

GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM

1. Định hướng phát triển thị trường vốn Việt Nam

1.1. Mục tiêu và định hướng phát triển thị trường vốn Việt Nam

Định hướng phát triển thị trường vốn được xác định trong Đề án phát triển thị trường vốn ở Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020 do Thủ tướng Chính phủ phê duyệt và Ban hành theo Quyết định số 128/2007/QĐ-TTG ngày 2/8/2007.

Theo Quyết định này, mục tiêu tổng quát của việc phát triển thị trường vốn là “Phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc thị trường vốn Việt Nam, trong đó thị trường chứng khoán đóng vai trò chủ đạo; từng bước đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính, góp phần đặc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế; đảm bảo tính công khai, minh bạch, duy trì trật tự, an toàn, hiệu quả, tăng cường quản lý, giám sát thị trường; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế. Phấn đấu đến năm 2020, thị trường vốn Việt Nam phát triển tương đương thị trường các nước trong khu vực”.

Cũng theo Quyết định này, các mục tiêu cụ thể đặt ra là “Phát triển thị trường vốn đa dạng để đáp ứng nhu cầu huy động vốn và đầu tư của mọi đối tượng trong nền kinh tế. Phấn đấu đến năm 2010 giá trị vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP”.

Trong khuôn khổ các giải pháp phát triển thị trường vốn, các giải pháp phát triển thị trường được nhóm thành các bộ phận chính sau đây:

1. Phát triển hàng hóa cho thị trường vốn: các loại trái phiếu chính phủ, trái phiếu công ty, trái phiếu chuyển đổi; phát triển các loại chứng khoán phái sinh, các sản phẩm chứng khoán hoá tài sản và các khoản nợ....

2. Hoàn chỉnh cấu trúc thị trường vốn: hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt; phát triển thị trường cổ phiếu theo nhiều cấp độ: thị trường giao dịch tập trung, thị trường giao dịch phi tập trung (OTC), thị trường đăng ký giao dịch; chuyển Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành Sở Giao dịch chứng khoán;

3. Phát triển, mở rộng hệ thống các nhà đầu tư; phát triển đầy đủ các định chế trung gian; đa dạng hoá các dịch vụ cung cấp; mở rộng phạm vi hoạt động Trung tâm Lưu ký chứng khoán;

4. Hoàn thiện khung pháp lý, nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, giám sát của Nhà nước; hoàn chỉnh các chính sách về thuế, phí, lệ phí đối với hoạt động chứng

khoán;

5. Chủ động mở cửa, hội nhập với khu vực và quốc tế;

6. Đẩy mạnh công tác đào tạo, phát triển nguồn nhân lực cho thị trường vốn; tăng cường phổ cập kiến thức về thị trường vốn, thị trường chứng khoán.

Theo quan điểm của tác giả luận án, mục tiêu và các giải pháp phát triển thị trường mà Quyết định 128 đưa ra là toàn diện và chi tiết. Tuy nhiên, cần lưu ý một số điểm sau đây:

Thứ nhất, về mục tiêu phát triển thị trường vốn. Quyết định mới chỉ nêu lên một chỉ tiêu định lượng đơn giản là mức vốn hóa thị trường đạt 50% GDP vào năm 2010. Mục tiêu huy động vốn để đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế là một mục tiêu rất chung, vì bất kỳ thị trường vốn nào hoạt động cũng nhằm mục tiêu huy động vốn để phát triển kinh tế. Theo tác giả mục tiêu phát triển thị trường vốn là việc xây dựng được một thị trường vốn hoạt động bền vững (bao gồm các chỉ tiêu định tính và định lượng) đảm bảo công bằng cho các chủ thể trên thị trường, đồng thời thị trường cần hoạt động hiệu quả để cung cấp nguồn vốn với chi phí hợp lý đối với tất cả các đối tượng có liên quan. Đối với nhà đầu tư, thị trường vốn cần phải đem lại cho họ một mức lợi tức phù hợp với mức rủi ro của hoạt động đầu tư. Đối với doanh nghiệp, cần huy động được vốn với chi phí vừa phải vừa đảm bảo huy động vốn hiệu quả, đồng thời gia tăng giá trị cho doanh nghiệp. Đối với Chính phủ, nguồn vốn huy động được cần phản ánh chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn trong nền kinh tế. Tất cả các yêu cầu trên đều có thể đạt được khi việc định giá chứng khoán trên thị trường là hiệu quả như đã phân tích trong Chương 1.

Thứ hai, hệ thống các giải pháp nêu trong đề án nhằm phát triển đồng bộ và toàn diện thị trường vốn. Tuy vậy, như thế là có quá nhiều mục tiêu khác nhau. Trên góc độ thực tiễn, cần phải phân biệt các mục tiêu cấp thiết trước mắt, mục tiêu dài hạn quan trọng cần thực hiện để phát triển thị trường. Theo quan điểm của tác giả, các mục tiêu về hoàn chỉnh cấu trúc thị trường, thiết lập các thị trường giao dịch tập trung, phi tập trung, mở rộng phạm vi hoạt động của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán là các mục tiêu trước mắt, liên quan tới các vấn đề kỹ thuật, có thể hoàn thành trong khoảng thời gian từ 2 đến 3 năm tới. Trong khi đó, các mục tiêu về hoàn thiện khung pháp lý, nâng cao hiệu quả quản lý, giám sát thị trường, đảm bảo tính công bằng, minh bạch là những mục tiêu quan trọng và cần thực hiện liên tục trong tương lai để phát triển thị trường vốn.

1.2. Quan điểm và nguyên tắc phát triển thị trường vốn:

Phát triển thị trường vốn liên quan đến nhiều mảng hoạt động khác nhau, nhiều

hoạt động và mục tiêu khác nhau thực hiện trong khoảng thời gian dài, do vậy, cần thiết phải đề ra các nguyên tắc chủ đạo trong việc đề ra các giải pháp và biện pháp thực hiện. Các giải pháp và việc phát triển thị trường vốn phải đáp ứng các nguyên tắc cơ bản sau đây:

1. Các giải pháp phát triển thị trường vốn cần thúc đẩy hoạt động huy động vốn trung dài hạn thông qua việc gia tăng qui mô vốn huy động và quan trọng hơn là nâng cao chất lượng vốn đầu tư qua thị trường. Thị trường vốn hoạt động dựa trên nguyên tắc thị trường cạnh tranh cần tạo ra một kênh huy động vốn thuận tiện, cạnh tranh với huy động vốn qua các trung gian tài chính, nhưng qua đó cũng nâng cao hiệu quả của việc sàng lọc, giám sát để đảm bảo nguồn vốn sẽ được sử dụng với hiệu quả cao nhất.

2. Đảm bảo tính minh bạch, công bằng cho các tổ chức, cá nhân tham gia trên thị trường.

3. Thị trường vốn hoạt động nhằm mục tiêu huy động vốn đáp ứng nhu cầu tăng trưởng kinh tế, do vậy phát triển thị trường vốn cần phải đảm bảo thị trường hoạt động an toàn, lành mạnh, nâng cao hiệu quả của chính sách tiền tệ, chính sách tài chính, ổn định kinh tế vĩ mô.

4. Phát triển thị trường vốn hướng tới xu thế hội nhập quốc tế trong lĩnh vực tài chính. Đây là một xu thế phổ biến trên thế giới và cũng phù hợp với những cam kết hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam.

Bối cảnh phát triển thị trường vốn Việt Nam trong thời gian tới

Phát triển thị trường vốn là một hoạt động cần thực hiện liên tục và lâu dài. Trong giai đoạn 10 năm tiếp theo, theo tác giả, bối cảnh kinh tế thế giới trong nước và quốc tế sẽ có những đặc điểm chính sau đây:

Thứ nhất, về kinh tế thế giới. Kinh tế thế giới vừa thoát khỏi cuộc khủng hoảng tồi tệ nhất trong vòng hơn 7 thập kỷ qua và đang bước vào giai đoạn hồi phục chậm chạp. Đầu tàu kinh tế thế giới là Mỹ hiện tại vẫn đang chịu sức ép của tỷ lệ thất nghiệp cao và dự đoán trong trung hạn, chính sách tiền tệ tại Mỹ vẫn sẽ được thực hiện nhằm duy trì lãi suất thấp để cải thiện tình hình việc làm và sau đó sẽ được nâng dần lên để kiểm soát lạm phát tại nước này. Khi thị trường việc làm được cải thiện (trong vòng 3 năm tới) thì xu thế tiếp theo vẫn sẽ lặp lại là thâm hụt cán cân thương mại, giá đồng USD trên thị trường thế giới sẽ tiếp tục xu thế giảm giá trong dài hạn và đồng USD có thể mất vị trí là đồng tiền thanh toán quan trọng nhất trong hệ thống tài chính quốc tế. Hệ thống tài chính Mỹ đang trải qua những cuộc cải cách theo hướng thắt chặt hơn sự điều hành của chính phủ đối với thị trường tài chính để ngăn chặn các cuộc khủng hoảng tương tự trong tương lai. Do vậy trong vòng 10 năm tới sẽ không có

những thay đổi quá mức trên thị trường tài chính tại Mỹ.

Kinh tế các nước thuộc khu vực châu Âu (EU) được dự báo cũng sẽ có những cải thiện cùng với nền kinh tế Mỹ. Tuy nhiên những diễn biến gần đây về cuộc khủng hoảng nợ công ở Hy Lạp, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha, Hung ga ri đang phủ bóng đen lên quá trình hồi phục và tăng trưởng kinh tế của Cộng đồng EU.

Trái ngược với Mỹ, nền kinh tế Trung Quốc vẫn sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng kinh tế cao nhờ xuất khẩu. Tuy nhiên nền kinh tế này đang tiềm ẩn nhiều nguy cơ đối với một cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới tiếp theo. Thứ nhất là tỷ giá đồng Nhân dân tệ được định giá thấp hơn so với giá trị thực tế trên thị trường, và Mỹ đang muốn gây sức ép để nâng giá đồng Nhân dân tệ. Tình trạng này thúc đẩy xuất siêu tại Trung Quốc, làm tăng dự trữ ngoại hối, cùng với tốc độ tăng trưởng kinh tế cao gây nên tình trạng lạm phát cao trong nền kinh tế. Quá trình này không thể kéo dài mãi, và các nhà kinh tế lo ngại nếu xảy ra một cú sốc nào đó, bong bóng kinh tế Trung Quốc sẽ bị vỡ và gây nên khủng hoảng tài chính trên phạm vi toàn cầu. Nếu điều này xảy ra, chắc chắn sẽ có tác động rất xấu tới thị trường tài chính và thị trường vốn Việt Nam.

Ở một thái cực khác, nền kinh tế thứ ba thế giới là Nhật Bản vẫn đang vật lộn với tình trạng trì trệ kéo dài và chưa thấy có dấu hiệu thoát ra khỏi cuộc trì trệ đã kéo dài suốt hai thập kỷ vừa qua.

Thứ hai, về kinh tế Việt Nam. Nền kinh tế Việt Nam là nền kinh tế của một nước đang phát triển với tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Tuy nhiên, trên góc độ tác động tới sự phát triển của thị trường vốn, có thể nêu lên một số ý tở chính sau.

Đầu tiên là tình trạng lạm phát trong nền kinh tế. Việc kiểm soát lạm phát trong nền kinh tế luôn gặp khó khăn. Trước hết là do xung đột với mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng kinh tế làm việc thắt chặt tiền tệ luôn là chính sách rất khó thực hiện. Sức ép lạm phát còn đến từ bên ngoài, khi nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập khẩu chịu ảnh hưởng của giá cả trên thị trường thế giới, đáng kể nhất là giá xăng, sắt thép, phân bón nhập khẩu. Giá nguyên liệu nhập khẩu sẽ phụ thuộc rất lớn vào giá của đồng USD trên thị trường thế giới. Khi giá nhập khẩu tăng gây nên tình trạng lạm phát chi phí đẩy trong nền kinh tế.

Vấn đề tiếp theo là tình trạng nhập siêu dai dẳng của Việt Nam trong thời gian qua. Giá trị nhập siêu được tài trợ từ vốn đầu tư trực tiếp và vay từ nước ngoài, cộng với nguồn kiều hối được gửi về hàng năm. Tuy nhiên tình trạng nhập siêu cũng liên tục gây sức ép làm giảm giá nội tệ trong điều kiện chính sách tỷ giá cố định, gây căng thẳng trên thị trường ngoại hối mà trực tiếp là hoạt động giao dịch ngoại tệ của hệ

thông ngân hàng thương mại trong thanh toán giao dịch xuất nhập khẩu.

Vấn đề thứ ba là tình trạng thâm hụt ngân sách của chính phủ. Trong những năm qua mức thâm hụt ngân sách hàng năm của Chính phủ hàng năm là 5% GDP và chi tiêu của Chính phủ được lập kế hoạch phù hợp với mức thâm hụt tối đa này. Với sức ép chi tiêu tăng lên, tình trạng này lại gây sức ép lạm phát trong nước.

Kết hợp cả ba vấn đề nêu trên cùng với việc thực thi chính sách tiền tệ, chính sách tỷ giá, chính sách lãi suất của NHNN Việt Nam là một thách thức rất lớn vì các mục tiêu mà NHNN theo đuổi là xung đột trong ngắn hạn. Việc thực thi các chính sách này cần phải rất linh hoạt cho phù hợp với hoàn cảnh từng thời kỳ làm cho việc dự đoán rất khó khăn. Tuy nhiên, nếu không có sự thay đổi lớn trong chính sách thì chính sách tiền tệ của Việt Nam vẫn sẽ là một chính sách kiểm chế tài chính với lãi suất và tỷ giá bị kiểm soát. Và đây sẽ là những thách thức lớn đối với sự phát triển của thị trường vốn ở Việt Nam trong thời gian tới.

Ngoài ra, trong bối cảnh phát triển thị trường vốn trong thời gian tới cũng cần phải quan tâm tới những cam kết của Việt Nam khi đàm phán ra nhập Tổ chức Thương mại Quốc tế (WTO). Sau thời điểm 11/1/2012, các ngân hàng nước ngoài sẽ được hoạt động hoàn toàn giống như hoạt động của ngân hàng trong nước, các công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài cũng bắt đầu được hoạt động tại Việt Nam. Việc thực hiện các cam kết này sẽ làm gia tăng mức độ cạnh tranh đối với các thành viên tham gia vào thị trường, nhưng nó cũng hứa hẹn một sự phát triển mạnh mẽ cả về qui mô và chất lượng của thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

2. Giải pháp phát triển thị trường vốn ở Việt Nam

2.1 Giải pháp phát triển các hàng hóa của thị trường

Đến cuối năm 2009, có 1.026 chứng khoán các loại gồm cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đang được niêm yết trên 2 Sở giao dịch chứng khoán. Để phát triển thị trường vốn, trong tương lai cần phải gia tăng hàng hóa cho thị trường vốn cả về chiều rộng và chiều sâu: đa dạng hóa các loại chứng khoán niêm yết cũng như gia tăng số lượng mỗi chủng loại hàng hoá trên thị trường.

Đối với hàng hoá trên thị trường cổ phiếu, các giải pháp cần được thực hiện là:

Tiếp tục gia tăng số lượng và chất lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường tập trung

Có hai nguồn hàng hoá có thể cung cấp cho giải pháp này. Thứ nhất là cổ phiếu của các doanh nghiệp nhà nước thực hiện cổ phần hoá. Mục tiêu của cổ phần hoá là nhằm thay đổi cơ chế sở hữu và quản lý trong doanh nghiệp vì lợi ích của chính các

doanh nghiệp và để cải thiện tình hình tài chính trong các doanh nghiệp nhà nước. Việc gắn liền cổ phần hoá các DNNN gắn liền với niêm yết cổ phiếu sau đó sẽ gia tăng tính minh bạch và có thêm động lực để nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh. Đối với các DNNN cổ phần hoá mà nhà nước còn nắm cổ phần chi phối, có thể dùng quyền của cổ đông đa số để thúc đẩy việc niêm yết. Đối với các công ty mà nhà nước đã bán hết cổ phần hoặc nắm một phần nhỏ, khi đó việc quyết định niêm yết sẽ do các chủ sở hữu mới quyết định dựa trên các tính toán về lợi ích và chi phí của việc niêm yết đem lại. Khi đó, cần có những khuyến khích khác ví dụ như ưu đãi về thuế, hoặc ưu đãi về các khoản khấu hao đặc biệt được giữ lại trong doanh nghiệp để phát triển gắn liền với việc niêm yết.

Nguồn thứ hai là cổ phiếu của các công ty cổ phần, công ty liên doanh, và các công ty 100% vốn nước ngoài hoạt động tại Việt Nam. Để phát triển hàng hóa cho thị trường vốn, có thể bỏ giới hạn nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu của các công ty liên doanh, công ty 100% vốn nước ngoài trong những lĩnh vực mà pháp luật không cấm.

Nới lỏng việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu bổ sung đối với các công ty niêm yết

Đối với các công ty đã niêm yết, tức là đã đảm bảo được các tiêu chuẩn về hoạt động và tài chính, cần nới lỏng các quy định về phát hành thêm cổ phiếu và niêm yết cổ phiếu mới trên thị trường. Ví dụ, khi công ty quyết định và đủ điều kiện (do UBCKNN ban hành) phát hành thêm cổ phiếu thì chỉ cần đăng ký với UBCKNN và thực hiện phát hành cổ phiếu và thực hiện niêm yết cổ phiếu mới luôn, không cần thiết phải xin phép phát hành và niêm yết cổ phiếu mới nữa. Việc áp dụng cơ chế đăng ký phát hành cổ phiếu mới có những lợi thế sau đây: (i) rút ngắn thời gian chuẩn bị hồ sơ phát hành và cho phép công ty có thể tận dụng được cơ hội huy động vốn tốt trên thị trường; (ii) giảm bớt gánh nặng của hoạt động cấp phép phát hành; (iii) giảm chi phí phát hành cho các công ty có nhu cầu phát hành cổ phiếu thường xuyên [68].

Phát hành chứng chỉ quỹ mở

Chứng chỉ quỹ của quỹ mở cung cấp khả năng đa dạng hoá danh mục đầu tư cho các nhà đầu tư nhỏ, đồng thời làm một công cụ đầu tư có chi phí thấp so với các quỹ đóng. Các quỹ mở đòi hỏi chi phí quản lý thấp phù hợp với các nhà đầu tư dài hạn.

Phát triển và đưa vào sử dụng các công cụ chứng khoán hoá (securitization):

Cần ban hành các quy định cho phép phát hành các loại chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản ra thị trường. Chứng khoán hoá các tài sản đem lại thu nhập cố định sẽ cung cấp một nguồn tài trợ bổ sung cho các kênh truyền thống. Thu nhập từ các dự

án đầu tư hạ tầng cũng có thể được chứng khoán hoá và đưa vào giao dịch trên thị trường. Chứng khoán hoá các loại tài sản có thể đóng góp vào sự phát triển của thị trường vốn trên nhiều phương diện như cung cấp hàng hoá đa dạng cho thị trường vốn với các mức độ rủi ro và lợi nhuận khác nhau, mở rộng khả năng đáp ứng của thị trường vốn đối với cả người phát hành và nhà đầu tư chứng khoán.

Đối với thị trường trái phiếu, cần thực hiện các giải pháp sau đây:

Gia tăng tính thanh khoản cho thị trường trái phiếu chính phủ:

Hàng loạt các biện pháp đã được thực hiện nhằm gia tăng tính thanh khoản cho các loại trái phiếu chính phủ như gia tăng qui mô của các đợt phát hành trái phiếu (phát hành trái phiếu lô lớn); qui chế giao dịch trái phiếu tại Sở giao dịch Hà Nội cho phép các thành viên giao dịch đặc biệt được thực hiện đồng thời chào mua, chào bán một loại trái phiếu trong một phiên giao dịch. Tuy nhiên, để tăng cường tính thanh khoản cho thị trường, có thể tổ chức thị trường theo phương thức hệ thống các nhà tạo lập thị trường, trong đó, chỉ có những nhà tạo lập thị trường trái phiếu mới được tham gia các đợt đấu thầu trái phiếu chính phủ, đồng thời các nhà tạo lập thị trường này có nghĩa vụ yết giá hai chiều các loại trái phiếu mà họ đăng ký tạo lập thị trường. Việc áp dụng phương thức giao dịch này sẽ đảm bảo cho các nhà đầu tư một thị trường có tính thanh khoản tốt. Thêm vào đó, việc phát hành trái phiếu chính phủ nên được tiến hành một cách đều đặn và được thông báo về kế hoạch phát hành trái phiếu chính phủ từng năm một, để thông báo với các nhà đầu tư về kế hoạch cung và cầu trái phiếu trên thị trường. Các trái phiếu phát hành nên được chuẩn hoá về kỳ hạn có thể là 1, 2, 3, 5, 10, 15, và 30 năm; và chuẩn hóa lãi suất coupon của trái phiếu, để tạo điều kiện so sánh, định giá với các trái phiếu đã phát hành có kỳ hạn còn lại tương đương với các trái phiếu mới phát hành.

Khuyến khích việc phát hành trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu có thể thu hồi

Trái phiếu chuyển đổi có ưu thế là chi phí thấp và các điều khoản linh hoạt, đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư thích các tài sản mang lại thu nhập cố định so với đầu tư trực tiếp vào cổ phiếu.

Trái phiếu có thể thu hồi cho phép doanh nghiệp linh hoạt trong việc huy động vốn và có thể kiểm soát được chi phí huy động vốn theo thời gian.

Áp dụng nguyên tắc định giá theo giá thị trường (mark-to-market) đối với các tài sản tài chính, trước mắt là đối với trái phiếu, sau đó đối với các loại cổ phiếu niêm yết và chưa niêm yết.

Nguyên tắc này được áp dụng ở nhiều nước có thị trường tài chính phát triển, và đây được coi là một thước đo về chuẩn mực công bố thông tin cao hơn. Nguyên tắc

định giá tài sản dựa theo giá thị trường sẽ kích thích giao dịch trên thị trường thứ cấp và nâng cao tính thanh khoản cho thị trường này. Bởi vì một nhà quản lý đầu tư sẽ có động cơ để bán trái phiếu đang bị giảm giá ra thị trường nhằm ngăn chặn mất vốn nếu danh mục trái phiếu được định giá theo giá thị trường. Tuy nhiên, nguyên tắc này sẽ gặp phải khó khăn là không phải lúc nào cũng có sẵn giá của tất cả các loại trái phiếu trên thị trường để xác định giá trị của danh mục tài sản nắm giữ, khi đó, cần phải dựa vào giá của các loại trái phiếu chính phủ chuẩn để định giá các trái phiếu còn lại.

Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Sự phát triển của thị trường trái phiếu công ty thường diễn ra sau sự phát triển của thị trường trái phiếu chính phủ. Với những kiến thức và kinh nghiệm thu được từ hoạt động đầu tư, giao dịch trái phiếu chính phủ, sự hình thành của đường cong lãi suất chuẩn, cung và cầu đối với trái phiếu công ty sẽ phát triển. Tuy nhiên, có những đòi hỏi về thể chế cũng như về khung pháp lý để thúc đẩy thị trường trái phiếu công ty hoạt động hiệu quả.

Trước hết cần hình thành nên các tổ chức xác định hạn mức tín nhiệm để cung cấp thông tin về mức độ rủi ro cho các loại chứng khoán trên thị trường. Đối với các nhà đầu tư trái phiếu, tổ chức xác định tín nhiệm sẽ cung cấp các thông tin về xếp hạng đầu tư, và các khuyến nghị đầu tư. Đối với các nhà điều hành thị trường, tổ chức xác định tín nhiệm sẽ giúp đánh giá mức độ rủi ro chung của toàn bộ hệ thống tài chính.

Một môi trường pháp lý phù hợp cho hoạt động của các tổ chức xác định hạn mức tín nhiệm là rất quan trọng cho sự hoạt động và phát triển của các tổ chức này. Do vậy, trên khía cạnh này cần có qui định về xác định hạn mức tín nhiệm khi phát hành hoặc đầu tư vào trái phiếu. Trong giai đoạn đầu của thị trường trái phiếu, cần thiết phải có một tổ chức xác định hạn mức tín nhiệm do Chính phủ thành lập, hoặc một liên doanh giữa một cơ quan thuộc chính phủ với một đối tác nước ngoài được thành lập nhằm chuyển giao nghiệp vụ, thúc đẩy niềm tin của thị trường và giảm chi phí cho hoạt động đầu tư thành lập ban đầu.

Cần áp dụng cơ chế công bố thông tin đầy đủ về đợt phát hành cho các nhà đầu tư tiềm năng để các nhà đầu tư tự đánh giá cơ hội đầu tư vào trái phiếu, do vậy, UBCKNN không còn phải thực hiện chức năng phê duyệt việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Điều này sẽ tiết kiệm được thời gian, cho phép doanh nghiệp có thể tận dụng cơ hội để phát hành trái phiếu huy động vốn trên thị trường khi điều kiện thuận lợi.

Cho phép các doanh nghiệp niêm yết thực hiện đăng ký phát hành trái phiếu theo kế hoạch đăng ký phát hành từ trước với UBCKNN. Khi cần huy động vốn thì sẽ thực

hiện phát hành trái phiếu và công bố thông tin bổ sung nếu như có những thay đổi quan trọng so với kế hoạch đã đăng ký và đã được công bố.

2.2. Phát triển các chủ thể trên thị trường vốn

2.2.1 Phát triển các nhà đầu tư trên thị trường

Phát triển các nhà đầu tư trên thị trường đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức là một yếu tố quan trọng tác động tới sự phát triển của thị trường vốn. Các nhà đầu tư có tổ chức quan trọng không chỉ vì họ thúc đẩy nhu cầu nắm giữ chứng khoán mà còn do họ sẽ cung cấp dịch vụ định giá chứng khoán chuyên nghiệp, do vậy sẽ hạn chế sự biến động giá chứng khoán quá mức trên thị trường. Các nhà đầu tư tổ chức cũng thúc đẩy hoạt động quản lý doanh nghiệp hiệu quả thông qua việc chủ động thực hiện quyền cổ đông trong các doanh nghiệp đó.

Để phát triển các nhà đầu tư trên thị trường, các biện pháp sau đây có thể được thực hiện:

1. Thúc đẩy các nhà đầu tư tổ chức chuyên biệt, đặc biệt là các nhà đầu tư vào trái phiếu chính phủ. Các tổ chức như quỹ bảo hiểm xã hội, công ty bảo hiểm nhân thọ sẽ là các nhà đầu tư quan trọng đối với trái phiếu chính phủ vì họ cần các công cụ đầu tư dài hạn và ổn định.

2. Khuyến khích thành lập các quỹ đầu tư mới, đặc biệt khi thị trường phát triển thì cho phép thành lập các quỹ mở để cung cấp thêm công cụ đầu tư đa dạng trên thị trường, đồng thời nâng cao sự tự chủ cho hoạt động của các quỹ đầu tư.

3. Thực hiện các chính sách ưu đãi về thuế đối với các nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường, ưu đãi về thuế đối với việc đầu tư vào trái phiếu chính phủ. Đây là một động lực kinh tế rất quan trọng để khuyến khích sự phát triển của các nhà đầu tư có tổ chức.

2.2.2 Nâng cao năng lực hoạt động của Trung tâm lưu ký chứng khoán

Thời gian thanh toán hiện tại đối với các giao dịch chứng khoán trên thị trường là T+3, đối với giao dịch lô lớn trên 100.000 chứng khoán thì cho phép T+1. Hiện tại Trung tâm lưu ký chứng khoán mới chỉ thực hiện lưu ký các loại chứng khoán của các công ty niêm yết, trái phiếu chính phủ và một số công ty trên thị trường UPCOM. Trong tương lai, khi qui mô thị trường phát triển với nhiều công ty niêm yết và đăng ký giao dịch hơn, thêm nhiều công cụ tài chính cơ bản và phái sinh, thêm nhiều nhà đầu tư hơn, cùng với việc nới lỏng việc mở nhiều tài khoản của một nhà đầu tư, thì hoạt động lưu ký chứng khoán sẽ là nút thắt cổ chai cho giao dịch trên thị trường. Do vậy, việc nâng cấp năng lực thanh toán giao dịch cho trung tâm lưu ký chứng khoán là

một yêu cầu cấp thiết và cần thiết cho sự phát triển của thị trường vốn. Việc nâng cấp này cần được thực hiện qua việc tự động hoá hoạt động giao dịch, đồng bộ về trao đổi thông tin giữa các Sở giao dịch chứng khoán, các công ty chứng khoán, và các thành viên lưu ký, ngân hàng chỉ định thanh toán. Đồng thời, cần có biện pháp xử lý hiệu quả các sai sót khi thanh toán như thiếu tiền hoặc thiếu chứng khoán của các nhà đầu tư để rút ngắn thời gian đối chiếu, kiểm tra.

Như vậy, nâng cấp năng lực hoạt động cho Trung tâm lưu ký chứng khoán thực chất là nâng cấp hạ tầng công nghệ thông tin cho Trung tâm lưu ký để nâng cao khả năng xử lý giao dịch.

2.2.3 Nâng cao tính linh hoạt trong hoạt động tổ chức giao dịch tại các Sở giao dịch chứng khoán

Các giải pháp mang tính kỹ thuật đối với việc tổ chức giao dịch tại các Sở giao dịch chứng khoán là:

1. Nâng số lượng chứng khoán 1 lô từ 10 cổ phiếu lên 100 cổ phiếu tại Sở giao dịch CK TP HCM. Giải pháp này sẽ giúp giảm bớt các lệnh giao dịch nhỏ, lẻ trên thị trường, có thể làm giảm đáng kể gánh nặng trong hoạt động thanh toán của Trung tâm lưu ký chứng khoán.

2. Kéo dài thêm thời gian giao dịch. Trước mắt, nếu việc tổ chức giao dịch buổi chiều chưa thực hiện được, các Sở giao dịch có thể kéo dài thời gian giao dịch vào buổi sáng tới 11h30 hàng ngày, hoặc tại Sở GDCK TPHCM có thể kéo dài thời gian khớp lệnh liên tục dài hơn tới 11h30 và cho phép thực hiện giao dịch thỏa thuận lô lớn đồng thời với giao dịch khớp lệnh trong toàn bộ thời gian giao dịch của ngày giao dịch.

2.3 Hoàn thiện cơ chế quản lý, điều hành thị trường

2.3.1 Hoàn thiện Luật Chứng khoán và các văn bản liên quan

Đối với Luật chứng khoán và các văn bản hướng dẫn thi hành, cần bổ sung các nội dung và qui định sau đây:

1. Về hoạt động phát hành riêng lẻ của công ty đại chúng: hiện tại vẫn chưa có hướng dẫn chi tiết, cụ thể về hoạt động phát hành chứng khoán riêng lẻ của công ty đại chúng, qui định về công bố thông tin và niêm yết của chứng khoán phát hành riêng lẻ; UBCKNN có thể ban hành mẫu về hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán riêng lẻ, hoặc qui định hồ sơ chào bán chứng khoán cần có tổ chức tư vấn trợ giúp nhằm chuẩn hoá hoạt động phát hành riêng lẻ, rút ngắn thời gian phê duyệt, cấp phép cho cơ quan quản lý;

2. Ban hành qui định cụ thể về hoạt động chào bán và giao dịch chứng khoán phái sinh;

3. Ban hành các qui định cho phép hoạt động của nhà đầu tư trong nước đầu tư mua chứng khoán trên thị trường nước ngoài;

4. Đối với hoạt động của công ty chứng khoán: cần sửa qui định để cho phép các công ty chứng khoán được thực hiện nghiệp vụ nhận uỷ thác đầu tư cho khách hàng. Nghiệp vụ này thực chất là nghiệp vụ của công ty quản lý quỹ. Tuy nhiên, trong quá trình phát triển của thị trường vốn, vẫn có những nhu cầu đặc thù của các nhà đầu tư mà các công ty quản lý quỹ đại chúng, hay các quỹ thành viên không đáp ứng được. Điều này sẽ làm đa dạng hoá các nhà cung cấp dịch vụ quản lý tài sản, thúc đẩy cạnh tranh và phát triển của ngành công nghiệp mới. Ban hành các hướng dẫn cụ thể về thanh lý, phá sản, giải thể hoạt động của công ty chứng khoán.

5. Hoàn thiện các qui định về giám sát, xử phạt hành chính trong lĩnh vực chứng khoán (sẽ được đề cập trong mục riêng);

2.3.2 Hoàn thiện hoạt động công bố thông tin

Tiếp tục hoàn thiện hoạt động công bố thông tin của các chủ thể trên thị trường vốn. Các Sở giao dịch chứng khoán cần có các biện pháp quyết liệt hơn để xử lý vấn đề các công ty niêm yết chậm trễ trong việc công bố thông tin theo qui định. Các văn bản pháp luật hiện tại cho phép Sở giao dịch chứng khoán được đình chỉ giao dịch một loại cổ phiếu nhất định khi công ty niêm yết vi phạm nghiêm trọng Quy chế công bố thông tin. Cần có các qui định cụ thể định nghĩa thế nào là mức độ vi phạm nghiêm trọng và biện pháp xử lý đối với các trường hợp cụ thể, hoặc ít nhất cần qui định nguyên tắc xử lý vi phạm công bố thông tin của các đối tượng công bố thông tin. Cụ thể, Sở có thể qui định để đối tượng thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin công bố thời điểm công bố thông tin cụ thể, phương tiện công bố thông tin cụ thể trong khuôn khổ của Quy chế công bố thông tin. Nếu phương tiện công bố thông tin của đối tượng công bố thông tin không tốt, không đảm bảo thông tin đến với các nhà đầu tư một cách công bằng, Sở giao dịch chứng khoán có thể tạm dừng giao dịch chứng khoán trong 1 đợt khớp lệnh, hoặc trong vòng 1 giờ để các nhà đầu tư có cơ hội tìm hiểu và đánh giá để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp. Đối với tổ chức không hoàn thành nghĩa vụ công bố thông tin theo qui định thì nên đình chỉ giao dịch chứng khoán cho tới khi tổ chức đó hoàn thành nghĩa vụ công bố thông tin. Biện pháp này sẽ gây sức ép đối với các đối tượng công bố phải nâng cao chất lượng thông tin nội bộ, đáp ứng qui định công bố thông tin.

2.3.3 Hoàn thiện nghiệp vụ thanh tra, giám sát thị trường

Cần tiếp tục hoàn thiện các qui định về giám sát hoạt động của thị trường vốn, đảm bảo giao dịch công bằng cho các nhà đầu tư. Theo Tổ chức Quốc tế các Ủy ban chứng khoán (IOSCO) các nguyên tắc cơ bản của hoạt động điều hành thị trường chứng khoán là:

Các nguyên tắc đối với cơ quan điều hành thị trường: trách nhiệm của cơ quan điều hành phải được xác định một cách khách quan và rõ ràng; cơ quan điều hành cần hoạt động độc lập và chịu trách nhiệm về quyền hạn và hoạt động; cơ quan điều hành cần có đủ quyền hạn, nguồn lực, và năng lực phù hợp để thực hiện quyền hạn; cơ quan điều hành cần áp dụng quá trình điều hành rõ ràng và thống nhất; nhân viên cơ quan điều hành phải tuân thủ các tiêu chuẩn nghề nghiệp cao nhất, bao gồm cả các chuẩn mực về bảo mật.

Nguyên tắc tự điều chỉnh: các qui tắc điều hành cần cho phép những tổ chức tự điều hành hoạt động, tự thực hiện giám sát các lĩnh vực hoạt động của các tổ chức này phù hợp với qui mô và mức độ phức tạp của thị trường chứng khoán; các tổ chức này sẽ chịu sự giám sát của cơ quan điều hành và phải tuân thủ các chuẩn mực về công bằng, bảo mật khi thực hiện quyền hạn và chức năng được giao.

Nguyên tắc thực hiện các qui định về chứng khoán: cơ quan điều hành cần có đủ quyền điều tra, thanh tra và giám sát; có đủ quyền cưỡng chế thực hiện; hệ thống qui định phải đảm bảo sử dụng và thực hiện hiệu quả quyền điều tra, thanh tra, giám sát, và cưỡng chế các chương trình tuân thủ qui định.

Nguyên tắc hợp tác trong điều hành: cơ quan điều hành có quyền hạn trong việc chia sẻ thông tin công bố hoặc không công bố với các đối tác trong nước hoặc nước ngoài; thiết lập cơ chế chia sẻ thông tin về thời điểm và phương thức cung cấp thông tin cho đối tác trong nước và nước ngoài; cơ quan điều hành cần cho phép việc trợ giúp các tổ chức điều hành nước ngoài trong việc chấm dứt chức năng và hoạt động của các tổ chức nước ngoài.

Các nguyên tắc đối với người phát hành chứng khoán: phải công bố các kết quả tài chính và các thông tin quan trọng khác đầy đủ, kịp thời và chính xác cho các nhà đầu tư; các nhà đầu tư nắm giữ chứng khoán của tổ chức phát hành cần được đối xử công bằng; các chuẩn mực về kế toán, kiểm toán cần có chất lượng cao và được công nhận quốc tế.

Nguyên tắc đối với các tổ chức đầu tư tập thể: hệ thống pháp lý cần thiết lập các tiêu chuẩn về cấp phép và điều hành đối với các tổ chức muốn thành lập và vận hành các tổ chức đầu tư tập thể; thiết lập các qui định về mô hình tổ chức, cấu trúc của tổ

chức đầu tư; sự tách biệt quản lý và bảo vệ tài sản của khách hàng; thiết lập các qui định về công bố thông tin, về định giá tài sản của tổ chức, về việc rút vốn của tổ chức đầu tư.

Nguyên tắc đối với các trung gian trên thị trường: hệ thống qui định cần xác định các tiêu chuẩn gia nhập thị trường, các đòi hỏi về vốn ban đầu và vốn hoạt động; các trung gian tài chính trên thị trường cần tuân thủ các chuẩn mực dành cho các tổ chức quốc tế nhằm bảo vệ lợi ích của khách hàng trong đó ban giám đốc phải chịu trách nhiệm về những chuẩn mực này; cần có các qui định xử lý các trung gian tài chính bị phá sản để giảm thiểu thiệt hại cho các nhà đầu tư và hạn chế rủi ro hệ thống.

Nguyên tắc đối với thị trường thứ cấp: cơ quan điều hành cần giám sát hoạt động giao dịch của các sở giao dịch chứng khoán; hệ thống giám sát giao dịch thường xuyên cần đảm bảo thống nhất hướng tới tuân thủ các qui tắc tin cậy và công bằng đáp ứng nhu cầu của các đối tượng tham gia thị trường khác nhau; các qui định cần đảm bảo tính minh bạch trong giao dịch, phát hiện và ngăn chặn các hành vi thao túng thị trường và các giao dịch không công bằng, có biện pháp quản lý phù hợp đối với các khoản đầu tư lớn, rủi ro vỡ nợ và sự tan vỡ của thị trường; cơ quan điều hành cần giám sát hệ thống thanh toán chứng khoán, đảm bảo rằng hệ thống này hoạt động công bằng, hiệu quả và giảm rủi ro hệ thống.

Để nâng cao hiệu quả giám sát và điều hành thị trường, cần thực hiện các giải pháp sau đây:

1. Chú trọng vào hoạt động giám sát dựa theo công bố thông tin. Hoạt động giám sát truyền thống chú trọng vào giám sát tuân thủ. Đó là việc xét và đánh giá xem, một hoạt động của đối tượng giám sát có tuân thủ qui định hay không, có hợp lý trên các phương diện khác nhau hay không. Giám sát tuân thủ dựa trên giả thiết là cơ quan giám sát có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư trên thị trường và do vậy cơ quan giám sát có thể ra các quyết định tốt hơn các nhà đầu tư. Giám sát tuân thủ có hạn chế cơ bản là có tác động tiêu cực tới hành vi của thị trường. Đối tượng giám sát cảm thấy rằng đã đáp ứng đủ yêu cầu của cơ quan giám sát thì sẽ không có động lực để thực hiện tốt hơn. Những người tham gia thị trường cũng sẽ dựa vào cơ quan giám sát về yêu cầu và chất lượng công bố thông tin, điều mà đáng lẽ ra họ phải tự quyết định. Thực hiện giám sát theo phương pháp này làm tăng chi phí thực hiện giám sát.

Giám sát dựa trên công bố thông tin được thực hiện theo nguyên tắc, cơ quan giám sát sẽ xem xét xem đối tượng giám sát đã thực hiện công bố thông tin đủ cho các nhà đầu tư ra quyết định hay chưa, nếu đối tượng giám sát không thực hiện đầy đủ nghĩa vụ công bố thông tin thì sẽ bị xử lý trách nhiệm. Trách nhiệm tuân thủ các qui định là mặc nhiên đối với các đối tượng tham gia thị trường, đặc biệt là các tổ chức

hoạt động trên thị trường chứng khoán.

2. Giao thêm quyền tự chủ và tự chịu trách nhiệm cho các Sở giao dịch chứng khoán. Một lỗi thường gặp ở Sở Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh là đại diện giao dịch của các công ty chứng khoán huỷ lệnh giao dịch trong cùng một phiên giao dịch. Hành vi này bị cấm thực hiện trong các qui định về giao dịch chứng khoán, nhưng mức phạt cụ thể chưa được qui định trong Nghị định 36/2007 của Chính phủ về xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán. Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM xử lý bằng cách cảnh cáo đại diện, có khi đình chỉ tư cách thành viên trong một thời gian nhất định. Việc xử phạt như vậy là nhẹ và có thể bị lạm dụng để thao túng giá cổ phiếu trên thị trường.

Các Sở giao dịch chứng khoán cần phải được trao thêm quyền trong việc giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán. Các cơ quan chức năng của Sở giao dịch có thể yêu cầu tạm ngưng giao dịch của một loại chứng khoán khi tổ chức đăng ký giao dịch công bố những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá chứng khoán hoặc khi tổ chức đăng ký giao dịch vi phạm qui định về công bố thông tin. Đối với các thành viên giao dịch, bộ phận chức năng của Sở có thẩm quyền đình chỉ tư cách thành viên để chấm dứt tình trạng lạm dụng những kẽ hở của qui định pháp luật.

2.3.4 Thành lập và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh

Như đã đề cập đến ở phần trên, để thúc đẩy sự phát triển của thị trường vốn cần phải gia tăng khối lượng và chủng loại hàng hoá trên thị trường để thúc đẩy việc huy động, luân chuyển vốn. Trong giai đoạn đầu tiên thiết lập và vận hành thị trường vốn, các công cụ tài chính cơ bản nhất được đưa vào giao dịch như cổ phiếu và trái phiếu. Khi nền tảng cho hoạt động của thị trường vốn đã được thiết lập vững chắc, đó là lúc giới thiệu và đưa vào sử dụng các công cụ tài chính phức tạp hơn nhằm đáp ứng các nhu cầu cao hơn của các nhà đầu tư.

Trên thị trường cổ phiếu, trong thời gian tới có thể cho phép đưa vào giao dịch các quyền mua cổ phần và các chứng quyền trong các công ty đại chúng.

a. Ban hành các qui định cụ thể về phát hành và giao dịch quyền mua cổ phần, các chứng quyền.

Quyền mua cho phép cổ đông hoặc người nắm giữ quyền mua được mua cổ phiếu mới phát hành với mức giá thường thấp hơn mức giá thị trường. Số lượng quyền mua mà mỗi cổ đông được mua sẽ tỷ lệ với số cổ phần hiện tại mà người đó nắm giữ. Các điều khoản về giá quyền mua, số lượng quyền mua mà mỗi cổ đông được mua, giá thực hiện quyền mua, thời gian thực hiện quyền v.v... sẽ do công ty quyết định cụ thể tùy vào điều kiện thị trường lúc phát hành quyền.

Quyền mua thường có thời hạn ngắn, do vậy không phù hợp với việc niêm yết trên thị trường tập trung. Tuy nhiên, cần có hướng dẫn cụ thể về qui trình phát hành, đăng ký giao dịch, lưu ký chứng khoán và công bố thông tin liên quan tới quyền mua để các hoạt động này được thực hiện dễ dàng.

Cho phép các công ty phát hành quyền mua sẽ giúp công ty huy động được thêm một khoản vốn mới, đồng thời tận dụng được cơ hội phát hành cổ phiếu thuận lợi trên thị trường. Thêm vào đó, việc phát hành quyền mua cũng sẽ thúc đẩy việc phát hành các loại cổ phiếu tốt trên thị trường vì các công ty yếu kém sẽ không thể phát hành quyền mua được.

Các chứng quyền là một loại chứng khoán cho phép người nắm giữ mua cổ phiếu của một công ty phát hành tại một mức giá nhất định thường là cao hơn thị giá cổ phiếu tại thời điểm phát hành đảm bảo. Các chứng quyền thường được phát hành cùng với cổ phiếu ưu đãi hoặc trái phiếu của công ty như một dạng “khuyến mại”, làm cho trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi hấp dẫn hơn đối với người mua. Các chứng quyền này cho phép công ty có thể hạ thấp lãi suất huy động trái phiếu hoặc hạ thấp mức cổ tức trả cho cổ phiếu ưu đãi, từ đó có thể giúp giảm chi phí huy động vốn của doanh nghiệp. Các chứng quyền có thể được tách riêng và giao dịch riêng rẽ đối với cổ phiếu ưu đãi hoặc trái phiếu. Các chứng quyền sẽ có kỳ hạn dài hơn quyền mua ở trên, do vậy có thể được niêm yết trên sở giao dịch tập trung hoặc thị trường phi tập trung.

Có nhiều loại chứng quyền đa dạng. Tuy nhiên trước mắt chỉ nên phát hành các chứng quyền về quyền mua cổ phiếu đơn giản, các loại chứng quyền phức tạp hơn sẽ được giới thiệu dần dần trên thị trường.

Cũng giống như quyền mua, cần phải có các qui định cụ thể về qui trình phát hành, đăng ký giao dịch, lưu ký chứng khoán và công bố thông tin liên quan tới các chứng quyền để các hoạt động này được thực hiện dễ dàng.

Trước mắt đối với chứng khoán phái sinh liên quan tới cổ phiếu thì chỉ nên đưa vào lưu hành các công cụ đơn giản để thị trường làm quen. Khi đã thiết lập được hệ thống cơ sở hạ tầng phù hợp (có thể nghiên cứu thành lập một Sở giao dịch chứng khoán phái sinh riêng, hoặc giao cho Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM thực hiện). Sau đó có thể cho phép giao dịch các hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai, các hợp đồng chỉ số liên quan tới cổ phiếu.

b. Đưa vào sử dụng các hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai đối với trái phiếu Chính phủ.

Trên thị trường trái phiếu, công cụ phù hợp nhất sẽ là hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn đối với trái phiếu chính phủ.

Hợp đồng tương lai đối với trái phiếu chính phủ liên quan đến việc mua hoặc bán một loại trái phiếu chính phủ vào một thời điểm xác định trong tương lai với một mức giá được xác định từ trước vào ngày thực hiện giao dịch. Các hợp đồng tương lai được xác định dựa vào các loại trái phiếu chính phủ chuẩn trên các phương diện kỳ hạn, qui mô (giá trị) hợp đồng, thoả thuận về thanh toán, niêm yết giá của hợp đồng.

Ví dụ, các hợp đồng tương lai được niêm yết ở Sở giao dịch hàng hoá Chicago đối với trái phiếu chính phủ dài hạn có kỳ hạn trên 15 năm và không bị thu hồi trong 15 năm, trái phiếu trung hạn có kỳ hạn từ 6,5 năm tới 10 năm; giá trị mỗi hợp đồng tương lai là 100.000 USD v.v....

Các hợp đồng tương lai được niêm yết và giao dịch trên sở giao dịch tập trung.

Hợp đồng quyền chọn đối với trái phiếu chính phủ liên quan đến việc thực hiện quyền chọn mua hoặc quyền chọn bán một loại trái phiếu chính phủ trong một khoảng thời gian nhất định với một mức giá được xác định từ trước. Hợp đồng quyền chọn có thể là quyền mua hoặc bán và người nắm giữ quyền có thể lựa chọn thực hiện hoặc không thực hiện quyền của họ.

Các hợp đồng tương lai và quyền chọn đối với trái phiếu chính phủ được sử dụng bởi các nhà đầu tư và nhà kinh doanh trái phiếu để hạn chế tác động của rủi ro lãi suất tới giá trị danh mục đầu tư. Đây là các công cụ phức tạp nhưng hữu hiệu giúp các nhà đầu tư trên thị trường quản lý rủi ro. Chi tiết về phát triển, giao dịch và quản lý các loại hợp đồng này có thể dựa vào thực tế và kinh nghiệm của các sở giao dịch chứng khoán phái sinh ở các nước có thị trường vốn phát triển.

Đối với các loại chứng khoán mới này (bao gồm cả các công cụ liên quan tới cổ phiếu và trái phiếu), cần có khung pháp lý cho việc phát hành, giao dịch, thanh toán, công bố thông tin, giám sát v.v... giống như các qui định đối với cổ phiếu hoặc trái phiếu. Các cơ quan chức năng có thể ban hành các văn bản qui phạm pháp luật riêng cho các loại chứng khoán mới này, hoặc bổ sung các văn bản có liên quan hiện có bằng phần qui định liên quan tới chứng khoán phái sinh.

Đây là các công cụ cho phép bảo vệ trước những rủi ro về lãi suất đối với các nhà tạo lập thị trường và các tổ chức đầu tư nắm giữ trái phiếu chính phủ. Hợp đồng tương lai và quyền chọn cũng mang lại cơ hội kinh doanh chênh lệch giá, nhằm khắc phục những hạn chế trong định giá trái phiếu, đồng thời gia tăng khối lượng giao dịch trái phiếu.

c. Đưa vào giao dịch các hợp đồng quyền chọn đối với chỉ số chứng khoán thị trường như hợp đồng đối với chỉ số VNIndex hoặc HNXIndex.

2.4. Tăng cường sự hội nhập giữa thị trường vốn Việt Nam với thị trường vốn quốc tế

Quá trình hội nhập thị trường vốn trong nước và thị trường vốn quốc tế là một quá trình tất yếu cùng với việc Việt Nam gia nhập WTO và khối ASEAN, khi đó các cam kết về hợp tác và mở cửa thị trường vốn đối với các đối tác, nhà đầu tư bên ngoài sẽ phải được thực hiện.

Quan điểm chủ đạo của các giải pháp hội nhập thị trường vốn là thúc đẩy một thị trường vốn phát triển bền vững, thúc đẩy quá trình huy động vốn và đầu tư trên thị trường quốc tế nhằm giúp đỡ các doanh nghiệp và nhà đầu tư tiếp cận thị trường quốc tế tốt hơn, đa dạng hoá danh mục đầu tư; tăng cường năng lực và khả năng cạnh tranh của thị trường vốn trong nước. Hội nhập thị trường vốn cũng cần chú ý tới các biện pháp phòng vệ ngăn chặn tác động tiêu cực của hoạt động đầu cơ, rửa tiền, cũng như các cú sốc từ bên ngoài có thể ảnh hưởng đến sự an toàn và lành mạnh của hệ thống tài chính trong nước.

Trên cơ sở trên, các giải pháp thực hiện hội nhập thị trường vốn cần được thực hiện như sau:

- Hoàn thiện khung pháp lý thúc đẩy sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài, của các tổ chức tài chính nước ngoài vào thị trường vốn Việt Nam, đồng thời cũng nghiên cứu cho phép các nhà đầu tư trong nước đầu tư ra thị trường vốn nước ngoài. Các qui định cụ thể liên quan đến việc phát hành, niêm yết, cơ cấu sở hữu trong các công ty cổ phần trong nước v.v... Theo cam kết của Việt Nam gia nhập WTO, sau 5 năm kể từ thời điểm gia nhập sẽ cho phép thành lập các công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài.

- Nâng cao năng lực của các tổ chức cung cấp dịch vụ tài chính trong nước hướng tới tiêu chuẩn và chuẩn mực quốc tế, hỗ trợ các nhà đầu tư trong nước đầu tư ra nước ngoài.

- Chính phủ nên hợp tác và tham gia vào việc xác định hạn mức tín nhiệm với các tổ chức xác định hạn mức tín nhiệm có uy tín trên thế giới để được các tổ chức này đánh giá và xếp hạng tín nhiệm cho Việt Nam, đồng thời thực hiện các biện pháp để cải thiện hạn mức tín nhiệm của Việt Nam trên thị trường vốn quốc tế.

Các nghiên cứu cho thấy mức xếp hạng tín nhiệm cao là một yếu tố tích cực thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính trong nước và thu hút vốn đầu tư từ nước ngoài.

- Tăng cường hoạt động cung cấp thông tin về tình hình tài chính trong nước cho các nhà đầu tư nước ngoài.

Các văn bản pháp luật và pháp qui về chứng khoán và thị trường chứng khoán, các thông tin về giao dịch, giá chứng khoán đã được Sở Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Hà Nội cung cấp cả bằng tiếng Việt và tiếng Anh. Tuy nhiên đối với phần công bố thông tin từ các tổ chức niêm yết cần có cơ chế khuyến khích và qui định cụ thể để các công ty công bố các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, và các thông tin khác cả bằng tiếng Việt và tiếng Anh. Điều này sẽ làm tăng thêm chi phí về công bố thông tin, tuy nhiên sẽ giúp các nhà đầu tư nước ngoài tiếp cận dễ dàng và nhanh hơn với thị trường tài chính trong nước, và sẽ giúp thu hút thêm vốn đầu tư từ nước ngoài vào thị trường vốn trong nước.

- Gỡ bỏ dần các hạn chế về di chuyển vốn trong các qui định về quản lý ngoại hối, chính sách quản lý tài khoản vốn, các chính sách về thuế, chuyển lợi nhuận của nhà đầu tư nước ngoài.

3. Các điều kiện để thực hiện thành công các giải pháp

3.1 Về phía Chính phủ và Bộ Tài chính

3.1.1 Về chính sách thuế đối với lĩnh vực chứng khoán

Chính sách thuế và phí có vai trò quan trọng trong sự phát triển của thị trường vốn. Các nghiên cứu cho thấy thuế và phí giao dịch có tác động tiêu cực tới sự phát triển của thị trường vốn. Do vậy, để thúc đẩy sự phát triển của thị trường vốn cần có chính sách về thuế và phí giao dịch chứng khoán phù hợp.

Trước hết là về nguyên tắc thu thuế đối với lĩnh vực chứng khoán và thuế đối với vốn. Chính phủ cần đảm sự đối xử công bằng giữa các đối tượng nộp thuế trong lĩnh vực chứng khoán với các đối tượng nộp thuế khác trong nền kinh tế. Sau đó là những ưu đãi bổ sung để khuyến khích sự phát triển của thị trường vốn.

Về đối tượng chịu thuế: thu nhập từ trái phiếu chính phủ và trái phiếu chính quyền địa phương nên được miễn thuế để gia tăng tính hấp dẫn của trái phiếu chính phủ, tăng qui mô của thị trường trái phiếu chính phủ. Đối với các loại cổ phiếu và chứng khoán khác, thu nhập từ cổ tức hoặc thặng dư vốn nên được giảm 50% so với thu nhập từ các nguồn khác để khuyến khích vốn đầu tư vào lĩnh vực chứng khoán.

Về thuế suất thuế thu nhập: Đối với các trung gian tài chính hoạt động trên thị trường vốn, bao gồm cả các quỹ đầu tư, công ty quản lý quỹ v.v... nên được miễn giảm 50% thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp để khuyến khích phát triển các tổ chức trung gian, nhà đầu tư có tổ chức.

3.1.2 Chính sách về phí giao dịch chứng khoán

Nên áp dụng một mức phí giao dịch tối thiểu đối với mỗi lệnh giao dịch chứng

khoán nhằm hạn chế các giao dịch qui mô quá nhỏ trên thị trường. Bộ Tài chính và UBCKNN cần ban hành cơ chế rõ ràng trong việc xác định chi phí giao dịch chứng khoán nhằm hạ thấp chi phí giao dịch chứng khoán. Chi phí giao dịch bình quân phổ biến hiện tại là 0,7% cả hai chiều mua và bán được xem là cao hơn so với một số nước trong khu vực. Cần xác định mức phí giao dịch tối đa đối với mỗi lệnh giao dịch, những cần qui định cụ thể về việc công ty chứng khoán có thể thương lượng các mức phí giao dịch với khách hàng. Chính sách thương lượng về phí giao dịch này sẽ giúp củng cố hoạt động của các công ty chứng khoán lớn, các nhà đầu tư lớn và không khuyến khích các nhà đầu tư quá nhỏ, giao dịch quá thường xuyên gây ra những biến động quá mức về giá chứng khoán trên thị trường. Các nhà đầu tư nhỏ vẫn có thể tham gia thị trường thông qua đầu tư vào các quỹ đầu tư.

3.1.3 Xác định lãi suất không chế hợp lý khi đấu thầu trái phiếu chính phủ

Cần xác định lãi suất không chế hợp lý khi đấu thầu trái phiếu chính phủ. Các đợt đấu thầu trái phiếu chính phủ thất bại nhiều lần trong năm 2008, 2009 thể hiện một khoảng cách giữa lãi suất không chế với lãi suất thị trường mong muốn, dẫn đến phát hành trái phiếu chính phủ thất bại. Lãi suất tham chiếu trong đấu thầu trái phiếu chính phủ nên được xác định từ đường cong lãi suất chuẩn được xác định trên thị trường thứ cấp đối với trái phiếu chính phủ.

3.2 Về phía Ngân hàng nhà nước Việt Nam

Ngân hàng trung ương là một thành viên quan trọng bậc nhất trên thị trường tài chính. Hoạt động của ngân hàng trung ương tác động tới thị trường vốn thông qua các kênh điều hành chính sách tiền tệ, chính sách lãi suất, chính sách tỷ giá, thanh tra giám sát hoạt động của các tổ chức tài chính tín dụng v.v...

Để thúc đẩy thị trường vốn phát triển, chính sách lãi suất là một công cụ rất quan trọng. Ngân hàng Nhà nước cần thực hiện chính sách lãi suất linh hoạt, bám sát biến động của thị trường cũng như tình trạng kinh tế vĩ mô để nhằm tạo nên độ tin cậy của chính sách, củng cố lòng tin của nhà đầu tư trên thị trường. Chính sách trần lãi suất (lãi suất cơ bản cộng với biên độ lãi suất) gây ra những biến dạng nhất định trong hoạt động của thị trường vốn, làm cho thị trường không hoạt động ở mức lãi suất cân bằng cung cầu. Chính sách này đã gây khó khăn cho việc huy động trái phiếu dài hạn của doanh nghiệp, vì một mức trần lãi suất chung không phản ánh rủi ro, kỳ hạn vay nợ của từng doanh nghiệp khác nhau, và nếu vay nợ ở lãi suất trần thì doanh nghiệp không thể huy động được vốn NHNN đã chuyển sang điều hành theo cơ chế lãi suất thoả thuận và cần kết hợp với các công cụ gián tiếp khác như nghiệp vụ thị trường mở và chính sách chiết khấu để tác động tới lãi suất trên thị trường.

3.3 Đối với các công ty niêm yết

3.3.1 Về vấn đề công bố thông tin của các công ty niêm yết

Các nghiên cứu về công bố thông tin cho thấy, hoạt động công bố thông tin mang lại lợi ích cho doanh nghiệp trên các khía cạnh giảm chi phí huy động vốn (chi phí nợ và chi phí vốn cổ phần) thông qua việc giảm vấn đề thông tin không cân xứng, đồng thời giúp gia tăng tính thanh khoản cổ phiếu trên thị trường. Do vậy, công bố thông tin tốt hơn có đem lại lợi ích cho doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp đặc biệt là các công ty niêm yết cần nhận thức đầy đủ lợi ích của hoạt động công bố thông tin tới giá trị của doanh nghiệp, từ đó thúc đẩy nỗ lực công bố thông tin như một công cụ hỗ trợ **nâng cao** giá trị doanh nghiệp. Ngoài các thông tin bắt buộc phải công bố theo quy định, các doanh nghiệp nên chủ động công bố các thông tin bổ sung cho các nhà đầu tư, để các nhà đầu tư có nhiều thông tin hơn trong việc ra quyết định đầu tư. Ví dụ, đối với các giao dịch hoặc các hợp đồng có giá trị lớn hơn 10% tổng tài sản của công ty, công ty cần công bố thông tin công khai, đặc biệt các giao dịch có xung đột về lợi ích giữa ban giám đốc với các cổ đông hoặc cổ đông lớn với các cổ đông nhỏ trong công ty...

Hoạt động công bố thông tin tự nguyện đã được một số công ty áp dụng như việc công bố doanh thu, lợi nhuận hàng tháng của công ty và dự kiến lợi nhuận của tháng tiếp theo, việc trúng thầu các hợp đồng lớn. Mặc dù chưa có bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam cho thấy tác động của các hoạt động này tới giá cổ phiếu, nhưng rõ ràng thông tin nhiều hơn sẽ giúp củng cố tâm lý của nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu có liên quan.

Công bố thông tin tự nguyện cũng đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư. Bằng chứng là trên thị trường phi tập trung, các nhà đầu tư thường phân rã là họ thường đầu tư theo kiểu mù mù không có đủ thông tin. Chính điều này làm cho giao dịch trên thị trường OTC thấp hơn rất nhiều so với thị trường niêm yết.

3.3.2 Về vấn đề quản trị công ty

Nâng cao hiệu quả và lành mạnh hoá hoạt động quản trị công ty đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của thị trường vốn. Chất lượng quản trị công ty tác động tới giá cổ phiếu, do vậy ảnh hưởng tới sự phát triển của thị trường vốn nói chung.

Từ nghiên cứu của Công ty tư vấn McKinsey và các qui tắc của quản trị công ty, 16 yếu tố của hoạt động quản trị công ty tốt bao gồm:

1. Cấu trúc sở hữu công ty đa dạng. Cấu trúc sở hữu công ty càng đa dạng sẽ hấp dẫn hơn với các nhà đầu tư. Vấn đề quan trọng nhất là trong công ty không có một cổ

đồng hoặc một nhóm cổ đông nào có ảnh hưởng vượt trội trong quá trình ra quyết định.

2. Cấu trúc sở hữu minh bạch, cung cấp đầy đủ thông tin về chủ sở hữu, các cổ đông lớn, sở hữu của hội đồng quản trị và ban giám đốc, sở hữu chéo.

3. Một cổ phần tương đương với một phiếu bầu cử.

4. Công ty không nên có các biện pháp chống lại việc thôn tính.

5. Thông báo họp đại hội cổ đông ít nhất 28 ngày để các nhà đầu tư nước ngoài có thể tham gia, cho phép cổ đông tham gia trực tuyến.

6. Các quyền khác như quyền được chia lợi nhuận bình đẳng, quyền bán lại cổ phiếu cho công ty khi thực hiện mua cổ phiếu quỹ.

7. Số lượng thành viên hội đồng quản trị không quá nhiều cũng không quá ít, kinh nghiệm cho thấy từ 9-12 thành viên.

8. Không quá bán thành viên hội đồng quản trị là các giám đốc điều hành của doanh nghiệp.

9. Thành viên độc lập. Quá nửa thành viên hội đồng quản trị nên là thành viên độc lập bên ngoài công ty, không có mối liên hệ trực tiếp tới hoạt động của công ty.

10. Quy tắc quản trị công ty rõ ràng mô tả trách nhiệm của hội đồng quản trị. Thành viên hội đồng quản trị và ban giám đốc sẽ được đãi ngộ phù hợp để đảm bảo sự thành công của công ty.

11. Hội đồng quản trị của công ty có quyền bổ nhiệm các uỷ ban độc lập để thực hiện các chức năng quan trọng như kiểm toán, kiểm soát nội bộ, lương đối với ban giám đốc.

12. Công bố thông tin. Đảm bảo công bố thông tin tối thiểu về hoạt động kinh doanh và lợi nhuận, năng lực cạnh tranh, điều lệ công ty, mục tiêu hoạt động, các thông tin cơ bản và tiền lương của hội đồng quản trị.

13. Chuẩn mực kế toán. Công ty phải sử dụng các chuẩn mực kế toán quốc tế được công nhận trong báo cáo thường niên và báo cáo hàng quý.

14. Cơ quan kiểm toán độc lập.

15. Công ty cần cung cấp nhiều kênh thông tin về công ty, thông tin trực tuyến và phi trực tuyến. Thông tin cần bằng ngôn ngữ địa phương và tiếng Anh.

16. Công bố thông tin kịp thời theo các tiêu chuẩn qui định bởi sở giao dịch chứng khoán.

Trong 16 tiêu chuẩn trên, theo Quy định về công bố thông tin của các công ty niêm yết ở Việt Nam hiện tại đã đáp ứng được 10 tiêu chuẩn (nếu công ty thực hiện đầy đủ nghĩa vụ công bố thông tin ở các tiêu chuẩn 2,3,4,5,6,11,12,14,15,16).

Các tiêu chuẩn 1,7,8,9,13 theo đặc thù của thị trường vốn Việt Nam chưa đáp ứng được do phần lớn các công ty niêm yết là các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá và niêm yết, do vậy phần nhiều cổ phiếu vẫn thuộc sở hữu của nhà nước, đối với các công ty tư nhân, phần lớn cổ phần sẽ nằm trong tay các cổ đông sáng lập. Các chuẩn mực kế toán hiện nay vẫn áp dụng các chuẩn mực của Việt Nam.

Trong tương lai, để đảm bảo thúc đẩy sự lành mạnh và hiệu quả trong hoạt động quản trị công ty, các công ty nên tăng cường thực hiện các biện pháp bảo vệ lợi ích của người cho vay và lợi ích của các cổ đông nhỏ sau đây:

1. Quy định rõ ràng quyền và trách nhiệm của các cổ đông nhỏ trong công ty. Tuy vậy, những nhà đầu tư vẫn là yếu tố quan trọng nhất trong việc tự bảo vệ mình thông qua hoạt động phân tích thông tin và đa dạng hóa danh mục đầu tư để kiểm soát rủi ro, trong điều kiện các quy định về bảo vệ nhà đầu tư không thể cải thiện trong một tương lai gần. Các nhà đầu tư cần phải xác định rằng bản thân họ phải có trách nhiệm bảo vệ lợi ích của bản thân họ đầu tiên trước khi phải nhờ đến các quy định của chính phủ. Do vậy, họ cần phải thận trọng và tự chịu trách nhiệm trong các quyết định đầu tư.

2. Gắn thu nhập từ lương và thưởng của hội đồng quản trị và ban giám đốc với kết quả hoạt động của công ty để nâng cao trách nhiệm và động lực của những người này.

TTBD ĐBDC