PHẦN THÚC ĐẨY SỰ RA ĐỜI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

PTS. VŨ THỊ MINH HẰNG & NGUYỄN HUỖNH THANH

của TTCK nước ta, thì việc tiếp tục phát huy và sử dụng triệt để các công cụ tài chính có ý nghĩa đặc biệt quan trọng. Điều này được thể hiện qua những điểm sau:

Thứ nhất: Việc sử dụng các công cụ tài chính nhằm tiếp tục ổn định giá trị đồng tiền, kiểm soát lạm phát, góp phần ổn định kinh tế - xã hội. Điều này sẽ tạo môi trường cho người đầu tư an tâm bỏ vốn vào hoạt động kinh doanh, đặc biệt trong đầu tư chứng khoán là lĩnh vực đầu tư dài hạn.

Một trong những yêu cầu cơ bản vẫn là vấn đề khắc phục bội chi ngân sách. Chúng ta cần tiếp tục đẩy mạnh khắc phục bội chi ngân sách theo hướng tăng thu, tiết kiệm và cắt giảm những khoản chi chưa cần thiết, phải giảm đến mức thấp nhất việc phát hành tiền để bù đắp chi tiêu và cần phát huy

nhất định trong quá trình kim giữ, đẩy lùi lạm phát và sẽ tiếp tục là một trong những công cụ có vai trò hàng đầu trong điều tiết vĩ mô. Quá trình điều hành lãi suất trong thời gian tới cần tiếp tục theo hướng điều chỉnh phù hợp với chỉ số lạm phát và quan hệ cung cầu về vốn trong từng thời kỳ, sao cho lãi suất cơ bản của thị trường ngăn hạn là cơ sở cho việc hình thành lãi suất trên thị trường đầu tư dài hạn, góp phần hình thành giá cả của chứng khoán.

Trong điều kiện mở cửa và giao lưu quốc tế, đối với VN, khi nhà nước vừa thực hiện nhiệm vụ thu hút nhiều nhất mọi nguồn vốn ở tầm vĩ mô, vừa phải bảo đảm vai trò giám sát hoạt động giao lưu vốn trong nền kinh tế nhằm hướng các nguồn vốn đầu tư vào các lĩnh vực ưu tiên phù hợp với từng giai đoạn phát triển, thì mô hình của

cửa phù hợp đối với TTCK việc sử dụng công cụ tỷ giá hối đoái trong thị trường cần được đặc biệt coi trọng. Trong điều kiện mở cửa, vấn đề tỷ giá luôn có độ nhạy cảm cao nhất trong số các công cụ điều tiết vĩ mô. Khi mở cửa TTCK, trong trường hợp tỷ giá đồng nội tệ bị mất ổn định, khủng hoảng tài chính nếu diễn ra sẽ có nguy cơ bị nhân cường độ lên nhiều lần. Bởi lẽ, khi thực hiện "mở cửa" TTCK, nghĩa là hình thành việc mua bán tự do các loại chứng khoán đối với người nước ngoài, nếu xảy ra hiện tượng bất ổn đối với giá trị đồng nội tệ, điều tất yếu xảy ra là hiện tượng rút ngay lập tức một cách tự do các luồng vốn ngoại tệ nước ngoài, làm ảnh hưởng mạnh đến thị trường tài chính trong nước. Điều này chúng ta đã thấy được từ bài học kinh nghiệm của Thái Lan và một số nước Đông Nam Á.

Vì vậy, trong thời gian tới, chính sách tỷ giá cần được đặt trong sự thống nhất đồng bộ với các chính sách như lãi suất, cân đối ngân sách, dự trữ ngoại tệ, phát triển kinh tế v.v... đồng thời cần linh hoạt bám sát quan hệ cung - cầu ngoại tệ và diễn biến của tình hình tài chính - tiền tệ trong và ngoài nước, quốc tế và khu vực.

Thứ hai: sử dụng các công cụ tài chính tạo điều kiện kích thích cung về chứng khoán

Được sự chấp thuận của chính phủ, Ủy ban chứng khoán VN dự kiến sẽ mở 2 trung tâm giao dịch chứng khoán tại Hà Nội và TP.HCM, song vì lý do địa điểm nên trung tâm giao dịch chứng khoán ở TP.HCM sẽ được đưa vào vận hành trước vào năm 1999. Tuy nhiên, theo ông Lê Văn Châu - Chủ tịch ủy ban chứng khoán nhà nước - từng phát biểu trên các phương tiện thông tin đại chúng, khó khăn trước mắt của trung tâm giao dịch chứng khoán trong thời gian tới vẫn là nguồn hàng hóa cho thị trường. Hàng hóa cho TTCK gồm 2 loại chủ yếu là cổ phiếu và trái phiếu, thì hiện nay, vẫn ít về số lượng, chất lượng thì không cao, đặc biệt là mặt hàng cổ phiếu. Tính đến tháng 7 năm 1998 cả nước có 29 doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa, nhưng đây lại không phải là những doanh nghiệp thuộc các ngành có sức hấp dẫn, cùng như tổng giá trị của doanh nghiệp không đủ lớn để tạo nên sức sôi động cho thị trường, thậm chí có những cổ phiếu sẽ không đủ tiêu chuẩn được đăng ký niêm yết tại trung tâm giao dịch. Do đó, để giải quyết vấn đề tạo nguồn hàng cho thị trường, một mặt cần cải tiến khâu thủ tục để đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa. Mặt khác, Ủy ban chứng khoán nhà nước đã kiến nghị với chính phủ cho phép cổ phần hóa một phần một số doanh nghiệp có giá trị kinh tế lớn thuộc các ngành biểu hiện sức khỏe của nền kinh tế như dầu khí, hàng không, điện

lực, viễn thông, xi măng v.v...

Ngoài ra, nhà nước cần sử dụng các công cụ tài chính thích hợp để tăng cung hàng hóa cho TTCK, cụ thể là tín dụng nhà nước và thuế.

Nước ta đang trong thời kỳ công nghiệp hóa - hiện đại hóa nên nhu cầu chi đầu tư của ngân sách là rất lớn. Việc vận dụng công cụ tín dụng nhà nước là rất cần thiết để bù đắp bội chi ngân sách. Phần lớn nguồn vốn huy động được hiện nay dưới dạng tín phiếu kho bạc lên đến hàng ngàn tỷ đồng, song lại có kỳ hạn ngắn. Do đó, theo chúng tôi, trong thời gian tới, nhà nước cần có những dự án đầu tư mang tính khả thi và đẩy mạnh việc phát hành các loại trái phiếu trung và dài hạn, trái phiếu công trình với lãi suất thấp hơn lãi suất huy động của ngân hàng (vì trái phiếu chính phủ là mặt hàng ít rủi ro, dựa trên uy tín của nhà nước).

Sử dụng công cụ thuế để thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa. Điều 13 Nghị định 44/CP ngày 29.6.1998 của chính phủ về chuyển một số doanh nghiệp nhà nước sang công ty cổ phần có quy định: doanh nghiệp cổ phần hóa được hưởng ưu đãi và giảm thuế lợi tức 50% trong hai năm liên tiếp kể từ thời điểm sau khi chuyển sang hoạt động theo Luật công ty. Theo chúng tôi, sau khi cổ phần hóa, trong thời gian đầu chưa chắc doanh nghiệp có lãi nhiều, do đó, để phát huy tác dụng ưu đãi, nhà nước nên cho phép kéo dài thời gian ưu đãi lên 3 hay 4 năm.

Bên cạnh đó, cũng bằng công cụ thuế, cần thực hiện ưu đãi đối với các công ty phát hành cổ phiếu rộng rãi ra công chúng hơn là những công ty phát hành nội bộ để tạo điều kiện hỗ trợ cho sự phát triển các công ty cổ phần đại chúng.

Thứ ba: Sử dụng công cụ tài chính để khuyến khích tăng cầu về chứng khoán

Song song với vấn đề

chuẩn bị nguồn hàng hóa là vấn đề tạo nhu cầu hàng hóa, mà trước hết là động viên sự quan tâm của đại bộ phận các tầng lớp dân cư. Những đợt huy động vốn hàng ngàn tỷ đồng của kho bạc nhà nước hay hệ thống ngân hàng trong những thời gian trước đây cho thấy nội lực về nguồn vốn nhân rồi trong dân cư là không nhỏ. Giờ đây, với sự ra đời của trung tâm giao dịch chứng khoán, để tạo chiếc cầu nối giữa cung chứng khoán và cầu chứng khoán, vấn đề đặt ra là cần hình thành những kênh phân phối có hiệu quả. Đó là những công ty chứng khoán, có tác dụng hướng dẫn và tư vấn cho người đầu tư về cách thức kinh doanh chứng khoán, nhằm tạo nên nguồn cầu về chứng khoán. Hiện nay, Ủy ban chứng khoán đã dự thảo trình chính phủ về vấn đề thành lập công ty môi giới chứng khoán và dự kiến phải có ít nhất 5 đến 15 công ty chứng khoán hoạt động. Nếu công ty đảm nhiệm thực hiện tất cả 5 loại dịch vụ chứng khoán là môi giới, tư vấn, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư và bảo lãnh chứng khoán thì phải có vốn điều lệ ít nhất là 43 tỷ đồng. Hiện nay, một số tổng công ty và ngân hàng đang chuẩn bị thành lập những công ty chứng khoán độc lập và theo Ủy ban chứng khoán thì có một số công ty chứng khoán nước ngoài sẽ được phép hoạt động tại VN dưới dạng liên doanh, trong đó cổ phần của phía VN chiếm trên 75%. Như vậy, trong thời gian tới, để tạo lực lượng nòng cốt cho việc hình thành ngành chứng khoán VN, ngân hàng nhà nước cần dành một khoản chi đầu tư nhất định cho việc thành lập các công ty chứng khoán VN, hoặc tăng vốn điều lệ cho các ngân hàng thương mại quốc doanh để tạo cơ sở cho ngân hàng thành lập công ty chứng khoán hoặc thực hiện liên doanh với công ty chứng khoán nước ngoài. Ngoài ra, cũng cần thực hiện chính sách ưu đãi về

thuế đối với những công ty chứng khoán mới đi vào hoạt động để tăng cường sức mạnh tài chính.

Trong thời gian đầu, để khuyến khích người dân tham gia mua chứng khoán, nhà nước chưa nên áp dụng thuế thu nhập ròng từ hoạt động kinh doanh chứng khoán hoặc thuế đánh vào cổ tức của cổ đông. Mặt khác, để tăng cầu về chứng khoán, đồng thời tạo điều kiện để người lao động làm chủ doanh nghiệp, trong ND 44/CP, chính phủ đã có quy định về các chế độ ưu đãi như: người lao động nghèo trong doanh nghiệp được quyền mua chịu cổ phiếu, được trả chậm trong vòng 10 năm và được hoàn trả nợ trong 3 năm đầu. Theo chúng tôi để gia tăng sức mua, khuyến khích người dân đầu tư chứng khoán, hệ thống ngân hàng có thể mở rộng thị phần tín dụng cung tín dụng qua ngân hàng có thể thực hiện bằng cách giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc hoặc ngân hàng trung ương phát triển nghiệp vụ chiết khấu chứng khoán đối với các ngân hàng thương mại.

Bên cạnh đó, công cụ lãi suất cũng cần vận dụng linh hoạt để điều tiết việc luân chuyển vốn giữa 2 thị trường ngắn hạn và thị trường dài hạn trong từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế.

Tóm lại việc hình thành và phát triển TTCK ở VN là cần thiết, song tính phức tạp của thị trường này đòi hỏi phải giải quyết hàng loạt vấn đề kinh tế - xã hội một cách đồng bộ và chặt chẽ. Trong đó, việc sử dụng các công cụ điều tiết vĩ mô giữ một vai trò không kém phần quan trọng. Cùng với nhịp độ tăng trưởng kinh tế, thu nhập người dân tăng cao, chúng ta hy vọng rằng sự ra đời của TTCK trong thời gian tới sẽ tạo điều kiện cho quá trình kết hợp hiệu quả nhất giữa tiết kiệm và đầu tư, đồng thời thúc đẩy quá trình xã hội hóa nguồn vốn đầu tư trong nền kinh tế VN ■