

Thị trường chứng khoán Việt Nam qua 14 năm hoạt động

Trần Đăng Khâm*

Ngày nhận: 16/4/2014

Ngày nhận bản sửa: 15/5/2014

Ngày duyệt đăng: 17/6/2014

Tóm tắt:

Bài viết này tổng kết quá trình phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam trong gần 14 năm qua, đặc biệt là quá trình thực hiện các đề án tái cấu trúc thị trường. Các phân tích chỉ rõ, thị trường chứng khoán Việt Nam chưa phát triển: quy mô thị trường còn nhỏ; hàng hóa còn đơn điệu về chủng loại và chất lượng chưa cao; cơ cấu quản lý thị trường còn nhiều bất cập; các tổ chức trung gian hoạt động trên thị trường vừa thiếu, vừa yếu; cấu trúc thị trường giao dịch thiếu hoàn thiện và thị trường thiếu vắng các nhà đầu tư có tổ chức, đặc biệt các nhà tạo lập thị trường. Bằng việc luận giải các nguyên nhân hạn chế sự phát triển của thị trường, tác giả đề xuất 7 giải pháp phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, trong đó, tập trung luận giải giải pháp thực hiện tái cơ cấu về quản lý nhằm tách biệt giữa quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán với quản lý của các tổ chức tự quản, đồng thời, làm tăng vị thế của Ủy ban chứng khoán Nhà nước trong quản lý thị trường.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, Ủy ban chứng khoán Nhà nước, Sở giao dịch chứng khoán, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, doanh nghiệp niêm yết

1. Đặt vấn đề

Hình thành và phát triển thị trường chứng khoán nhằm hoàn thiện cấu trúc và nâng cao tính hiệu quả của thị trường tài chính Việt Nam. Quá trình xây dựng và phát triển thị trường được thực hiện với các mục tiêu: Tạo kênh tích tụ và tập trung, phân phối vốn mới, đặc biệt là vốn trung và dài hạn phục vụ cho quá trình Công nghiệp hoá - Hiện đại hoá đất nước; tạo sân chơi mới cho các nhà đầu tư, các trung gian tài chính; tăng cường cải cách doanh nghiệp thông qua cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước, thúc đẩy thâm tóm và sáp nhập doanh nghiệp. Với quan niệm, là một nước đi sau nên Việt Nam sẽ tránh được những vấp vấp trong xây dựng thị trường của các nước đi trước. Tuy nhiên, thực tiễn hơn 13 năm qua cho thấy, đã có những sai lầm về chủ trương, chính sách và biện pháp thực thi. Thị trường mất cân đối, hiệu quả thị trường thấp, niềm tin của các doanh nghiệp và các nhà đầu tư sụt giảm,... Nhận thức được vấn đề này, Việt Nam đã bắt buộc thực hiện tái cấu trúc toàn diện thị trường chứng khoán. Báo cáo

này tổng kết về quá trình hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, qua đó, đánh giá những kết quả, hạn chế và luận giải những nguyên nhân chủ yếu hạn chế sự phát triển của thị trường chứng khoán, từ đó, gợi ý một số quan điểm định hướng và giải pháp nhằm phát triển thị trường trong dài hạn.

2. Khái quát quá trình phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

2.1. Hình thành và phát triển cơ quan quản lý thị trường chứng khoán Việt Nam

Thực hiện chủ trương xây dựng và phát triển kinh tế thị trường, từ đầu những năm thập niên 90 của thế kỷ XX, Chính phủ đã chỉ đạo Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước nghiên cứu Đề án xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam. Trên cơ sở đề án của các Bộ, Ngành, ngày 28/11/1996 Chính phủ đã ban hành Nghị định số 75/1998/NĐ-CP về việc thành lập Ủy ban chứng khoán Nhà nước và giao cho đơn vị này chuẩn bị các điều kiện cần thiết cho việc ra đời thị trường chứng khoán. Ủy ban

chứng khoán Nhà nước là một tổ chức độc lập thuộc Chính phủ với các nhiệm vụ xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán, đồng thời, thực hiện quản lý, giám sát thị trường chứng khoán. Ngày 11/07/1998, với Nghị định số 48/CP về Chứng khoán và thị trường chứng khoán, thị trường chứng khoán Việt Nam đã chính thức được khai sinh. Ngày 19/02/2004, Chính phủ đã có Nghị định số 66/2004/NĐ-CP nhập Ủy ban chứng khoán Nhà nước về Bộ Tài chính. Từ đó đến nay, Ủy ban chứng khoán Nhà nước là một cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính, có chức năng giúp Bộ trưởng Bộ Tài chính thực hiện quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán, trực tiếp quản lý các hoạt động, dịch vụ thuộc lĩnh vực chứng khoán theo quy định của pháp luật. Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã trở thành thành viên ký kết đầy đủ của MmoU, IOSCO, ký kết phụ lục A, Biên bản Ghi nhớ đa phương (MMoU) của Tổ chức Quốc tế các Ủy ban chứng khoán (IOSCO).

Các Sở Giao dịch chứng khoán

Ngày 11/07/1998, Thủ tướng Chính phủ ký Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg thành lập Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh và Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội, cơ quan quản lý thị trường giao dịch chứng khoán ở Việt Nam. Hai năm sau, vào ngày 28/07/2000, phiên giao dịch đầu tiên với 2 mã cổ phiếu niêm yết đã chính thức được tổ chức tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.HCM, đánh dấu một bước ngoặt lịch sử của thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngày 08/03/2005, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội chính thức khai trương. Như vậy, Việt Nam có hai thị trường chứng khoán tập trung hoạt động tại hai trung tâm kinh tế của cả nước.

Nhằm đáp ứng sự phát triển nhanh chóng của thị trường, đáp ứng quá trình đổi mới nền kinh tế, tái cơ cấu các doanh nghiệp, hai Trung tâm giao dịch chứng khoán đã được chuyển đổi thành Sở giao dịch chứng khoán hoạt động theo mô hình Công ty TNHH một thành viên do Nhà nước (đại diện là Bộ Tài chính) làm chủ sở hữu (Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) chuyển đổi ngày 11/05/2007 theo Quyết định số 599/QĐ-TTg và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội chuyển đổi ngày 24/06/2009 theo Quyết định số 01/2009/QĐ-TTg). Việc chuyển đổi mô hình đã giúp hai Sở có một vị trí tương xứng với các Sở giao dịch chứng khoán khác trên thế giới trong mối quan hệ và hợp tác quốc tế, từ đó, nâng cao vị trí và tầm ảnh hưởng của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Hiệp hội các nhà Đầu tư Tài chính Việt Nam (VAFI) và Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam

(VBMA)

Hiệp hội là tổ chức xã hội - nghề nghiệp hoạt động phi vụ lợi, đại diện cho các hội viên, có nhiệm vụ tập hợp, đoàn kết, hợp tác, giúp đỡ và bảo vệ quyền lợi hợp pháp của hội viên và là diễn đàn trao đổi thông tin, cung cấp các dịch vụ cho hội viên một cách bình đẳng, xúc tiến phát triển thị trường tài chính Việt Nam lành mạnh, hội nhập với thị trường tài chính quốc tế. Với việc thành lập hai Sở giao dịch chứng khoán và 02 hiệp hội, việc quản lý theo phương thức tự quản đã dần được hình thành trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2.2. Những kết quả chủ yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam

Trong thời gian đầu, thị trường chứng khoán hoạt động rất khó khăn do các yếu tố thị trường trong nền kinh tế chưa được xác lập đồng bộ, hệ thống thị trường tiền tệ chưa phát triển, công tác cổ phần hóa mới đang trong giai đoạn thí điểm, các công ty đều chưa hiểu và không muốn lên niêm yết; kiến thức và sự hiểu biết của xã hội và thành viên thị trường chứng khoán còn rất hạn chế nên giai đoạn này thị trường chứng khoán còn chậm phát triển.

Từ 02 cổ phiếu ngày khai trương 07/2000, đến cuối năm 2004, mới chỉ có 26 doanh nghiệp niêm yết với giá trị vốn hóa thị trường là 3,8 nghìn tỷ đồng, bằng 0,63% GDP. Tuy nhiên, cùng với sự cải cách và đổi mới nền kinh tế, đặc biệt là các giải pháp hỗ trợ của Chính phủ, thị trường chứng khoán đã có bước phát triển rất to lớn, trở thành kênh dẫn vốn dài hạn quan trọng cho nền kinh tế. Quy mô và phạm vi của thị trường chứng khoán tăng gấp vài trăm lần, đặc biệt từ năm 2006 đến nay và chưa lần nào bị đổ vỡ đến mức phải đóng cửa. Đây là thành công rất lớn của thị trường chứng khoán Việt Nam với các nước trong khu vực (Indonesia đã 2 lần phải đóng cửa, Thái Lan, Hàn Quốc, Đài Loan đã từng phải đóng cửa và sau mỗi lần đóng cửa phải mất 5 - 10 năm mới mở cửa trở lại). Theo đánh giá của Ủy ban chứng khoán Nhà nước (Ủy ban chứng khoán Nhà nước, 2014), các thành tựu nổi bật của thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

Thứ nhất, khuôn khổ pháp lý, chính sách phát triển thị trường không ngừng được củng cố và hoàn thiện (Vũ Bằng, 2014). Trong giai đoạn đầu, văn bản pháp lý cao nhất là Nghị định số 48/1998/NĐ-CP. Sau một thời gian, Nghị định 48 đã được thay bằng Nghị định 144 và đến năm 2007 Luật Chứng khoán đầu tiên có hiệu lực; đến năm 2011 Luật chứng khoán bổ sung và sửa đổi được áp dụng. Nhiều đề án quan trọng đã được xây dựng và trình Thủ tướng ban hành như: Chiến lược phát triển thị

Bảng 1: Thông kê thị trường giai đoạn 2000- 2013

Chỉ tiêu	2000	2005	2010	2011	2012	2013	So sánh	So sánh
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(3)/(1)	(6)/(3)
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.247	9.356	723.200	538.791	764.946	964.000	580	1,33
Vốn hóa/GDP (%)	0,28	1,11	39,00	23,00	26,00	32,00	139	0,82
Giá trị niêm yết (tỷ đồng)	1.504	40.190	464.681	540.868	718.770	896.668	309	1,92
Số lượng chứng khoán niêm yết	5	41	1.239		1.232	1.168	248	0,94
+ Cổ phiếu	5	41	644	694	689	713	129	1,12
+ Chứng chỉ quỹ	0		5	5	6	2		0,4
+ Trái phiếu	0		670	512	528	517		0,77
Huy động vốn (tỷ đồng)	0	5.387	98.721	99.115	188.516	222.000		2,25
Giá trị giao dịch bình quân một phiên (tỷ đồng)	1,4	108,9	2.851,5	1.491	2.158	2.578	2037	0,90
Giá trị danh mục đầu tư gián tiếp nước ngoài (tỷ USD)	0	3,2	6,5	6,5	8,1	11,9		1,83
Số lượng công ty chứng khoán	7	15	105	105	105	101	15	0,96
Vốn điều lệ các công ty chứng khoán (tỷ đồng)	257	724	31.906	35.500	36.901	36.547	124	1,15
Số lượng công ty quản lý quỹ	0	5	47	47	47	41		0,87
Số lượng Quỹ	0	2	22	25	22	18		0,82
Số lượng tài khoản (1000 tài khoản)	3	31	1.056	1.156	1.240	1.400	352	1,33

Nguồn: Ủy ban chứng khoán Nhà nước

trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 – 2020; mô hình tổng thể thị trường chứng khoán; đề án quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài; đề án chống khủng hoảng; đề án tái cấu trúc thị trường chứng khoán,...

Chính sách đối với thị trường chứng khoán được thể hiện qua 3 giai đoạn:

Giai đoạn 2000 – 2005 chủ yếu tập trung vào việc phát triển thị trường chứng khoán theo chiều rộng, hướng vào việc khuyến khích sự tham gia của các công ty, thành viên và nhà đầu tư thông qua các biện pháp quy định tiêu chuẩn cấp phép thường ở mức thấp; áp dụng các chính sách hỗ trợ (miễn và miễn giảm thuế với các công ty niêm yết, công ty chứng khoán; chưa thu thuế giao dịch chuyển nhượng; hỗ trợ kinh phí lên niêm yết; hỗ trợ kinh phí tư vấn, kinh phí cổ phần hóa;...).

Giai đoạn 2006 - 2010 kết hợp giữa phát triển theo chiều rộng và trọng điểm, đồng thời, phát triển theo chiều sâu một số nội dung, lĩnh vực (nâng tiêu chuẩn phát hành, niêm yết; tiêu chuẩn cấp phép tổ chức kinh doanh chứng khoán; tăng cường các quy định về kiểm toán, công bố thông tin, quản trị công ty; ban hành các quy định về an toàn tài chính, mở thêm các nghiệp vụ mới, sản phẩm mới, tái cấu trúc bước đầu các định chế trên thị trường).

Giai đoạn 2010 đến nay tập trung vào phát triển

theo chiều sâu, thực hiện tái cấu trúc trên 4 trụ cột chính gồm cơ sở hàng hóa, cơ sở nhà đầu tư, tổ chức kinh doanh chứng khoán và tổ chức thị trường chứng khoán. Có thể nói, khung pháp lý về thị trường chứng khoán được hoàn thiện cơ bản đã góp phần tăng cường tính công khai minh bạch của thị trường, góp phần nâng cao hiệu quả quản lý, giám sát và cưỡng chế thực thi của cơ quan quản lý, từng bước phù hợp với hệ thống luật pháp và thông lệ quốc tế, tạo nền tảng cho thị trường chứng khoán Việt Nam có khả năng hội nhập với các thị trường vốn quốc tế và khu vực.

Thứ hai, thị trường chứng khoán ngày càng trở thành kênh huy động vốn quan trọng trong nền kinh tế (Đình Tiến Dũng, 2014). Thông qua thị trường chứng khoán, Chính phủ đã huy động được khoảng 948 nghìn tỷ đồng; doanh nghiệp đã huy động được gần 454 nghìn tỷ; thu hút trên 10 tỷ USD vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (tăng 18 lần trong vòng 5 năm gần đây).

Thứ ba, quy mô và tính thanh khoản của thị trường chứng khoán ngày một cải thiện, góp phần thu hẹp thị trường tự do. Đến nay đã có 713 công ty và 517 loại trái phiếu niêm yết; Tổng giá trị vốn hoá toàn thị trường đạt 964 nghìn tỷ đồng, tương đương 32%GDP. Quy mô của thị trường trái phiếu đạt 15% GDP. Tổng giá trị giao dịch giai đoạn 2007 - 2013

gấp 20 lần so với giai đoạn trước đó.

Thứ tư, thị trường chứng khoán đã thu hút dòng đảo các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài với số lượng trên 1,4 triệu tài khoản; đã huy động một lượng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đáng kể với quy mô khoảng trên 10 tỷ USD; giá trị danh mục đầu tư nước ngoài hiện vào khoảng trên 12 tỷ USD.

Thứ năm, thị trường chứng khoán đã góp phần quan trọng cho công tác cổ phần hóa, cải cách doanh nghiệp nhà nước. Tính công khai, minh bạch cũng như trình độ quản trị công ty của các công ty niêm yết, công ty đại chúng không ngừng được tăng cường, nâng cao và minh bạch hơn hẳn so với các loại hình doanh nghiệp khác.

Thứ sáu, hệ thống các tổ chức kinh doanh dịch vụ chứng khoán đã có sự phát triển mạnh (Vũ Bằng, 2014; Nguyễn Sơn, 2014). Các tổ chức kinh doanh chứng khoán đã thực sự trở thành trung gian tài chính giữa nhà đầu tư với thị trường, đóng góp tích cực cho công tác tư vấn cổ phần hóa, tư vấn phát hành và sáp nhập; tái cấu trúc doanh nghiệp.

Thứ bảy, các Sở GD&ĐT, trung tâm lưu ký chứng khoán đã thực hiện chức năng giao dịch, lưu ký, thanh toán chuyên giao chứng khoán an toàn, từng bước phát triển mô hình theo thông lệ quốc tế. Hệ thống giao dịch, công bố thông tin không ngừng được hoàn thiện từ khớp lệnh định kỳ sang liên tục, từ giao dịch qua sàn sang giao dịch từ xa; kéo dài thời gian giao dịch sang buổi chiều, áp dụng các loại lệnh mới, xây dựng thêm chỉ số,... Hệ thống công nghệ thông tin không ngừng được nâng cấp phát triển; đã hình thành 03 thị trường: (i) thị trường giao dịch cổ phiếu niêm yết của công ty lớn tại Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh và công ty vừa và nhỏ tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội; (ii) thị trường giao dịch các công ty đại chúng chưa niêm yết đăng ký giao dịch (Upcom); (iii) thị trường giao dịch trái phiếu Chính phủ. Hệ thống thanh toán, bù trừ và lưu ký chứng khoán không ngừng được hoàn thiện, bảo đảm thông suốt, theo dõi tài khoản đến từng nhà đầu tư.

Thứ tám, công tác thanh tra, giám sát, xử lý vi phạm ngày càng được tăng cường, hoàn thiện nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động. Từ năm 2010 đến 2013, bình quân mỗi năm đã ban hành 173 quyết định xử phạt với số tiền xử phạt bình quân là trên 10 tỷ đồng. Ủy ban chứng khoán Nhà nước và các Sở giao dịch chứng khoán phối hợp tốt trong công tác giám sát. Việc phối hợp với cơ quan công an trong công tác phòng ngừa, phát hiện, điều tra làm rõ và xử lý các vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán cũng ngày càng chặt chẽ.

Thứ chín, công tác ứng dụng công nghệ thông tin và hợp tác quốc tế ngày càng được tăng cường: triển khai áp dụng chứng thư số, chữ ký số trong các giao dịch điện tử; áp dụng Hệ thống giám sát thị trường (MSS) và hệ thống công bố thông tin (IDS)...; Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã trở thành thành viên của đầy đủ của Hiệp hội ủy ban chứng khoán các nước (IOSCO).

Thứ mười, Ủy ban chứng khoán Nhà nước được đánh giá là một trong những tổ chức có đội ngũ cán bộ công chức có trình độ chuyên môn cao và đồng đều. Nhiều cán bộ công chức được đào tạo chuyên môn sâu và tham gia các chương trình học tại nước ngoài; có nhiều kiến thức chuyên môn và kinh nghiệm thực tiễn quản lý.

2.3. Việc thực hiện các đề án tái cấu trúc thị trường chứng khoán

Sau giai đoạn tăng trưởng nóng, cơ quan quản lý Nhà nước đã nhận ra những bất cập của thị trường chứng khoán Việt Nam với cấu trúc thiếu hoàn thiện thể hiện ở tất cả các yếu tố của thị trường, từ đó, giảm hiệu quả, thậm chí gây mất ổn định và làm suy giảm lòng tin của các doanh nghiệp niêm yết cũng như công chúng đầu tư chứng khoán. Trên cơ sở Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán và các đề án tái cấu trúc thị trường được phê duyệt, cơ quan quản lý đã tích cực thực hiện các đề án tái cấu trúc với điểm nhấn năm 2013. Cụ thể:

2.3.1. Tái cấu trúc cơ sở hàng hóa

Cơ quan quản lý đã có nhiều biện pháp nhằm làm tăng số lượng và nâng cao chất lượng các chứng khoán niêm yết (Vũ Bằng, 2014). Tiêu chuẩn phát hành, niêm yết được nâng cao theo Nghị định 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012. Trên cơ sở đó, Bộ Tài chính đã ban hành các văn bản pháp lý để nâng cao tính công khai, minh bạch của thị trường; tăng cường quản trị công ty và từng bước tiếp cận các chuẩn mực quốc tế.

Trên thị trường cổ phiếu, các doanh nghiệp niêm yết có dấu hiệu khá quan trọng hơn năm 2012 và có sự phân hóa khá mạnh. Cơ quan quản lý đã tích cực thực hiện các biện pháp nâng cao tiêu chuẩn phát hành, niêm yết, tăng cường quản trị công ty, tính công khai, minh bạch của thị trường được cải thiện và từng bước tiếp cận với thông lệ quốc tế (Nguyễn Sơn, 2014). Những công ty có nền tảng cơ bản tốt có mức tăng trưởng khá cả về doanh thu và lợi nhuận sau thuế, chi phí tài chính giảm rõ rệt, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) tăng. Tuy nhiên, số lượng các doanh nghiệp có tình hình tài chính không được cải thiện, còn lỗ lũy kế ở mức 20% vẫn tương đương năm 2012. Số lượng doanh nghiệp hủy niêm yết tăng

kỷ lục, 37 công ty, trong khi đó, số lượng công ty niêm yết mới chỉ là 13 công ty, bất chấp các biện pháp khá quyết liệt của cơ quan quản lý nhằm hạn chế hiện tượng khắt lằn niêm yết của các công ty đại chúng, doanh nghiệp sau cổ phần hóa.

Năm 2013, thị trường trái phiếu đã huy động được xấp xỉ 200 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh so với con số huy động 167 nghìn tỷ năm 2012 và giúp trái phiếu trở thành kênh huy động và phân bổ vốn khá hiệu quả cho nền kinh tế trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng thu hẹp. Bên cạnh cổ phiếu và trái phiếu, cơ quan quản lý thị trường cũng đang tích cực chuẩn bị để có thể đưa vào giao dịch các công cụ mới, làm đa dạng hóa và tăng mức độ hấp dẫn của thị trường.

2.3.2. Tái cấu trúc thị trường giao dịch

Bên cạnh việc xây dựng Đề án hợp nhất 2 Sở giao dịch chứng khoán nhằm thống nhất theo chuẩn mực chung để trình Thủ tướng Chính phủ quyết định, xây dựng Trung tâm thanh toán bù trừ theo mô hình đối tác trung tâm, hệ thống vay và cho vay chứng khoán phục vụ cho việc thanh toán, bù trừ các sản phẩm phái sinh, phối hợp Ngân hàng Nhà nước xây dựng và triển khai đề án chuyển chức năng thanh toán tiền trái phiếu chính phủ từ ngân hàng thương mại sang Ngân hàng Nhà nước, cơ quan quản lý Nhà nước và quản lý thị trường đã có nhiều biện pháp tích cực nhằm tăng chất lượng giao dịch tại hai Sở giao dịch chứng khoán.

Các biện pháp kéo dài thời gian giao dịch, áp dụng các lệnh giao dịch mới, giảm phí giao dịch, nói biên độ giao dịch, điều chỉnh tỷ lệ giao dịch ký quỹ từ 40/60 lên 50/50 cũng đã hỗ trợ giúp tăng thanh khoản thị trường. Quy mô giao dịch bình quân mỗi phiên năm 2013 đạt 2.578 tỷ đồng, tăng 31% so với năm 2012, trong đó: Giao dịch trái phiếu chính phủ bình quân mỗi phiên đạt 1.257 tỷ đồng/phiên, tăng 90%; giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đạt 1.322 tỷ đồng, tăng 1,5%.

Năm 2013, các bộ chỉ số chứng khoán theo Top 30, 70 và 100 đồng thời với các bộ chỉ số phân ngành của hai Sở giao dịch chứng khoán đã được hoàn thành. Cả hai Sở HSX và HNX đều đã công bố tiêu chuẩn phân ngành, phân nhóm theo tiêu chí vốn hóa đối với các cổ phiếu niêm yết, trên cơ sở đó, tiến hành xây dựng các chỉ số ngành. HNX đã chính thức đưa vào vận hành chỉ số cho 3 ngành đầu tiên là tài chính, xây dựng và công nghiệp, là cơ sở cho các sản phẩm phái sinh theo chỉ số trong tương lai, đặt nền tảng cho việc phát triển các sản phẩm mới.

Cũng trong năm 2013, cơ quan quản lý đã triển khai việc nghiên cứu các sản phẩm mới để đưa vào

vận hành, chuẩn bị cơ sở pháp lý về giao dịch quỹ ETF để thực hiện trên Sở giao dịch chứng khoán, trình Chính phủ đề án về thị trường chứng khoán phái sinh (Nguyễn Sơn, 2014). Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã triển khai xây dựng hệ thống giao dịch các sản phẩm mới như quỹ ETF quỹ mở để đưa vào vận hành trong năm 2013.

Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu đến năm 2020 đã được Bộ Tài chính ban hành tại Quyết định số 261/QĐ-BTC ngày 01/02/2013, trong đó qui định chi tiết các giải pháp và kế hoạch triển khai cụ thể nhằm thúc đẩy thị trường trái phiếu, bao gồm việc tiếp tục đẩy mạnh và đa dạng hóa trái phiếu chính phủ có kỳ hạn từ 10 năm trở lên; củng cố hệ thống nhà đầu tư; hoàn thiện cơ chế và hệ thống giao dịch trái phiếu chính phủ, xây dựng và phát triển hệ thống các nhà tạo lập thị trường.

Kỳ hạn phát hành trái phiếu chính phủ được đa dạng hóa thông qua việc: (i) Thực hiện phát hành đều đặn (hàng tháng) trái phiếu kỳ hạn 10 năm để xây dựng và duy trì đường cong lãi suất chuẩn; (ii) thực hiện phát hành trái phiếu kỳ hạn 15 năm theo phương thức bảo lãnh phát hành; (iii) hình thành các nhà tạo lập thị trường. Các quy định về giao dịch trên thị trường trái phiếu đã được ban hành. Bên cạnh đó, hệ thống giao dịch trái phiếu chính phủ phiên bản 2 và hệ thống đường cong lãi suất trái phiếu chính phủ chính thức vận hành kể từ 18/3/2013. Đây là cơ sở quan trọng để hoàn thiện thị trường nợ và tạo tiêu chuẩn cho cả thị trường cổ phiếu. Đồng thời, việc hoán đổi trái phiếu chính phủ nhằm nâng cao tính thanh khoản cho trái phiếu chính phủ tiếp tục được triển khai; đã hoán đổi 4 đợt với khối lượng 33,4 triệu trái phiếu. Các thành viên đấu thầu trái phiếu tiếp tục được đấu giá để từng bước hình thành hệ thống nhà tạo lập thị trường trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp; có văn bản công nhận 36 thành viên thị trường.

Có thể nói, những cải cách mạnh trên Sở giao dịch chứng khoán đã tác động tích cực, góp phần làm tăng tính thanh khoản cho thị trường và hướng tới một thị trường minh bạch và hiệu quả hơn (Vũ Bằng, 2014; Nguyễn Sơn, 2014). Tuy nhiên, cần đẩy nhanh tiến trình hợp nhất hai sở giao dịch để làm tăng hiệu quả của tái cấu trúc.

2.3.3. Tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư

Tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư với mục tiêu tăng tỷ lệ nhà đầu tư tổ chức và tăng chất lượng nhà đầu tư cá nhân. Số lượng tài khoản nhà đầu tư đến cuối năm 2013 đạt gần 1,4 triệu, trong đó, số lượng nhà đầu tư nước ngoài tăng 10% (nhà đầu tư tổ chức nước ngoài tăng 55%). Để phát triển cơ sở các nhà

đầu tư, trong thời gian qua đã triển khai đồng loạt các giải pháp (Nguyễn Sơn, 2014): Xây dựng và ban hành khung pháp lý cho việc ra đời các loại hình quỹ mới như quỹ mở, quỹ đầu tư bất động sản, ETF, công ty đầu tư chứng khoán. Đề án phát triển quỹ hưu trí tự nguyện đã được chấp thuận, tạo điều kiện bổ sung hệ thống an sinh, đồng thời tạo ra nhà đầu tư có tổ chức với vốn dài hạn cho thị trường chứng khoán; Giảm thiểu các thủ tục hành chính về cấp mã số giao dịch, tăng cường chế độ báo cáo và tính minh bạch của dòng vốn đầu tư nước ngoài; sửa đổi chính sách thuế nhằm khuyến khích hoạt động của các loại hình quỹ đầu tư, khuyến khích đầu tư vào các sản phẩm quỹ mới như quỹ hưu trí tự nguyện.

Có thể thấy, sự tích cực của dòng vốn đầu tư nước ngoài trong năm 2013 thể hiện khá rõ. Tính chung hai sàn giao dịch, lượng vốn đầu tư nước ngoài gián tiếp đạt 6.869 tỉ đồng, tăng 51% so với cùng kỳ, tương đương 325 triệu USD. Dòng vốn từ các quỹ ETF chiếm 12% lượng vốn nước ngoài vào rông, trong đó, VNM ETF thu hút được 66,88 triệu USD còn FTSE Vietnam bị rút khoảng 7,5 triệu USD trong năm 2013.

Trong năm 2013, cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, niềm tin của nhà đầu tư đối với kênh đầu tư chứng khoán cũng đã trở lại (Câu lạc bộ nhà báo chứng khoán Việt Nam, 2014). Ngoài ra, quyết định về việc kéo dài thời gian giao dịch, tăng biên độ giao dịch và mở thêm các công cụ đầu tư mới... đã giúp gia tăng sức bật cho thị trường chứng khoán.

2.3.4. Tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán

Năm 2013 tiếp tục là một năm khó khăn và quyết liệt thực hiện thanh lọc các tổ chức kinh doanh chứng khoán. Cơ quan quản lý đã thực hiện đã phân loại các công ty chứng khoán, trên cơ sở đó, đưa ra các phương án xử lý phù hợp đối với các nhóm. Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã thực hiện rút nghiệp vụ môi giới chứng khoán của 6 công ty chứng khoán, nghiệp vụ tự doanh của 2 công ty, nghiệp vụ bảo lãnh phát hành của 4 công ty, rút nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán của 1 công ty, thực hiện hợp nhất 2 công ty chứng khoán, tiến hành thủ tục giải thể đối với 3 công ty, thu hồi Giấy chứng nhận đăng ký hoạt động lưu ký chứng khoán của 2 công ty chứng khoán. Các công ty chứng khoán đã cắt giảm 9/116 chi nhánh, giảm 5/42 phòng giao dịch. (Ủy ban chứng khoán Nhà nước, 2014; Hoàng Hải, 2014).

Số công ty chứng khoán lỗ trong năm 2013 là 63% (58/94), có lỗ lũy kế là -5.267 tỷ đồng, giảm so với con số hơn 70% công ty lỗ năm 2012. Kết thúc

năm 2013, chỉ có khoảng 10% số các công ty chứng khoán bị chấm dứt hoạt động hoặc tự giải thể do hoạt động yếu kém. Con số hơn 90 công ty đang hoạt động vẫn còn là cao và cần tinh giảm nhiều. Những công ty yếu kém, hoạt động cầm chừng vẫn còn nhiều.

Đối với các công ty quản lý quỹ (công ty quản lý quỹ), số đơn vị hoạt động cầm chừng, thua lỗ ít hơn. Có 41/47 công ty quản lý quỹ còn hoạt động, trong đó: 22 công ty hoạt động có lãi; 6 công ty đã được xử lý bằng nhiều giải pháp và rút khỏi thị trường. Trong năm 2013, Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã cấp phép thành lập cho 1 công ty quản lý quỹ có chủ sở hữu là doanh nghiệp bảo hiểm, hiện đang xem xét cấp phép cho 2 công ty quản lý quỹ khác thuộc doanh nghiệp bảo hiểm. Mục tiêu tiếp tục tái cấu trúc lại các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ theo hướng thu hẹp về số lượng, nâng cao chất lượng vẫn cần được Ủy ban Chứng khoán đặt lên hàng đầu.

2.3.5. Tái cấu trúc tổ chức quản lý thị trường

Công tác quản lý thị trường đã có những thay đổi đáng kể, tách dần hoạt động quản lý nhà nước về lĩnh vực chứng khoán với hoạt động tự quản của các sở giao dịch. Hệ thống các quy định pháp lý của thị trường chứng khoán cũng tiến một bước dài với rất nhiều các Nghị định, thông tư và các văn bản quy định, hướng dẫn chuyên môn nghiệp vụ đã được ban hành và có hiệu lực (Vũ Bằng, 2014; Nguyễn Sơn, 2014). Hoạt động thanh tra, kiểm tra các tổ chức kinh doanh chứng khoán tiếp tục được tăng cường, trên cơ sở đó có sự phân loại, xử lý và giám sát chặt chẽ theo nhóm, mặt khác kịp thời trình ban hành các văn bản pháp lý sửa đổi, bổ sung nhằm thúc đẩy việc tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán, đặc biệt là các công ty chứng khoán theo quy định của pháp luật và bảo đảm nguyên tắc thị trường.

Các Sở GDCK, trung tâm lưu ký chứng khoán đã thực hiện chức năng giao dịch, lưu ký, thanh toán chuyển giao chứng khoán an toàn, từng bước phát triển mô hình theo thông lệ quốc tế, chưa để xảy ra đổ vỡ; Công tác thanh tra, giám sát, xử lý vi phạm ngày càng được tăng cường, hoàn thiện nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động; Công tác ứng dụng công nghệ thông tin và hợp tác quốc tế ngày càng được tăng cường. Những thành công trong tái cấu trúc đã góp phần quan trọng để thị trường chứng khoán Việt Nam góp mặt trong 10 thị trường chứng khoán có tốc độ phục hồi nhanh nhất thế giới, phần nào lấy lại niềm tin của doanh nghiệp niêm yết và công chúng đầu tư (Câu lạc bộ nhà báo chứng khoán Việt Nam, 2014; Vũ Bằng, 2014; Nguyễn Sơn, 2014).

3. Hạn chế của thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong gần 14 năm qua đã đạt được những thành tựu đáng khích lệ. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán vẫn còn nhiều hạn chế. Cụ thể:

Thứ nhất, thị trường chứng khoán còn nhỏ cả về số lượng và quy mô niêm yết. Số lượng công ty đại chúng chưa niêm yết còn lớn, vẫn còn hiện tượng các công ty đại chúng không chịu tiến hành niêm yết theo luật định, ảnh hưởng tới vấn đề công khai minh bạch của thị trường và công bằng giữa các công ty đại chúng cũng như quyền lợi của các cổ đông.

Thứ hai, hàng hoá của thị trường còn đơn điệu về chủng loại và chất lượng hàng hoá chưa cao. Các doanh nghiệp niêm yết nhìn chung có quy mô nhỏ so với các thị trường khu vực, tỷ lệ cổ phiếu khả mại thấp, hoạt động thiếu ổn định, rủi ro hoạt động còn cao (Nguyễn Sơn, 2014); Các doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hoá có tỷ lệ cổ phiếu do Nhà nước nắm giữ còn cao, dẫn tới hiện tượng “Nhà nước hoá” công ty cổ phần. Các doanh nghiệp này có cơ chế quản lý còn rất nặng nề, bộ máy quản trị cồng kềnh, kém hiệu quả và quyền lợi của cổ đông thiếu số hay bị xâm phạm; Vấn đề minh bạch thông tin, vấn đề quản trị doanh nghiệp niêm yết còn nhiều bất cập (Hoàng Hải, 2014); Thị trường trái phiếu còn nhỏ, đặc biệt là thị trường trái phiếu doanh nghiệp; thị trường thiếu vắng các chứng khoán phái sinh, là các công cụ đầu tư và phòng vệ hữu hiệu của các nhà đầu tư.

Thứ ba, cấu trúc quản lý thị trường chưa hoàn thiện. Ủy ban chứng khoán Nhà nước chỉ là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính nên không có đầy đủ vị thế pháp lý cho hoạt động quản lý thị trường và hợp tác quốc tế. Công tác thanh tra, giám sát và xử lý vi phạm của Ủy ban chứng khoán Nhà nước cũng còn có những khó khăn do phạm vi, đối tượng thanh tra, kiểm tra ngày càng rộng; khối lượng công việc ngày càng lớn, đồng thời, các vi phạm trên thị trường ngày càng tinh vi, phức tạp, khó phát hiện và xử lý: việc chứng minh hành vi vi phạm gặp khó khăn, nhất là trong việc xác định mối quan hệ giữa các đối tượng nghi vấn (Vũ Bằng, 2014). Thẩm quyền của Ủy ban chứng khoán Nhà nước trong công tác thanh tra, giám sát hiện nay còn hạn chế. Khác với UBCK các nước, Ủy ban chứng khoán Nhà nước Việt Nam không có khả năng thu thập thông tin về tài khoản và giao dịch ngân hàng; không có quyền tiếp cận điện thoại, thư tín điện tử. Do vậy, Ủy ban chứng khoán Nhà nước gặp nhiều khó khăn trong công tác xác minh, xử lý các vụ việc giao dịch nội gián và thao túng thị trường.

Các tổ chức tự quản được xác định chưa rõ nét. Các Sở giao dịch chứng khoán chưa là tổ chức tự quản đúng nghĩa khi hoạt động với tư cách là doanh nghiệp TNHH một thành viên thuộc Bộ Tài chính và khó thực hiện được vai trò quản lý đối với các đơn vị thành viên. Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam và Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam không được coi là tổ chức tự quản theo thông lệ quốc tế nên không có khả năng quản lý thành viên, duy trì đạo đức nghề nghiệp.

Thứ tư, các tổ chức trung gian trên thị trường chứng khoán vừa thiếu, vừa yếu: Sau thời kỳ bùng nổ, số lượng các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ lớn, song hoạt động thiếu hiệu quả và rủi ro hoạt động lớn; Hoạt động thanh toán, lưu ký còn nhiều bất cập; Các công ty kiểm toán hoạt động chưa đạt độ tin cậy cao, vẫn còn hiện tượng báo cáo tài chính của doanh nghiệp niêm yết đã qua kiểm toán, song chất lượng thông tin thấp, ảnh hưởng nghiêm trọng tới quyền lợi của các nhà đầu tư; Việt Nam chưa có tổ chức định mức tín nhiệm, chưa có các nhà tạo lập thị trường (Vũ Bằng, 2014; Nguyễn Sơn, 2014).

Thứ năm, tiến trình hợp nhất hai sở giao dịch còn chậm làm cho cấu trúc giao dịch thiếu hoàn thiện.

Thứ sáu, thị trường thiếu các nhà đầu tư tổ chức, làm cho rủi ro thị trường lớn.

4. Nguyên nhân của những hạn chế

Những hạn chế của thị trường chứng khoán Việt Nam bắt nguồn từ những nguyên nhân sau:

Thứ nhất, nhận thức sai lầm về thị trường. Có thể nói, những bất cập về cấu trúc thị trường thời gian qua là biểu hiện rõ nét về nhận thức sai lầm về thị trường và giá phải trả là những đề án tái cấu trúc phức tạp và tốn kém. Thị trường chứng khoán là biểu tượng của kinh tế thị trường, do vậy, thị trường phải vận động theo đúng quy luật vốn có của nó. Sự can thiệp của cơ quan quản lý Nhà nước vào thị trường phải được thực hiện trên cơ sở tôn trọng các quy luật kinh tế khách quan nhằm điều tiết những bất cập của thị trường.

Thị trường chứng khoán là của các nhà đầu tư tổ chức, các nhà đầu tư lớn. Tuy nhiên, thị trường này lại gắn liền với các nhà đầu tư cá nhân, gắn liền với cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước. Chính vì thế, cấu trúc nhà đầu tư bất cập, thị trường chủ yếu là các nhà đầu tư nhỏ, tính ổn định của thị trường thấp. Với khát vọng phát triển thị trường, các nhà quản lý đã hạ thấp tiêu chuẩn niêm yết cũng như hạ thấp tiêu chuẩn thành lập công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ (giai đoạn 2000-2005). Mặc dù số lượng doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng khá, song chất lượng niêm yết quá thấp làm cho tính thanh khoản

giảm và rủi ro cao, đặc biệt khi có hiện tượng thao túng giá, đầu cơ chứng khoán. Số lượng công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ tăng trưởng quá nhanh làm áp lực cạnh tranh tăng cao, trong khi hoạt động quản trị điều hành, quản trị rủi ro của các doanh nghiệp này còn nhiều bất cập và quản lý thành viên thị trường còn buông lỏng.

Quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán vô cùng quan trọng trong định hướng phát triển thị trường, đặc biệt là với thị trường mới được thành lập như ở Việt Nam. Song, cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán lại chỉ tương đương Tổng cục trực thuộc Bộ Tài chính nên không đủ quyền và vị thế trong quản lý và giám sát thị trường. Hoạt động quản lý nhà nước và quản lý tự quản không được xác định rạch ròi, theo hướng không tôn trọng đầy đủ quyền lợi của các thành viên của thị trường.

Thứ hai, nhiều nội dung cải cách kinh tế nói chung và cải cách trên thị trường chứng khoán nói riêng được thực hiện nửa vời, thiếu nhất quán. Quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước nhằm thay đổi cơ chế quản lý của doanh nghiệp, tăng tích lũy vốn và tăng khả năng huy động vốn. Song cơ quan quản lý không dám “buông” khi duy trì tỷ lệ cổ phiếu Nhà nước nắm giữ cao, làm cho vấn đề quản trị doanh nghiệp không thể thay đổi triệt để, hiện tượng “Nhà nước hoá công ty” tái diễn. Ngay cả đối với Sở giao dịch chứng khoán, cơ quan quản lý cũng không muốn buông khi không thực hiện cổ phần hoá Sở giao dịch chứng khoán.

Thứ ba, nội dung của các đề án tái cấu trúc còn chung chung, thiếu cụ thể: Cơ quan quản lý chưa xác định rõ cấu trúc hàng hóa cụ thể cho từng giai đoạn và lộ trình để đạt được cấu trúc đó; Tỷ trọng giá trị giữa các loại hàng hóa chưa được xác định cụ thể và khoa học, từ đó, ảnh hưởng không tốt lên cơ cấu vốn của nền kinh tế, làm cho chi phí vốn của nền kinh tế cao, giảm cơ hội đầu tư của doanh nghiệp và toàn nền kinh tế; Chưa xác định rõ số lượng công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ tương ứng phù hợp với các giai đoạn phát triển của thị trường, từ đó, có quy hoạch phát triển đồng bộ.

Thứ tư, quá trình tái cấu trúc công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ còn chậm, số lượng các tổ chức kinh doanh chứng khoán còn nhiều, hoạt động của nhiều công ty chứng khoán còn kém hiệu quả, thiếu minh bạch và mức độ rủi ro hoạt động còn cao (Vũ Bằng, 2014; 6. Ủy ban chứng khoán Nhà nước, 2013). Những nguyên nhân trên cần sớm được khắc phục nhằm thúc đẩy quá trình tái cấu trúc và giúp cho thị trường chứng khoán phát triển ổn định, phù hợp với thông lệ quốc tế.

5. Các đề xuất định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

5.1. Định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

Định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam được thể hiện trong Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020 ban hành theo Quyết định Số 252/QĐ-TTg ngày 1/3/2012 của Thủ tướng Chính phủ với những nội dung chủ yếu sau:

5.1.1. Quan điểm phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

Xây dựng và phát triển thị trường phù hợp với điều kiện phát triển kinh tế - xã hội, hình thành một hệ thống thị trường chứng khoán đồng bộ và thống nhất trong tổng thể thị trường tài chính; Phát triển, mở rộng thị trường chứng khoán có tổ chức, thu hẹp thị trường tự do đồng thời đặc biệt coi trọng vấn đề chất lượng và sự an toàn của thị trường, từng bước tiếp cận với các thông lệ và chuẩn mực quốc tế; Phát triển thị trường chứng khoán theo hướng gắn kết với việc cải cách, sắp xếp khu vực doanh nghiệp nhà nước, tạo động lực cho các doanh nghiệp, các thành phần kinh tế cả về năng lực tài chính và quản trị doanh nghiệp; Nhà nước thực hiện quản lý bằng công cụ pháp luật, có các chính sách hỗ trợ, tạo điều kiện để thị trường chứng khoán phát triển ổn định, vững chắc; phát huy vai trò của các tổ chức tự quản, hiệp hội nhằm bảo đảm quyền, lợi ích hợp pháp và khuyến khích các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán.

5.1.2. Mục tiêu

Mục tiêu tổng quát trong phát triển thị trường chứng khoán là: Phát triển thị trường chứng khoán ổn định, vững chắc, cấu trúc hoàn chỉnh với nhiều cấp độ, đồng bộ về các yếu tố cung - cầu; tăng quy mô và chất lượng hoạt động, đa dạng hóa các sản phẩm, nghiệp vụ, đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả và trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng của nền kinh tế; Bảo đảm tính công khai, minh bạch, các tiêu chuẩn và thông lệ quản trị công ty, tăng cường năng lực quản lý, giám sát và cưỡng chế thực thi, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư và lòng tin của thị trường; Chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế, từng bước tiếp cận với các chuẩn mực chung và thông lệ quốc tế.

Mục tiêu cụ thể trong phát triển thị trường chứng khoán bao gồm: Tăng quy mô, độ sâu và tính thanh khoản của thị trường chứng khoán; Phân đấu đưa tổng giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu vào năm 2020 đạt khoảng 70% GDP; Đưa thị trường trái phiếu trở thành một kênh huy động và phân bổ vốn quan trọng cho phát triển kinh tế; Đa dạng hóa cơ sở

nhà đầu tư; Tái cấu trúc mô hình tổ chức Sở giao dịch chứng khoán; Nâng cao sức cạnh tranh của các định chế trung gian thị trường và các tổ chức phụ trợ; Tăng cường năng lực quản lý, giám sát, thanh tra và cưỡng chế thực thi của cơ quan quản lý nhà nước; Tham gia chương trình liên kết thị trường khu vực ASEAN và thế giới theo lộ trình phát triển.

5.2. Một số đề xuất định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2020

Mặc dù các giải pháp phát triển thị trường chứng khoán được xác định trong Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020 ban hành theo Quyết định Số 252/QĐ-TTg ngày 1/3/2012 của Thủ tướng Chính phủ, song các giải pháp còn mang nặng tính định hướng. Xuất phát từ những hạn chế và nguyên nhân đã được luận giải trên đây và mục tiêu trước mắt, cần đẩy mạnh công tác tái cấu trúc thị trường chứng khoán trên cơ sở các giải pháp chủ yếu sau:

Thứ nhất, cần có nhận thức đúng về thị trường chứng khoán. Bài học từ những sai lầm trong chính sách phát triển thị trường thời gian qua cho thấy, những mong muốn chủ quan, duy ý chí đã phải trả giá khá cao như lòng tin của các thành viên thị trường suy giảm, chi phí tái cấu trúc tốn kém,... Cần để thị trường vận động theo đúng những quy luật vốn có của kinh tế thị trường, tránh tối đa những can thiệp có tính thô bạo của các cơ quan quản lý.

Thứ hai, về tái cấu trúc cơ sở hàng hóa. Cơ quan quản lý nhà nước cần xác định rõ cơ cấu hàng hóa của thị trường cho từng giai đoạn, trong đó, xác định cụ thể tỷ lệ cơ cấu giữa thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu, tạo cơ cấu vốn mục tiêu cho nền kinh tế, từ đó, giảm chi phí vốn và tăng cơ hội đầu tư cho nền kinh tế. Cần tăng tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp huy động nợ và giảm phụ thuộc vào nguồn vốn vay ngân hàng. Bên cạnh đó, cần kiên quyết thực hiện thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp cổ phần hóa, thực hiện niêm yết cổ phiếu của các công ty đại chúng theo luật định để tăng số lượng hàng hóa; thúc đẩy quá trình hoàn thiện quản trị công ty, quản trị rủi ro và minh bạch hóa thông tin của doanh nghiệp niêm yết nhằm tăng chất lượng chứng khoán niêm yết.

Thứ ba, về tái cấu trúc thị trường giao dịch. Cần khẩn trương xây dựng Đề án và cơ sở pháp lý về tổ chức và hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Trong năm 2014, cần thực hiện cổ phần hóa hai Sở giao dịch chứng khoán với đối tượng mua cổ phiếu là các công ty chứng khoán và các ngân hàng thương mại để Sở giao dịch chứng khoán

thực sự là tổ chức tự quản. Khi có Đề án sẽ thực hiện sáp nhập hai sở để hình thành Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Cần sớm hoàn thiện Đề án thị trường chứng khoán phái sinh và xây dựng trình Chính phủ ban hành Nghị định về thị trường chứng khoán phái sinh. Bên cạnh đó, Cần xây dựng hệ thống cơ chế, chính sách, các nhà tạo lập thị trường, hệ thống giao dịch,... để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Thứ tư, về tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư. Cần tiếp tục thực hiện để tăng số lượng nhà đầu tư tổ chức, các nhà tạo lập thị trường, đặc biệt là phát triển mô hình quỹ đầu tư, quỹ hưu trí tự nguyện, quỹ đầu tư bất động sản. Tăng cường thu hút đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán thông qua quy định và lộ trình nâng cao tỷ lệ sở hữu chứng khoán của các nhà đầu tư nước ngoài.

Thứ năm, về tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán. Tái cấu trúc lại các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ phải theo hướng thu hẹp về số lượng, nâng cao năng lực tài chính và chất lượng quản trị điều hành, quản trị rủi ro. Cần tiếp tục thực hiện cơ cấu lại các tổ chức kinh doanh chứng khoán trên cơ sở phân loại và theo hướng nâng cao chất lượng dịch vụ; nâng cao năng lực tài chính, quản trị công ty, quản trị rủi ro; tăng cường giám sát hoạt động của các tổ chức kinh doanh chứng khoán; mở rộng sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài tại các tổ chức kinh doanh chứng khoán.

Thứ sáu, về tái cấu trúc tổ chức và quản lý thị trường. Cần làm rõ vị trí, vai trò của Ủy ban chứng khoán Nhà nước là cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán, tách Ủy ban chứng khoán Nhà nước ra khỏi Bộ Tài chính và là cơ quan bộ, có đầy đủ tư cách pháp lý trong việc ban hành các văn bản quy phạm pháp luật; Phân định rõ chức năng, nhiệm vụ quản lý của Ủy ban chứng khoán Nhà nước và Sở giao dịch theo hướng tôn trọng quyền quản lý, giám sát của Sở là đơn vị tự quản; Thừa nhận và nâng cao vai trò tự quản của Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam và Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam; Củng cố mô hình hoạt động của trung tâm lưu ký chứng khoán theo hướng bổ sung chức năng đối tác thanh toán trung tâm; xây dựng hệ thống vay và cho vay chứng khoán, hoàn thiện phương thức thanh toán bù trừ trước mắt là đối với trái phiếu Chính phủ; chuyển chức năng thanh toán trái phiếu từ ngân hàng thương mại sang Ngân hàng nhà nước; tăng cường hoạt động thanh tra và giám sát chứng khoán và giao dịch chứng khoán.

Thứ bảy, chuẩn bị các bước cần thiết để xây dựng Đề án Luật nhằm xây dựng Luật Chứng khoán thế

hệ thứ hai trình Chính phủ và Quốc Hội thông qua. Luật Chứng khoán mới cần xác định rõ vấn đề quản lý Nhà nước và quản lý tự quản, đảm bảo phù hợp với thông lệ quốc tế.

Thúc đẩy tái cấu trúc toàn diện, đồng thời tăng cường mức độ công khai, minh bạch cho thị trường

chứng khoán là cơ sở tiền đề thực hiện thắng lợi Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2020, trong đó, vấn đề thay đổi nhận thức về kinh tế thị trường, thay đổi cơ chế quản lý, giám sát là cốt lõi để thực hiện thành công các giải pháp. □

Tài liệu tham khảo

- Câu lạc bộ nhà báo chứng khoán Việt Nam (2014), *10 sự kiện chứng khoán Việt Nam 2013*, <http://www.tienphong.vn/Kinh-Te/10-su-kien-chung-khoan-noi-bat-2013-665448.tpo>.
- Đình Tiến Dũng (2014), *Thành công của ngành tài chính có công của thị trường chứng khoán*, www.ssc.gov.vn/ubck/htfileservlet;jsessionid...?id=564670.
- Hoàng Hải (2014), 'Hai mảng sáng tối của thị trường chứng khoán Việt Nam 2013', *Thời báo kinh doanh*, <http://cafef.vn/thi-truong-chung-khoan/hai-mang-sang-toi-cua-ttck-viet-nam-2013-2014010608535789319ca31.chn>
- Nguyễn Sơn (2014), *thị trường chứng khoán Việt Nam 2013, một năm ấn tượng với nhiều cảm xúc*, http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/vi/aptnoidungchitiet.jspx?id=519&_afLoop=428375850933000&_afWindowMode=0#%40%3F_afLoop%3D428375850933000%26id%3D519%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3D69j556yn4_9.
- Ủy ban chứng khoán Nhà nước (2013), *Về công tác xây dựng, phát triển thị trường chứng khoán 12 năm và tổng kết công tác năm 2013, nhiệm vụ, giải pháp năm 2014*, Hà Nội.
- Ủy ban chứng khoán Nhà nước (2014), *Báo cáo tổng kết hoạt động 2013*, Hà Nội.
- Vũ Bằng (2014), *Tiếp tục thúc đẩy thị trường, hướng tới các giải pháp dài hạn*, http://www.mof.gov.vn/portal/page/portal/mof_vn/1539781?pers_id=2177092&item_id=118818109&p_detail_s=1.

Vietnam stock market: 14 years in operation

Abstract:

This paper reviews the development of Vietnam's stock market over the last 14 years, and the market restructuring process. The analyses indicate that Vietnam's stock market is undeveloped with small market size, low quality and undiversified products, problematic market management, and lack of strong market intermediaries. The findings also show that in Vietnam market there are only few institutional investors and no evidence for existence of market makers. After analyzing some causes that deter the development of the market, the paper provides seven recommendations.

Thông tin tác giả:

***Trần Đăng Khâm**, Phó giáo sư, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng – Tài chính, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chính của tác giả: Tài chính - Ngân hàng - Chứng khoán

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*; *Tạp chí Ngân hàng*; *Tạp chí Thị trường Tài chính*

- Thông tin liên lạc: Địa chỉ email: trandangkham@yahoo.com;