

Định hướng tái cấu trúc thị trường chứng khoán gắn với tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam

THS. NGUYỄN THỊ PHƯƠNG NHUNG

Trường Đại học Hoa Sen

Bài báo nhằm phân tích thảo luận về lý thuyết của việc tái cấu trúc TTCK gắn với tăng trưởng kinh tế dựa trên thực tế hoạt động TTCK VN trong thời gian qua và việc kết luận thông qua bảng khảo sát ý kiến chuyên gia về cách thức để thực hiện. Mục tiêu của việc tái cấu trúc là tạo ra một hệ thống thị trường, trong đó các loại chứng khoán đều có nơi giao dịch và việc giao dịch được diễn ra công khai, minh bạch, với sự giám sát có hiệu quả của Nhà nước. Bài báo còn đưa ra một số gợi ý về chính sách cho việc tái cấu trúc diễn ra thuận lợi bởi yếu tố sản xuất vốn bên cạnh các yếu tố công nghệ, lao động luôn là một trong các đầu vào quan trọng nhất của sản xuất và phát triển kinh tế.

Từ khoá: tái cấu trúc, thị trường chứng khoán VN, tăng trưởng kinh tế.

1. Đặt vấn đề

Nguồn vốn có vai trò rất quan trọng đối với tăng trưởng và phát triển kinh tế. Nền kinh tế cần kết hợp vốn, lao động và tiến bộ công nghệ để tạo ra sản lượng. Hàm tổng sản xuất có dạng:

$$Y(t) = F[K(t), A(t)L(t)] \quad [7]$$

Vốn bao gồm vốn đầu tư và vốn sản xuất. Sự tác động của vốn đầu tư và vốn sản xuất đến phát triển kinh tế không phải là quá trình riêng lẻ mà nó là sự kết hợp, đan xen lẫn nhau, tác động liên tục vào nền kinh tế. Ngày nay, vốn đầu tư và vốn sản xuất được coi là yếu tố quan trọng của quá trình sản xuất. Vốn sản xuất vừa là yếu tố đầu vào vừa là sản phẩm đầu ra của quá trình sản xuất. Vốn đầu tư không chỉ là cơ sở để tạo ra vốn sản xuất, tăng năng lực sản xuất của các doanh nghiệp và của nền kinh tế, mà còn là điều kiện để nâng cao

trình độ khoa học- công nghệ, góp phần đáng kể vào việc đầu tư theo chiều sâu, hiện đại hoá quá trình sản xuất. Việc tăng vốn đầu tư cũng góp phần vào việc giải quyết công ăn, việc làm cho người lao động khi mở ra các công trình xây dựng và mở rộng quy mô sản xuất. Vì thế, cơ cấu sử dụng vốn đầu tư là điều kiện quan trọng tác động vào việc chuyển dịch cơ cấu kinh tế đất nước.

Như vậy so với các hình thức huy động vốn để phục vụ sản xuất kinh doanh như vay ngân hàng, sử dụng vốn của đối tác, khách hàng, huy động từ nguồn tự có, nội bộ trong doanh nghiệp.....thì việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu để huy động vốn chi phí vẫn rẻ và hiệu quả nhất. Nguồn vốn này đủ sức phục vụ cho các kế hoạch đầu tư lâu dài.

Trong hầu hết nền kinh tế, các

hoạt động của TTCK đóng vai trò là chất xúc tác quan trọng cho việc phát triển của các hoạt động kinh tế. Ngoài ra, Các Sở giao dịch chứng khoán từ khi ra đời là những người quản lý thị trường; điều tiết hoạt động mua bán, tính thanh khoản, và kích cỡ thị trường bằng những chính sách của mình sao cho có lợi cho nền kinh tế. Ross Levine (1997) cho rằng chi phí thị trường bao gồm chi phí thông tin và giao dịch sẽ tác động thị trường tài chính và các trung gian với những chức năng :huy động nguồn tiết kiệm, phân phối nguồn lực, quản trị rủi ro, làm dễ dàng lưu thông hàng hoá và dịch vụ sẽ ảnh hưởng đến những kênh của sự phát triển đó là sự tích lũy tư bản, sự đổi mới kỹ thuật và đầu tư vào dự án kinh doanh thuận lợi của các doanh nghiệp.[9]

Trên cơ sở đó, nghiên cứu muốn nhấn mạnh tầm quan trọng của

việc tái cấu trúc TTCK VN, đánh giá thực trạng hoạt động của thị trường và định hướng giải pháp tái cấu trúc TTCK gắn với tăng trưởng kinh tế thành công trong thời gian tới.

2. Cơ sở lý luận về tái cấu trúc thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế

Khái niệm về tái cấu trúc TTCK VN được đề cập chính thức trong đề án “Tái cấu trúc TTCK và doanh nghiệp bảo hiểm” của Thủ Tướng Chính Phủ phê duyệt vào ngày 06/12/2012 số 1826/QĐ-TTg. Theo đó “Tái cấu trúc TTCK là một quá trình thay đổi theo hướng thu hẹp số lượng các CTCK, phát triển nhà đầu tư tổ chức, tái cấu trúc các Sở giao dịch chứng khoán nhằm đáp ứng yêu cầu về vốn dài hạn cho nền kinh tế, củng cố hệ thống thị trường có sự quản lý của Nhà nước, bảo đảm quản trị rủi ro, an toàn hệ thống tài chính”[3]

Bên cạnh đó, vấn đề về tăng trưởng kinh tế luôn là vấn đề trung tâm của kinh tế vĩ mô bởi nó là điều kiện tiên quyết để phát triển kinh tế. Theo Simon Kuznets (1966) cho rằng “Tăng trưởng kinh tế của một nước là sự tăng lâu dài về khả năng cung cấp ngày càng tăng các mặt hàng kinh tế đa dạng cho số dân của mình, khả năng ngày càng tăng này dựa trên công nghệ tiên tiến và những điều chỉnh về thể chế và hệ tư tưởng mà nó đòi hỏi ...”. Ông cũng cho rằng “tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng bền vững về sản phẩm tính theo đầu người”.[13]

Như vậy, việc tái cấu trúc TTCK có liên quan chặt chẽ đến tái cấu trúc cả nền kinh tế trong đó mục tiêu quan trọng phải đảm bảo tăng trưởng kinh tế về mọi mặt. Yêu cầu tiên quyết là quá trình này

là tái cấu trúc phải dựa trên cơ sở các tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế tốt nhất, phù hợp điều kiện thực tế và kế hoạch tái cơ cấu cả nền kinh tế; bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và sự an toàn của cả hệ thống; thực hiện theo nguyên tắc thị trường, cơ quan quản lý nhà nước không làm thay doanh nghiệp; chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế...

3. Định hướng tái cấu trúc thị trường chứng khoán trong thời gian tới

Theo Đề án “Tái cấu trúc TTCK và doanh nghiệp bảo hiểm” việc tái cấu trúc TTCK gồm 5 nội dung cơ bản như sau:

Thứ nhất là nội dung tái cấu trúc cơ sở hàng hoá trên TTCK nhằm nâng cao chất lượng và đa dạng hoá các sản phẩm trên thị trường, tăng cường tính minh bạch trên thị trường chứng khoán, nâng cao chất lượng quản trị công ty, quản trị rủi ro tại các tổ chức phát hành cũng như đẩy mạnh công tác thanh tra, giám sát, xử lý vi phạm đối với các hoạt động liên quan đến phát hành, niêm yết, công bố thông tin, quản trị công ty trên TTCK. Trong các nội dung này, có chi tiết các loại cụ thể các loại hàng hoá cần đa dạng như chứng khoán phái sinh, các loại hình trái phiếu và quỹ đầu tư. Bên cạnh đó, áp dụng chuẩn mực kế toán, kiểm toán, báo cáo tài chính theo thông lệ quốc tế đối với tổ chức phát hành, quản trị rủi ro và công ty theo thông lệ quốc tế, chú trọng bảo vệ cổ đông thiểu số, tăng cường sự tham gia giám sát của thành viên thị trường đối với hoạt động quản trị công ty. Theo kế hoạch việc thực hiện lộ trình tái cấu trúc cơ sở hàng hoá được diễn ra mạnh mẽ từ năm 2012-2013.

Thứ hai là nội dung tái cấu trúc

thị trường trái phiếu Chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu Chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp. Nội dung cụ thể hướng đến nhằm tăng quy mô niêm yết, nâng cấp hệ thống giao dịch, xây dựng đường cong lãi suất chuẩn, mở rộng các giao dịch Repo và tiện ích khác đối với trái phiếu, đưa vào hoạt động tổ chức định mức tín nhiệm vào năm 2014-2015 và trung tâm dữ liệu thống nhất về giao dịch thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp.

Thứ ba là tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư trong đó khuyến khích nhà đầu tư tổ chức, chuyên nghiệp, triển khai thí điểm quỹ hưu trí tự nguyện, quỹ hưu trí bổ sung vào năm 2012-2014, nâng cao chất lượng để công bố thông tin, tăng cường thanh tra và xử lý nghiêm hiện tượng thao túng, gian lận, lừa đảo, công bố thông tin sai lệch trên thị trường đồng thời nâng cao nhận thức xã hội về chứng khoán và TTCK, mở cửa thị trường dịch vụ chứng khoán theo các cam kết quốc tế. Theo lộ trình năm 2015 sẽ hiện đại hoá hạ tầng công nghệ thông tin thị trường gồm hệ thống giao dịch, hệ thống giám sát, hệ thống đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ, hệ thống công bố thông tin.

Thứ tư là nội dung tái cấu trúc tổ chức kinh doanh chứng khoán từ năm 2012-2014 gồm 04 nhóm: i) Nhóm có tỷ lệ vốn khả dụng trên 180% là nhóm hoạt động lành mạnh, ii) Nhóm có tỷ lệ vốn khả dụng từ 150% đến 180% là nhóm bình thường, iii) Nhóm có tỷ lệ vốn khả dụng dưới 120% là nhóm bị kiểm soát đặc biệt. Nội dung nổi trội là cần tạo điều kiện cho các tổ chức kinh doanh chứng khoán sáp nhập nhằm tăng vốn, công nghệ,

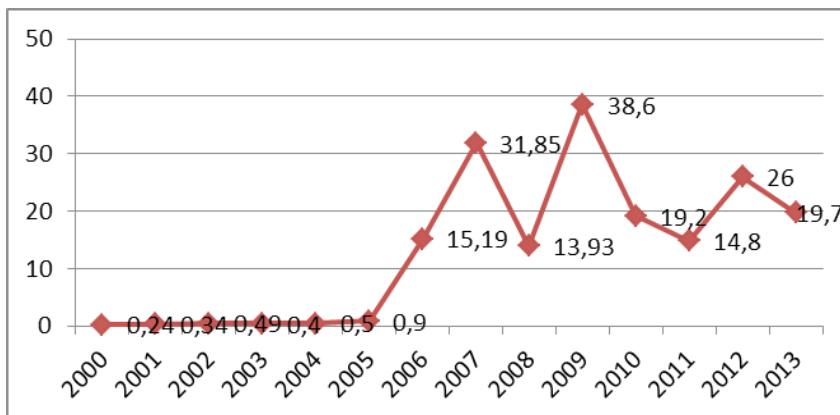
mở rộng địa bàn hoạt động. Đối với nhóm bị kiểm soát, cần tăng vốn, không phân phối lợi nhuận, không mua cổ phiếu quỹ, tái cơ cấu danh mục đầu tư, thu hẹp địa bàn và cắt giảm nhân sự.

Thứ năm là nội dung tái cấu trúc tổ chức quản lý thị trường vào năm 2012-2015 bao gồm các Sở Giao Dịch chứng khoán và Trung tâm lưu ký Chứng khoán. Trong đó nội dung nổi bật là chuyển chức năng ngân hàng chỉ định thanh toán từ ngân hàng thương mại sang Ngân hàng Nhà nước VN theo thông lệ quốc tế, phân tách thị trường theo hàng hoá giao dịch gồm một sàn giao dịch cổ phiếu và một sàn giao dịch trái phiếu, chứng khoán phái sinh. Trong đó theo lộ trình thực hiện thì năm 2014-2015 sẽ là năm tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán phái sinh cơ bản.[3]

4. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng hai phương pháp là thu thập dữ liệu thứ cấp về thực trạng hoạt động của TTCK VN trong thời gian qua trên cơ sở số liệu từ hai Sở Giao Dịch TPHCM và Hà Nội, số liệu từ World Bank. Qua đó, Tác giả tổng hợp và phân tích những kết quả đạt được và những hạn chế cần khắc phục khi tái cấu trúc cần lưu ý. Ngoài ra, Tác giả đã thực hiện 200 bảng câu hỏi gửi chuyên gia trong lĩnh vực chứng khoán cụ thể là gửi cho các công ty CK, Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước, hai Sở GDCK HCM và Hà Nội, Các Quỹ đầu tư. Kết quả nhận được là 122 câu trả

Hình 1: Vốn hoá thị trường/GDP (%) của TTCK VN giai đoạn 2000-2013



Nguồn: [17]

lời sau khi gửi bảng câu hỏi. Thời gian thực hiện khảo sát từ tháng 1 năm 2013 đến tháng 01 năm 2014. Nội dung khảo sát về mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK với phát triển kinh tế, đánh giá thực trạng hoạt động của TTCK VN hiện nay, nội dung cần ưu tiên tái cấu trúc TTCK trong thời gian tới cũng như mong muốn lắng nghe ý kiến của các chuyên gia nhằm đưa ra các giải pháp nhằm phát triển TTCK ổn định trong thời gian tới đóng góp cho phát triển kinh tế tại VN.

5. Đánh giá thực trạng hoạt động thị trường chứng khoán VN trong thời gian qua

5.1. Những kết quả đạt được của thị trường chứng khoán VN

Một là, TTCK VN có qui mô và kích cỡ thị trường ngày càng gia tăng. Qua giai đoạn nghiên cứu từ năm 2000-2013 vốn hoá thị trường trên GDP cao nhất là năm 2007 đạt

31,85% và năm 2009 đạt 38,6%, thấp nhất là giai đoạn 2000-2005 chỉ chiếm trung bình 0,48% trong giai đoạn này cho thấy ở giai đoạn đầu mở cửa TTCK khá nhỏ, kích cỡ nhỏ. Nhưng đến năm 2013 giá trị vốn hóa trên cả hai sàn đạt 731,208 tỷ đồng chiếm 19,7% GDP. Theo các chuyên gia đánh giá ở các TTCK phát triển, vốn hoá trên GDP đạt được sau hơn 10 năm phát triển đạt 20% GDP là phù hợp. Như vậy với sự tăng lên nhanh chóng của vốn hoá thị trường cung cấp đủ nguồn vốn cần thiết để thúc đẩy phát triển kinh tế.

Ngoài ra, qui mô số lượng công ty niêm yết không ngừng gia tăng làm tăng tính đa dạng hàng hoá trên thị trường từ 183 công ty năm 2006 tăng lên 715 công ty vào năm 2013 tăng 532 công ty (Bảng 5.5). Bên cạnh đó, quy mô khối lượng niêm yết cũng gia tăng lên hơn 32 tỷ cổ phiếu đến năm 2013 (Bảng

Bảng 1 : Quy mô khối lượng niêm yết trên hai sàn từ năm 2009-2013

Năm	2009	2010	2011	2012	2013
HNX	3.605.505.764	6.100.370.349	7.394.397.494	8.018.244.914	8.018.244.914
HSX	10.280.753.226	15.445.289.928	18.886.748.343	24.673.296.308	24.673.296.308
Tổng	13.886.258.990	21.545.660.277	26.281.145.837	32.691.541.222	32.691.541.222

Nguồn: [14]

Bảng 2: Vốn hoá thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2006-2013
(Đvt: tỷ đồng)

Năm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HNX	39008	10706	45339	121479	126035	80636	82232	87531
HSX	1797	370714	169355	392666	491802	383400	602904	643677
Tổng	40805	381420	214694	514145	617837	464036	685136	731208

Nguồn: [17]

Bảng 3: Một số chỉ tiêu phân theo nhóm ngành năm 2013

Nhóm ngành	Tổng khối lượng	Nước Ngoài sở hữu	Tỷ lệ	Vốn thị trường (tỷ)	Giá trung bình (ngàn đồng)
Bất động sản	5.356.269.563	2.147.483.647	40%	146.121	27
Cao Su	364.927.521	182.171.230	50%	13.811	37,6
Chứng khoán	1.722.658.037	412.468.322	24%	21.941	12,7
Công nghệ-Viễn thông	698.329.294	308.777.089	44%	12.263	17,5
Dịch vụ - Du lịch	203.067.533	25.286.291	12%	11.909	58,6
Dược phẩm/Y tế/Hóa chất	324.507.269	111.552.335	34%	16.954	52,2
Giáo dục	106.310.604	5.111.878	5%	1.372	12,7
Khoáng sản	455.380.139	113.830.135	25%	13.896	30,6
Năng lượng/Điện/Khí/Gas	2.948.105.613	1.406.114.531	48%	91.114	30,8
Ngân hàng-Bảo hiểm	12.167.880.244	2.147.483.647	18%	210.230	20,7
Ngành thép	643.993.491	270.842.575	42%	10.892	16,6
Nhóm dầu khí	2.881.373.351	729.741.698	25%	87.205	30,1
Nhựa-Bao bì	263.856.980	90.039.311	34%	10.540	39,4
Sản xuất- kinh doanh	728.750.827	292.930.215	40%	21.869	30
Thực phẩm	2.154.896.988	1.048.829.063	49%	173.287	80
Thương mại	535.202.243	249.196.597	47%	10.570	19,5
Thủy sản	479.774.204	261.855.848	55%	10.232	21
Vận tải/Cảng/Taxi	1.143.680.883	490.661.560	43%	29.368	25,6
Vật liệu xây dựng	936.613.544	200.539.432	21%	10.439	11,6
Xây dựng	2.498.945.953	493.795.520	20%	37.569	14,9

Nguồn:[16]

5.1)

Ngoài ra, khi phân chia theo nhóm ngành ngân hàng & bảo hiểm có tổng khối lượng niêm yết lớn nhất trên 12 tỷ cổ phiếu, có giá trị trên 210 ngàn tỷ đồng vốn thị trường, hiện nước ngoài

chiếm 18% vốn sở hữu và có giá trung bình 20.700đồng/cổ phiếu.

Hai là, Tính thanh khoản TTCK VN ngày càng cải thiện theo chiều hướng tốt. Tác giả sử dụng hai chỉ số để đo tính thanh khoản. Chỉ số

thứ nhất chính là tổng giá trị giao dịch trên GDP(%) nó đo lường giá trị giao dịch cổ phiếu trên qui mô nền kinh tế. Chỉ số thứ hai là tốc độ luân chuyển (turnover ratio) được đo bằng tổng giá trị giao dịch trên vốn hoá thị trường đo lường giá trị giao dịch cổ phần tương quan với kích cỡ thị trường chứng khoán. Thị trường càng có tính thanh khoản cao thì các nhà đầu tư càng có cơ hội thay đổi danh mục của mình với chi phí rẻ hơn và nhanh hơn. Nó làm thuận tiện cho các dự án đầu tư và làm chúng ít rủi ro hơn (Ross Levine,1997).Vì vậy, tính thanh khoản có tác động tích cực trên vốn hoá thị trường. Tốc độ luân chuyển đo độ năng động thị trường có xu hướng gia tăng cao nhất là năm 2007 chiếm 87,9% và năm 2010 chiếm 82,7% tương ứng với giá trị giao dịch trên GDP đo lường qui mô là 17,7% và 16,2%.

5.2. Những điểm cần khắc phục

Thứ nhất, Phan Thanh Hà cho rằng TTCK VN phát triển nhanh hơn năng lực quản lý vĩ mô của Nhà nước và vi mô ở các công ty CK, quỹ đầu tư...cơ sở hạ tầng của thị trường căn cứ vào số lượng công ty chứng khoán, số công ty niêm yết.[8]

Vào năm 2013 số lượng công ty niêm yết đã lên đến 715 công ty tăng 532 công ty so với năm 2006. Số lượng công ty niêm yết mới có xu hướng giảm, năm 2013 mỗi sàn chỉ có thêm một công ty mới niêm yết (Hình 5.2) . Với số lượng 715 công ty niêm yết hiện tại có lẽ là quá nhiều trong một thị trường nhỏ như VN.Do đó khung pháp lý và các qui định về phát hành và giao dịch,giao dịch ký quỹ, qui định bán khống,qui định công ty chứng khoán cấp tín dụng cho khách hàng hay ngân hàng, qui định cho

Bảng 4 : Một số chỉ tiêu đo kích cỡ, độ năng động của TTCK và tăng trưởng GDP VN

Năm	Tốc độ luân chuyển(%)	Giá trị giao dịch / GDP(%)	Tăng trưởng GDP (%)
2000	7.59	0.02	6.8
2001	55.59	0.19	6.9
2002	29.6	0.14	7.1
2003	10.5	0.07	7.3
2004	31.2	0.1	7.8
2005	24.8	0.2	8.4
2006	22.4	1.8	8.2
2007	87.9	17.7	8.5
2008	44.8	7.2	6.3
2009	141	22.3	6.5
2010	82.7	16.2	6.8
2011	29.5	4.6	5.9
2012	13.2	2.5	5.0
2013	12,66	2,495	5.4

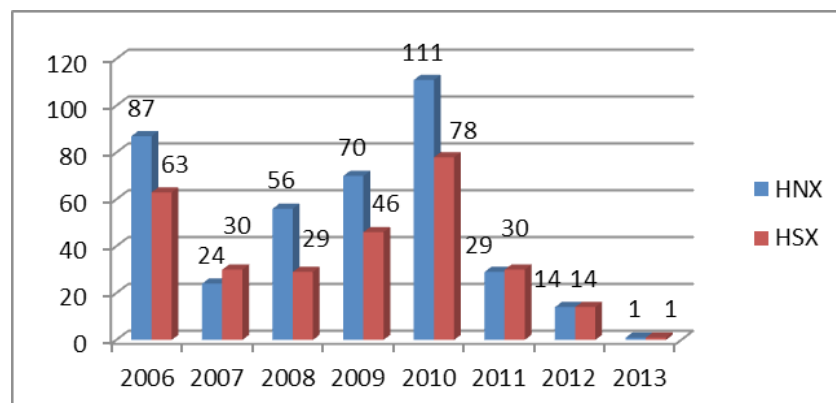
Nguồn: [17]

Bảng 5: Qui mô số lượng công ty niêm yết của TTCK VN giai đoạn 2006-2013

Năm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HSX	88	118	147	193	271	301	315	315
HNX	95	119	175	245	356	385	399	400
Tổng	183	237	322	438	627	686	714	715

Nguồn: [14]

Hình 2: Quy mô số lượng công ty niêm yết mới từ năm 2006-2013



Nguồn: [15]

các công ty chứng khoán trở thành ngân hàng đầu tư, thiếu các qui định về chống gian lận, không đủ qui định về bảo lãnh phát hành. Ngoài ra, các hình thức xử phạt còn mang tính hình thức về các trường hợp gian lận, chậm công bố thông tin, thông tin nội gián, làm giá. Các trường hợp xử phạt trong thời gian qua tập trung vào vi phạm qui định là công ty đại chúng, chào bán chứng khoán, công bố thông tin, thao túng thị trường, giao dịch không thông báo cho cổ đông, vi phạm về hoạt động kinh doanh của các công ty chứng khoán [11]. Năm 2012, World Bank còn cho rằng cơ chế bảo vệ nhà đầu tư ở TTCK VN còn yếu và đáng quan ngại.

Thứ hai, cơ sở hạ tầng còn yếu như hệ thống công ty kiểm toán còn thiếu dẫn đến việc chậm trễ trong công bố thông tin, hệ thống xếp hạng tín nhiệm cho doanh nghiệp còn thiếu, xếp hạng trái phiếu công ty, việc phân loại theo ngành nghề để thành lập các chỉ số theo ngành còn hạn chế do các công ty kinh doanh đa lĩnh vực, kém minh bạch, tiêu chí phân loại chưa rõ ràng, đầu tư dàn trải và quá nhiều lĩnh vực.

Thứ ba, tâm lý NĐT VN thường theo đám đông, mức độ hiểu biết cách thức đầu tư, chọn lựa cổ phiếu còn hạn chế, số lượng các định chế tài chính, quỹ đầu tư chuyên nghiệp còn chưa nhiều, số lượng công ty chứng khoán thua lỗ gia tăng do hội đồng quản trị yếu kém.

Thứ năm, cơ cấu kinh tế mất cân đối, dòng vốn luân chuyển chưa hợp lý đặc biệt là khu vực phi sản xuất, đầu tư vào chứng khoán. Rất nhiều công ty, tổng công ty nhà nước và tư nhân lơ là nhiệm vụ sản xuất và sản phẩm chủ đạo để đầu tư vào chứng khoán hoặc huy động vốn từ thị trường này để đầu tư mạo

hiêm, đầu tư bất động sản.

Thứ sáu, công ty phát hành cố gắng tăng vốn càng nhiều càng tốt, chủ quan trong công tác giám sát, đánh giá hiệu quả kinh doanh, tăng cường quản trị doanh nghiệp, qui định tăng vốn khá dễ dàng đối với các công ty khát vốn. Việc tăng vốn, phát hành, phân phối chưa đảm bảo sự công bằng.

Thứ bảy, nền kinh tế do các cú sốc từ TTCK đặc biệt là những sản phẩm tăng lượng giao dịch tiền ảo của các công ty chứng khoán như dùng đòn bẩy tài chính. Hoạt động ngân hàng thương mại, bất động sản, chứng khoán liên quan chặt chẽ với nhau, tạo ra hoạt động rất căng thẳng thông qua lãi suất cho vay và huy động của ngân hàng cho các hoạt động bất động sản, chứng khoán. Rủi ro càng cao hứa hẹn khoản lợi nhuận tốt hơn thay vì đầu tư vào khu vực sản xuất lợi nhuận bình quân chỉ đạt khoảng 20%-25%/năm.

Thứ tám, TTCK VN cũng bị ảnh hưởng bởi những thăng trầm của nền kinh tế VN và thế giới, bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế toàn cầu bắt đầu là khủng hoảng nợ công Châu Âu và sự yếu kém của khu vực đồng tiền chung Châu Âu và nền kinh tế Mỹ. Huy động vốn của TTCK ngày càng khó khăn trước sự suy giảm kéo dài của TTCK VN, các nhà đầu tư không quan tâm nhiều đến mua cổ phiếu thông qua việc chào bán cổ phiếu tăng vốn điều lệ, nhiều đợt chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu không thành công. Giá cổ phiếu xuống thấp (khoảng 68% công ty ở HOSE và 68% công ty trên HNX có giá trị giao dịch dưới giá trị sổ sách) trong đó có đến 38% cổ phiếu công ty trên sàn HOSE và 55% công ty trên sàn HNX có giá

giao dịch dưới mệnh giá 10.000đ dẫn đến không thể huy động tăng vốn. Ngoài ra, quá trình phát hành cổ phiếu kéo dài (khoảng 6 tháng) làm cho nhà đầu tư khó thực hiện bán ra cổ phiếu mới phát hành nên nhà đầu tư không muốn mua trên thị trường sơ cấp chỉ muốn mua trên thị trường thứ cấp để dễ thanh khoản đối với cổ phiếu. Thị trường cổ phiếu suy giảm làm cho nhà đầu tư rút khỏi TTCK và chuyển hướng sang đầu tư 'lướt sóng' trên thị trường vàng, hoặc gửi tiết kiệm với lãi suất cao.

6. Kết quả khảo sát chuyên gia

Tác giả đã thực hiện cuộc khảo sát lấy ý kiến khoảng 200 chuyên gia, nội dung khảo sát về mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK với tăng trưởng kinh tế, đánh giá thực trạng hoạt động của TTCK VN hiện nay, nội dung cần ưu tiên tái cấu trúc TTCK trong thời gian tới cũng như mong muốn lắng nghe ý kiến của các chuyên gia nhằm đưa ra các giải pháp nhằm phát triển TTCK ổn định trong thời gian tới đóng góp cho phát triển kinh tế tại VN. Với 122 câu trả lời từ phiếu khảo sát, Tác giả nhận thấy tỷ lệ nghề nghiệp của chuyên gia trả lời chủ yếu là vị trí quản lý tại Công ty chứng khoán chiếm 50%, thấp nhất là vị trí quản lý tại Quỹ Đầu tư chiếm 1%. Trong đó 43% người trả lời có kinh nghiệm làm việc từ 5-10

năm, 39% có kinh nghiệm làm việc từ 3-5 năm, 15% có kinh nghiệm làm việc dưới 3 năm và 3% có kinh nghiệm từ 10 năm.

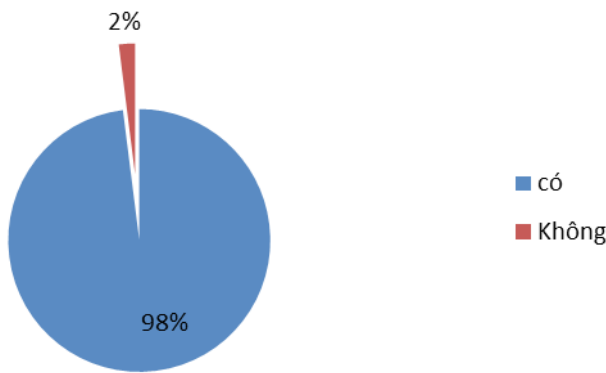
Khi khảo sát mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế, 98% các chuyên gia cho rằng có mối quan hệ giữa hai biến số này và cho rằng đó là mối quan hệ hai chiều chiếm 78% nghĩa là TTCK VN sẽ tác động đến tăng trưởng kinh tế và ngược lại tăng trưởng kinh tế tốt cũng góp phần làm cho TTCK phát triển.

Đối với câu hỏi sắp xếp vai trò quan trọng của sự phát triển TTCK đối với tăng trưởng kinh tế có kết quả như sau: nhiều chuyên gia đồng ý nhất đó là kênh huy động vốn cho nền kinh tế (để đầu tư sản xuất kinh doanh cho các doanh nghiệp, và chi tiêu Chính phủ) (49% câu trả lời cho rằng đây là vai trò quan trọng nhất). Vai trò quan trọng thứ hai là Công cụ điều hoà vốn cho nền kinh tế (giữa các ngành, từ nước ngoài vào trong nước) (17%). Vai trò quan trọng thứ ba là bảo đảm tính thanh khoản cho số tiết kiệm phục vụ đầu tư dài hạn (người nắm giữ chứng khoán mua bán dễ dàng trên TTCK khi họ muốn) (10%). Các vai trò quan trọng khác lần lượt theo thứ tự như sau thúc đẩy cổ phần hoá phát triển (11%), thúc đẩy tăng

Bảng 6: Tỷ lệ nghề nghiệp của các chuyên gia

Nghề nghiệp	Tỷ lệ
Chuyên viên/nhân viên công ty chứng khoán (CTCK)	23%
Chuyên viên/nhân viên Quỹ đầu tư (QĐT)	1%
Đang làm vị trí quản lý tại CTCK	50%
Đang làm vị trí quản lý tại QĐT	1%
Chuyên viên/nhân viên tại Sở Giao Dịch Chứng Khoán (SGD CK)	17%
Đang làm vị trí quản lý tại SGD CK	8%

Hình 3: Mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK và phát triển kinh tế



Bảng 7: Kết quả khảo sát về mối quan hệ sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế

Mối quan hệ	Số câu trả lời	Tỷ lệ
Thuận chiều: TTCK sẽ hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế	20	17%
Nghịch chiều: TTCK sẽ kìm hãm tăng trưởng kinh tế	5	4%
Hai chiều: TTCK tác động đến tăng trưởng kinh tế và ngược lại tăng trưởng kinh tế tốt cũng góp phần làm cho TTCK phát triển	93	78%
Không có mối quan hệ	2	2%

trường kinh tế (7%), thúc đẩy các doanh nghiệp hoạt động tốt hơn (4%), tạo môi trường giúp Chính phủ điều hành các chính sách vĩ mô (1%).

Đối với những ý kiến của các chuyên gia nhằm đưa ra nhận xét về thực trạng hoạt động TTCK trong thời gian qua được thiết kế trong câu hỏi mở. Các chuyên gia đã đưa ra ý kiến, Tác giả tổng hợp trong 5 nhóm ý kiến như sau:

Nhóm 1 đưa ra nhận xét về văn bản pháp luật liên quan : đa số đánh giá vừa thiếu, vừa yếu lại chưa rõ ràng, luật chứng khoán thiếu chặt chẽ và còn nhiều kẽ hở. Tính minh bạch của thị trường và các công ty niêm yết còn thấp. Luật lệ vẫn chưa thực sự đáp ứng được nhu cầu của thị trường .Các qui định còn cứng nhắc khiến khó khăn khi phát triển và triển khai sản phẩm mới. Văn bản thủ tục hướng dẫn còn thiếu .Ngoài ra tính minh bạch củathông tin

trên thị trường chưa tốt. Nhiều chuyên gia gặp khó khăn trong hoạt động vì cách quản lý chồng chéo, luật chưa thông nhất, việc tiếp cận thông tin còn hạn chế .

Nhóm 2 đưa ra nhận xét về hệ thống thanh tra, giám sát thị trường nhìn chung còn yếu kém dễ dẫn đến việc cạnh tranh không lành mạnh giữa các công ty với nhau, cách thức làm việc quan liêu hiệu quả thấp của cơ quan quản lý nhà nước. Bên cạnh đó, cách kiểm soát TTCK chưa thực sự chặt chẽ . Cơ chế quản lý của nhà nước chưa hợp lý ,chưa hỗ trợ công ty chứng khoán tháo gỡ khó khăn. Môi trường cạnh tranh chưa công bằng, còn nhiều lỗ hổng cho một số nhóm người có khả năng trục lợi.

Nhóm 3 đưa ra nhận xét về sản phẩm trên TTCK còn nghèo nàn,giới hạn, chưa có nhiều sản phẩm phái sinh để giảm thiểu rủi ro, tăng tính đa dạng khi đầu tư

vào thị trường. Các sản phẩm theo qui định không theo kịp nhu cầu thị trường.

Nhóm 4 đưa ra nhận xét ngày T kéo dài làm giảm thanh khoản thị trường, giảm sức hấp dẫn và số tiền đầu tư vào thị trường.

Nhóm 5 đưa ra nhận xét nền kinh tế vẫn chưa ổn định, còn nhiều chính sách đưa ra nhưng chưa áp dụng được nhiều vào thực tế nên kết quả không mang lại nhiều. Kiến thức nhà đầu tư VN còn hạn chế , đầu tư chứng khoán như đánh bạc hay đầu cơ lướt sóng góp phần tạo ra sự bất ổn của thị trường. Quy mô nhà đầu tư tham gia còn nhỏ, chưa thực sự chuyên nghiệp và độ mở của thị trường còn kém. Thêm vào đó, khủng hoảng kinh tế và hậu khủng hoảng dẫn đến khó khăn cho TTCK nói chung và các công ty chứng khoán nói riêng, các công ty chứng khoán bắt buộc giảm nhân sự. Điều này ảnh hưởng đến tâm lý nhân viên và những người quản lý, chuyên gia làm việc trong lĩnh vực chứng khoán.

7. Ngụ ý về chính sách nhằm tái cấu trúc thị trường chứng khoán trong thời gian tới

Qua kết quả khảo sát và đánh giá thực trạng hoạt động, dựa trên một số hành động cụ thể cần thực hiện trong thời gian tới để việc tái cấu trúc thành công của các chuyên gia được liệt kê chi tiết như sau:

Đầu tiên, 20% ý kiến của chuyên gia cho rằng nên hợp nhất các Sở GDCK (không nên có hai SGD CK, 1 Sở GD nên phụ trách cổ phiếu, Sở còn lại phụ trách trái phiếu, tín phiếu hoặc CK phái sinh). Phương án hợp nhất hai Sở phải cân nhắc và tham khảo các mô hình của nước

ngoài. Thời gian cho việc tái cấu trúc mô hình thị trường phải trong 2-3 năm mới hoàn tất.

Thứ hai, 17% ý kiến cho rằng cần cải tiến hệ thống thanh khoản và thanh toán tiền giao dịch.

Thứ ba, 16% ý kiến cho rằng cần phát triển hệ thống cơ sở nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp: Quỹ đầu tư dạng mở, Quỹ đầu tư bất động sản, Công ty đầu tư chứng khoán đại chúng, sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư, Quỹ hưu trí tự nguyện...

Thứ tư, 15% ý kiến cần tái cấu trúc hàng hoá trên TTCK: gắn với qui định về tăng qui mô vốn, tính đại chúng, chỉ tiêu tài chính tốt, phát hành trái phiếu chính phủ theo lô lớn, tập trung giao dịch trái phiếu, tín phiếu về một đầu mỗi là SGD CK HN. Tái cấu trúc lô lớn trái phiếu và phát triển thị trường trái phiếu công ty, bằng cách tái cơ cấu hàng hóa trên cơ sở hoán đổi trái phiếu. tạo số lượng cao cho từng mã trái phiếu để nâng cao tính thanh khoản; phát hành trái phiếu Chính phủ theo mã có quy mô lớn...

Thứ năm, 14% ý kiến cho rằng cần tiếp tục thực hiện chính sách ổn định kinh tế vĩ mô nhằm kiềm chế lạm phát, giảm lãi suất, đảm bảo cung ứng tiền cho nền kinh tế.

Thứ sáu, 12% ý kiến cho rằng cần phát triển các sản phẩm mới: chứng khoán phái sinh dựa trên chỉ số chứng khoán, chứng chỉ lưu ký toàn cầu (viết tắt là GDR-Global Depository Receipt)... Ngoài ra, tái cấu trúc các nhà đầu tư, các quỹ mở, tạo cơ chế thông tin cho nhà đầu tư, đưa vào kinh doanh các quỹ mở phát triển cơ sở nhà đầu tư tổ chức: quỹ Tín thác bất động sản; quỹ Hưu trí, quỹ Đầu tư tín thác; bảo hiểm

liên kết...

Thứ bảy, 8% ý kiến cho rằng cần tái cấu trúc Công ty CK, các Quỹ theo tiêu chí an toàn tài chính, năng lực quản trị rủi ro, áp dụng việc sát nhập hoặc giải thể khi không đủ năng lực hoạt động và tạo điều kiện các Công ty CK VN niêm yết ở nước ngoài để huy động vốn.

Ngoài ra, các vấn đề khác cần quan tâm trong vấn đề tái cấu trúc thị trường chứng khoán bao gồm: việc tái cấu trúc phải dựa trên cơ sở có những chuẩn mực để sàng lọc, phân loại các CTCK thành 3 nhóm (nhóm bình thường, nhóm kiểm soát, nhóm kiểm soát đặc biệt) và các giải pháp xử lý theo từng nhóm. Tổ chức làm việc với các công ty yếu kém. Nhằm đảm bảo cho TTCK phát triển ổn định, lành mạnh, đồng bộ với thị trường tiền tệ, góp phần bình ổn thị trường, ổn định kinh tế vĩ mô, tiếp tục đẩy mạnh cổ phần hóa, sắp xếp lại DN Nhà nước, có cơ chế rõ ràng để giúp DN tiếp cận nguồn vốn quốc tế thông qua việc niêm yết trực tiếp hoặc gián tiếp, tiếp cận được nguồn vốn dài hạn và ổn định, tháo gỡ khó khăn, thúc đẩy phát triển TTCK; hoàn thiện các thể chế chính sách, hỗ trợ thông tin, đặc biệt là vấn đề liên quan đến niêm yết, công bố thông tin, báo cáo tài chính đối với công ty niêm yết, công ty chứng khoán để TTCK luôn là một trong những kênh huy động vốn hiệu quả nhất đóng góp cho tăng trưởng kinh tế VN trong tương lai ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1]. Phát triển và hoàn thiện thị trường chứng khoán VN trong bối cảnh tái cấu trúc hệ thống tài chính-TS.Vũ Thị Kim Liên- Phó Chủ Tịch Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước.
[2]. Quyết định phê duyệt đề án tổng thể tái cơ cấu kinh tế gắn với chuyển đổi mô hình tăng trưởng theo hướng nâng cao

chất lượng, hiệu quả và năng lực cạnh tranh giai đoạn 2013-2020, Số :339/QĐ-TTg, Thủ tướng chính phủ, Hà Nội, ngày 19 tháng 02 năm 2013.

[3]. Quyết định phê duyệt Đề án « Tái cấu trúc thị trường chứng khoán và doanh nghiệp bảo hiểm », Số :1826/QĐ-TTg, Thủ tướng chính phủ, Hà Nội ngày 06 tháng 12 năm 2012,
[4]. GS.TS. Vũ Thị Ngọc Phùng (2005), "Giáo trình kinh tế phát triển", Khoa Kế hoạch và phát triển- Trường ĐH Kinh Tế Quốc Dân- NXB Lao Động- Xã Hội, trang 22-23.
[5]. GS.TS. Nguyễn Kế Tuấn (2011), "Kinh tế VN năm 2010"— Nhà Xuất Bản Đại Học Kinh Tế Quốc Dân, trang 30-32
[6]. GS.TS Hoàng Đức Thân, TS. Đinh Quang Ty (2009), "Tăng trưởng kinh tế và tiến bộ công bằng xã hội ở VN"— Nhà Xuất Bản Chính Trị Quốc Gia, trang 50-54
[7]. PGS.TS. Trần Thọ Đạt (2010), "Mô hình tăng trưởng kinh tế (Chương trình sau đại học)", Nhà Xuất Bản Đại Học Kinh Tế Quốc Dân, trang 8.
[8]. Phan Thanh Hà, Nguyễn Thị Hồng, Hoàng Huỳnh Mai (2007) "Tác động kinh tế vĩ mô và điều hành chính sách tiền tệ", NXB Văn Hoá Thông Tin, Hà Nội.
[9]. ROSS LEVINE (1997) Đánh giá hoạt động TTCK VN và giải pháp trong thời gian tới". Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature. Vol. XXXV, pp. 688-726.
[10]. ThS. Lê Văn Hình (2008), »Thị trường chứng khoán VN- một số đóng góp và tác động- Đại Học Kinh Tế Quốc Dân Hà Nội.
[11]. Vũ Đình Ánh (2007) "Nhận dạng TTCK VN", Kỷ yếu Hội thảo khoa học "TTCK VN và tác động của nó đến thị trường tài chính VN trong bối cảnh hội nhập WTO"-NXB Văn Hoá Thông Tin, Hà Nội.
[12]. Thời báo kinh tế VN : Kinh tế VN và Thế giới năm 2011-2012, trang 40-42
[13]. Simon Kuznets, Modern Economic Growth : Rate, Structure and Spread. New Haven, Yale University Press, 1966, pp.529
[14]. Ủy ban chứng khoán nhà nước :<http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vimenu>, ngày truy cập 27/7/2013
[15]. Website công ty cổ phiếu 68, ngày truy cập 27/7/2003