

HƯỚNG TỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**NHỮNG THỬ
THÁCH CẦN
VƯỢT QUA**

TRẦN TÔ TỬ

Tháng 11-96, Chính phủ đã ban hành quyết định thành lập Ủy Ban Chứng Khoán Việt Nam. Có thể xem đây là một quyết định mang tính khẳng định VN vẫn tiếp tục đang theo đuổi các chính sách cơ chế thị trường, phát triển một nền kinh tế có đầy đủ các loại thị trường: thị trường hàng hoá tiêu dùng, thị trường các yếu tố sản xuất như: đất đai, lao động, đồng vốn, máy móc thiết bị, kỹ thuật công nghệ....Tuy nhiên, mặc dù những ý tưởng đầu tiên đề xuất thiết lập thị trường vốn tại VN đã được đưa ra cách nay hơn 5 năm -khá sớm trong tiến trình đổi mới kinh tế - nhưng sự ra đời THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN (TTCK), một loại thị trường vốn trung - dài hạn, vẫn còn gặp rất nhiều khó khăn. Giải quyết những khó khăn này cũng chính là tìm ra các giải pháp thúc đẩy cho TTCK sớm hình thành tại VN.

1. Bối cảnh kinh tế ra đời TTCK

Nhiều nhà tài chính nước ngoài nhận định VN hiện nay có nhiều thời cơ để tạo lập một TTCK. Với tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân năm

đạt 8% trong giai đoạn 10 năm qua, với những nỗ lực đổi mới sẽ tạo đà cho TTCK ra đời và phát triển tốt. Bởi lẽ hoạt động của bất kỳ TTCK nước nào cũng gắn liền với tình hình tăng trưởng hay suy thoái của nước đó. Đồng thời, nguồn tài nguyên thiên nhiên của VN phong phú, hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài, cho nên TTCK VN có khả năng thu hút các luồng tài chính quốc tế đang chuyển dịch vốn đầu tư vào Đông Nam Á - một khu vực kinh tế năng động của thế giới.

Song, nếu đối chiếu với các yêu cầu của một TTCK theo những chuẩn mực cơ bản, tối thiểu của nhiều quốc gia để được quốc tế thừa nhận, VN vẫn còn nhiều thử thách phải vượt qua. Chúng ta có thể nhìn vào thị trường ngoại tệ liên ngân hàng đã được thành lập từ cuối năm 1994 tại Hà Nội nhưng đến nay vẫn chưa đi vào hoạt động như kỳ vọng. Đơn giản hơn, việc xây dựng các "nhà lồng chợ"

ở Kiev cũng vừa mới có một thị trường tài chính quá nhỏ hẹp, khối lượng mua bán chứng khoán còn quá ít. Thị trường này mới chỉ có 2 cổ phiếu - một của Cty Vận tải biển và một của ngân hàng - là được giao dịch trên hệ thống computer hiện đại đó.

VN làm thế nào để tránh kiểu thị trường "trống rỗng" như của Kiev?

2. Hàng hóa nào cho TTCK?

Hiển nhiên là việc tạo lập thị trường nào cũng phải có các loại hàng hóa thích hợp cho thị trường đó. TTCK cũng vậy, cũng cần phải có các loại hàng hóa là các loại chứng khoán (CK) như cổ phiếu, trái phiếu...Đó là những công cụ để huy động vốn từ nơi thừa sang nơi thiếu - từ người cung ứng vốn đến những người cần vốn như các doanh nghiệp và các dự án đầu tư (DAĐT) của Chính phủ. Những CK này chỉ có thể được tạo ra xuất phát từ những DAAĐT chứng minh địa chỉ nhu cầu vốn cụ thể đang mong đợi các nguồn cung ứng vốn tài trợ. Hơn nữa,



ở các đô thị cũng cho thấy cảnh chợ còn thưa vắng. Các hoạt động mua bán vẫn còn diễn ra ở bên ngoài chợ. Như vậy, liệu một TTCK sớm ra đời sẽ có cùng chung số phận như các chợ vừa nêu không?

Kinh nghiệm của TTCK Kiev (Liên Xô cũ) cũng gợi ít nhiều suy nghĩ cho VN. Trong 3 năm qua, Kiev đã đầu tư hơn 5 triệu USD và đã xây dựng một Sở Giao Dịch Chứng Khoán rất hiện đại, theo công nghệ cao cấp. Đồng thời, Kiev còn nhận được sự tài trợ kỹ thuật và phần mềm cho hệ thống điện toán trị giá 4,3 triệu USD từ Chính phủ Pháp. Nhưng trong số kinh phí đầu tư đó, có 1 triệu USD là hệ thống computer IBM có khả năng xử lý các cuộc giao dịch chỉ trong vài giây và đã được khai thác sử dụng không quá 1 giờ/tuần! Đơn giản chỉ vì

TTCK cũng cần có nhiều loại CK với khối lượng lớn vừa tạo cho CK có tính thanh khoản cao, vừa để các hoạt động giao dịch, mua đi bán lại các CK trong công chúng diễn ra liên tục và cũng nhằm tránh tình trạng hàng hóa CK bị khan hiếm dễ dẫn đến đầu cơ lũng đoạn. Quan trọng hơn, hàng hóa đó phải có chất lượng cao, tức các CK đó phải hứa hẹn một khả năng sinh lời hấp dẫn.

Điều này đòi hỏi VN phải có những DAAĐT quy mô lớn, khả thi, hiệu quả tài chính xét thấy khả quan để tạo hàng hóa cho TTCK. Đây là một vấn đề còn khó khăn vì rằng tuy VN đang có nhiều cơ hội đầu tư nhưng vẫn quá ít các loại DAAĐT như thế. Điển hình như tại VN hiện đã có 9 Quỹ đầu tư quốc tế huy động vốn nước ngoài đầu tư gián tiếp (FPI - Foreign

Portfolio Investment) vào VN với khối lượng hơn 400 triệu USD, nhưng mới thực hiện được 66 triệu USD. Nguyên nhân chỉ vì họ vẫn chưa tuyển chọn được nhiều dự án tốt, mặc dù họ đã săn tìm và đang nắm giữ hàng trăm dự án.

Trong khi đó, hiện nay đã có một số DABT kinh doanh cơ sở hạ tầng quy mô lớn, khả thi, hiệu quả vững chắc nhưng người ta hầu như chỉ trông cậy vào vốn nước ngoài đầu tư trực tiếp liên doanh (vốn FDI), chưa quan tâm thúc đẩy ra đời các Công ty cổ phần (Cty CP) phát hành cổ phiếu rộng rãi ra công chúng để huy động vốn trong nước tài trợ cho những DABT này.

3. Ai cung cấp hàng hóa cho TTCK ?

Có ý kiến cho rằng Luật Công ty đã ra đời từ năm 1990, đến nay cả nước đã có khoảng 170 công ty cổ phần (Cty CP), đó là một nguồn cung hàng hóa cho TTCK VN. Tuy nhiên, nếu đối chiếu với những yêu cầu của một TTCK đúng chuẩn mực quốc tế đòi hỏi phải có các Cty CP đại chúng với quy mô lớn, phát hành cổ phiếu rộng rãi ra công chúng, hiệu quả cao và ổn định, sẵn sàng chấp nhận công khai hóa thông tin về tình hình hoạt động của Cty, chúng ta sẽ thấy hầu hết những Cty CP đã thành lập ở VN vẫn chưa hội đủ những điều kiện này. Đa số Cty này là Cty CP nội bộ (Private Co.) chưa phải là loại Cty CP đại chúng (Public Co), tức là chưa bán cổ phiếu rộng rãi ra công chúng, quy mô còn quá bé, hiệu quả chưa rõ ràng, nhất là chưa chấp nhận công khai hóa thông tin tài chính của Cty.

Như vậy, VN còn phải chờ đợi xây dựng một vài Cty CP đại chúng mới có thể có một thị trường cổ phiếu. Điều đó cũng có nghĩa là buổi đầu của TTCK VN chỉ có thể là thị trường trái phiếu, mà chủ yếu là các loại trái phiếu do Chính phủ phát hành. Để tạo lập thị trường cổ phiếu, chưa nhất thiết phải có nhiều Cty CP đại chúng. Tuy chỉ cần vài Cty, nhưng những Cty đó phải đạt các chuẩn chất của một Cty CP đại chúng như nêu trên. Các chuẩn chất này sẽ tạo cho công chúng nắm giữ nhiều cổ phiếu, từ đó họ mới có nhu cầu mua đi bán lại, tạo nên thị trường. Đồng thời, các chuẩn chất đó cũng giúp cho công chúng hiểu rõ, hiểu đúng về Cty này để họ có điều kiện thuận lợi đánh giá, thẩm định giá trị Cty và giá trị cổ phiếu, quyết định giá mua - giá bán các cổ phiếu đó.

Hiện nay, đã có một số ngân hàng thương mại cổ phần (NHTM CP) bắt đầu bán cổ phiếu rộng rãi ra công chúng nhưng họ vẫn chưa sẵn sàng chấp nhận công khai hóa thông tin. Ngược lại, họ đang dùng những kỹ thuật tiếp thị bán hàng tiêu dùng

- như quảng cáo, thậm chí khuyến mãi chào bán cổ phiếu có thưởng bằng xổ số. Cách làm này bị nghiêm cấm ở các nước đã phát triển TTCK. Vì như thế sẽ thúc đẩy công chúng mua cổ phiếu với tính chất cờ bạc. Họ sẽ không biết rõ đâu là rủi ro cho đồng vốn của họ khi đặt vào các NHTMCP này. Nhất là trong nền kinh tế VN hiện nay không phải NHTMCP nào cũng có tình hình tài chính lành mạnh. Làm sao công chúng biết được NHTMCP nào đang "bệnh", bệnh nặng hay nhẹ?

4. Ai mua CK trên TTCK ?

Nước ngoài gọi những người mua CK là các nhà đầu tư cá thể (công chúng) hoặc các tổ chức đầu tư như Quỹ đầu tư, Cty Bảo hiểm.... Có người lo ngại mở TTCK hoặc cổ phần hoá DNNN rộng rãi sẽ không có người mua CK vì thu nhập của người dân VN hiện nay còn quá thấp. Điều này không phải là một khó khăn cho TTCK VN. Những tầng lớp dân cư tuy có thu nhập thấp nhưng họ vẫn muốn tiết kiệm. Chính TTCK sớm mở ra sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho họ tiết kiệm ngày càng nhiều hơn. Phương thức huy động vốn qua TTCK theo nguyên lý "góp gió thành bão" sẽ tập hợp những số vốn này - tuy nhỏ nhưng sẽ có ý nghĩa lớn.

Các chuyên gia tài chính nước ngoài khi nhìn vào thị trường vé số của VN cũng đánh giá người VN không ngại mua CK với tính chất cờ bạc nhiều hơn. Họ đã "chịu chơi" vé số thì cũng sẽ "chịu chơi" CK - đừng ngại không có người mua CK. Vấn đề quan trọng là công chúng VN hiện nay đa số còn hiểu biết quá ít về loại hình Cty CP và "luật chơi" của TTCK. Thiếu hiểu biết cộng với "máu mao hiểm", người ta lo ngại công chúng sẽ mua CK với tính chất cờ bạc nhiều hơn. Họ sẽ xem giá CK lên xuống hàng ngày như một kết quả ngẫu nhiên của cuộc xổ số. Ngay cả điều này, một số nhà tài chính nước ngoài cũng trấn an chúng ta "đừng lo ngại" - công chúng "thua" vài "keo" trên TTCK tất sẽ biết thế nào là TTCK!

Như vậy, liệu Nhà nước sẽ có những biện pháp nào để giúp công chúng "trả học phí" cho bài học thực hành ngay trên TTCK với cái giá rẻ nhất?

5. Giá CK - có phải luôn là ẩn số ?

Giá cả CK trên TTCK được hình thành bắt nguồn từ khả năng sinh lời của Cty phát hành ra CK đó và nó cũng luôn thay đổi, nhạy cảm với những thông tin có liên quan đến tiềm năng sinh lời này. Vì thế, để giúp cho công chúng mua CK với tính chất đầu tư lành mạnh, cần phải có một chế độ kế toán hoàn chỉnh và tiến gần với các chuẩn mực kế toán quốc tế. Yêu cầu này nhằm giúp cho

công chúng có thể so sánh, đánh giá chính xác tình trạng sức khỏe của các Cty thông qua các bức tranh tài chính của các Cty, như bảng cân đối tài sản, báo cáo lỗ - lãi...

VN đã kịp thời điều chỉnh hệ thống kế toán nhưng vẫn chưa tiến gần đến các chuẩn mực kế toán quốc tế. Đây cũng sẽ là một cản ngại huy động vốn của công chúng nước ngoài qua TTCK VN. Mặt khác, các bức tranh tài chính đó cũng cần được một Cty kiểm toán xác nhận chính xác, trung thực, hợp lý để tạo niềm tin cho công chúng khi thẩm định Cty, từ đó quyết định mua bán CK. Nếu việc kiểm toán này không tốt ắt hẳn sẽ xuất hiện những hành vi gian lận trong các Cty có phát hành CK. Nếu các bức tranh tài chính đó luôn "huyền ảo" thì giá CK cũng sẽ là "giá ảo". Khi ấy sẽ không còn ai tin cậy để giao vốn cho các Cty thông qua TTCK. Hiện nay, chúng ta cũng đã có vài Cty kiểm toán nhưng trình độ năng lực nghiệp vụ còn thấp. Dù vậy, đây cũng chỉ là khó khăn tạm thời trước mắt cho TTCK VN.

Điều cốt yếu là cơ chế điều hành quản lý thông tin của Nhà nước đối với các phương tiện truyền thông đại chúng. Chẳng hạn như 2 năm trước đây, khi các báo đưa tin về một đơn vị nổi tiếng tại TP.HCM. Ngày hôm sau, đồng loạt các báo đều "bật tin" về đơn vị này. Liệu sao tới đây, một khi có TTCK, tình trạng này có lặp lại không? Lúc đó, làm sao công chúng có thể hiểu rõ những sự kiện gì xảy ra ở các Cty CP mà họ đã rót đặt vốn vào đó? Số phận đồng vốn của công chúng sẽ ra sao?

6. Xây "Chợ CK" - khó hay dễ ?

Sở Giao dịch chứng khoán (Sở GDCK) có thể được hiểu như một cái "chợ CK", một TTCK chính thức, tập trung, có tổ chức các hoạt động mua bán CK. Công việc xây "chợ" này được nhiều chuyên gia tài chính cho rằng VN không có khó khăn, thậm chí lại có nhiều thuận lợi. Vì VN là nước đi sau, có thể kế thừa kinh nghiệm của các TTCK trên thế giới, nhiều nước sẵn sàng hỗ trợ kỹ thuật TTCK cho VN. Hệ thống thông tin và điện toán hiện đại giờ đây đã khá rẻ so với trước đây và đang ở trong tầm tay của VN. Các công việc nghiệp vụ có liên quan đến TTCK đều được nhiều nước nhiệt tình giúp đào tạo huấn luyện, lớp trẻ VN hoàn toàn có khả năng tiếp thu và thao tác thuần thục.

Một khó khăn lớn là hiện tượng "nền kinh tế tiền mặt" cho thấy hệ thống thanh toán qua các NHTM vẫn còn quá yếu kém. Nếu không sớm vượt qua cản ngại này, các quá trình giao dịch tại Sở GDCK sẽ bị chậm lại, gây thiệt hại lớn cho công chúng - nhất là vào các thời điểm TTCK lên

cơ biến động giá CK.

Tuy nhiên, vấn đề tối quan trọng còn lại là việc tuyển chọn nhân sự điều hành, quản trị Sở GDCK. Đây chính là nhân tố quyết định sự thành bại của TTCK VN. Những tiêu chuẩn cơ bản cho một TTCK thành công phải là một thị trường: LIÊM CHÍNH-ĐÁNG TIN-CÂY-CÔNG BẢNG-TRẬT TỰ- HOẠT ĐỘNG TRÔI CHAY-HỮU HIỆU-rõ RÀNG-CHI PHÍ THẤP cho các giao dịch CK. Vì thế, theo ông Saleh Majid -nguyên Tổng giám đốc điều hành Sở GDCK Kuala Lumpur - cho rằng: "Vấn đề số một của TTCK là con người trung thực chứ không phải là vấn đề kỹ thuật".

Nhận định này thật có ý nghĩa đối với VN chúng ta khi mở cửa TTCK, nhất là trong điều kiện hiện tượng tham nhũng, tiêu cực chưa được đẩy lùi.

7. Khung pháp chế cho TTCK

Cuối cùng, bao trùm lên tất cả hoạt động TTCK là khung pháp chế cho thị trường này. Việc pháp chế hóa các "luật chơi" trên TTCK cũng là một yếu tố then chốt bảo đảm cho TTCK làm đúng chức năng là một loại cơ sở hạ tầng về tài chính trong nền kinh tế. Nếu không, nó có thể bị lợi dụng để biến thành một sòng bạc (casino).

Sự kiện "bể bạc tín dụng" tại VN vào năm 1991 luôn nhắc nhở chúng ta thấy sự khiếm khuyết khung luật pháp trong khi thị trường vốn tự phát quá nhanh, vượt ngoài tầm kiểm soát của nhà nước, tất yếu sẽ dẫn đến sự sụp đổ thị trường này. Do đó, vấn đề bảo vệ các nhà đầu tư, bảo đảm an toàn cho vốn đầu tư qua TTCK phải được xem là công việc hàng đầu và thường xuyên của những người có trách nhiệm đối với thị trường vốn tại VN.

Những suy nghĩ chủ quan tương tự như lời phát biểu sau đây của những người có trách nhiệm, thật đáng lo ngại: "Đưa tiền đầu tư qua TTCK có an toàn như gửi tiền tiết kiệm và mua kỳ phiếu không? Vấn đề an toàn, xét về khía cạnh lừa đảo, ta khỏi phải bàn. Vì đây là một tổ chức của Nhà nước có hệ thống luật pháp và hệ thống cơ quan quản lý, kiểm soát chặt chẽ" (Báo Người Lao Động số 144- ngày 31/5/1993).

Phát biểu này đã không biết rằng: "Mục tiêu của việc pháp chế hóa tài chính là nhằm cố gắng ngăn ngừa con người khỏi bị lừa đảo hơn là nhằm thực hiện sứ mạng không thể hoàn thành nổi : bảo vệ người khờ dại tránh được những hành động dại dột của chính họ" (Theo Giáo Sư Jim Gover, người đã viết bản báo cáo về cơ cấu pháp chế của Vương Quốc Anh).

Lịch sử phát triển TTCK trải qua hàng trăm năm ở các nước đã phát triển đều cho thấy những nhà

làm luật phải đối đầu liên tục với những thế lực đen tối lợi dụng TTCK để làm giàu bất chính, biến công chúng thiếu hiểu biết thành nạn nhân của các cuộc chơi "đỏ đen" trên TTCK. Trong cuộc đối đầu này, "vỏ quít càng dày, móng tay càng nhọn". Vì thế, Nhà nước phải không ngừng hoàn thiện khung pháp luật cho TTCK để hạn chế những hiện tượng tiêu cực diễn ra trên TTCK này.

Xét đến khung pháp luật VN hiện nay, người ta thường than phiền thiếu luật, các nội dung luật chưa đồng bộ... Tuy nhiên, một khung pháp luật còn bao hàm cả 2 khía cạnh khác: thực thi luật nghiêm chỉnh và xử lý chế tài thích đáng. Do đó, các nội dung luật còn khiếm khuyết chỉ là những "căn bệnh" tạm thời, Quốc Hội có thể nỗ lực khắc phục được. Song việc thực thi luật chưa nghiêm và xử lý chế tài chưa thích đáng đã gần như một "cố tật" khó sửa. Luật đi đường là một hình ảnh thu hẹp của khung luật pháp VN - một đạo luật "cổ điển" mà vẫn cần phải có Nghị định 36/CP nhưng vẫn chưa thể văn hồi tốt an toàn trật tự lưu thông trên đường phố.

Rồi đây, VN cũng sẽ có một đạo luật về phát hành và giao dịch CK cho TTCK hoạt động. Đạo luật này có thể hoàn chỉnh ngay từ đầu. Vì chúng ta có thể tham khảo nhiều đạo luật CK của nhiều nước có kinh nghiệm quản lý TTCK. Hơn nữa, VN cũng chưa có một TTCK phi chính thức đã phát triển, cho nên chúng ta có thể thiết kế khung pháp luật TTCK theo mô hình được lựa chọn như mong muốn. Nhưng việc thực thi luật CK và xử lý chế tài các vi phạm trên TTCK sẽ như thế nào? Liệu có tốt hơn thực thi luật đi đường không?

VN còn thiếu luật và đang hoàn thiện hệ thống luật. Điều đó, mọi nhà đầu tư trong và ngoài nước đều có thể cảm thông, tin tưởng trong một thời gian ngắn VN sẽ có đầy đủ luật. Song, họ không thể cảm thông được tình trạng có luật mà cũng như không có luật - luật pháp không có hiệu lực thi hành cứng rắn lại được "vận dụng" tùy tiện theo những cách hiểu, theo những động lực khác nhau.

Lấy ví dụ như điều 26 và điều 31 của Luật Công Ty quy định trên bảng hiệu, hóa đơn, quảng cáo, tài liệu và các giấy tờ giao dịch của Cty TNHH hay Cty CP đều phải công khai vốn điều lệ Cty để minh định khả năng chịu trách nhiệm hữu hạn về những khoản nợ của Cty. Tuy nhiên, cả 2 điều khoản này lại bị vi phạm phổ biến nhưng các cơ quan quản lý nhà nước chẳng có một biện pháp chế tài nào cả. Như vậy, thử hỏi những điều khoản luật CK sẽ ràng buộc các nghĩa vụ công khai hoá thông tin về tình hình hoạt động, các

báo cáo tài chính của các Cty có bán CK rộng rãi ra công chúng trên TTCK sẽ được thi hành nghiêm chỉnh không?

Đặc biệt là những điều khoản ngăn cấm hành vi gian lận, như "mua bán nội gián" (Insider dealing) - tức lợi dụng những thông tin mật để mua bán CK kiếm lời, một cách làm giàu không công bằng nhờ vào lợi thế nắm giữ thông tin chưa được công khai hóa. Ở các nước có TTCK, hành vi này bị ghép vào tội hình sự, còn ở VN liệu sẽ được xử lý thích đáng để bảo vệ đồng vốn của công chúng đầu tư qua TTCK hay không? Liệu sẽ có được một "sân chơi bình đẳng" cho mọi người tham gia TTCK không?

Tóm lại, VN đang rất cần sớm có TTCK để huy động những tiềm lực tài chính trong công chúng tập trung cho đầu tư CNH-HĐH phát triển nền kinh tế. Song, chúng ta cũng phải rất thận trọng với thị trường này. Tất nhiên, những bước thăng trầm của một TTCK mới thành lập là điều không thể tránh khỏi, các nước có TTCK đều đã trải qua. Chúng ta hoàn toàn có khả năng hạn chế "cái giá phải trả" cho những tiện ích do TTCK mang lại nếu khẩn trương đưa ra những biện pháp chuẩn bị tích cực để vượt qua các cản ngại nêu trên. Ngược lại, một sự dãn dụa, thận trọng quá đáng trong trạng thái "thả lỏng buông trôi" tất yếu cũng sẽ có một TTCK phi chính thức tự phát hình thành, nhưng cũng sẽ chứa đựng nhiều mối nguy cơ sụp đổ. Sự kiện rao bán cổ phiếu ra công chúng trên báo chí của một số NHTMCP tại TP.HCM gần đây có thể được xem là một tín hiệu cho thấy TTCK phi chính thức không biết chờ đợi ai!

