

Thị trường chứng khoán (TTCK) là một định chế tài chính đầu tư trực tiếp, có vai trò hết sức to lớn đối với sự phát triển của nền kinh tế thị trường.

Mầm mống sơ khai của hoạt động TTCK đã xuất hiện từ khoảng giữa thế kỷ XV, đồng thời với sự hình thành của thị trường hối đoái và một số thị trường khác. Quá trình phát triển của TTCK trên thế giới đã phải trải qua những bước thăng trầm; trong đó thời kỳ được coi là hưng thịnh nhất, là vào những năm 1875 - 1913. Khi đó, cùng với sự phát triển mạnh mẽ của kinh tế thế giới tư bản, TTCK cũng được mở mang nhanh

chóng cả về số lượng và quy mô. Nhưng rồi TTCK cũng đã từng phải lâm vào trạng thái mất ổn định vì các cuộc khủng hoảng, đặc biệt là khủng hoảng tài chính năm 1987 với hậu quả xấu trầm trọng nặng nề mà phải nhiều năm sau mới dần khắc phục được.

Bước vào thập kỷ 90, TTCK thế giới đã dần dần đi vào giai đoạn ổn định và phát triển. Cho đến nay, ở hầu hết các quốc gia được đánh giá là có nền kinh tế phát triển, đều đã hình thành TTCK. TTCK đã thực sự được xem như một định chế tài chính quan trọng, không thể thiếu vắng trong đời sống kinh tế - xã hội, của các quốc gia quản lý kinh tế theo cơ

chế thị trường.

VN cũng không nằm ngoài luật đó. Từ yêu cầu tiếp tục duy trì sự ổn định và tăng trưởng kinh tế, đòi hỏi đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư rất lớn cho sự nghiệp công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước, cần có thêm một thị trường vốn hữu hiệu - thị trường chứng khoán, là hết sức cần thiết và bức xúc. Tuy nhiên, tính chất "con dao hai lưỡi" của thị trường chứng khoán luôn luôn là điều cảnh báo không những đối với cơ chế vận hành mà ngay cả trong quá trình ra đời của nó. Vì vậy, quá trình hình thành và phát triển TTCK là quá trình lâu dài, phức tạp, không thể chủ quan, nóng vội và phải tốn nhiều công sức trong việc tìm tòi, nghiên cứu và thiết lập các bước đi thích hợp.

Tìm hiểu, nghiên cứu TTCK các nước trên thế giới, đặc biệt là những nước có hoàn cảnh kinh tế xã hội gần giống VN, để rút ra những bài học kinh nghiệm cho quá trình xác lập TTCK VN là một trong những bước đi cần thiết nhằm hạn chế những rủi ro có thể xảy ra.

Qua nghiên cứu, tìm hiểu một số TTCK lớn trên thế giới: TTCK New York, Tokyo, London... và một số TTCK của một số nước có hoàn cảnh kinh tế xã hội gần giống VN như: TTCK Thái Lan, Hàn Quốc, Thẩm Quyển... có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm cho quá trình xác lập TTCK tại VN như sau:

- Thứ nhất; sự ổn định và phát triển kinh tế là điều kiện tiên quyết cho sự ổn định phát triển của TTCK.

VẬN DỤNG KINH NGHIỆM CÁC NƯỚC TRONG QUÁ TRÌNH XÁC LẬP THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

PTS. LÊ THỊ TUYẾT HOA & NAM PHƯƠNG



Chúng ta không thể hy vọng thiết lập, duy trì và phát triển một TTCK lành mạnh hữu hiệu trong điều kiện của một nền kinh tế không tăng trưởng, thậm chí suy thoái, trong một nền tài chính tiền tệ bất ổn, thậm chí lạm phát phi mã. Công chúng sẽ không thể nào có khả năng tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán khi mà thu nhập thấp, bất ổn, khi mà giá trị tiền tệ luôn bị đe dọa bởi sự không lành mạnh của nền tài chính tiền tệ quốc gia. Mặt khác, chính sự tăng trưởng kinh tế với tốc độ cao dẫn tới xuất hiện nhu cầu lớn về vốn đầu tư phát triển - là điều kiện cần cho sự hình thành TTCK.

Thực tế các nước đã chứng minh điều này: Sở giao dịch chứng khoán Bangkok ra đời năm 1962 nhưng đến năm 1970 bị sụp đổ. Nguyên nhân nào làm cho TTCK ở Thái Lan sau tám năm hoạt động bị sụp đổ? Một trong những nguyên nhân chủ yếu đó là do môi trường kinh tế chưa thuận lợi. TTCK New York thành lập năm 1792 nhưng chỉ thực sự phát triển từ sau đại chiến thế giới lần I, đó là thời kỳ nền kinh tế Mỹ bắt đầu hưng thịnh nhờ chiến tranh. TTCK Tokyo thành lập năm 1879 được coi là thành lập sớm nhất châu Á nhưng chỉ thực sự phát triển sau đại chiến thế giới lần II, đặc biệt là từ năm 1945, là thời kỳ nền kinh tế Nhật phát triển và ổn định hơn so với nhiều nước khác.

Một minh chứng rõ ràng và gần đây hơn cả, đó là cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ đồng Á khởi đầu từ giữa năm 1997 đã cuốn nền kinh tế nhiều nước trong khu vực vào vòng xoáy suy thoái, lan rộng sang các khu vực khác, tác động bất lợi đến toàn cầu và gây tổn thất nặng nề cho TTCK các nước. Hiện tượng các nhà đầu tư bán ồ ạt cổ phiếu để rút vốn về nước đã làm TTCK chao đảo. Ngày 23.10.1997 tại TTCK Hồng Kong, giá cổ phiếu giảm 13% từ đó tác động đến hàng loạt TTCK các nước: New Zealand, Australia, Singapore, Anh, Pháp, Mỹ, chỉ số Dow Jones của TTCK New York đã có lúc giảm đến mức kỷ lục (554 điểm ngày 27.10.1997) và tác động đến toàn bộ TTCK quốc tế.

Những diễn biến gần đây trên các TTCK đã chứng minh về sự tác động tương hỗ ngày càng mạnh giữa các thị trường tài chính quốc gia với sự chuyển biến của kinh tế trong nước và quốc tế. Dù nhìn nhận như thế nào đi nữa, thì cuộc khủng hoảng cũng đã minh họa rõ trạng thái phụ thuộc lẫn nhau của nền kinh tế và hệ thống tài chính. Trong trạng thái đó, mỗi một khâu bị phá vỡ đều gây chấn động cho cả hệ thống.

VN nằm trong khu vực của cơn bão khủng hoảng. Do đó, nền kinh tế

VN cũng không nằm ngoài sự ảnh hưởng đó. Năm 1998 và đầu năm 1999, nền kinh tế VN bị tác động trực tiếp nặng nề trong nhiều lĩnh vực: xuất khẩu, đầu tư nước ngoài, dịch vụ, du lịch, hệ quả tổng hợp là sản xuất giảm sút, kinh doanh bị thu hẹp, tăng trưởng kinh tế chậm, các cân đối vĩ mô căng thẳng thêm. Trong khi đó, nhiều yếu tố của nền kinh tế vẫn chưa được cải thiện rõ rệt, cơ chế thị trường đang trong quá trình thiết lập còn bộc lộ nhiều bất cập. Vì vậy, ổn định hệ thống tài chính và nền kinh tế là vấn đề cần phải thực hiện, mang tính tiên quyết cho việc hình thành TTCK VN. Sự nóng vội trong việc xác lập TTCK có thể dẫn tới nguy cơ hoặc là sự sụp đổ của chính TTCK hoặc sự ảnh hưởng đối với tốc độ tăng trưởng và ổn định của nền kinh tế.

- *Thứ hai:* ở những nước có TTCK phát triển, thông thường giao dịch trên TTCK chủ yếu là giao dịch cổ phiếu. Vì vậy, việc tăng cường xây dựng các công ty cổ phần, đặc biệt là các công ty cổ phần đại chúng, mạnh dạn tiến hành mạnh mẽ cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước là một trong những yếu tố quan trọng quyết định cho bước phát triển TTCK (ví dụ như: TTCK Thẩm Quyển - Trung Quốc). Nhưng ở giai đoạn đầu nếu chưa có khả năng phát triển cổ phiếu và trái phiếu công ty cho TTCK thì vẫn có thể bắt đầu khởi động hoạt động TTCK từ thị trường trái phiếu chính phủ (ví dụ như TTCK Hàn Quốc, TTCK Đức...).

Ở VN, mặc dù quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước thời gian gần đây đã được chú trọng đẩy mạnh hơn cả về tốc độ và quy mô, song vẫn còn chậm, ảnh hưởng đến tốc độ gia tăng số lượng công ty cổ phần. Mặt khác, nhìn chung phần lớn các công ty cổ phần hiện hữu với quy mô còn nhỏ, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh còn nhiều hạn chế, đã làm ảnh hưởng trực tiếp tới số lượng - chất lượng cổ phiếu cung cấp cho thị trường, sự tín nhiệm và lòng tin của người đầu tư đối với cổ phiếu chưa cao, thói quen đầu tư vào cổ phiếu còn hạn chế. Vì vậy, trong bước quá độ, TTCK VN có thể bắt đầu bằng thị trường trái phiếu, bao gồm cả trái phiếu chính phủ và trái phiếu công ty. Nhưng thị trường trái phiếu bao giờ cũng là thị trường trẻ nhất, vì vậy bên cạnh việc đẩy mạnh hơn nữa việc phát hành trái phiếu chính phủ, để hạn chế sự tẻ nhạt đó, đối với các trái phiếu công ty nên áp dụng nhiều loại trái phiếu khác nhau, trong đó nên khuyến khích lưu hành loại trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu và loại trái phiếu được quyền mua cổ phiếu với giá xác định. Đó cũng là một hình thức để tạo dần thói quen

đầu tư cổ phiếu cho công chúng.

- *Thứ ba:* các chứng khoán lưu thông trên TTCK chủ yếu là chứng khoán vô danh. Bởi vì các chứng khoán vô danh có đặc tính chuyển nhượng dễ dàng. Nhưng trong điều kiện luật lệ chưa chặt chẽ, khả năng kiểm soát và giám sát của nhà nước còn hạn chế, để đảm bảo an toàn trong việc quản lý chứng khoán, đảm bảo quyền lợi cho người đầu tư, trong giai đoạn đầu của quá trình hình thành và phát triển TTCK, cùng với việc sử dụng và lưu thông loại chứng khoán vô danh, vẫn có thể sử dụng loại chứng khoán ký danh (ví dụ như: TTCK London). Đương nhiên, sự chuyển nhượng chứng khoán trong trường hợp như thế sẽ phức tạp và khó khăn hơn. Từ thực tiễn đó, đòi hỏi chúng ta phải suy nghĩ tới việc ban hành các quy phạm pháp luật liên quan tới việc chuyển nhượng các chứng khoán ký danh.

- *Thứ tư:* cơ sở pháp lý chặt chẽ là yếu tố quan trọng quyết định sự tồn tại và phát triển của TTCK. Thực tế của TTCK New York cho thấy, chính những quy tắc và luật lệ chặt chẽ của thị trường đã tạo cho TTCK New York khả năng hoạt động ổn định, lành mạnh và mạnh mẽ nhất thế giới. Sự sụp đổ của TTCK Thái Lan vào năm 1970 ngoài nguyên nhân tiềm tàng là do môi trường kinh tế chưa thuận lợi, thì cũng phải kể đến một lý do chủ yếu khác đó là sự thiếu vắng một cơ chế pháp luật chặt chẽ, thiếu vắng sự giám sát của chính phủ. Năm 1975, khi Luật chứng khoán đầu tiên ở TTCK Thái Lan ra đời, TTCK Thái Lan được phục hồi và trở lại hoạt động. Đặc biệt là từ năm 1992 khi ủy ban chứng khoán quốc gia của TTCK Thái Lan được thành lập, TTCK Thái Lan thực sự chịu giám sát chặt chẽ của chính phủ, thị trường hoạt động ổn định, lành mạnh và phát triển hơn.

Vì vậy, việc tạo lập môi trường pháp lý đồng bộ và hoàn chỉnh là yêu cầu tất yếu cho sự tồn tại và phát triển của TTCK VN. Tuy nhiên cũng không nên câu nệ phải xây dựng hoàn chỉnh cơ sở pháp lý rồi mới tổ chức vận hành hoạt động TTCK, chúng ta có thể đi từ bước thấp đến cao và hoàn thiện dần trong quá trình tạo dựng TTCK.

Tóm lại, để hạn chế tối đa những sai lầm, những tổn thất đáng tiếc có thể xảy ra, để có thể sớm hình thành TTCK phù hợp hoàn cảnh điều kiện VN, tạo nền tảng cho sự phát triển ổn định vững mạnh lâu dài, cần phải đặt các điều kiện cần thiết, trong đó việc nghiên cứu, học tập và vận dụng sáng tạo kinh nghiệm từ các nước đi trước là vấn đề quan trọng và thiết thực ■