



Ảnh Hòa Tấn

Giảm nhiệt thị trường chứng khoán

PGS.TS. TRẦN NGỌC THƠ

Giải pháp căn bản nhất để các nhà đầu tư nhỏ lẻ có đường thoát (exit) chính là tăng quy mô và tính minh bạch của thị trường chính thức; thay đổi cơ chế nhận và khớp lệnh hiệu quả hơn; có qui định cụ thể về hoạt động của thị trường OTC; tạo điều kiện cho hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán thu hút vốn từ nhà đầu tư nhỏ để giảm bớt số “nhà đầu tư đánh bạc theo phong trào”.

Từ cuối năm 2006 cho đến hiện tại, đã có nhiều cảnh báo về việc thị trường VN đang tăng trưởng quá nóng, và đã có đề xuất là cần có biện pháp hạ nhiệt thị trường. Tuy nhiên, phải chăng TTCK nước ta hiện nay đang rơi vào tình trạng bong bóng quá nghiêm trọng, và nếu cần phải “giảm nhiệt” thì nên giảm như thế nào? Đầu tiên bài viết tiếp cận vấn đề bằng cách nêu lên những nhận định và khuyến nghị của IMF; tiếp theo đặt lại vấn đề mà dư luận quan ngại đặc biệt trong thời gian qua về một biện pháp có thể được thực hiện trong thời gian đến là kiểm soát vốn; nhận diện những nguyên nhân (theo nhận định riêng của tác giả) dẫn

đến bong bóng chứng khoán và cuối cùng là đề xuất một số giải pháp giảm nhiệt TTCK từ nghiên cứu kinh nghiệm của một số nước trên thế giới và từ thực tiễn của chính TTCK VN.

Biện pháp giảm nhiệt TTCK theo đơn thuốc của IMF

IMF đã có nhận định về tình trạng bong bóng chứng khoán ở VN trong bản khuyến nghị gồm có 3 phần. Trong phần đầu, mặc dù thừa nhận kinh tế VN tăng trưởng ấn tượng và góp phần làm cho TTCK bùng nổ, nhưng IMF cho rằng chỉ số P/E trung bình của 20 công ty lớn nhất (chiếm 99% vốn hóa thị trường) là 73 lần, cao rất xa so với hầu hết các chuẩn mực thị

trường khác.

Phần thứ hai là nhận dạng những rủi ro liên quan đến bùng nổ TTCK. Điều đáng lưu ý là IMF có nhận định rằng VN sẽ khó lòng duy trì được thâm hụt cán cân vãng lai (current account) hợp lý nếu như dòng vốn chảy vào dùng đột ngột hoặc chảy ra. Thâm hụt này còn lớn hơn nữa trong thời gian tới khi nhập khẩu tăng do giảm thuế nhập khẩu sau khi VN gia nhập WTO.

Phần thứ ba là 2 khuyến nghị của IMF về lựa chọn chính sách trong thời gian tới. Chính sách thứ nhất là xây dựng khuôn khổ pháp lý để đảm bảo an toàn cho TTCK. Chính sách thứ hai có liên quan đến chính sách tiền tệ và tỷ

giá; chính sách quản lý nợ và ngân sách; và phải thật thận trọng nếu như thực hiện kiểm soát vốn.

Nói ngắn gọn, IMF một mặt khuyên ta hãy cứ để cho các nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục vào và cứ mở cửa thị trường tài chính (thật khéo léo với cảnh cáo về hậu quả của kiểm soát vốn nếu có), mặt khác cũng cần phải đề phòng với nguy cơ vỡ bong bóng. IMF khuyên VN nên thực thi các biện pháp kiểm soát thị trường và điều hành chính sách tài chính tiền tệ linh hoạt hơn; tăng lãi suất thông qua thắt chặt tiền tệ cũng được IMF khuyến nghị để hạn chế tình trạng phát triển nóng của TTCK.

Nếu không tính đến những tranh cãi về phương diện kỹ thuật trong cách tính chỉ số P/E thì các đánh giá và khuyến nghị của IMF là không có gì mới, cũng giống như các đơn thuốc (đắng) mà họ đã từng kê cho các nước đang phát triển. Nói cho dễ hiểu, những đánh giá và khuyến nghị của IMF là đúng cho bất kỳ nền kinh tế nào mà TTCK đang trong quá trình phát triển.

Những khuyến nghị của IMF suy cho cùng chính là giáo khoa kinh điển muôn thuở trong kinh tế học nhưng có thể chưa hẳn đúng hoàn toàn đối với VN trong từng thời điểm cụ thể.

Thận trọng với kiểm soát vốn

Một giải pháp có thể được thực hiện trong thời gian đến là kiểm soát dòng vốn nước ngoài để giảm nhiệt TTCK mà mới đây nhất là việc UBCKNN đưa ra dự thảo quy chế quản lý các quỹ đầu tư nước ngoài, như quy định về điều kiện hoạt động, quy mô vốn tối thiểu v.v.

Trước hết chúng ta cần phải đặt ngay vấn đề là VN có nên tiến hành kiểm soát vốn (capital control)? Các nước, nhất là những nước đang phát triển, đều đặt vấn đề kiểm soát vốn như là một phần của chính sách vĩ mô. Và tất nhiên VN không thể là trường hợp ngoại lệ.

Nhưng kiểm soát vốn có khả năng không như kỳ vọng nếu như các nước

chưa trả lời cho được câu hỏi, rằng kiểm soát vốn là để nhằm mục đích gì? Các nhà nghiên cứu hiện có khá nhiều tranh luận về mục tiêu của kiểm soát vốn; nhân tiện chỉ xin nêu ra những gì có liên quan nhiều nhất đến những diễn biến nóng gần đây ở VN. Thứ nhất, kiểm soát vốn là để đảm bảo việc phân phối công bằng phúc lợi quốc gia do những bất hoàn hảo của thị trường và bất cân xứng thông tin, nói nôm na là ta tìm cách hướng dẫn dòng vốn đến nơi nó nên đến (có lợi nhất cho ta). Thứ hai, kiểm soát vốn là để nhằm đảm bảo sự ổn định của hệ thống tài chính trong nước, nhất là lại được đặt trong bối cảnh lo sợ lạm phát tăng tốc (kết hợp với việc đồng nội tệ định giá cao) cùng với việc mở cửa thị trường tài chính quá mức; Trung Quốc và phần nào đó là VN đang ở trong tình trạng này. Việc NHNN không dám tăng thêm tiền trong lưu thông để mua lại lượng đô la dư thừa trên thị trường chính là do những quan ngại như thế.

Về phương diện lý thuyết lẫn thực tiễn, mục tiêu đặt ra khác nhau thì các biện pháp kiểm soát vốn đương nhiên cũng phải khác nhau. Vì vậy trước hết chúng ta phải trả lời cho được câu hỏi: Kiểm soát vốn ở VN là nhằm mục đích gì?

Cho đến nay chưa có bất kỳ phân tích nào từ các cơ quan chức năng về lý do vì sao phải kiểm soát vốn. Tuy nhiên nếu dựa vào những thông tin trên các phương tiện truyền thông thì lý do dẫn tới kiểm soát vốn là để ngăn chặn luồng vốn đầu tư gián tiếp chảy vào TTCK đã phát triển quá nóng trong vài tháng gần đây. Dòng chảy này nếu không kiểm soát sẽ tạo nên nguy cơ vỡ bong bóng chứng khoán một khi vốn ngoại rút ra ào ạt. Như vậy có thể hiểu là kiểm soát vốn của chúng ta có xu hướng nghiên về mục đích thứ hai là bảo đảm ổn định hệ thống tài chính quốc gia, mà cụ thể hơn là chỉ kiểm soát dòng vốn đầu tư gián tiếp mà thôi.

Nhìn chung, các quan điểm của các nhà nghiên cứu, một số quỹ đầu tư nước ngoài và cơ quan chức năng trong

thời gian qua đều có xu hướng ủng hộ kiểm soát vốn vì đây là điều bình thường ở các quốc gia đang phát triển. Vấn đề là chỉ nên sử dụng các biện pháp kinh tế chứ không nên lạm dụng các biện pháp hành chính.

Nguyên nhân nóng lên thực sự của thị trường chứng khoán là gì?

Có quan điểm cho rằng nguyên nhân có phần (lớn?) được quy cho là từ phía các nhà đầu tư nước ngoài. Nhưng những đánh giá về các nhà đầu tư nước ngoài thì hầu như là những thông tin nhiều hay không thể kiểm chứng. Ai đến trước thì tìm cách tung tin, tất nhiên là kín đáo, nhiều khi được các chuyên gia trong nước tăng thêm liều lượng, hoặc thổi phồng tin (bất lợi) đối với nhà đầu tư đến sau theo kiểu anh trước vào được rồi không muốn cho anh sau đến cạnh tranh. Nhà đầu tư nước ngoài lại còn bị nhà đầu tư trong nước quy cho là thủ phạm của tình trạng bong bóng chứng khoán; các nhà đầu tư nước ngoài, ngược lại, cho rằng đó là do sự diên rở từ phía các nhà đầu tư trong nước. Hàng loạt thông tin và nhận định chưa biết thực hư đến đâu đã làm cho cơ quan quản lý thị trường và giới quan sát thực sự lúng túng. Và cách thức kiểm soát vốn để ngăn luồng vốn chảy vào quá mức là cách thức dễ nhất thường được nghĩ đến trong những lúc bối rối. Người thì ủng hộ, kẻ thì phản đối, không thiếu trong số đó chỉ thuần túy đứng trên quan điểm hoặc quyền lợi của chính mình.

Nguyên nhân của tình trạng nóng lên trên TTCK khá giống như trong một câu chuyện trinh thám mà những tên tuổi xuất hiện đầu tiên (cứ tạm quy cho là từ cả hai anh đầu tư nội và ngoại) thường không phải là thủ phạm chính, bất ngờ có thể đến từ những nhân vật ít được chú ý nhất. Đó có thể do là những bất cập trong phối hợp giữa Bộ Tài chính, UBCKNN, NHNN về quản lý và giám sát TTCK; xa hơn nữa, còn là do những lỗ hổng trong chính sách tài chính tiền tệ, chẳng hạn như việc các ngân hàng thương mại bơm tiền cho các

công ty chứng khoán trực thuộc đầu tư trở lại TTCK hay như do tỷ giá USD/VND được định giá cao. Tỷ giá USD/VND được định giá cao nên dòng vốn chảy vào TTCK chỉ là nhằm mục đích "arbitrage", tức là chỉ nhằm kinh doanh mua bán song hành kiếm lời ngắn hạn.

Chẳng hạn nhà đầu tư nước ngoài đổ USD vào đổi lấy đồng VN, với tỷ giá 1 USD = 16.100 VND chẳng hạn, và đầu tư vào TTCK. Sau đó họ đổi ngược USD trở lại đồng VN. Nếu như lúc này đồng VN lên giá với tỷ giá 1 USD = 16.000 VND, thì nhà đầu tư đã lãi 100 đồng và họ được quyền chuyển toàn bộ vốn gốc lẫn lãi ra nước ngoài theo như pháp lệnh ngoại hối hiện hành. Nguyên cơ chính là chỗ đó. Nếu những nguyên nhân sâu xa từ việc TTCK phát triển nóng lên là do những lỗ hổng chính sách mà chúng ta không nhìn nhận thấu đáo, thì sự phát triển nóng lên của TTCK theo kiểu này mới là điều đáng lo ngại nhất chứ không như phát biểu của một vị lãnh đạo cấp cao cho rằng "chúng ta không sợ TTCK phát triển nóng?".

Hình minh họa TTCK Trung Quốc sẽ cho thấy phần nào câu chuyện TTCK nóng lên giữa VN và Trung Quốc có những điểm khá tương đồng.

Nếu chúng ta không tỉnh táo phân tích thấu đáo hàng loạt các nguyên nhân, trong đó có nguyên nhân dễ thấy nhất là do thị trường và nguyên nhân khó thấy nhất là do chính sách mà vội vã đưa ra các biện pháp quá liều thì TTCK có thể bị tác động xấu đi đáng kể.

Giảm nhiệt TTCK bằng cách nào?

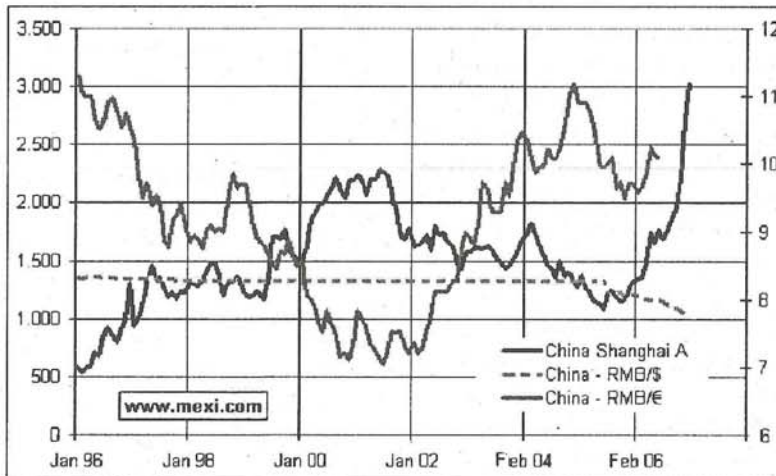
Về mặt cơ bản, theo kinh nghiệm nghiên cứu từ Mỹ, Hồng Kông, Trung Quốc và Đài Loan, thì 2 biện pháp cơ bản mà chính phủ dùng để can thiệp vào thị trường đang "tăng trưởng nóng" là dùng biện pháp tiền tệ (tăng lãi suất, hạn chế tín dụng, kiểm soát cung tiền), và sử dụng hiệu ứng cảnh báo thị trường. Một giải pháp khác về mặt lý thuyết có thể sử dụng là chính phủ trực tiếp tham gia mua bán chứng khoán trên thị trường để bình ổn. Nhưng chủ yếu biện pháp này nên sử dụng trong tình huống nhà đầu cơ bán ra quá nhiều cổ phiếu giá (trường hợp của Hồng Kông năm 1998), chứ không phải trong tình huống thị trường có dấu hiệu tăng trưởng "quá nóng".

Kết quả nhiều nghiên cứu trên các thị trường này cho thấy các biện pháp can thiệp chỉ có hiệu quả ngắn hạn, và chính phủ càng ít uy tín trong điều hành thị trường thì can thiệp

càng không có hiệu quả dài hạn. Mặt khác, can thiệp bằng chính sách tiền tệ phải đặt thị trường vào trong bối cảnh chung của nền kinh tế nên càng khó khăn, chẳng hạn tăng lãi suất để làm chậm đà tăng giá chứng khoán thì phải cân nhắc xem nó có dẫn đến kinh tế suy thoái hay không. Mỹ là một trường hợp điển hình từng chấp nhận tăng lãi suất để làm giảm bong bóng trên TTCK, bất chấp tăng trưởng chậm lại.

Một điều nữa cần cân nhắc khi áp dụng biện pháp can thiệp là tính "cứng đầu" (resilience) của thị trường, hiểu nôm na là khi tiền đổ vào lĩnh vực chứng khoán nhiều, nhà đầu tư tham gia càng đông, người ta hình thành một tâm lý là "here is a bubble but you can still buy", đơn giản nghĩa là người ta sẵn sàng chấp nhận rằng có bong bóng trên thị trường, nhưng cứ tin rằng triển vọng nền kinh tế sẽ còn tốt và bong bóng sẽ còn phình to thêm vài năm nữa. Do đó, họ tiếp tục đổ tiền vào mua cổ phiếu, như khái niệm "thập kỷ vàng" (golden decade) của Trung Quốc, có lẽ cũng giống suy nghĩ "ràng kiếm chác" thêm vài năm nữa của nhiều người hiện nay trên thị trường VN. Khi đó, dù giá cổ phiếu có bị các nhà phân tích đánh giá là quá nóng đi nữa, cơ quan quản lý có cảnh báo đi nữa, thị trường vẫn tiếp tục "cứng đầu" và thổi nó to thêm; đương nhiên đến giới hạn nhất định mà không chịu "xẹp" dần dần thì sẽ phải nổ thối, và sẽ dẫn đến tình trạng đổ vỡ thị trường.

Dù thị trường người đi theo sự tự điều chỉnh thị trường và tác động của các nhà quản lý, hay thậm chí rơi vào tình trạng đổ vỡ, thì một điều rất quan trọng là các nhà đầu tư lớn sẽ có thể trụ vững được, vì họ có thể thừa cơ mua giá rẻ, chờ thị trường tăng lại, chỉ có nhà đầu tư nhỏ, đầu tư theo phong trào sẽ bị thiệt hại nặng nề và thậm chí không thể tồn tại được. Như vậy, cho dù chính phủ có dùng biện pháp "giảm nhiệt" hay không dùng, cuối cùng nhà đầu tư nhỏ cũng là đối tượng bị thiệt hại lớn nhất. Khác biệt chỉ là nếu dùng thì thị trường điều chỉnh giảm từ từ, còn



Chú thích: đường màu đen là chỉ số chứng khoán Shanghai A, đường đứt đoạn là tỷ giá nhân dân tệ - USD, đường màu xám là tỷ giá nhân dân tệ - Euro. Trung Quốc và VN có cùng tình huống khá giống nhau: TTCK phát triển nóng, gắn liền với tỷ giá ổn định trong thời gian khá dài.

không dùng thì thị trường có thể lâm vào đổ vỡ.

Như vậy, vấn đề sẽ nằm ở chỗ nền kinh tế của quốc gia đó có chịu đựng được đợt tăng giá chứng khoán hay không. Nếu kinh tế VN không chịu đựng được đợt tăng giá chứng khoán, cho dù có can thiệp thì thị trường cũng tăng lại như Trung Quốc. Rất nhiều bài viết quốc tế bắt đầu từ 2006 đề cập các mô hình hạ cánh an toàn, rồi "hạ cánh không an toàn" ở Trung Quốc, kết quả, là ... "no landing at all" (không hạ cánh gì hết) mới là mô hình đúng.

Những kết quả nghiên cứu từ kinh nghiệm giảm nhiệt trên TTCK Đài Loan cho thấy nếu áp dụng liên tục các biện pháp cảnh báo thị trường, thậm chí tuyên bố tạm dừng giao dịch, thì cùng lúc 3 cái nóng không bình thường là (1) tính bất ổn cao (2) mức sinh lợi không tương và (3) tính thanh khoản quá mức trên TTCK sẽ giảm đi đáng kể; điều này là vô cùng có lợi cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ.

Những biện pháp giảm nhiệt như trên cùng với các khuyến nghị của IMF (tất nhiên là ta phải thận trọng tối đa với các khuyến nghị này) đương nhiên là những bài học quý có thể vận dụng vào TTCK VN. Ngoài ra, trong điều kiện đặc thù hiện nay ở nước ta, cần phải tiến hành một số giải pháp sau:

- Tăng cung hàng hóa: Bán bớt cổ phần từ Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) cùng với việc tiến hành mạnh mẽ các hoạt động IPO (phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng) và huy động thêm vốn trên thị trường sơ cấp là điều cần được tính đến trước tiên.

- Tham vấn các thành viên tham gia thị trường: Đó là những nhà công ty phát hành, nhà đầu tư, công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại. Chỉ có họ mới là người nắm rõ nhất những gì thuộc về bản chất của "uẩn khúc". Trong khi chờ đợi các bác sĩ "chuyên khoa chứng khoán" hội chẩn tìm nguyên nhân căn bệnh để kê toa, điều mà người "không chuyên" chỉ biết nhìn vào triệu chứng, thì liệu có cần

thiết lập đặt kiểm soát vốn hay là áp dụng các biện pháp giảm nhiệt mang tính hành chính khác? Xác xuất phạm sai lầm trong trường hợp này hẳn nhiên là rất lớn.

- Hiểu đúng vai trò tạo lập thị trường nhà đầu tư của chính phủ: Không hiểu sao vị chủ tịch HĐQT của SCIC lại tuyên bố công khai là họ không có chức năng can thiệp theo kiểu khi giá quá cao thì bán cổ phần nhà nước ra và mua vào khi giá cổ phần xuống thấp. Đầu ai cấm nhà đầu tư lớn nhất của Chính phủ là SCIC phát đi tín hiệu hạ hỏa thị trường cho dù cuối cùng có thể họ vẫn không thực hiện tín hiệu đã phát ra trước đó. Rất may là thời gian gần đây chính phủ đã chính thức tuyên bố sẽ bán bớt cổ phần nhà nước tại SCIC để giảm nhiệt TTCK.

- Tập trung kiểm soát khoản lợi nhuận trên dòng vốn ra: Nếu tình hình thực sự đến mức khẩn cấp (?), tất nhiên còn xa lắm mới đến mức khủng hoảng tài chính giống như năm 1997, cũng không nhất thiết tìm mọi cách kiểm soát dòng vốn vào nếu như hệ thống giám sát nắm được thông tin rằng nguồn vốn ngắn hạn chảy vào là không đáng kể (chứ thông tin hiện nay thì không biết đâu mà lần). Chính phủ cần thương lượng với các nhà đầu tư nước ngoài về lộ trình chuyển phần lợi nhuận ra, còn vốn gốc chuyển ra lúc nào là quyền của họ (can thiệp vào vốn gốc như các hãng tin nước ngoài đưa ra là thất sách). Những nhà đầu tư nước ngoài nào thực sự muốn làm ăn lâu dài có thể cảm thông với tình thế hiện nay của ta. Chỉ có những nhà đầu tư ngắn hạn hay đầu cơ mới e ngại. Đối với nhà đầu tư dạng này, sự rút lui của họ không trở thành vấn đề, thậm chí còn làm cho TTCK tốt hơn.

Một vấn đề đáng lưu ý khi thực hiện kiểm soát đối với dòng vốn nước ngoài là thực hiện nguyên tắc "bất hồi tố". Điều này có nghĩa là các dòng vốn đã chảy vào trước đây có thể không nằm trong diện kiểm soát vốn có khả năng sẽ được áp dụng trong thời gian

tới. Chẳng hạn như yêu cầu sắp tới đây các quỹ đầu tư nước ngoài muốn hoạt động ở VN phải có tối thiểu 500 triệu USD trở lên chỉ nên áp dụng đối với các quỹ đầu tư đến sau ngày UBCKNN ban hành quy chế quản lý các quỹ đầu tư nước ngoài. Nếu áp dụng điều kiện này hàng loạt có thể dẫn đến hậu quả là 80% các quỹ đầu tư nước ngoài hiện nay không thỏa mãn điều kiện này sẽ rút vốn ra khỏi TTCK VN.

Lời kết

Cho dù áp dụng biện pháp giảm nhiệt TTCK như thế nào thì điều quan trọng vẫn là tìm cách bảo vệ các nhà đầu tư nhỏ, đây là điều tối quan trọng khi đưa ra các giải pháp giảm nhiệt TTCK. Giải pháp căn bản nhất để các nhà đầu tư nhỏ lẻ có đường thoát (exit) chính là tăng quy mô và tính minh bạch của thị trường chính thức; thay đổi cơ chế nhận và khớp lệnh hiệu quả hơn; có qui định cụ thể về hoạt động của thị trường OTC; tạo điều kiện cho hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán thu hút vốn từ nhà đầu tư nhỏ để giảm bớt số "nhà đầu tư đánh bạc theo phong trào". Bên cạnh việc tăng cường thông tin và kiến thức để họ tự bảo vệ mình, thì thất bại cần nên được xem là một dạng học phí "đắt" nếu họ vẫn còn thêm thuồng miếng bánh chứng khoán có hệ số P/E cao ngất trời. Đầu cơ là một phần tất yếu của mở cửa thị trường tài chính. Không chấp nhận mặt trái này thì mãi ta cũng chỉ dừng lại ở mức "hé mở" mà thôi. Ngăn cấm, hạn chế chưa bao giờ là giải pháp đúng mực nếu như chưa xuất hiện dấu hiệu của tiền khủng hoảng.

Còn kiểm soát vốn, có lẽ cách tiếp cận kiểm soát vốn mang tính kinh tế là phù hợp với đặc điểm hiện nay nhưng phải được tiến hành từ từ, làm có lộ trình, có liều thuốc thử bằng cách đưa ra những bài báo về kiểm soát vốn để thăm dò thị trường (thay cho lỗi làm việc hậu trường), có dự báo được và phải theo nguyên tắc bất hồi tố ■