



Thị trường chứng khoán và công cụ phái sinh

PGS.TS. TRẦN NGỌC THO

Không ai nói rằng một chiếc Boeing 777 “phái sinh”, với tầm bay cao hơn, tốc độ nhanh hơn lại có thêm nhiều rủi ro hơn so với chiếc Boeing 747. Vấn đề ở chỗ là chiếc Boeing 777 với những tính năng kỹ thuật phức tạp hơn có được điều khiển bởi một phi hành đoàn đã được huấn luyện cơ bản với các kỹ thuật mới hay không?

Bối cảnh của thị trường chứng khoán – Một góc nhìn

Thị trường chứng khoán VN đã hoạt động được hơn 5 năm và số lượng các công ty niêm yết đã tăng lên tới con số hơn 30 công ty. Tuy nhiên quy mô của thị trường chứng khoán vẫn còn khá nhỏ bé ngay cả khi so sánh với quy mô còn tương đối khiêm tốn của khu vực Đông Nam Á. Hầu như rất ít các công ty sử dụng thị trường chứng khoán như một kênh huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng. Nhìn từ khía cạnh này, thị trường chứng khoán vẫn chưa thực hiện được chức năng là một phương tiện huy động vốn cho nền kinh tế. Những nhà hoạch định chính sách và các chuyên gia kinh tế cho rằng hạn chế hiện nay của thị trường chứng khoán có thể được phân thành hai nhóm thuộc về cung và cầu.

Về mặt cung, còn có quá ít các công ty sẵn sàng hoặc có khả năng niêm yết trên thị trường chứng khoán chính thức, chủ yếu là vì những lợi ích mang lại từ việc niêm yết không tương xứng với những khó khăn mà doanh nghiệp phải vượt qua.

Xét về khía cạnh cầu, hầu hết các nhà đầu tư ở thị trường chứng khoán hiện nay đều là những nhóm nhỏ các nhà đầu tư cá nhân với thiên hướng đầu cơ ngắn hạn. Nhóm các nhà đầu tư này không có khả năng tạo ra một nền tảng đủ mạnh để có thể làm tăng đáng kể số lượng các công ty niêm yết và làm tăng tổng giá trị vốn hóa trên thị trường.

Làm thế nào để thị trường chứng khoán có thể phát triển năng động hơn? Cho đến nay hầu hết ý kiến của các nhà kinh tế đều tập trung vào ba vấn đề chủ yếu sau: đa dạng hóa và phát triển một cách mạnh mẽ các sản

phẩm có liên quan đến thị trường chứng khoán; phát triển thêm nhiều hơn các tổ chức tài chính trong nước và cho phép các tổ chức nước ngoài tham gia nhiều hơn nữa vào thị trường chứng khoán trong nước.

Phạm vi của bài viết này chỉ bàn đến vấn đề đầu tiên, đó là phát triển và đa dạng hóa các sản phẩm tài chính có liên quan đến thị trường chứng khoán và cũng chỉ giới hạn vấn đề ở mức độ tạo lập niềm tin cho các thành viên tham gia thị trường. (1)

Nguồn tài chính được ví như là đầu nhtron bôi trơn hoạt động cho các doanh nghiệp và nền kinh tế. Khi nền kinh tế ngày càng lớn mạnh, phức tạp và vận hành với một tốc độ cao hơn thì cũng đòi hỏi chất lượng dầu nhờn phải được nâng cấp lên nhiều hơn nữa. Nhưng làm thế nào để có thể nâng cao chất lượng của chúng khi mà tính bất ổn của nền kinh tế trong

nước và quốc tế ngày càng trở nên cao độ? Cách đặt vấn đề như thế có thể được giải quyết bằng hai hướng tiếp cận sau.

Thứ nhất, khi các nhà đầu tư nắm giữ các chứng khoán do các doanh nghiệp phát hành trên thị trường chứng khoán, họ phải gánh chịu những biến động và những cú sốc xuất hiện thường xuyên trên thị trường làm cho tính bất ổn của giá chứng khoán tăng lên cao độ. Tính bất ổn này là nguồn gốc rủi ro khiến cho nguồn vốn mà các nhà đầu tư trước đây cung ứng cho các doanh nghiệp bị tổn thất đáng kể. Đây có thể được xem như là một trong những nguyên nhân giải thích vì sao các nhà đầu tư hiện nay trên thị trường chứng khoán chỉ là những nhà đầu tư ngắn hạn, nhỏ lẻ, chứ không thể là những nhà đầu tư dài hạn, là những người có khả năng cung cấp đầu nhờn có chất lượng bồi trơn hoạt động của doanh nghiệp và nền kinh tế.

Thứ hai, rủi ro kinh doanh mang tính rủi ro hệ thống như các biến động trong lãi suất, tiền tệ và giá cả toàn cầu v.v.. vốn ngày càng trở nên phổ biến đã làm cho các doanh nghiệp khó có khả năng kiểm soát được dòng lưu kim trong hoạt động kinh doanh. Một khi không kiểm soát được hoạt động kinh doanh của mình, giống như một cỗ máy lúc hoạt động lúc không, guồng máy vận hành của các doanh nghiệp khó có thể trở thành cỗ máy có chất lượng để tiếp nhận lượng đầu (nguồn tài chính) có chất lượng cao (dài hạn) từ phía người cung ứng. Bản thân họ, là các doanh nghiệp cần vốn, cũng không muốn huy động vốn trên thị trường chứng khoán và nhà đầu tư cũng không sẵn lòng cung ứng vốn dài hạn cho nền kinh tế.

Chất đầu nhờn này muốn là một hợp chất có chất lượng, do đó, phải là một hỗn hợp với nhiều phụ gia khác nhau, thay vì chỉ là một vài loại sản phẩm "đơn chất" và đơn điệu như hiện nay. Để nhà đầu tư dài hạn chấp nhận tài trợ nguồn tài chính dài hạn cho thị trường chứng khoán, họ phải được cung ứng thêm một dịch vụ bảo vệ chống lại rủi ro bất ổn trong giá chứng khoán. Nói cách khác, thị trường chứng khoán phải tạo cho nhà

đầu tư thêm cơ hội lựa chọn "một gói" danh mục bao gồm chứng khoán và công cụ chống lại rủi ro. Hiện nay thị trường chứng khoán chỉ mới cung ứng cho nhà đầu tư một thực đơn duy nhất là chứng khoán mà không kèm theo dịch vụ tương ứng phòng chống rủi ro giảm giá chứng khoán do hậu quả từ chính việc sở hữu chứng tạo ra.

Còn chính bản thân các công ty niêm yết hoặc các doanh nghiệp huy động vốn trên thị trường chứng khoán thì sao? Họ cũng mong muốn tự trang bị cho mình những công cụ phòng ngừa rủi ro kinh doanh để có thể kiểm soát được dòng tiền trong tương lai nhằm tăng cường và tự chủ được khả năng tài chính; để có đủ tư cách niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán; để không phải rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính mà sâu hơn nữa là có khả năng phá sản. Đến đây thì thị trường chứng khoán nói riêng và cả hệ thống thị trường tài chính phải có trách nhiệm cung ứng thêm các "thực đơn" phòng ngừa rủi ro hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp diễn ra thuận lợi.

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu kinh tế tư nhân của MPDF tháng 7.2004 có đưa ra một đề xuất rất đáng lưu ý về cách tiếp cận này: "Dựa trên kinh nghiệm của các nước đang phát triển và các nền kinh tế chuyển đổi khác, cần tiến hành xem xét những phương pháp để hỗ trợ hoạt động huy động vốn cổ phần ở VN được củng cố và đa dạng hóa. Ví dụ có thể xem xét khả năng đưa ra những sản phẩm tài chính mới để nhiều đối tượng đầu tư có thể tham gia hơn như quỹ tín thác đầu tư hay quỹ hỗ tương trong nước dành cho nhà đầu tư nhỏ lẻ hay sản phẩm và công cụ tài chính hấp dẫn đối với các tổ chức đầu tư trong và ngoài nước".(2)

Đã có những nỗ lực từ phía các cơ quan chức năng và doanh nghiệp trong việc đưa ra các công cụ tài chính hấp dẫn nhằm thu hút thêm các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, đó là các dạng công cụ phái sinh. Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM đã từng có những đề xuất về một dạng chứng khoán có giá chứng khoán "phái sinh" từ giá nhà đất. Ngân hàng ngoại thương đã đưa ra

một dạng trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu trong quá trình cổ phần hóa. Ngân hàng Nhà nước cũng đã có những nỗ lực cao độ trong việc triển khai các công cụ quyền chọn vàng và ngoại tệ hoặc là các giao dịch giao sau trên thị trường cà phê và sắp tới là các giao dịch giao sau cho hàng loạt các sản phẩm hàng hóa khác.

Công cụ phái sinh là một dạng sản phẩm mà xuất xứ (phái sinh) của nó là từ các hàng hóa cơ sở như hàng hóa, tài sản, tiền tệ. Các sản phẩm phái sinh được xem như là một công cụ vạn năng giúp các doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro trong các hoạt động sản xuất kinh doanh và tài chính. Các sản phẩm phái sinh cho phép cá nhân chuyển rủi ro sang một định chế tài chính khác, là những định chế sẵn sàng chấp nhận các rủi ro. Trải qua hàng nghìn năm, hợp đồng phái sinh đã chứng minh được những công dụng của mình trong thương mại và tài chính. Hợp đồng phái sinh đã được phát hiện trên các mặt bàn bằng đất sét từ thời Mesopotamia năm 1750 trước công nguyên. Aristote thậm chí đã đề cập đến một hợp đồng là quyền lựa chọn mà con người đã từng sử dụng chúng để thao túng thị trường thế kỷ thứ 4 trước công nguyên. Vào đầu thế kỷ 17, hợp đồng quyền chọn và giao sau đã được giao dịch trên thị trường chứng khoán và thậm chí là thị trường hoa Tulip tại Amsterdam. Tại Mỹ, hợp đồng kỳ hạn và giao sau đã được chính thức giao dịch tại Chicago từ năm 1849.

Quá khứ và hiện tại cho thấy các sản phẩm phái sinh đã mang lại những thành công vang dội trong các giao dịch thương mại và tài chính ở các quốc gia trên thế giới từ hàng nghìn năm nay. Thế nhưng, bất chấp những nỗ lực của UBCKNN và đặc biệt là của hệ thống ngân hàng trong việc triển khai các sản phẩm phái sinh, cho đến nay hầu như những nỗ lực này vẫn không mang lại những kết quả nào đáng kể. Nguyên nhân đầu tiên dễ dàng nhận thấy được là do có những quan ngại quá mức các mặt trái của các công cụ phái sinh, mặc dù chúng ta thừa biết rằng việc thiếu vắng các sản phẩm tài chính hiện đại này sẽ là một trong những

rào cản làm cho thị trường chứng khoán khó có thể nào phát triển năng động.

Những hành vi tiêu cực từ mặt trái của các công cụ phái sinh

Mặc dù có những ưu điểm giúp các cá nhân và các doanh nghiệp có thể phòng ngừa rủi ro trong các hoạt động sản xuất kinh doanh và tài chính, nhưng hợp đồng phái sinh còn có thể được sử dụng cho các mục đích bất chính như trốn thuế, làm sai lệch các báo cáo tài chính, luồn lách để tránh né các chuẩn mực kế toán, hoặc các quy chế về giám sát tài chính của Chính phủ.

Chúng còn được cho là những nguyên nhân dẫn đến hành vi đầu cơ, lừa đảo và làm tăng thêm những bất ổn trên thị trường tài chính. Sau đây là một số thảm họa điển hình trong thời gian gần đây do sử dụng hợp đồng phái sinh. Công ty quản lý vốn dài hạn của Mỹ đã làm đóng băng thị trường tín dụng trong nước với trị giá 1,4 nghìn tỷ USD ghi trong hợp đồng phái sinh. Ngân hàng Sumitomo đã sử dụng hợp đồng phái sinh thao túng thị trường tiền tệ quốc tế từ năm 1995 đến 1996. Barings một ngân hàng lâu đời nhất ở châu Âu, nay đã bị phá sản sau khi bị lỗ khoảng 1 tỷ USD trong các giao dịch phái sinh. Cuộc khủng hoảng tài chính châu Âu vào năm 1992, khủng hoảng Mexico năm 1994, và châu Á năm 1997 cũng có nguyên nhân từ các hợp đồng phái sinh giao sau nhằm tận dụng cơ chế các nước neo tỷ giá vào một đồng tiền mạnh để tấn công đầu cơ. Ngoài ra là các vụ công ty năng lượng Avista năm 1998, Arcadia (dầu thô) năm 2001, vụ trái phiếu kho bạc Mỹ năm 1993 (sự kiện Frenchurch), gần đây nhất là vụ phá sản gây chấn động toàn cầu của công ty Enron. Tất cả các vụ trên đều có nguyên nhân phần rất lớn của các hợp đồng phái sinh.

Ngoài những vụ việc mang tính thảm họa, thì những rủi ro tín dụng và tính thiếu minh bạch, lừa đảo, trốn thuế, quá lạm dụng các hợp đồng phái sinh thao túng thị trường vẫn còn xảy ra rất thường xuyên. Đặc biệt là các giao dịch phái sinh trên thị trường OTC.



Ảnh Hòa Tấn

Chỉ cần một dao động mạnh trong giá vàng chẳng hạn, các ngân hàng có thể rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán do không có khả năng thực hiện nghĩa vụ với bên mua. Và chúng sẽ lây lan sang toàn hệ thống. Các nhà kinh tế còn ví von khi gọi đây là dạng "rủi ro mất xích hoa cúc".

Các doanh nghiệp cũng có thể sử dụng các mức giá có lợi cho mình để trốn thuế hoặc làm tăng hoặc giảm lãi có lợi cho mình. Biện pháp phổ biến mà các doanh nghiệp sử dụng là làm thay đổi kỳ hạn của thời gian nộp thuế thông qua cách đặt thời gian đáo hạn trên các hợp đồng quyền chọn hoặc giao sau dài hơn. Thậm chí chúng còn có thể làm chuyển hóa các khoản lãi suất trên trái phiếu, hoặc chuyển đổi cổ tức sang thành lãi vốn nhằm tận dụng các ưu đãi thuế đánh trên lãi vốn. Nói chung là các nhà đầu tư có thể thực hiện mọi thay đổi trạng thái, quy mô, thời gian và không gian của các giao dịch để thực hiện những quyết định có lợi cho mình nhưng không có lợi trong dài hạn cho thị trường tài chính.

Các ngân hàng cũng còn lạm dụng các hợp đồng phái sinh để làm thay đổi trạng thái ngoại hối. Mặc dù luật lệ các nước quy định rất chặt chẽ các trạng thái ngoại hối tại ngân hàng, nhưng đó chỉ là những quy định ghi trên bảng cân đối kế toán. Những luồn lách sẽ được các ngân hàng và doanh nghiệp hạch toán và ghi ngoài

bảng cân đối.

Chỉ cần mở một tài khoản bảo chứng khoảng 1% so với giá trị hợp đồng cần mua, một doanh nghiệp có thể khống chế một số lượng hợp đồng lớn hơn 100 lần. Và nếu như có nhiều nhà đầu tư cùng giao dịch như thế, giá cả của các hàng hóa cơ sở như chứng khoán sẽ biến động theo và làm tan nát thị trường chứng khoán mỗi khi có những bất ổn xảy ra.

Các doanh nghiệp sử dụng hợp đồng phái sinh thao túng thị trường mỗi khi họ nắm bắt được những thông tin có lợi cho mình. Chẳng hạn, các doanh nghiệp sẽ biết trước tình trạng tài chính thật của mình là đang thua lỗ, nhưng thị trường chưa nắm bắt được các thông tin này. Sau đó, họ có thể thông qua một định chế nào đó, đặt lệnh bán khống (đầu cơ giá xuống) trên các hợp đồng giao sau hoặc là bán quyền chọn. Đến khi giá xuống họ sẽ thực hiện hợp đồng để kiếm lời.

Làm thế nào để ngăn ngừa những thảm họa trên là câu hỏi luôn được các nhà hoạch định chính sách quan tâm khi ban hành những chuẩn mực trên thị trường chứng khoán. Hầu hết các quốc gia đều triển khai những trụ cột căn bản để ngăn ngừa thảm họa này.

Những trụ cột cơ bản cho việc triển khai các công cụ phái sinh

Giải pháp cơ bản cho việc triển

khai các công cụ phái sinh trên thị trường chứng khoán nhằm khai thác tối đa những lợi ích hiển nhiên mang lại từ các sản phẩm tài chính cao cấp này đồng thời tránh được các thảm họa phát sinh từ những mặt trái của chúng là phải xây dựng các trụ cột luật pháp cơ bản. Trong điều kiện VN, những trụ cột luật pháp cơ bản đó là: (1) các quy định về giới hạn giá và số lượng (2) yêu cầu về vốn và thế chấp (3) mở cửa thị trường tự do cho tất cả định chế triển khai các hợp đồng phái sinh (4) yêu cầu về đăng ký và báo cáo.

Quy định về giới hạn giá và số lượng

Quy định này nhằm khống chế các nhà đầu tư đưa ra những mức giá quá cao hay quá thấp, nhất là các giao dịch quyền chọn, làm cho giá cả thị trường bị xáo động và bóp méo. Nói cách khác, đây là những quy định nhằm kiểm soát, chứ không ngăn cấm, các nhà đầu tư tác động đến giá cả. Dĩ nhiên là cũng có mặt trái của phòng ngừa rủi ro bằng các quyền chọn do khả năng đầu cơ rất cao. Các nhà đầu tư có thể đầu cơ giá lên hoặc đầu cơ giá xuống bằng các quyền chọn mua và quyền chọn bán.

Việc đầu cơ giá trên các hợp đồng quyền chọn có thể làm cho giá cả chứng khoán biến động vượt khỏi biên độ dự kiến và do đó làm mất niềm tin của các doanh nghiệp và các nhà đầu tư, nhất là ở một dạng thị trường chứng khoán còn non trẻ như ở VN. Mặc dù vậy, cho đến nay vẫn chưa có những chứng cứ nào xác đáng cho thấy việc đầu cơ vào các sản phẩm phái sinh là tác nhân chính dẫn đến một sự sụp đổ hoặc khủng hoảng trên thị trường chứng khoán ở các nước trên thế giới.

Yêu cầu về vốn và thế chấp

Kể từ vụ sụp đổ của công ty Enron, các nhà kinh tế đã bắt đầu thảo luận để đặt ra những quy định về thế chấp tài sản trên các hợp đồng phái sinh. Khi một công ty có những khó khăn về tài chính, hoặc thậm chí đang còn hoạt động rất tốt vẫn phải đưa ra những thế chấp hay các mức duy trì trên tài khoản bảo chứng cao để đoan chắc rằng công ty sẽ phải tuân thủ hợp đồng mỗi khi có những

biến động cao trong giá, bằng cách bổ sung thêm vào số dư tối thiểu trên tài khoản bảo chứng. Mức duy trì là khoản tiền tối thiểu mà khi tài khoản ký quỹ giảm xuống dưới một mức nào đó, các bên tham gia hợp đồng phải bổ sung thêm vào.

Trong điều kiện VN, số dư tài khoản bảo chứng và mức duy trì bổ sung rất có thể lên đến 30% giá trị hợp đồng (so với mức khoảng 5% trên các thị trường thế giới). Đối với những nhà môi giới trên các hợp đồng phái sinh, yêu cầu đầu tiên là phải có đủ vốn, mặc dù họ chỉ là những ngân hàng hoặc các công ty không trực tiếp tham gia vào các giao dịch phái sinh. Yêu cầu về vốn rất quan trọng, bởi vì chúng giúp cho hệ thống ngân hàng VN giảm bớt những nguy cơ về những động cơ sẵn sàng chấp nhận rủi ro để tránh tình trạng mất khả năng thanh toán của nhà môi giới, và do đó họ sẽ tìm cách chuyển những rủi ro này sang các doanh nghiệp hiện đang nhờ các nhà môi giới này tư vấn.

Mở cửa thị trường tự do cho tất cả định chế triển khai các hợp đồng phái sinh

Mở cửa thị trường các công cụ phái sinh để tránh tình trạng phổ biến hiện nay là Chính phủ chỉ cho phép một số định chế tài chính làm thí điểm. Có thể nói, "thí điểm" hiện nay là một căn bệnh của các cơ quan hoạch định chính sách. Trong những trường hợp như thế, giá trị các hợp đồng phái sinh sẽ chỉ là độc quyền của một số định chế tài chính, và ắt hẳn sẽ cao hơn giá trị thực của chúng. Tất cả những bóp méo trong giá trị các hợp đồng phái sinh sẽ đẩy sang phía người mua gánh chịu. Tác dụng ngược của các độc quyền này: hoặc là sẽ không tồn tại các công cụ phòng ngừa rủi ro trên thực tế, do giá phí quá cao làm nản lòng các nhà đầu tư, hoặc là các nhà đầu tư sẽ càng chấp nhận mạo hiểm tham gia canh bạc với cái giá phải trả rất cao với hy vọng gỡ gạc lại bằng những hy vọng đầu cơ trên những bất ổn của giá cả thị trường. Không có khả năng nào có lợi cho thị trường chứng khoán và nền kinh tế.

Yêu cầu về đăng ký và báo cáo

Đây là một chuẩn mực bắt buộc

nhằm làm tăng thêm tính minh bạch cho tất cả các thành viên tham gia thị trường. Tất cả các thành viên tham gia thị trường phải biết hết toàn bộ thông tin lẫn nhau trước khi thực hiện các giao dịch phái sinh. Chẳng hạn như, một ngân hàng VN đồng ý thực hiện một hợp đồng bán một hợp đồng giao sau 1.000 lượng vàng với người mua giao sau. Trong trường hợp này, người mua giao sau cần phải có những thông tin rằng hiện nay ngân hàng VN hiện đang ký quỹ là bao nhiêu tại một ngân hàng nước ngoài để mua lại vàng thế giới bán lại cho người mua trong nước. Nói cách khác, trong cuộc chơi này ai cũng phải có thông tin lẫn nhau để cuộc chơi tăng thêm phần minh bạch và có lợi cho sự phát triển lành mạnh của thị trường.

Lời kết

Triển khai các sản phẩm phái sinh trên thị trường chứng khoán, không còn nghi ngờ gì nữa, là một nhu cầu không thể thiếu được cho các nhà đầu tư, doanh nghiệp và cho cả nền kinh tế. Tuy nhiên, những mặt trái của sản phẩm phái sinh cũng là điều mà các nhà hoạch định chính sách phải tính đến. Chúng ta hoàn toàn cảm thông và chia sẻ những quan ngại này từ phía các nhà hoạch định chính sách.

Nhưng cũng thật khó để chấp nhận những kết luận rằng các công cụ phái sinh chính là nguồn gốc tiềm ẩn tạo ra thêm rủi ro cho nền kinh tế. Đây dường như là lý do chính thức khiến các cơ quan chức năng chưa dám cho phép triển khai các sản phẩm phái sinh trên thị trường chứng khoán.

Không khó để nhận ra những điểm vô lý trong các nhận định trên từ phía các nhà hoạch định chính sách. Không ai nói rằng một chiếc Boeing 777 "phái sinh", với tầm bay cao hơn, tốc độ nhanh hơn lại có thêm nhiều rủi ro hơn so với chiếc Boeing 747. Vấn đề ở chỗ là chiếc Boeing 777 với những tính năng kỹ thuật phức tạp hơn có được điều khiển bởi một phi hành đoàn đã được huấn luyện cơ bản với các kỹ thuật mới hay không?

Điều này hàm ý rằng việc triển khai các công cụ phái sinh là phụ

thuộc rất lớn vào trình độ quản lý kinh tế vĩ mô. Phải chăng do chưa có khả năng nắm bắt hết những phức tạp của loại sản phẩm tài chính cao cấp này mà chúng ta vẫn còn thận trọng chưa cho phép triển khai chúng trên thị trường chứng khoán? Những khía cạnh kỹ thuật phức tạp nhất của các công cụ phái sinh đều đã được đúc kết thành sách giáo khoa, những luật lệ áp đặt ngăn ngừa thảm họa xảy ra do lạm dụng các sản phẩm tài chính cao cấp này cũng đã có những bài học kinh nghiệm từ các quốc gia trên thế giới, đặc biệt là ở các quốc gia đang phát triển. Cái khó nhất - tạo nên sản phẩm phức tạp - xem như đã được giải quyết, vấn đề còn lại chỉ là chưa có khả năng tìm ra con người thông thạo để vận hành. Nếu thị trường chứng khoán chỉ mới có 1 hoặc 2 tuổi đầu, chúng ta còn có thể thông cảm được. Chẳng lẽ khoảng thời gian 5 năm hoạt động đã qua của thị trường chứng khoán vẫn còn là một con số ít?

Điều mà ta vẫn thường hay bao biện mỗi khi có những trì hoãn hoặc những thận trọng quá mức trong triển khai chính sách là xuất phát từ khả năng quản lý kinh tế vĩ mô. Hình thành nên những trụ cột cơ bản thông qua hệ thống luật pháp triển khai các công cụ phái sinh trên thị trường chứng khoán như đã được đề cập đến ở phần trên thì không khó, khó nhất chính là trình độ nắm bắt, sử dụng, kiểm soát và điều tiết các công cụ này. Mà điều này thì không thuộc về hệ thống pháp lý, chúng thuộc về yếu tố con người. Và cho đến bao giờ vẫn còn đó những con người với cách hành xử không chuyên nghiệp, lại chịu trách nhiệm quản lý một dạng thị trường cao cấp và phức hợp như thị trường chứng khoán, chừng đó khó lòng mà hy vọng về một sự khởi sắc và năng động của thị trường chứng khoán trong tương lai ■

(1) Trên tạp chí *Phát triển kinh tế* số tháng 2 năm 2005 "Làm thế nào để có thể thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài?", chúng tôi đã có những thảo luận về những chủ đề làm thế nào để các nhà đầu tư nước ngoài tham gia nhiều hơn nữa vào thị trường tài chính VN.

(2) Nick J. Freeman, *Vốn cổ phần kênh tài chính đang phát triển tại Việt Nam*, Chương trình phát triển kinh tế tư nhân MPDF tháng 7 năm 2004, trang 43.

Ảo tưởng từ cổ tức

Một trong những niềm hy vọng lớn nhất của cổ đông là nhận được mức cổ tức cao. Tuy nhiên, cổ tức cao chưa hẳn đã là dấu hiệu của một doanh nghiệp ăn nên làm ra, thậm chí nó có nguy cơ trở thành một nhà máy vắt sữa, hút kiệt nguồn vốn mà doanh nghiệp cần để tái đầu tư.

Hầu hết các nhà đầu tư khi rót vốn vào một công ty cổ phần thông qua mua cổ phần hoặc mua cổ phiếu trên thị trường chứng khoán đều nhìn vào mức cổ tức mà công ty đó trả. Đó là tâm lý dễ hiểu của những cổ đông đầu tư ngắn hạn, coi việc mua cổ phần tương tự như gửi tiền tiết kiệm. Do vậy, cổ tức thường được so sánh với mức lãi tiết kiệm hay lãi suất trái phiếu.

Một mức cổ tức cao dễ tạo tâm lý "đầu tư có lợi". Tâm lý này thể hiện rõ nhất trong Đại hội cổ đông của công ty, nơi các cổ đông đặt ra mục tiêu với Hội đồng quản trị. Cổ tức là phần chia từ lợi nhuận cho các cổ đông, sau khi trừ đi các nghĩa vụ với nhà nước và trích lập các quỹ theo quy định trong điều lệ công ty. Mức cổ tức cao như vậy dễ đồng nghĩa với mức lợi nhuận cao. Một doanh nghiệp trả cổ tức cao cũng được coi là một doanh nghiệp "ăn nên làm ra" và Hội đồng quản trị có năng lực.

Theo một nghiên cứu của Bộ tài chính về hoạt động của doanh nghiệp sau cổ phần hóa, mức cổ tức trả bằng tiền mặt thường cao hơn lãi suất ngân hàng, khoảng 12%/năm. Đây thực sự là sức ép rất lớn cho ban quản trị doanh nghiệp.

Đối với các doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, mức cổ tức cũng là một "quả cân có sức nặng" trong quyết định mua bán của nhà đầu tư mới, đặc biệt là các nhà đầu tư ngắn hạn, ngoài các đánh giá về tiềm năng tăng, giảm giá cổ phiếu. Đối với những nhà đầu tư này, nắm giữ cổ phiếu trong khi chưa có cơ

hội bán ra để hưởng chênh lệch giá thì việc hưởng cổ tức hoàn toàn giống gửi tiền tiết kiệm. Mức cổ tức càng cao thì nhà đầu tư càng có lợi. Một cổ phiếu có mức cổ tức không cao thường bị thị trường đánh giá thấp và tính thanh khoản kém.

Chính cách đánh giá "dắt dây" này đã biến chính sách cổ tức ở không ít doanh nghiệp trở thành công cụ để đánh bóng hình ảnh. Trường hợp này thậm chí còn khá phổ biến ở các doanh nghiệp mới cổ phần hóa. Hội đồng quản trị ở các doanh nghiệp này mong muốn trả một mức cổ tức cao để tạo cảm giác "hoạt động hiệu quả", tạo tâm lý an toàn trong người lao động và cổ đông.

Để có mức cổ tức cao, thậm chí doanh nghiệp phải chia hết cả lợi nhuận thu được, "quên" cả việc dự phòng tài chính cho các khoản nợ ngắn hạn.

Mức cổ tức cao đương nhiên cổ đông được hưởng lợi, nhưng còn tiềm năng phát triển dài hạn của doanh nghiệp? Đối với một doanh nghiệp "rỗng túi" thì cơ hội tăng trưởng là rất thấp, thậm chí bị gánh nặng nợ nần. Hiện nay cũng chưa có tiền lệ hay quy định nào "xử lý" các hội đồng quản trị sử dụng cổ tức như một cách thức để xoa dịu cổ đông trong khi công ty kinh doanh kém hiệu quả.

Một nghịch lý đối với các công ty cổ phần ở Việt Nam là phải "thỏa mãn" nhu cầu cổ tức cao trong khi lại thiếu vốn đầu tư phát triển. Nguồn vốn của một doanh nghiệp bao gồm vốn chủ sở hữu và vốn vay. Hầu hết các doanh nghiệp hiện nâng vốn thông qua việc nâng vốn vay, thường bằng cách vay ngân hàng (việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp rất hiếm).

Đây là một cách thức không an toàn, thậm chí có thể biến doanh nghiệp thành "con nợ". Doanh nghiệp sẽ phải chịu áp lực lãi suất rất lớn.

Phần lớn các doanh nghiệp cổ phần ở Việt Nam đều có "xuất xứ" từ