

# Giải pháp cho sự khởi sắc của thị trường chứng khoán Việt Nam

NAM PHƯƠNG

**Thực trạng TTCKVN năm qua đặt ra một gánh nặng trên vai các cơ quan quản lý và điều hành TTCK. Một câu hỏi luôn ám ảnh họ: làm thế nào để có thể giữ và lôi kéo các nhà đầu tư quay trở lại sân chơi, khi mà chỉ số giá chứng khoán luôn ở tình trạng trượt dốc?**

Tính đến nay, thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCKVN) đã chính thức đi vào hoạt động được hai năm sáu tháng. Cùng với các định chế tài chính trung gian như ngân hàng, công ty tài chính, quỹ đầu tư,... sự hiện diện và hoạt động với những kết quả bước đầu, của định chế tài chính đầu tư trực tiếp này, đã góp phần rất quan trọng vào việc hoàn thiện thêm một bước mô hình thị trường tài chính ở Việt Nam.

Có thể nói, việc hoàn thiện cơ cấu tổ chức của thị trường tài chính là một trong những điều kiện tiên quyết để thị trường này phát huy đầy đủ nhất, vai trò quan trọng của nó trong việc tạo ra nguồn động lực quan trọng, góp phần thúc đẩy phát triển nền kinh tế thị trường. Đồng thời, nó cũng tạo tiền đề cần thiết, để tiến trình hội nhập kinh tế Việt Nam, với khu vực và thế giới được thực hiện thuận lợi hơn.

Tuy nhiên, cũng giống như một cơ thể sống, thị trường tài chính, chỉ có thể phát huy sức mạnh thực sự, nếu như từng bộ phận cấu thành nó, đều hoàn thành tốt nhất chức năng của mình.

## Thành tựu và vướng mắc

Trong lịch sử xây dựng và phát triển TTCK trên thế giới, khó có thể tìm thấy một TTCK quốc gia nào đó, cũng với thâm niên hai tuổi rưỡi như chúng ta, lại có thể hoạt động một cách hoàn hảo

ngay, mà không phải trải qua những bước thăng trầm, sóng gió nhất định. Thị trường chứng khoán Việt Nam, đương nhiên, cũng không phải là ngoại lệ.

Nhìn chung, hoạt động của TTCKVN trong thời gian qua, đặc biệt là trong năm 2002, đã đạt được những thành công bước đầu về các mặt quản lý, điều hành, tác nghiệp, rất đáng khích lệ. Hơn 460 phiên giao dịch chứng khoán, đã được vận hành một cách suôn sẻ tại Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Tháng 10 năm 2001, TTCKVN mới chỉ có 7 công ty niêm yết với tổng thị giá 1.345 tỷ đồng. Đến tháng 11 năm 2002, số công ty niêm yết tăng lên 19, với tổng thị giá là 2.450 tỷ đồng. Trên cơ sở đó, thị trường đã tạo điều kiện cho các công ty cổ phần, huy động nguồn vốn bổ sung và tăng thêm vốn điều lệ. Đồng thời, bước đầu tạo thói quen tiết kiệm để đầu tư của dân chúng, thông qua kênh TTCK...

Với những thành tựu đạt được, TTCK đang từng bước khẳng định trên thực tế, vị trí và vai trò quan trọng của mình, đối với quá trình tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

Tuy nhiên, bên cạnh những thành tựu đã đạt được, TTCKVN cũng còn bộc lộ không ít những vấn đề vướng mắc. Trong đó, nét nổi bật là sự trầm lắng kéo dài của thị trường cùng với quá trình rớt giá liên tục của hầu hết các loại cổ phiếu. Hãy theo dõi chỉ số VN Index trong năm 2002, phần nào cho ta thấy được bức tranh không mấy sáng sủa (nếu không muốn nói là ảm đạm) của thị trường. Thật vậy, chỉ trong 6 tuần đầu năm 2002 (từ 2.1 đến 7.3), chỉ số VN Index đã rớt từ 231 điểm xuống 178 điểm. Tiếp theo từ đầu tháng 5 đến cuối tháng 11 năm 2002 lại tiếp tục trượt dốc liên tục. Cho tới những tuần cuối cùng của tháng 12 năm 2002 và đầu năm 2003, chỉ số VN Index vẫn tiếp tục xuống dốc. Và cho đến phiên giao dịch 460 (06.01.03), chỉ số VN Index trở về

điểm xuất phát ở đầu năm 2002.

Cần phải coi đây là một hiện tượng không bình thường, bởi lẽ trong khi nền kinh tế của chúng ta, năm qua đạt mức tăng trưởng với tốc độ cao vào loại thứ nhì thế giới. Vậy mà lạ thay, chỉ số giá chứng khoán trên thị trường lại cứ rớt liên tục. Điều này chắc hẳn đã và đang làm đau đầu các cơ quan chức năng, các nhà nghiên cứu hoạch định chiến lược phát triển thị trường, cũng như tất cả những ai, quan tâm tới hoạt động của TTCK.

Việc nghiên cứu tìm hiểu nguyên nhân, để trên cơ sở đó có biện pháp tháo gỡ kịp thời, tạo điều kiện cần thiết cho sự khởi sắc của thị trường, ngay từ những tháng đầu, quý đầu của năm 2003 là một vấn đề vô cùng bức xúc.

Chắc hẳn, sẽ có không ít các nhà nghiên cứu, đồng quan điểm, trong việc tìm kiếm nguyên nhân, của hiện trạng suy thoái TTCK. Xuất phát điểm phải đi từ những vấn đề cơ bản, gốc rễ, có liên quan tới khung pháp lý, tới hoạt động quản lý và điều hành vĩ mô.

## Nền tảng pháp lý

Trước hết, nói về khung pháp lý làm nền tảng vận hành, TTCK:

Cho đến nay, Nghị định số 48 /1998 NĐ-CP vẫn là khung pháp lý tối cao, về chứng khoán và TTCK. Văn bản pháp lý này đã được xây dựng, từ khi TTCKVN chưa chính thức đi vào hoạt động. Sau hơn 2 năm vận hành của thị trường, một số nội dung đã trở thành bất cập, không còn phù hợp với hiện trạng thị trường cũng như những văn bản pháp lý có liên quan, như Luật doanh nghiệp, Luật ngân hàng,... Những bất cập đã bộc lộ rõ, cần được gấp rút chỉnh sửa về cơ bản, nhằm đáp ứng nhu cầu thực tiễn của sự phát triển TTCK.

Cần lưu ý, một trong những nguyên nhân, khiến nhà đầu tư chưa thật tích cực, tham gia TTCK, có thể kể đến. Đó là do khung pháp lý về TTCK, nói chung và nhất là khung pháp lý,

nhằm bảo vệ quyền, cũng như lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, còn nhiều điều bất cập, thiếu thông thoáng và chưa tạo sự yên tâm cho họ.

Song song với giải pháp trước mắt này, cần khẩn trương xây dựng bộ luật về chứng khoán. Tất cả các chủ thể tham gia thị trường, từ chủ thể phát hành, đến các nhà môi giới, các nhà đầu tư, chỉ có thể yên tâm tham gia thị trường một cách tích cực, khi có được một chỗ dựa vững chắc, ổn định, công bằng và khách quan đối với họ. Trên cơ sở đó, góp phần quan trọng, tạo điều kiện cải thiện mối quan hệ cung - cầu trên thị trường, cả trước mắt cũng như lâu dài.

### Định hướng chiến lược

Cùng với quá trình hoàn thiện khung pháp lý của TTCK, một vấn đề khác không kém phần quan trọng, cần được đề cập ở đây, đó là sự quan tâm chỉ đạo của Nhà nước đối với lĩnh vực chứng khoán. Một số nhà nghiên cứu cho rằng, hoạt động quản lý và điều hành vĩ mô đối với lĩnh vực chứng khoán, trong thời gian qua, dường như còn thiếu vắng những định hướng chiến lược phát triển lâu dài, với lộ trình thích hợp.

Để TTCK có thể ổn định và phát triển bền vững, không chỉ dựa vào việc điều chỉnh hoạt động của nó, thông qua các giải pháp tác nghiệp, tình thế. Trái lại, một định hướng chiến lược phát triển lâu dài, trên phương diện quản lý và điều hành vĩ mô, đối với lĩnh vực chứng khoán là vô cùng cần thiết. Tiếc thay, yếu tố này, trong năm qua, còn chưa được các cơ quan chức năng, thực sự quan tâm đúng mức.

Được biết, vừa qua Ủy ban chứng khoán nhà nước, đã hoạch định chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010. Đây là một tín hiệu rất đáng mừng. Hy vọng rằng, bản dự thảo sẽ sớm được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, để từ đó có thể xây dựng những phương án triển khai cụ thể.

### Giải pháp chủ yếu

Ngoài những vấn đề thuộc tầm quản lý vĩ mô, xin đề cập ở đây, một số giải pháp chủ yếu, có tính chất điều hành tác nghiệp, cần được khẩn trương nghiên cứu vận dụng, góp phần sớm tạo

ra sự khởi sắc toàn diện của TTCKVN.

Thứ nhất: Cần quan tâm xúc tiến mạnh mẽ các giải pháp khả thi, nhằm nhanh chóng tăng cung chứng khoán cho thị trường.

Cho đến thời điểm hiện tại, sau gần 3 năm vận hành, TTCKVN mới chỉ tiếp nhận được 21 công ty niêm yết. Theo dự báo của UBCKNN, đến năm 2005 sẽ có 100 công ty niêm yết và sẽ tăng lên 500 công ty vào năm 2010. Tại TTGDCK Hà Nội vào năm 2010 sẽ có 700 công ty niêm yết. Đây quả là những con số khả quan! Song, cho dù có đạt được hay không, chắc chắn thị trường cũng không thể chấp nhận ở con số 21 như hiện nay được.

Để tăng cung cổ phiếu cho thị trường, cần chú trọng các biện pháp thích hợp. Trên cơ sở đó, có thể vừa tăng số lượng, vừa đa dạng hoá chủng loại và đồng thời cũng đảm bảo yếu tố chất lượng của những cổ phiếu niêm yết.

Hiện nay, trong nền kinh tế nước ta, có khoảng 1.000 công ty cổ phần; trong đó khoảng 100 công ty đủ điều kiện niêm yết, song mới chỉ có 21% đăng ký lên sàn giao dịch. Đây quả là một con số hết sức khiêm tốn!

Vấn đề cần được giải quyết ở đây là: một mặt, phải tiếp tục tháo gỡ những vướng mắc, để đẩy nhanh hơn nữa tiến trình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước, kể cả việc cổ phần hoá một số ngân hàng thương mại quốc doanh, doanh nghiệp liên doanh có nhu cầu và có đủ điều kiện. Đồng thời, Nhà nước cũng cần có những biện pháp ưu đãi về thuế, về tín dụng... nhằm khuyến khích các doanh nghiệp đã cổ phần hoá, đủ điều kiện, mạnh dạn niêm yết cổ phiếu, kể cả cổ phiếu ưu đãi, chứng quyền, chứng khế, trái phiếu chuyển đổi... trên thị trường.

Ngoài ra, cần khẩn trương nghiên cứu, hoàn chỉnh, những vấn đề liên quan tới khung pháp lý, quy trình kỹ thuật, nhằm triển khai thực hiện phương thức đấu giá, bán cổ phần lần đầu, của các DNNN được cổ phần hoá, trên TTCK tập trung. Có thể coi đây là một giải pháp vừa góp phần tăng cung, vừa kích cầu và đồng thời thiết thực hỗ trợ cho quá trình cổ phần hoá các DNNN.

Thứ hai: Khẩn trương và mạnh dạn thực thi các giải pháp, kích cầu đầu tư chứng khoán.

Sẽ là một liều thuốc vô bổ, nếu như không muốn nói là có hại, khi ta chỉ chú trọng đến các giải pháp tăng nhanh lượng cung chứng khoán, mà lại không đồng thời thực hiện kích cầu.

Thực trạng TTCKVN năm qua, đặt ra một gánh nặng trên vai các cơ quan quản lý và điều hành TTCK. Một câu hỏi luôn ám ảnh họ: làm thế nào để có thể giữ và lôi kéo các nhà đầu tư quay trở lại sân chơi, khi mà chỉ số giá chứng khoán luôn ở tình trạng trượt dốc?

Thực tế cho đến nay, số lượng các nhà đầu tư tham gia thị trường còn rất khiêm tốn. Trong số khoảng 13.000 tài khoản được mở, thì chỉ có khoảng gần 1.000 tài khoản có giao dịch. Chắc chắn là hiện tại, con số này còn nhỏ hơn nữa. Sự lặng lẽ ra đi của một số nhà đầu tư cũ, sự do dự bước vào sàn của các nhà đầu tư mới, bắt nguồn từ lý do trực tiếp: tình trạng suy thoái, chưa có tín hiệu phục hồi rõ rệt của thị trường. Vấn đề ở đây là cần có những giải pháp hữu hiệu, để giữ lại được phần lòng tin còn đọng, dù ít ỏi, của các nhà đầu tư, đối với thị trường, trước khi nó bị trôi tuột hoàn toàn trong tiềm thức bấy lâu của họ. Giải pháp triệt để và toàn diện, quả là không đơn giản chút nào!

Tuy nhiên, tôi cho rằng, trước mắt, có thể sử dụng một số biện pháp tình thế, nhằm góp phần cải thiện tình trạng khó khăn hiện nay của thị trường. Cụ thể là:

- Cần mạnh dạn nới lỏng, biên độ dao động giá, từ  $\pm 3\%$  lên  $\pm 7\%$  (chứ không phải là  $\pm 5\%$ ). Với mức dao động 7% mới đủ liều lượng cần thiết để tạo lực hấp dẫn, đối với các nhà đầu tư.

- Tăng thêm số lần khớp lệnh trong mỗi phiên giao dịch: nên thực hiện 4 lần khớp lệnh trong mỗi phiên giao dịch. Với số lần giao dịch như vậy, trước mắt, có thể tạo thêm một số khó khăn nhất định, về thao tác kỹ thuật của TTGDCK, cũng như của các công ty chứng khoán. Song, đổi lại, đó là sự gia tăng cơ hội tham gia đầu tư, tăng khả năng thanh khoản, tạo điều kiện kích cầu trên thị trường. Đồng thời, nó cũng tạo tiền đề, để tiến tới thực hiện khớp lệnh, liên tục trong tương lai.

- Cho phép nhà đầu tư được sử dụng lệnh thị trường (market order): Theo quy định hiện nay, trong quá trình đặt lệnh mua-bán chứng khoán, nhà

đầu tư chỉ được sử dụng một loại lệnh duy nhất : lệnh giới hạn. Cùng với việc nới rộng biên độ giao động giá lên  $\pm 7\%$ , việc cho phép nhà đầu tư sử dụng thêm loại lệnh thị trường, sẽ tạo thêm sức hấp dẫn, sôi động của thị trường.

- Đề nghị cho phép áp dụng nghiệp vụ bán khống (short sale): Hiện nay, có một số quan điểm, nhìn nhận nghiệp vụ này, như một hoạt động mang tính đầu cơ thuần túy, gây nguy cơ bất ổn cho thị trường...và do đó đề nghị không nên áp dụng. Thực ra, xét về bản chất, đây là một hoạt động đầu cơ giá xuống, cũng không có gì tiêu cực hơn, hoạt động đầu cơ giá lên. Công cụ nào cũng có tính 2 mặt của nó; vấn đề là cơ chế quản lý, giám sát ra sao, để có thể hạn chế tối đa, mặt tiêu cực của nó. Có điều là, với sự có mặt của nghiệp vụ này, TTCK sẽ thêm sôi động và hấp dẫn hơn, đối với nhà đầu tư.

- Cần đặc biệt quan tâm và vận dụng các biện pháp thích hợp (bao gồm cả việc hỗ trợ về tín dụng, ưu đãi về thuế, chính sách bán cổ phần trong các DNNN thực hiện cổ phần hoá,...), nhằm tăng cường thu hút các nhà đầu tư cá nhân. Đây cũng chính là lực lượng đông đảo nhất, có tiềm năng vô cùng lớn, xét cả về số lượng, cũng như tổng mức vốn đầu tư trên thị trường.

- Cùng với các nhà đầu tư cá nhân, sự hiện diện của các tổ chức đầu tư, cũng có vai trò hết sức quan trọng. Với số lượng không đông, song lại có tổng mức vốn đầu tư rất lớn. Vì vậy, cần khẩn trương xúc tiến thẩm định, các dự án thành lập quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ.

- Với các nhà đầu tư nước ngoài, cần áp dụng các biện pháp khuyến khích, nới lỏng thoả đáng, như : cho phép tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của họ đối với tổ chức niêm yết, phù hợp thông lệ quốc tế; cho phép họ được mở tài khoản giao dịch tại các công ty chứng khoán;...Trên cơ sở đó, tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư nước ngoài, tham gia đầu tư đồng đảo hơn.

Thứ ba: Cần xúc tiến những vấn đề liên quan tới việc kiện toàn mô hình TTCKVN.

- Khẩn trương hoàn thiện khung pháp lý, quy trình kỹ thuật tác nghiệp, cũng như cơ sở vật chất cần thiết, của thị

trường OTC; để có thể sớm đưa vào vận hành, mô hình thị trường phi tập trung này.

- Từng bước hiện đại hoá và nâng cấp hoạt động của TTGDCK, nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng hoạt động giao dịch và tiến tới hoàn thiện thành Sở giao dịch chứng khoán VN.

- Thực hiện các biện pháp, khuyến khích các tổ chức định mức tín nhiệm trong và ngoài nước tham gia thị trường.

- Xúc tiến thực hiện dự án thành

lập Trung tâm lưu ký chứng khoán, hoạt động độc lập, trực thuộc UBCKNN.

Trên đây là những suy nghĩ bước đầu, về một số giải pháp cần thiết, nhằm góp phần tạo ra sự khởi sắc thực sự, cho TTCKVN. Hy vọng TTCKVN sẽ sớm vượt qua thời kỳ suy thoái hiện nay, để có thể vững bước vào giai đoạn mới – giai đoạn của sự phát triển vững chắc ■

## Một số giải pháp huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu ở nước ta

Thạc sĩ TRẦN THỊ MỘNG TUYẾT

**T**rong nền kinh tế hiện nay, cùng với việc huy động vốn trong dân qua hình thức thu hút tiền gửi tiết kiệm và kỳ phiếu ngân hàng, hình thức cổ phiếu và trái phiếu ngày càng trở nên quan trọng, nhất là trong việc huy động vốn trung và dài hạn phù hợp với xu thế chung của thế giới trong những năm gần đây, ở nước ta thị trường cổ phiếu và trái phiếu đã bắt đầu hình thành... Ngoài thị trường chứng khoán, việc hình thành cổ phiếu và trái phiếu ở nước ta còn diễn ra ở những nơi sau:

1. Cổ phiếu của các công ty được thành lập mới hay tăng thêm vốn cổ phần.

Các công ty cổ phần là loại hình kinh tế tư nhân ở Việt Nam, khi thành lập mới hay tăng thêm vốn, thường gọi vốn cổ phần chủ yếu ở người quen, bạn bè... không phát hành cổ phiếu ra thị trường chứng khoán như những nước khác, cũng không phát hành cổ phiếu ra công chúng. Nhu cầu mua bán lại cổ phiếu cũng không nhiều. Do đó doanh nghiệp tư nhân chưa hình thành kênh thu hút vốn chủ yếu.

2. Doanh nghiệp nhà nước (DNNN) cổ phần hóa bán cổ phiếu cho cổ đông.

Tính đến tháng 5.2002 ở Việt Nam có khoảng 900 doanh nghiệp đã được cổ phần hóa, bán lại, cho thuê. Trong đó gần 90% là cổ phiếu hóa. Những doanh nghiệp này chuyển quyền sở hữu, chủ yếu bán cổ phiếu cho cán bộ, công nhân viên, tỷ lệ bán ra cho công chúng bình quân chỉ chiếm 10% vốn cổ phiếu của công ty. Cổ phiếu của các công ty cổ phần hóa phát hành lần đầu và mua lại lần sau không niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK). Khối lượng cổ phiếu được chuyển nhượng, mua bán lại rất ít.