

Trong sự phát triển của thị trường chứng khoán có thể diễn ra: *Thứ nhất*, dư cầu quá lớn là một tác nhân kích thích đẩy giá cổ phiếu tăng liên tục, làm cho các cổ phiếu này như những quả bóng được bơm căng, không biết nổ lúc nào, gây nên tình trạng bất ổn cho thị trường. Hơn nữa dư cầu quá lớn cũng gây nên tâm lý chán nản, mệt mỏi cho nhà đầu tư khi họ phải vất vả lắm mà không mua được cổ phiếu. Trên thực tế đã có nhiều nhà đầu tư rút tiền khỏi tài khoản tại công ty chứng khoán để đầu tư sang lĩnh vực khác hoặc mang gửi vào ngân hàng. Như vậy mục tiêu thu hút vốn nhân rồi trong xã hội để phát triển kinh tế đất nước là chưa đạt được. *Thứ hai*, dư cung quá lớn sẽ làm cho cổ phiếu bị rớt giá. Việc này tạo cơ hội cho một số người đầu cơ thu gom cổ phiếu nhằm đầu tư, chi phối thị trường. *Thứ ba*, khi lượng cung, lượng cầu lệch nhau quá lớn sẽ dẫn đến việc khối lượng cổ phiếu thực hiện giao dịch không nhiều, tổng giá trị giao dịch trong từng phiên thấp nên những khoản phí mà các công ty chứng khoán thu được cũng rất thấp khiến cho các công ty này chịu thua lỗ kéo dài.

đó, để ngăn chặn ảnh hưởng tiêu cực cũng như những tác động chứa đựng dấu hiệu khủng hoảng, UBCKNN đã điều chỉnh biên độ dao động giá chứng khoán từ $\pm 5\%$ xuống còn $\pm 2\%$ và $\pm 7\%$. Mức biên độ dao động mới này thực sự ngăn ngừa được nguy cơ giá chứng khoán "sốt" cao, hay nói cách khác là đã làm giảm nhiệt cho thị trường còn mới mẻ này. Ở một chừng mực nào đó, việc khống chế biên độ dao động là tốt vì bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư. Tuy nhiên, qua thực tế giao dịch, việc thu hẹp này đã tạo ra một "phản ứng ngược" trong việc đặt lệnh của nhà đầu tư. Các nhà đầu tư đặt lệnh theo "quán tính" nhiều hơn, cứ đến phiên nào nhà đầu tư cũng đặt lệnh hết biên độ cho phép và kết quả là hầu như các lệnh khớp ở mỗi phiên đều tăng giá ở mức kịch trần theo biên độ. Vì vậy, sử dụng biện pháp này một cách tạm thời trong khoảng thời gian đầu do các nhà đầu tư chưa thật sự quen với sự biến động của TTCK nhưng về lâu dài là không nên sử dụng các biện pháp hành chính để can thiệp quá sâu vào diễn biến thị trường vì điều này làm ảnh hưởng đến khả năng hút vốn của nhà đầu tư cũng như làm giảm tính hấp dẫn, sôi động của TTCK.

cho vốn đầu tư qua TTCK; tạo ra một thị trường trung thực, trật tự và có hiệu quả cho các hoạt động về chứng khoán, đồng thời, tạo ra một cuộc chơi ngang ngửa, một sân chơi công bằng cho mọi nhà đầu tư. Do đó, khung pháp lý là một trong những tiêu chí hàng đầu để đánh giá mức độ phát triển TTCK của một quốc gia. Một TTCK phát triển mạnh thì nhất thiết phải có một bộ khung pháp lý hoàn thiện và thống nhất.

Tuy nhiên ở Việt Nam hiện nay, thực trạng yếu kém của hành lang pháp lý về TTCK đang là một thách thức cho UBCKNN. Mặc dù về cơ bản khung pháp lý cho hoạt động TTCK đã được ban hành nhưng chưa thật sự hoàn chỉnh và theo các chuyên gia thì chứng khoán là lĩnh vực quá mới mẻ đối với nước ta nên rất khó đánh giá tính khả thi của nó. Hiệu lực pháp lý của các văn bản pháp Luật về chứng khoán và TTCK vẫn chưa cao vì mới chỉ có nghị định là văn bản pháp lý cao nhất điều chỉnh hoạt động về chứng khoán và TTCK. Một số điểm liên quan đến phát hành chứng khoán chưa được quy định rõ, như việc phát hành và niêm yết chứng khoán của các ngân hàng thương mại cổ phần, của các công ty cổ phần có vốn đầu tư nước ngoài, hoặc của các công ty có loại chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết... Bên cạnh đó, vì mới được thiết lập nên hành lang pháp lý về TTCK Việt Nam còn nhiều mâu thuẫn, chồng chéo, hệ thống văn bản pháp lý còn mang tính chắp vá, như trong Quy chế giám sát và Thanh tra chứng khoán; Nghị định về xử phạt hành chính trong lĩnh vực TTCK... đã đưa ra những quy định cấm các hành vi mua bán nội gián, thông tin sai sự thật, lũng đoạn thị trường, bán khống và nhiều vi phạm khác. Nếu những tổ chức, cá nhân nào vi phạm sẽ bị xử phạt hành chính hoặc truy cứu trách nhiệm hình sự theo quy định của pháp luật. Tuy nhiên, khi dẫn chiếu đến các văn bản pháp luật có liên quan lại không thấy có biện pháp xử lý vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán. Tuy nhiên, trong thời gian qua, việc cho ra đời một số văn bản pháp quy là cả một sự nỗ lực rất lớn của UBCKNN và các cơ quan chức năng, nhưng chúng ta cũng cần phải nhận thấy những điểm thiếu sót và chưa phù hợp để sớm sửa đổi bởi vì nó có liên quan đến sự tồn tại và phát triển của TTCK cũng như ảnh hưởng việc TTCK Việt Nam đang từng bước hội nhập vào thị trường vốn quốc tế.

Ba là: Sự ra đời của TTCK Việt Nam kéo theo một sự đòi hỏi tất yếu về đào tạo đội ngũ chuyên gia và những người hành nghề chứng khoán. Tuy nhiên, thực tế cho thấy công tác đào tạo và cấp văn bằng về

SỰ MẤT CÂN BẰNG GIỮA CUNG VÀ CẦU CHỨNG KHOÁN TRONG CÁC PHIÊN GIAO DỊCH

TS. LÝ HOÀNG ÁNH

Trước những hậu quả do sự mất cân đối cung cầu gây ra, vấn đề đặt ra là phải có những biện pháp tích cực để nhanh chóng khắc phục tình trạng chênh lệch này nhằm giúp TTCK được phát triển lành mạnh và ổn định.

Một là: Phản ứng ngược trong việc hạn chế biên độ dao động giá chứng khoán, hiện tượng đầu cơ giá khiến giá cổ phiếu không phản ánh đúng giá trị thực tế của các công ty niêm yết. Đồng thời nó cũng chứa đựng tiềm tàng nguy cơ xảy ra hiện tượng "bong bóng", một trong những tác động tiêu cực của TTCK. Như vậy, đây là một hệ quả gián tiếp của việc khan hiếm hàng hoá trên TTCK. Do

Hai là: Khung pháp lý là một trong những yếu tố rất quan trọng cho quá trình tồn tại và phát triển của TTCK. Lịch sử phát triển TTCK qua hàng trăm năm ở các nước trên thế giới đều cho thấy bất kỳ SGDC nào cũng đều là một "Công ty chợ" do những nhà môi giới và kinh doanh chứng khoán thành lập. Nhà nước phải không ngừng hoàn thiện khung pháp chế cho TTCK để hạn chế những hiện tượng tiêu cực diễn ra trên TTCK có thể dẫn đến sự sụp đổ cả nền tài chính của một quốc gia. Nhiệm vụ chính của việc pháp chế hoá bất kỳ TTCK nào cũng đều nhằm bảo vệ được quyền lợi của những người tham gia, đảm bảo sự an toàn

chứng khoán và TTCK hiện nay đang nổi lên một số bất cập cần được tháo gỡ trong thời gian tới. Theo UBCKNN, người được cấp giấy phép hành nghề chứng khoán phải hội đủ 4 chứng chỉ gồm: kiến thức cơ bản về TTCK; khung pháp lý áp dụng cho TTCK; phân tích và đầu tư chứng khoán; thực hành giao dịch trên mạng. Tuy nhiên, tình trạng hiện nay nguồn nhân lực chưa đáp ứng đầy đủ 4 chứng chỉ trên nên UBCKNN đành "hạ chuẩn" từ 4 chứng chỉ thành 3 chứng chỉ (bỏ chứng chỉ thứ 4) khi cấp giấy phép hành nghề cho nhân viên môi giới. Và thực tế, đa số nhân viên môi giới trong sàn hiện nay chỉ mới đáp ứng được 3 chứng chỉ đầu tiên. Còn việc bổ sung chứng chỉ thứ 4 vào việc cấp giấy phép hành nghề chứng khoán vẫn đang nằm trong kế hoạch đào tạo của Trung tâm Nghiên cứu khoa học và Bồi dưỡng nghiệp vụ về chứng khoán và TTCK thuộc UBCKNN. Theo số liệu thống kê, trên cả nước Việt Nam có khoảng 3.000 người được cấp chứng chỉ chuyên môn về chứng khoán và TTCK, tập trung chủ yếu tại hai địa bàn chính là Hà Nội và TP.HCM. Nhưng phần lớn trong số họ được cấp chứng chỉ đào tạo theo mô hình Hàn Quốc trong khi đó, hệ thống giao dịch trên thị trường hiện nay được áp dụng theo phần mềm ứng dụng của Thái Lan. Do có sự "không tương thích" dẫn đến tình trạng học viên đã được đào tạo nhưng vẫn không thích ứng được với hệ thống giao dịch hiện tại. Một bất cập khác hiện nay đang nổi lên trong công tác đào tạo nguồn nhân lực cho TTCK Việt Nam là vấn đề cấp văn bằng. Thực tế cho thấy thời gian qua UBCKNN chỉ xét cấp giấy phép hành nghề chứng khoán hoặc các chứng chỉ chuyên môn về chứng khoán cho những người đã có chứng chỉ hoặc tham gia các khóa đào tạo do Trung tâm đào tạo của UBCKNN tổ chức. Trong khi đó những người được học qua các lớp đào tạo chính quy ở giảng đường đại học như Học viện Ngân hàng hoặc Đại học Kinh tế... muốn được cấp chứng chỉ hành nghề thì phải học lại từ đầu các khóa đào tạo của UBCKNN. Chính tình trạng thiếu phối hợp giữa UBCKNN với ngành giáo dục - đào tạo đã gây ra sự lãng phí về tiền bạc và thời gian của nhiều người. Bên cạnh đó, cán bộ giảng dạy cũng thiếu, chủ yếu là các quan chức UBCKNN đảm nhiệm, do đó họ có ít phương pháp sư phạm để truyền đạt lại kiến thức cho các học viên.

Bổn là: Các tổ chức trung gian tài chính tham gia thị trường còn thiếu và chưa hoàn chỉnh. Ngoài sự khan hiếm về hàng hoá thì việc các tổ chức trung gian, với tư cách là "hoạt

chất" bôi trơn hoạt động của TTCK như hiện nay vừa thiếu, vừa yếu cũng là một nguyên nhân làm cho hoạt động của TTCK nước ta trong thời gian qua còn nhiều hạn chế. Tính cho đến nay, UBCKNN đã cấp giấy phép hoạt động cho 7 công ty chứng khoán, 3 ngân hàng nước ngoài để lưu ký, 1 ngân hàng chỉ định thanh toán chứng khoán và 5 công ty kiểm toán được phép làm kiểm toán chứng khoán. Số lượng tổ chức trung gian như vậy là thấp mà lại hoạt động chủ yếu ở Hà Nội và TP.HCM nên chỉ đáp ứng nhu cầu đầu tư của các nhà đầu tư trên 2 địa bàn này. Điều này khiến cho khả năng tiếp cận, thu hút dòng đảo quần chứng đầu tư trên toàn quốc của các công ty chứng khoán còn thấp. Hiện nay, ngay cả đối với các công ty chứng khoán đã thành lập thì việc mở rộng tầm hoạt động cũng rất khó khăn, chứ chưa nói tới các quỹ đầu tư và ủy thác đầu tư chứng khoán. Bên cạnh đó TTCK Việt Nam còn thiếu các nhà tạo lập thị trường như: market maker, specialist, hiệp hội chứng khoán... nhằm ổn định thị trường, tạo sân chơi lành mạnh cho các chủ thể tham gia; thiếu các công ty chuyên nghiệp để phân tích và đánh giá thị trường nói chung và từng loại cổ phiếu nói riêng để hướng dẫn cho các nhà đầu tư có cách nhìn đúng đắn về chứng khoán và TTCK. Đây thật sự cũng là một điều mà Nhà nước cần phải quan tâm giải quyết nhằm giúp các nhà đầu tư có thể tiếp cận với TTCK dễ dàng hơn.

Năm là: TTCK Việt Nam chưa thật sự là "sân chơi" của quảng đại quần chúng. Kể từ khi thành lập đến nay, TTCK đã qua hơn 100 phiên giao dịch. Có thể nói là mặc dù chưa phát huy được vai trò là "kênh" huy động vốn chính cho nền kinh tế nhưng TTCK bước đầu đã tạo ra "sân chơi chung" cho các nhà đầu tư. Qua giao dịch, mua bán trên thị trường, người dân đã làm quen và tích lũy được kinh nghiệm cần thiết để tham gia vào lĩnh vực mới mẻ này. Nhưng thực tế hoạt động của TTCK thời gian qua cho thấy đến nay TTCK vẫn chưa phải là sân chơi cho tất cả mọi người do các nguyên nhân sau: Thứ nhất là do khả năng tham gia của các nhà đầu tư còn hạn chế. Thứ hai là điều kiện tiếp cận kiến thức và thông tin cho các nhà đầu tư chưa đầy đủ. Tuy thời gian qua, UBCKNN đã tích cực mở một số lớp học miễn phí để phổ cập những kiến thức chung về chứng khoán và TTCK, cũng như việc tổ chức các cuộc họp báo với mục đích là nghe ý kiến của báo chí trong các công tác phối hợp tuyên truyền nhằm đẩy mạnh hơn nữa sự tiếp cận thông tin của quần chúng và các nhà đầu tư về TTCK qua các phương tiện thông

tin đại chúng. Nhưng thực tế, những tờ báo và tạp chí về chứng khoán và TTCK bán được với số lượng rất ít, chỉ có những người thật sự quan tâm mới mua. Do đó, nhận thức về chứng khoán và TTCK của đa số người dân còn rất mù mờ và có rất ít người quan tâm đến thị trường này. Kết quả là tại sàn giao dịch quanh đi quẩn lại chỉ có những nhà đầu tư quen thuộc mà hiếm khi có sự xuất hiện gương mặt mới. Khi sự phối hợp giữa UBCKNN với các cơ quan thông tin đại chúng chưa chặt chẽ thì người thiệt hại lớn nhất vẫn là công chúng đầu tư trong tiếp cận thông tin. Điều này cũng là một bất cập đáng kể đến sự phát triển của TTCK nước ta bởi vì công chúng đầu tư là bộ phận cơ bản của TTCK. Cho nên TTCK sẽ không thể phát triển mạnh được nếu bộ phận cơ bản này không có được nhận thức và một trình độ hiểu biết nhất định về TTCK.

Sáu là: Hoạt động của phần lớn các công ty chứng khoán và các chủ thể khác tham gia cung cấp dịch vụ trên TTCK đều bị thua lỗ. Qua hơn 9 tháng hoạt động, mặc dù Nhà nước đã ban hành nhiều chính sách ưu đãi như ngoài các ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành, các công ty chứng khoán và các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp thêm 1 năm và được giảm 50% trong 2 năm tiếp theo nhưng theo các công ty chứng khoán, do lượng hàng hoá ít, khối lượng giao dịch thấp nên doanh thu của họ cũng thấp trong khi chi phí giao dịch lại lớn nên những ưu đãi nói trên của Nhà nước không có nhiều ý nghĩa trong việc hạn chế thua lỗ của họ.

Ngoài ra, TTCK Việt Nam còn những hạn chế khác, như: hệ thống cơ sở vật chất chưa được hiện đại, kết cấu hạ tầng cơ sở còn chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển cao; hoặc việc hạn chế về phương thức đặt lệnh, theo quy định hiện tại chỉ cho phép nhà đầu tư được đặt lệnh mua bán chứng khoán trực tiếp chứ chưa được đặt lệnh thông qua fax, điện thoại hay các phương tiện điện tử khác, sẽ làm chậm nhịp độ và khối lượng giao dịch chứng khoán....

Chúng tôi tin tưởng rằng, TTCK Việt Nam trong thời gian tới sẽ tiếp tục phát triển mạnh mẽ hơn nếu như chúng ta có những giải pháp tháo gỡ khó khăn mau chóng và kịp thời. Chẳng hạn như: tăng số lần khớp lệnh trong các phiên giao dịch, chia nhỏ đơn vị đặt giá, tăng cường số lượng và chất lượng công ty niêm yết, điều hành thị trường tiền tệ theo hướng hỗ trợ thị trường chứng khoán phát triển thuận lợi... ■