

# MỘT SỐ GIẢI PHÁP QUẢN LÝ NHẪM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS HOÀNG XUÂN HOÀ \*

**1. Những diễn biến không ổn định của thị trường chứng khoán đầu năm 2008.**

Năm 2007, thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam phát triển khá tốt, quy mô thị trường tăng mạnh, tổng giá trị vốn hoá đạt 39,4% GDP, với tổng số 250 công ty niêm yết (tăng 56 công ty niêm yết so với năm 2006). Khối lượng chứng khoán được giao dịch trên thị trường tập trung khoảng 3.591 triệu chứng khoán (tăng 2,7 lần) với tổng giao dịch đạt hơn 355.484 tỉ đồng (tăng 2,3 lần so với năm 2006), bình quân một phiên giao dịch đạt 1.086 tỉ đồng. Trong hơn 311.000 tài khoản giao dịch của các nhà đầu tư, nhà đầu tư nước ngoài có 8.141 tài khoản, chiếm khoảng 2,61%; trong đó, nhà đầu tư nước ngoài có tổ chức là 480 tài khoản. Giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài đạt 45% tổng giá trị giao dịch cổ phiếu trên toàn thị trường. Tổng mức vốn huy động (đầu giá, phát hành thêm, phát hành trái phiếu) đạt trên 120.000 tỉ đồng. Mức vốn đầu tư gián tiếp qua thị trường chính thức đạt khoảng 5 tỉ USD (nếu tính cả thị trường không chính thức khoảng 10 tỉ USD). Chỉ số giá cổ phiếu VN-Index xoay quanh ngưỡng 1.000 điểm.

Trong những tháng đầu năm 2008, chỉ số VN-Index và doanh số giao dịch chứng khoán trên cả hai sàn Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh liên tục giảm mạnh. Nhóm các cổ phiếu lớn đã giảm tính thanh khoản rõ rệt, nhà đầu tư cũng như các công ty chứng khoán và ngân hàng thương mại đặt lệnh bán ra ô ạt gây tâm lý hoảng loạn cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Chỉ số VN-Index từ

921.07 điểm (ngày 02-01-2008) xuống còn 583.45 điểm (ngày 05-3-2008), giảm 36,7% so với đầu năm, mức thấp nhất kể từ đầu năm 2007. Giá trị giao dịch bình quân trong hơn 2 tháng (tháng 2 và tháng 3-2008) chỉ khoảng 949,7 tỉ đồng/phiên giao dịch. Như vậy, chỉ trong vòng khoảng 3 tháng đầu năm, chỉ số VN-Index đã giảm tới gần 50%.

Sau một số các biện pháp tích cực được triển khai thực hiện theo Công văn số 75/TTg-KTTH ngày 15-01-2008, Công văn số 319/TTg-KTTH ngày 03-3-2008 của Thủ tướng Chính phủ, Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) tham gia TTCK với mục tiêu hỗ trợ nhằm ổn định thị trường; TTCK đã có dấu hiệu hồi phục trong một thời gian ngắn nhưng chưa thể hiện sự ổn định và bền vững. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước áp dụng biện pháp điều chỉnh biên độ dao động giá cổ phiếu mới dừng đã giảm sút mất điểm của TTCK.

**2. Nguyên nhân suy giảm của thị trường chứng khoán trong thời gian qua.**

Trong những diễn biến phức tạp của phát triển kinh tế - xã hội Việt Nam cũng như sự phát triển kinh tế thế giới, nguyên nhân suy giảm, bất ổn của TTCK Việt Nam chủ yếu là do các yếu tố sau:

- Tác động từ tình hình kinh tế nước ta trong bối cảnh lạm phát tăng cao, đồng USD không ổn định, giá vàng tăng, giá nguyên liệu, năng lượng tăng cao làm ảnh

\* Văn phòng Trung Ương Đảng.

hưởng nhiều đến hoạt động sản xuất - kinh doanh, trong đó có những doanh nghiệp đang niêm yết. Trong khi đó, TTCK thế giới cũng đang bị suy giảm mạnh, sự suy yếu của kinh tế Mỹ và việc FED liên tiếp cắt giảm lãi suất USD đã khiến giá trị đồng tiền này giảm mạnh, có tác động tiêu cực đến nền kinh tế toàn cầu.

- Tác động từ việc Ngân hàng Nhà nước thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, kiểm chế lạm phát (tăng dự trữ bắt buộc lên 11%, tăng lãi suất chiết khấu, thắt chặt tín dụng, mua tín phiếu NHNN (20,3 nghìn tỉ đồng); khối lượng chứng khoán giải toả, cầm cố và hợp đồng kì hạn (repo) từ các ngân hàng và công ty chứng khoán bán ra ở ạt do giá cổ phiếu xuống quá thấp để thu tiền về. Chỉ tính riêng trong 2 tuần đầu tháng 3-2008, khối lượng chứng khoán giải chấp là 10.004.283 chứng khoán).

- Dòng vốn đầu tư vào TTCK suy giảm do bị “hút” sang kênh đầu tư bất động sản, vàng và lãi suất tiền gửi ngân hàng đang phát triển “nóng”; các ngân hàng tăng vốn pháp định, thành lập thêm ngân hàng, công ty chứng khoán mới (năm 2006 chỉ có 55 công ty chứng khoán, năm 2007 là 78 công ty và đến hết tháng 3-2008 đã là 87 công ty; trong đó, có 13 công ty chứng khoán có vốn đầu tư nước ngoài). Ngoài ra, một số tổ chức đầu tư nước ngoài chuyển hướng đầu tư sang trái phiếu Chính phủ để đảm bảo an toàn, được hưởng lãi suất cao và hưởng lợi do đồng Việt Nam tăng giá (trong 3 tháng đầu năm 2008, trong 1.730 tỉ đồng trái phiếu trúng thầu thì nhà đầu tư nước ngoài trúng 1.230 tỉ đồng, chiếm tỉ lệ 71%).

- Cung hàng trên TTCK dồi dư do nhiều công ty phát hành cổ phiếu để tăng vốn, trả cổ tức bằng cổ phiếu dẫn đến pha loãng cổ phiếu làm cho giá cổ phiếu suy giảm; việc thoái đầu tư vốn nhà nước từ các doanh nghiệp đã cổ phần hoá và đấu giá IPO của một số doanh nghiệp lớn (điển hình như Vietcombank, Sabeco đã tổ chức đấu giá với tỉ lệ trúng thầu thấp và một số nhà đầu tư bỏ đặt cọc, từ chối mua cổ phần).

Ngoài những yếu tố cơ bản trên thì công

tác thông tin, tuyên truyền, công bố thông tin tạo sự minh bạch cho TTCK chưa được các cơ quan quản lý thực hiện tốt đã có tác động tiêu cực đến tâm lý của các nhà đầu tư nhỏ lẻ góp phần tạo ra sự bất ổn của TTCK đầu năm 2008.

**3. Một số giải pháp nhằm ổn định, phát triển thị trường theo hướng bền vững.**

Những bất ổn của TTCK đầu năm 2008 đã bộc lộ rõ một số bất cập trong công tác giám sát và QLNN cần có sự điều chỉnh, khắc phục để TTCK phát triển ổn định, lành mạnh. Theo dự báo của nhiều chuyên gia kinh tế, trong thời gian tới, TTCK Việt Nam phát triển sẽ gặp nhiều khó khăn do tác động từ tình hình phát triển kinh tế khó khăn trong nước và thế giới. Việt Nam cũng như các nước sẽ phải chấp nhận một mặt bằng giá mới và TTCK cũng phải chấp nhận mặt bằng chỉ số thấp hơn các năm trước. Tuy nhiên, bên cạnh các yếu tố giảm giá chứng khoán thì cũng có những yếu tố tích cực như:

- Trong quý II-2008, các doanh nghiệp công bố kết quả sản xuất - kinh doanh năm 2007 với những kết quả tốt hơn, cùng với những hiệu quả từ kết quả đầu tư, huy động vốn cao của năm 2007, dự báo Việt Nam cũng sẽ đạt mức tăng trưởng khá cao trong khu vực (khoảng 7%); tăng trưởng kinh tế khu vực châu Á chậm lại nhưng vẫn ở mức cao hơn so với các khu vực khác, nền kinh tế Mỹ dự báo sẽ phục hồi vào quý III-2008 (sau động thái FED cắt giảm lãi suất còn 2,25% ngày 18-3-2008, làm tăng tính thanh khoản trên thị trường và hồi phục TTCK thế giới, góp phần thúc đẩy kinh tế Mỹ tăng trưởng).

- Tuy giá cổ phiếu suy giảm mạnh trong những tháng đầu năm 2008 tác động tiêu cực đến tâm lý của các nhà đầu tư nhỏ lẻ trong nước nhưng các nhà đầu tư nước ngoài vẫn tăng lượng mua vào, bán ra ít hơn (tính đến ngày 14-3-2008, giá trị cổ phiếu mua vào của các nhà đầu tư nước ngoài là 16.545,52 tỉ đồng, bán ra 10.656,20 tỉ đồng, chênh lệch hơn 1,55

lần). Giá chứng khoán giảm mạnh làm cho chỉ số P/E bình quân chỉ còn khoảng 12 lần, giá cổ phiếu trở nên hấp dẫn hơn. Việc định giá chứng khoán đã gắn với giá trị thực nên nhiều loại cổ phiếu của doanh nghiệp lớn nhà đầu tư nước ngoài đã nắm giữ hết giới hạn 49% cho phép (khoảng 25/250 công ty). Ngoài ra, nhiều tổ chức quỹ đầu tư đang có xu hướng lập thêm quỹ huy động vốn từ trong nước và nước ngoài để đầu tư vào TTCK. Trong khi đó, luồng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) vẫn có xu hướng tăng nhanh trong năm 2008 do Việt Nam cam kết và đưa ra các giải pháp tích cực để ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát.

Từ những phân tích trên cho thấy, mục tiêu trước tiên là cải thiện yếu tố tâm lý và lòng tin của nhà đầu tư để tránh cho TTCK sụt giảm mạnh, dẫn đến khủng hoảng cục bộ. Về trung hạn, từng bước điều chỉnh, duy trì sự phát triển ổn định để tạo đà cho sự tăng trưởng mạnh hơn trong dài hạn theo hướng lành mạnh, bền vững.

Để đạt được những mục tiêu trên, cần tăng cường hơn sự phối hợp giữa các bộ, ngành trong việc triển khai thực hiện tích cực các giải pháp theo Công văn số 75/TTg-KTTH, Công văn số 319/TTg-KTTH của Thủ tướng Chính phủ với nhiệm vụ trọng tâm hàng đầu là giảm lạm phát, chỉ có như vậy mới có thể ngăn đà suy giảm của TTCK, tạo điều kiện cho TTCK phát triển ổn định, lành mạnh. Mỗi bộ, ngành cần cụ thể hoá các giải pháp này bằng các biện pháp thực hiện cụ thể, có trình tự ưu tiên, đảm bảo tính hài hoà, nhất quán trong điều hành chính sách kinh tế vĩ mô của Chính phủ.

Đối với TTCK, để phục hồi ổn định và phát triển theo hướng bền vững, cùng với những biện pháp trước mắt như Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) tiếp tục tập trung mua vào các cổ phiếu có tỉ trọng lớn góp phần ổn định thị trường; Ngân hàng Nhà nước chỉ đạo các ngân hàng thương mại quốc doanh và vận động các ngân hàng thương mại cổ phần quyết định chưa giải chấp các hợp đồng

cầm cố, repo chứng khoán, tiến hành cho vay tái chiết khấu với lãi suất 9% khi ngân hàng thương mại thiếu thanh khoản tạm thời mà không thể đi vay ở các kênh khác với mức lãi suất 9%; đẩy mạnh mua ngoại tệ với tỉ giá thích hợp cho các ngân hàng và các tổ chức tài chính nếu ngoại tệ có nguồn gốc hợp pháp, kể cả ngoại tệ từ nguồn đầu tư gián tiếp; cho phép các doanh nghiệp mua lại các cổ phiếu của chính doanh nghiệp đã phát hành ra thị trường và không bị hạn chế việc tăng vốn điều lệ theo các quy định hiện hành. Bộ Công an chủ trì kiểm tra, xử lý nghiêm các thông tin, tin đồn thất thiệt để tránh gây ảnh hưởng xấu đến nhà đầu tư; Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước tổ chức họp báo thông báo rõ tình hình kinh tế - xã hội và mức tăng trưởng kinh tế của nước ta. Ngoài ra, cần lưu ý một số biện pháp sau:

- Nâng cao chất lượng cổ phiếu niêm yết, giảm lượng dư cung hàng thông qua các biện pháp như giãn thời gian thực hiện IPO; kéo dài thời gian nộp tiền trúng thầu, giãn lịch phát hành ra công chúng đối với các tổ chức niêm yết, công ty đại chúng; các ngân hàng, công ty chứng khoán hạn chế bán ra cổ phiếu tự doanh, triển khai thị trường trái phiếu chuyên biệt nhằm tạo ra cơ cấu phù hợp giữa cổ phiếu và trái phiếu trên TTCK.

- Xây dựng cơ chế nhằm tăng cường quản lý dòng vốn FII, kết hợp với các biện pháp như nghiên cứu xây dựng cơ chế cấp hạn ngạch theo danh sách phân loại đối tượng (QFII) dựa trên tiêu chí về quy mô vốn, thời hạn đầu tư và cơ chế khuyến khích đầu tư dài hạn (theo kinh nghiệm của Trung Quốc, Đài Loan trong trường hợp nền kinh tế không hấp thụ hết lượng vốn FII). Sửa đổi Quyết định số 238/2005/QĐ-TTg về tỉ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam và Quyết định số 36/2003/QĐ-TTg về việc ban hành quy chế góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong các doanh nghiệp Việt Nam về sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài theo

(Xem tiếp trang 26).

vùng nông thôn, tránh tình trạng nông dân đổ xô về các cửa khẩu làm cửa vạn cho buôn lậu. Trong đó, đặc biệt cần chú ý đến việc phát triển kinh tế vùng biên nhằm tạo công ăn việc làm ổn định, thu nhập tương đối cho người dân, tiến tới xoá bỏ lực lượng tiếp tay cho buôn lậu đông đảo này.

*Thứ sáu*, tăng cường công tác quản lý tem nhập khẩu. Thực hiện Chỉ thị số 853/CT-TTg ngày 11-10-1997 của Thủ tướng Chính phủ về công tác chống buôn lậu, gian lận thương mại, Nhà nước đã tiến

hành dán tem nhập khẩu một số mặt hàng. Mặc dù việc này đã có tác dụng rất tích cực trong công tác chống buôn lậu, tuy nhiên, hiện nay, để chống hiện tượng tem giả, quay vòng tem để sử dụng nhiều lần, cần tăng cường công tác kiểm tra, kiểm soát thị trường, nâng cao chất lượng tem như sử dụng tem nhập khẩu mà nếu bóc ra sẽ bị đổi màu, hoặc sử dụng tem không bóc được đối với một số mặt hàng nhất định □

\* \* \* \* \*

## **MỘT SỐ GIẢI PHÁP QUẢN LÝ NHẦM...**

*(Tiếp theo trang 17)*

hướng: (1) đối với công ty niêm yết tối đa là 49%; (2) đối với công ty đại chúng chưa niêm yết áp dụng theo danh mục ngành nghề được quy định, tỉ lệ 40% theo ý kiến chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ; (3) đối với DNNN cổ phần hoá áp dụng theo tỉ lệ quy định trong quyết định phê duyệt cổ phần hoá. Đánh giá lại và quản lý chặt chẽ việc chuyển đổi sở hữu đối với các tổ chức có vốn đầu tư nước ngoài thành công ty cổ phần và niêm yết trên TTCK (các doanh nghiệp, quỹ đầu tư có tỉ trọng sở hữu nước ngoài trên 65% mới được xem là tổ chức nước ngoài). Cho phép thành lập chi nhánh và công ty quản lý quỹ 100% vốn nước ngoài.

- Sửa đổi Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19-01-2007 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán theo hướng tăng vốn pháp định, làm rõ và nâng cao tiêu chí thành lập để có cơ chế quản lý chặt chẽ đối với các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty chứng khoán do ngân hàng thành lập.

- Tăng cường quản lý, giám sát tín dụng đầu tư chứng khoán và cầm cố chứng khoán, nói lỏng ở mức vừa phải (khoảng 1%) tín dụng cho vay chứng khoán trên cơ sở vẫn đảm bảo tổng mức tín dụng tăng

trường chung.

- Có quy chế giám sát, quản lý rõ ràng đối với Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) khi tham gia TTCK. Việc can thiệp thông qua SCIC chủ yếu giải quyết vấn đề ổn định tâm lý, chỉ thực hiện mua vào khi chỉ số VN-Index giảm xuống quá thấp, có nguy cơ dẫn đến khủng hoảng trên thị trường và cho phép không công bố thông tin chi tiết về việc mua vào cổ phiếu của SCIC. Hàng tuần, SCIC thực hiện công bố thông tin thị trường về tổng khối lượng và tổng giá trị chứng khoán đã mua lại. Đây chỉ là giải pháp mang tính tình thế, về lâu dài cần giảm sự can thiệp trực tiếp của Nhà nước vào việc xác định giá trị cổ phiếu ở cả hai chiều khi thị trường lên xuống nhằm đảm bảo cho thị trường vốn phát triển lành mạnh.

- Xây dựng cơ chế phối hợp giữa các bộ, ngành (chủ yếu là Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Công an, Bộ Thông tin và Truyền thông) trong công tác thông tin tuyên truyền, họp báo hàng tuần công bố thông tin nhằm góp phần tạo sự minh bạch cho sự phát triển của TTCK, ổn định tâm lý xã hội, nhà đầu tư; có quy chế đảm bảo an ninh tại các sàn giao dịch chứng khoán □