



Ảnh Hòa Tấn

Vốn đầu tư nước ngoài Nguồn ngoại lực cho thị trường chứng khoán VN

Thạc sĩ TRẦN THỊ THUỖ LINH

Phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) là một trong những nhiệm vụ cơ bản của Chiến lược phát triển TTCK VN đến năm 2010. Chính phủ đã ban hành Quyết định 163/2003/QĐ-TTg ngày 5.8.2003 phải phấn đấu đưa tổng giá trị thị trường đến năm 2005 đạt mức 2-3% GDP và đến năm 2010 đạt mức 10-15% GDP. Do đó, để phát triển TTCK VN trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, sự tham gia các nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) sẽ là bước đệm cho TTCK hoà nhập thị trường vốn quốc tế, thu hút dòng chảy vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK VN.

Sự tăng trưởng đột phá của nền kinh tế VN năm 2004 đã góp phần tạo ra "Bước nhảy vọt của nền kinh tế VN năm 2005", GDP năm 2004 đạt 7,7% tăng 0,44% so năm 2003 sẽ là cơ sở để nền kinh tế nước ta có thể đạt tốc độ tăng trưởng GDP năm 2005 là 8,5% như Quốc hội đã nghị quyết. Về thu hút vốn đầu tư nước ngoài (VĐTNN), năm

2004 thu hút nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt trên 4,1 tỷ USD (kể cả vốn bổ sung) nhưng nguồn vốn đầu tư gián tiếp trên TTCK còn rất hạn chế. Theo định hướng phát triển tài chính đến năm 2010 của Chính phủ theo Quyết định 211/2004/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ngày 14.12.2004 về bảo đảm tiềm lực tài chính quốc gia đủ mạnh để chủ động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh, hiệu quả và bền vững; khai thông các nguồn nội lực, thu hút nguồn ngoại lực và sử dụng hiệu quả các nguồn lực cho phát triển kinh tế-xã hội và xây dựng nền tài chính quốc gia lành mạnh, công khai, minh bạch. Để hoàn thành các mục tiêu-nhiệm vụ theo Quyết định 211/2004/QĐ-TTg, việc phát triển thị trường tài chính, TTCK là nhiệm vụ trọng tâm hàng đầu, trong đó thu hút các nguồn ngoại lực là vấn đề cần phải được xem xét. Trải qua hơn bốn năm hoạt động, TTCK VN hoạt động khá thành công về thị trường sơ cấp lẫn thị

trường thứ cấp, thu hút các NĐTNN tham gia đầu tư chứng khoán.

1. Cơ sở pháp lý về đầu tư chứng khoán của NĐTNN trên TTCK VN

NĐTNN đầu tư dưới hai hình thức: đầu tư trực tiếp (Foreign direct investment) và đầu tư gián tiếp (Foreign indirect investment; Foreign portfolio investment- FPI). Đầu tư gián tiếp là hình thức đầu tư mà các NĐTNN sẽ đầu tư và sở hữu các loại chứng khoán đã niêm yết và chưa niêm yết trên TTCK sơ cấp và thứ cấp ở VN như: cổ phần, cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư... Việc mua cổ phần, cổ phiếu trong đầu tư gián tiếp này chủ yếu để tìm kiếm lợi nhuận từ các khoản chênh lệch giá mua bán chứng khoán. Hiện nay, các quy định về đầu tư chứng khoán đối với các NĐTNN được định chế bởi các văn bản pháp lý như: Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28.11.2003 về chứng khoán và TTCK, Quyết định 36/2003/QĐ-TTg ngày

11.3.2003 về Quy chế góp vốn, mua cổ phần của NĐTNN trong các doanh nghiệp VN, Quyết định 146/2003/QĐ-TTg ngày 17.7.2003 về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK VN, Nghị định 187/2004/NĐ-CP ngày 16.11.2004 về việc chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần, Thông tư 100/2004/TT-BTC ngày 20.10.2004 hướng dẫn thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập doanh nghiệp đối với lĩnh vực chứng khoán, Quyết định 1550/2004/QĐ-NHNN và Thông tư số 03/2004/TT-NHNN ngày 25.5.2004 hướng dẫn về quản lý ngoại hối đối với việc góp vốn, mua cổ phần của NĐTNN trong các doanh nghiệp VN, Quyết định 83/2004/QĐ-BTC ngày 11.11.2004 về Quy chế thành lập và hoạt động của Văn phòng đại diện tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài tại VN....

Các quy định về đầu tư chứng khoán của NĐTNN có thể cụ thể hoá như sau:

- Về sở hữu cổ phần, cổ phiếu của NĐTNN được quy định ở Quyết định 36/2003/QĐ-TTg và Thông tư 73/2003/TT-BTC như sau: mức góp vốn, mua cổ phần của NĐTNN trong doanh nghiệp VN tối đa bằng 30% vốn điều lệ của doanh nghiệp VN.

- Trường hợp NĐTNN mua cổ phần phát hành lần đầu của doanh nghiệp nhà nước thực hiện cổ phần hóa thì mức vốn không được vượt quá 30% vốn điều lệ dự kiến trong phương án cổ phần hóa và mua theo số cổ phần bán đấu giá công khai (không thấp hơn 20% vốn điều lệ) ra bên ngoài của doanh nghiệp nhà nước thực hiện cổ phần hóa theo Nghị định 187/2004/NĐ-CP.

- Trường hợp có nhiều NĐTNN cùng đăng ký góp vốn, mua cổ phần với giá trị lớn hơn 30% vốn điều lệ thì doanh nghiệp căn cứ vào tình hình thực tế để quyết định lựa chọn đối tác không qua đấu giá hoặc tổ chức đấu giá để lựa chọn đối tác

- Trường hợp chỉ có một NĐTNN góp vốn, mua cổ phần vào doanh nghiệp VN thì cũng được phép góp vốn, mua cổ phần tối đa bằng 30% vốn điều lệ.

Riêng đối với việc đầu tư chứng khoán trên TTCK VN (thị trường tập

trung), Chính phủ cũng đã quy định về tỷ lệ tham gia của NĐTNN vào TTCK VN cụ thể:

- Tổ chức, cá nhân nước ngoài mua, bán cổ phiếu trên TTCK VN được nắm giữ tối đa 30% tổng số cổ phiếu niêm yết của một tổ chức phát hành.

- Trường hợp tổ chức, cá nhân nước ngoài nắm giữ vượt tỷ lệ 30% tổng số cổ phiếu niêm yết thì không được tiếp tục mua cổ phiếu nữa, mà phải thực hiện bán cổ phiếu cho đến khi tỷ lệ nắm giữ đạt mức 30%. Như vậy, việc mua cổ phần, cổ phiếu của NĐTNN kể cả cổ phiếu được niêm yết và chưa niêm yết đều giới hạn ở tỷ lệ là 30% không được vượt qua tỷ lệ này.

- Tổ chức, cá nhân nước ngoài mua, bán trái phiếu đang lưu hành của một tổ chức niêm yết trên TTCK VN không bị hạn chế tỷ lệ nắm giữ. Riêng trái phiếu chuyển đổi, sau khi chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu phải đảm bảo nắm giữ không vượt quá 30% tổng số cổ phiếu niêm yết của tổ chức phát hành.

- Về tỷ lệ nắm giữ chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán (CCQĐTCK) đã niêm yết (VF1) của NĐTNN được quy định tại Quyết định 289/QĐ-UBCK ngày 27.10.2004 đã được Bộ tài chính hướng dẫn tại công văn số 12468TC/UBCK ngày 29.10.2004. Theo đó, các tổ chức, cá nhân nước ngoài mua, bán chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán trên TTCK VN được phép nắm giữ tối đa 30% tổng số CCQĐTCK niêm yết của một quỹ đầu tư.

Như vậy, Chính phủ đã ban hành đồng bộ các văn bản về đầu tư, sở hữu chứng khoán của các NĐTNN khi đầu tư trên TTCK VN, nhằm tạo ra nền tảng về mặt pháp lý để thu hút các nhà đầu tư trên TTCK.

2. Tình hình đầu tư chứng khoán của NĐTNN trên TTCK VN trong thời gian qua

Từ khi ra đời và đi vào hoạt động TTCK VN đã từng bước khẳng định sự trưởng thành và phát triển. Tính đến tháng 11 năm 2004, Trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) TP. HCM đã đi vào hoạt động hơn 4 năm có tổng giá trị chứng khoán niêm yết hơn 20.000 tỷ đồng, trong đó cổ phiếu niêm yết là 26 cổ phiếu với tổng giá trị niêm

yết đạt 1.319,44 tỷ đồng chiếm tỷ lệ 6,6% trên tổng giá trị niêm yết của thị trường và có gần 18.600 tỷ đồng các loại trái phiếu chính phủ, trái phiếu Ngân hàng đầu tư và phát triển, trái phiếu của Quỹ hỗ trợ phát triển, trái phiếu đô thị của Quỹ đầu tư phát triển đô thị TP.HCM chiếm tỷ lệ 93% trên tổng giá trị niêm yết của thị trường và 300 tỷ đồng chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán VF1, chiếm 1,5% trên tổng giá trị niêm yết của thị trường, cho thấy hàng hoá TTCK ngày càng phong phú về chủng loại, số lượng.

Tuy mới ở trong giai đoạn đầu phát triển, TTGDCK đã thu hút được các nhà đầu tư trong nước cũng như NĐTNN, thể hiện qua số lượng tài khoản được mở ở các công ty chứng khoán được tăng lên đáng kể, đặc biệt vào năm 2002 và năm 2004. Lượng tài khoản mở tại 13 công ty chứng khoán năm 2003 là 14.486 tài khoản tăng 879 tài khoản so năm 2002, 2002 là 13.607 tài khoản, tăng 4.828 tài khoản so năm 2001. Tính đến cuối tháng 5.2004, tổng số tài khoản khách hàng đầu tư mở tại 13 công ty chứng khoán đạt 18.777 tài khoản, tăng gần 37,6 lần so với số tài khoản mở trong thời kỳ đầu thị trường đi vào hoạt động là tháng 8.2000 (500 tài khoản) ở 8 công ty chứng khoán. Trong 18.777 tài khoản giao dịch mở tại các công ty chứng khoán thì có gần 200 NĐT có tổ chức và hơn 200 NĐTNN, cụ thể số liệu như sau:

CHỈ TIÊU	Tổng số tài khoản mở
2001	8.779
2002	13.607
2003	14.486
Tháng 5.2004	18.777

Nguồn: TTGDCK- tạp chí Chứng khoán VN số 7.2004

3. Tình hình giao dịch của các NĐTNN trên TTGDCK TP. HCM

Năm 2002, các giao dịch của NĐTNN có dấu hiệu rất khả quan sau một thời gian các nhà đầu tư đã thăm dò thị trường. Về mặt pháp lý, Chính phủ đã tạo điều kiện thông thoáng cho NĐTNN tham gia TTCK VN qua hàng loạt các văn bản, trên cơ sở các văn bản pháp lý về chứng khoán và TTCK được

sửa đổi và hoàn chỉnh đã thu hút được sự tham gia các NĐTNN vào thị trường VN. So với năm 2001 và trước đó, các phiên giao dịch đã xuất hiện sự tham gia của các NĐTNN nhưng với tỷ lệ về khối lượng và giá trị giao dịch so với toàn bộ thị trường chưa cao nhưng đây chính là dấu hiệu rất lạc quan, thể hiện sự quan tâm của NĐTNN đối với TTCK VN.

Khi mới đi vào hoạt động, quy mô TTCK rất nhỏ, chỉ hơn 300 tỷ đồng giá trị cổ phiếu niêm yết. Chứng khoán niêm yết gồm 5 cổ phiếu: REE, SAM, TMS, LAP. Nền nhà đầu tư nước ngoài chưa quan tâm đến TTCK VN. Theo số liệu thống kê của Ủy ban chứng khoán nhà nước (UBCKNN) tính đến ngày 31.12.2002, tổng giá trị cổ phiếu NĐTNN mua là 107,644 tỷ đồng và tổng giá trị cổ phiếu bán ra là 25,191 tỷ đồng cho thấy tổng giá trị cổ phiếu mua gấp 4,3 lần so với giá trị bán và giao dịch 14 loại cổ phiếu trên 20 loại đã niêm yết trên thị trường cụ thể là REE, SAM, HAP, TMS, DPC, BBC, TRI, GIL, BT6, GMD, AGF, SAV, TS4, KHA. Về tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của NĐTNN là 10,843 triệu cổ phiếu chiếm 10,85% tổng khối lượng cổ phiếu niêm yết của thị trường và chiếm 54,9% trên tổng số 19.752.668 cổ phiếu được quyền sở hữu. Tình hình chung năm 2001, năm 2002 giá trị cổ phiếu mua vào của các NĐTNN luôn chiếm tỷ lệ rất cao so với tổng giá trị cổ phiếu bán ra qua đó cho thấy chiến lược đầu tư chủ yếu của NĐTNN tham gia TTCK VN với chiến lược đầu tư dài hạn, đã góp phần kích cầu và ổn định cho TTCK VN. Đối tượng các NĐTNN được xem là một trong những yếu tố tích cực góp phần cân bằng và hâm nóng thị trường vào những thời điểm thị trường suy giảm, các NĐTNN cũng có tâm lý chờ đợi, nghe ngóng đối với những chính sách, quy định pháp lý liên quan đến hoạt động giao dịch CK của họ (như tỷ lệ quy định cổ phiếu nắm giữ, mức thuế, phí giao dịch, vấn đề lập văn phòng đại diện kinh doanh CK tại VN).

Tính đến tháng 11.2004, với 26 cổ phiếu niêm yết có tổng giá trị niêm yết là 1.319,44 tỷ đồng thì xu hướng giao dịch của các NĐTNN đã tăng mạnh về số lượng tài khoản và số lượng giao dịch, cụ thể là:

Chỉ tiêu	1. Tài khoản giao dịch NĐTNN	2. Giá trị giao dịch (tỷ đồng)
2001	45	14,5
2002	72	146,9
2003	99	252,7
2004	203	863,7

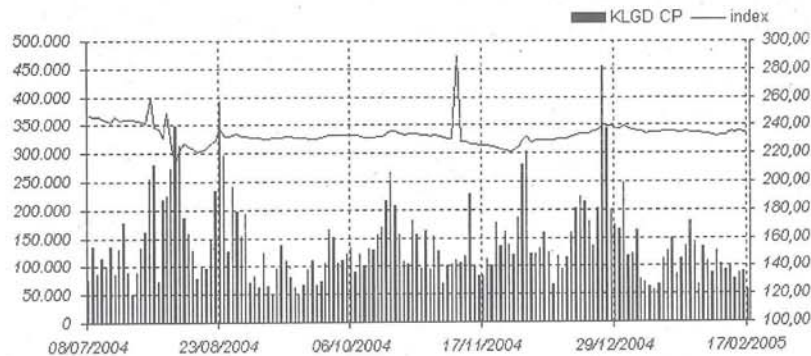
Nguồn: Tạp chí Chứng khoán VN số 8.2004.

Số tài khoản giao dịch của NĐTNN năm 2002 so 2001 tăng 27 tài khoản, năm 2003 so 2002 tăng 27 tài khoản, riêng tháng 7 năm 2004 đạt 203 tài khoản, lập kỷ lục tăng vọt về số lượng tài khoản giao dịch của các NĐTNN qua các năm, cho thấy TTCK VN đang thu hút mạnh mẽ các NĐTNN. Về giá trị giao dịch, năm 2002 so 2001 tăng 132,4 tỷ, năm 2003 so 2002 tăng 105,8 tỷ, riêng 7 tháng đầu năm 2004 đạt 863,7 tỷ so năm 2003 đạt 3,4 lần. Về chỉ số giá chứng khoán VN Index trong năm qua có biến động nhưng tỷ lệ dao động của chỉ số qua các tháng tương đối thấp cho thấy TTCK VN đang dần dần ổn định so với năm 2001, 2002, 2003.

còn những hạn chế về khung pháp lý, quy mô thị trường quá nhỏ, hàng hoá niêm yết ít, đặc biệt là sự giới hạn tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của NĐTNN (không vượt quá 30%) đang là các nguyên nhân làm cho NĐTNN chưa mạnh dạn đầu tư vào TTCK VN.

Vấn đề mà các cơ quan quản lý TTCK cần phải xem xét là tâm lý của các NĐT trong nước, họ thường có xu hướng đầu tư theo các nhà đầu tư nước ngoài. Thực tiễn cho thấy phiên giao dịch nào mà NĐTNN đầu tư nhiều vào một cổ phiếu nào đó thì cầu cổ phiếu đó của NĐT trong nước cũng tăng theo, cụ thể là phiên giao dịch ngày 9.7.2004, NĐTNN đột ngột mua vào 14 loại cổ phiếu với khối lượng là 24.600 cổ phiếu, trị giá 593,127 triệu đồng, chỉ riêng khối lượng giao dịch cổ phiếu REE được khớp lệnh là 97.170 cổ phiếu, tăng gấp 3 lần so với phiên trước, trong đó NĐTNN đã mua 20.400 cổ phiếu, chiếm khoản 21% tổng khối lượng cổ phiếu REE. Bắt đầu, ngày 8.11.2004 chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán VF1 được chính thức niêm yết, đã được các NĐTNN mua khá nhiều kể

Biểu đồ chỉ số giá chứng khoán từ tháng 7.2004 - 2.2005



Nguồn: <http://www.hcmcstc.org.vn>

Đối với các NĐTNN, sự gia tăng số lượng tài khoản mở tại công ty chứng khoán tăng mạnh nhưng vẫn còn nhiều rào cản, hạn chế đối với các NĐTNN khi tham gia TTCK VN làm hạn chế quá trình chuyển dòng VĐTNN dưới hình thức đầu tư gián tiếp. Tuy nhiên, sự tham gia của nhà ĐTNN vào TTCK VN trong thời gian qua là một nhân tố tác động tích cực đến hoạt động TTCK còn non trẻ ở nước ta. TTCK vẫn

từ các phiên giao dịch đầu tiên. Tính đến ngày 12.11.2004 NĐTNN nắm giữ 1.910.900 chứng chỉ quỹ VF1, chiếm tỷ lệ 23,63% tổng số chứng chỉ quỹ được phép nắm giữ.

Hiện nay VN đang bước vào quá trình công nghiệp hoá, hiện đại hoá, mở rộng quan hệ ngoại giao với các nước trên thế giới. Với sự ổn về chính trị, quan hệ ngoại giao mở, tỷ lệ sinh lời cao... đã làm cho thị trường VN trở nên có sức hấp dẫn đối với các NĐTNN.

Ngoài các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư trực tiếp vào VN còn có các quỹ đầu tư nước ngoài (QĐTNN) có văn phòng đại diện tại VN. Các QĐT này đều là quỹ đóng, có thời hạn hoạt động từ 10 đến 30 năm. Đây là các quỹ dành riêng cho thị trường VN như: Vietnam Fund Ltd, Templeton Vietnam Opportunities Fund Ltd, Vietnam Frontier Fund Ltd, Beta Vietnam Fund Ltd, Lazard Vietnam Fund Ltd, Beta Mekong Fund Ltd, Vietnam Enterprise Investment Keppel, United Overseas-Walden Fund, QĐT VN Opportunities Fund, quỹ Phan-xi-păng, quỹ ARISAIG- QĐT lớn của châu Âu, đã mở tài khoản lưu ký tại Ngân hàng HSBC để chuẩn bị đầu tư vào TTCK VN. Các QĐT trên đều được thành lập và đã đăng ký với TTCK các nước Pháp, Anh, Ireland, Quesney, Hồng Kông, Úc, Nhật và Thái Lan. Do đó, với nghiệp vụ hoạt động của các QĐT này bước đầu sẽ hỗ trợ rất nhiều cho TTCK VN.

4. Giải pháp thu hút NĐTNN tham gia TTCK VN

Qua tình hình đầu tư của các NĐTNN cho thấy TTCK VN đã trưởng thành và phát triển, tạo niềm tin đối với NĐTNN. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư chứng khoán của các NĐTNN vẫn còn những bất cập:

- TTCK hiện nay có quy mô còn nhỏ, hàng hoá còn ít chưa thật phong phú, khối lượng giao dịch trên TTCK qua các phiên giao dịch chưa cao. Thị trường còn trong tình trạng mất cân đối giữa cung và cầu, dẫn đến hoạt động đầu tư của các NĐTNN sẽ gặp nhiều khó khăn, bởi lẽ đa số họ đều là những nhà đầu tư chuyên nghiệp luôn thực hiện đa dạng hoá đầu tư, nếu các loại chứng khoán còn ít thì khó có thể thực hiện lựa chọn CK để thành lập danh mục đầu tư có hiệu quả. Sự hoạt động không ổn định của TTCK thứ cấp, mức cầu cổ phiếu luôn sụt giảm, giá cả luôn biến động, tài khoản giao dịch ít hoạt động....

- Về trái phiếu doanh nghiệp còn quá ít chỉ có 2 trái phiếu doanh nghiệp nhưng của ngành ngân hàng, đa số là của Chính phủ phát hành làm hạn chế khả năng thu hút các NĐTNN vào trái phiếu doanh nghiệp. Bởi lẽ các doanh

niệp VN chưa mạnh dạn với cơ chế thị trường, còn trông chờ nhiều các nguồn vay ưu đãi, chưa thật sự chủ động huy động vốn qua TTCK.

- Công tác quản lý nhà nước về TTCK chưa thật sự đồng bộ, khung pháp lý ban đầu chưa đầy đủ, các chính sách- biện pháp quản lý thị trường thể hiện sự thiếu chủ động và thiếu kinh nghiệm của đội ngũ cán bộ quản lý, việc quản lý và giám sát thị trường chưa đối phó được tình huống của thị trường, điển hình thị trường lên xuống thất thường, quản lý công bố thông tin của các công ty niêm yết còn hạn chế. Công tác công khai hoá thông tin thị trường chưa đáp ứng được yêu cầu của TTCK và mong đợi của nhà đầu tư, chưa có thông tin được cung cấp bằng tiếng Anh hoặc trang web phục vụ cho NĐTNN, các tài liệu trên các trang web khá đơn điệu, lạc hậu. Chất lượng kiểm toán chưa có độ tin cậy cao, đã làm ảnh hưởng đến lòng tin của công chúng. Một số CTCP niêm yết đã bộc lộ những yếu kém trong quản trị, đầu tư không hiệu quả.

- Các văn bản pháp lý quy định về đầu tư chứng khoán của NĐTNN chưa thật sự rõ ràng, đầy đủ. Vấn đề quan trọng nhất mà bất kỳ nhà đầu tư nào cũng quan tâm đó là lợi nhuận nhưng theo Thông tư 100/2004/TT-BTC có bước đổi mới lớn là quy định rõ về thuế thu nhập trong hoạt động giao dịch chứng khoán của NĐTNN lại không đề cập đến thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài. Theo quy định hiện hành, thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài đã được bỏ từ 1.1.2004, đã làm cho các NĐTNN rất lúng túng. Mặt khác, Quyết định 1550/2004/QĐ-NHNN, quy định buộc NĐTNN phải mở tài khoản tiền mặt VND tại công ty chứng khoán và mọi hoạt động giao dịch phải thông qua tài khoản này không được mở từ các thành viên lưu ký (hiện có ba thành viên lưu ký là ngân hàng Hồng Kông và Thượng Hải; ngân hàng Standard Chartered và ngân hàng Deutsche Bank) sẽ làm giảm đi khả năng sinh lời vốn đầu tư nếu chưa đầu tư vào chứng khoán vì chỉ được hưởng lãi suất không kỳ hạn, thấp hơn so với việc mở tài khoản tại thành viên lưu ký.

- Tỷ lệ được phép đầu tư của NĐTNN còn hạn chế 30%, đã làm

giảm khả năng thu hút vốn, công nghệ của các NĐTNN, thực tế các cổ phiếu như AFG, GIL, LAF, REE, SAV, TMS, TRI... được các NĐTNN sở hữu hết tỷ lệ cho phép 30% nên để mua thêm các loại cổ phiếu này thì trước hết phải bán chúng đi.

Từ các mặt hạn chế trên, thiết nghĩ Chính phủ và các cơ quan ban, ngành cần nghiên cứu thực hiện các giải pháp nhằm khơi thông nguồn vốn đầu tư nước ngoài trên TTCK như sau:

- Năm 2004 là năm mà Chính phủ, UBCKNN... đã ban hành hàng loạt các văn bản về chứng khoán và TTCK để phát triển TTCK. Mới đây, Chính phủ ban hành Nghị định 187/2004/NĐ-CP ngày 16.11.2004 về việc chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần, phần nào đã tháo gỡ tỷ lệ bán cổ phần ra bên ngoài, tạo cơ hội cho NĐTNN mua cổ phần lần đầu tại doanh nghiệp này. Tuy nhiên, quyết định này lại chưa có quy định cụ thể về việc mua cổ phần giữa các nhà đầu tư trong nước và NĐTNN, nên khi thực hiện quyết định này các NĐTNN sẽ mua theo tỷ lệ như thế nào giữa hai đối tượng này. Về giá bán cổ phần, giá góp vốn của NĐTNN vào doanh nghiệp VN quy định tại Quyết định 36/2003/QĐ-TTg và theo Nghị định 64/2002/NĐ-CP nhưng Nghị định 64 lại không còn hiệu lực, nên NĐTNN sẽ thực hiện theo giá nào. Do đó, Chính phủ, UBCKNN- Bộ tài chính cần sớm ban hành các văn bản về các vấn đề trên để các NĐTNN có thể nắm vững và thông suốt luật lệ về đầu tư chứng khoán của VN. Tuy nhiên, để VN hội nhập khu vực theo kế hoạch hành động ASEAN, thực hiện các cam kết trong Hiệp định thương mại Việt-Mỹ, góp phần vào quá trình đàm phán song phương để gia nhập tổ chức thương mại thế giới- WTO thì hệ thống các văn bản pháp lý về CK và TTCK cần phải nâng thành Luật- Luật chứng khoán VN phải theo xu hướng hội nhập kinh tế quốc tế, tiếp cận các chuẩn mực quốc tế. Từng bước hoàn thiện các văn bản pháp lý về CK- TTCK để đồng bộ các văn bản khác như Luật doanh nghiệp, Luật kế toán, Luật thuế....

- Về sở hữu cổ phần, cổ phiếu của các NĐTNN cũng cần được tháo gỡ, theo Nghị định 187/2004/NĐ-CP về việc chuyển công ty nhà nước thành

công ty cổ phần đã sửa đổi về tỷ lệ cổ phần bán ra bên ngoài doanh nghiệp cho các nhà đầu tư (trong đó kể cả NĐTNN) nên theo Quyết định 36/2003/QĐ-TTg và Quyết định 146/2003/QĐ-TTg thì sẽ không giúp các công ty nhà nước chuyển thành công ty cổ phần thu hút tối đa các nguồn lực tài chính đặc biệt là nguồn ngoại lực để gia tăng quy mô công ty. Do đó, Chính phủ và Bộ kế hoạch- đầu tư cần nghiên cứu, xác định các ngành nghề mà NĐTNN có thể mua cổ phần không hạn chế.

- Tăng cường số lượng và chất lượng của các chứng khoán niêm yết trên thị trường

Tăng nguồn cung chứng khoán là một biện pháp chính sách không thể thiếu trong quá trình phát triển TTCK và thu hút đầu tư qua TTCK. Phần lớn nguồn hàng tiềm năng cho TTCK là các DNNN CPH. UBCKNN cần tạo điều kiện cho các DNNN CPH có quy mô lớn tham gia thị trường. Đồng thời, Bộ tài chính cần có chính sách khuyến khích để tổng công ty 90,91 tiến hành CPH và tham gia niêm yết CK trên thị trường. Đẩy mạnh, xúc tiến việc niêm yết cổ phiếu của các ngân hàng thương mại cổ phần trên TTCK. Trước mắt có thể thí điểm một vài ngân hàng thương mại cổ phần được xếp hạng tốt để niêm yết cổ phiếu trên TTGDCK, trên cơ sở ngân hàng đã niêm yết có thể phát hành cổ phiếu bổ sung nhằm tăng số lượng loại hàng hoá trên thị trường.

Bên cạnh việc đẩy mạnh niêm yết các CK của các doanh nghiệp trong nước, UBCKNN cần sớm hướng dẫn các doanh nghiệp có vốn ĐTNN đã chuyển thành công ty cổ phần hoàn chỉnh hồ sơ để hoàn thành thủ tục niêm yết cổ phiếu trên TTGDCK. Năm 2004, Bộ kế hoạch và đầu tư đã được Chính phủ chấp thuận cho phép chuyển đổi 6 doanh nghiệp có vốn ĐTNN đã chuyển sang hoạt động theo hình thức công ty cổ phần. Việc niêm yết cổ phiếu của các doanh nghiệp này sẽ góp phần làm phong phú hàng hoá cho thị trường, đồng thời tạo nên chủng loại hàng hoá hoàn toàn mới cho các NĐT đặc biệt là các NĐTNN.

- Phát triển, đa dạng thị trường trái phiếu, đặc biệt là thị trường trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu quốc tế. Do trái

phiếu niêm yết trên TTGDCK hiện nay chủ yếu là trái phiếu chính phủ, còn thiếu vắng rất nhiều trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường. Do đó, trước mắt thị trường trái phiếu chính phủ đã phát triển mạnh thì Nhà nước cần khuyến khích, ưu đãi các doanh nghiệp có quy mô lớn, hoạt động có hiệu quả vay nợ thông qua phát hành- niêm yết trái phiếu nhằm tăng cung trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường, như các ngân hàng thương mại; các công ty bảo hiểm; tổng công ty 90,91, ... Bên cạnh, Chính phủ cần triển khai kế hoạch phát hành trái phiếu quốc tế trên cơ sở dựa vào tiềm năng của thị trường trái phiếu nội địa. Hiện nay, mức độ tín nhiệm của VN đã có sự cải thiện (công ty Standard and Poor's và Fitch đã đánh giá nâng lên một bậc trong tháng 5.2002 với chỉ số tín nhiệm từ B++ lên BB+ còn Moody's nâng từ ổn định lên tích cực. Hiện nay năm 2004 đang ở mức B1), kinh tế VN trên đà phát triển cao (năm 2002, tăng trưởng GDP đạt 7,1%, năm 2003 đạt 7,24% và năm 2004 đạt 7,7%) và chính trị- xã hội ổn định. Đây là các yếu tố cơ bản để VN có thể gia nhập thị trường vốn quốc tế, thu hút vốn đầu tư vào VN, nâng cao uy tín và hình ảnh của Việt Nam đối với các NĐTNN.

- Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm ở VN

Để đảm bảo hàng hoá trên TTCK VN ngày càng nâng cao về chất lượng, cần phải có sự tham gia của các tổ chức định mức tín nhiệm (CRA) để đánh giá và xếp hạng tín nhiệm cho các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường kể cả trái phiếu Chính phủ, từng bước hoàn nhập TTCK VN theo thông lệ quốc tế. Do vậy, xúc tiến xây dựng một mô hình hoạt động của CRA đã được Hiệp hội các nhà tài chính xem là một trong những nhiệm vụ trọng tâm trong năm 2004. Bên cạnh đó, khi Chính phủ muốn phát hành trái phiếu quốc tế thì điều kiện cơ bản cần phải có là việc xếp hạng hệ số tín nhiệm. Như vậy nếu nhà phát hành có hệ số tín nhiệm càng cao sẽ tạo được sự tin tưởng cao của các nhà đầu tư và thu hút được nhiều nhà đầu tư mua trái phiếu của mình và ngược lại, đặc biệt nếu phát hành không có hệ số tín nhiệm thì khả năng thu hút các nhà đầu tư mua trái phiếu của mình là rất thấp (một số thị trường còn không chấp

nhận phát hành trái phiếu quốc tế nếu không có hệ số tín nhiệm).

- Xây dựng tính toán hệ số beta (β) cho các công ty niêm yết

Hầu như chúng ta đều coi rủi ro như định mệnh. Tức là một tài sản hay một công ty đều có rủi ro riêng. Đồng tiền hay tài sản của công ty đều có thể gặp rủi ro do những thay đổi không dự đoán trước được trong giá nguyên liệu, thuế suất, công nghệ và hàng loạt các biến số khác. Rõ ràng không có hoạt động kinh tế nào là không có khả năng xảy ra rủi ro và lợi tức chính là thù lao cho sự chấp nhận rủi ro đó. Như chúng ta đã biết, đối với các nước có nền kinh tế thị trường phát triển với sự hoạt động hiệu quả của TTCK thì những thông tin cơ bản về các công ty niêm yết như lợi tức, rủi ro và các thông tin quan trọng khác được công bố hàng ngày trên TTCK. Đây là cơ sở quan trọng để NĐT xem xét, đánh giá nên ưu tiên đầu tư vào ngành nào? công ty nào? Một trong các thông tin đó là chỉ số β của các cổ phiếu, của các danh mục trên thị trường. Đối với TTCK VN việc xác định chỉ số β chưa được thực hiện. Do đó chính phủ cần ban hành các văn bản hướng dẫn phương pháp tính cụ thể cho β của các cổ phiếu. Qua đó, các NĐT có cơ sở để đánh giá sự biến động của cổ phiếu cũng như mức độ rủi ro của chúng đối với thị trường để các NĐT có quyết định đầu tư thích hợp.

- Hoàn thiện hệ thống, công cụ cung cấp thông tin cho các NĐTNN, UBCKNN cần phối hợp với Trung tâm giao dịch chứng khoán tổ chức lại các trang web, cập nhập nhanh chóng các báo cáo tài chính, báo cáo phân tích một cách đầy đủ, số liệu xúc tích phục vụ cho quá trình đầu tư và phân tích chứng khoán của các nhà đầu tư, cần cung cấp cho họ các công cụ nền tảng để giúp họ ra quyết định đầu tư đúng đắn.

Sự ra đời của các NĐTNN: tổ chức, cá nhân đã đánh dấu sự phát triển của TTCK VN và sự quyết tâm của Chính phủ trong quá trình xây dựng TTCK VN. Do đó, Chính phủ và các cơ quan ban ngành cần phải ban hành các văn bản pháp lý đầy đủ nhằm thu hút các nhà đầu tư, đặc biệt là NĐTNN ■