

# BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

## I. Chứng khoán và thị trường chứng khoán

### 1. Khái quát về chứng khoán

Trong đời sống kinh tế, thuật ngữ chứng khoán được tìm hiểu theo những yêu cầu, mục đích khác nhau. Đây là khái niệm phức tạp vì bản thân nó đã hàm chứa một loại quan hệ kinh tế phức tạp phát sinh giữa người cần vốn và người có vốn.

Chứng khoán rất đa dạng về chủng loại và phong phú về cách thức biểu hiện do đó mà pháp luật nhiều quốc gia không đưa ra một định nghĩa cụ thể về chứng khoán.

**+ Theo quan điểm truyền thống thì Chứng khoán là phương tiện xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu chứng khoán đối với tài sản hoặc vốn của tổ chức phát hành.**

Hình thức tồn tại của chứng khoán rất đa dạng, phụ thuộc vào thực tế phát triển của nền kinh tế. Chứng khoán có thể có hình thức chứng chỉ, hình thức bút toán ghi sổ dần phát triển do yêu cầu của nhà phát hành và sở hữu chứng khoán. Khi công nghệ phát triển, hình thức điện tử cũng được nghi nhận như một dạng tồn tại của chứng khoán.

**+ Theo quan điểm hiện đại:**

**Chứng khoán là mọi sản phẩm tài chính có thể chuyển nhượng được.**

Với cách hiểu này, đối tượng được coi là chứng khoán thực sự đa dạng: cổ phiếu, trái phiếu, các công cụ tài chính tại thị trường tiền tệ như tín phiếu kho bạc, kỳ phiếu ngân hàng và các loại thương phiếu.

Chứng khoán xác nhận quyền, lợi ích của người sở hữu, điều đó cũng có nghĩa là xác định quyền tài sản của một chủ thể nhất định xét theo phương diện pháp lý. Nhưng cho dù chứng khoán có hình thức có hình thái biểu hiện cụ thể như thế nào thì đều có chung đặc trưng là xác nhận quyền chủ nợ hoặc quyền sở hữu đối với chủ thể phát hành ra nó.



Để nhận diện chứng khoán với các đối tượng khác, thường phải dựa trên đặc điểm của chúng:

### **b) Đặc điểm của chứng khoán**

Đặc điểm quan trọng đầu tiên của chứng khoán là tính sinh lời

#### **+ Tính sinh lời:**

**Tính sinh lời thể hiện ở việc người phát hành ra chứng phải trả cho người sở hữu chứng khoán một khoản lợi tức trong tương lai để nhận về mình quyền sử dụng vốn.** Tính sinh lời của chứng khoán là động lực thúc đẩy người đầu tư mua chứng khoán và cũng là tiền đề xuất hiện chứng khoán. Nhưng nếu chỉ dừng lại ở tính sinh lời thì cơ hội đầu tư cũng như hiệu quả đầu tư chưa đạt được.

#### **+ Tính thanh khoản**

**Tính thanh khoản tức là khả năng chuyển đổi được thành tiền.** Tính thanh khoản tạo cho người sở hữu chứng khoán chuyển đổi dạng tài sản từ chứng khoán sang tiền thông qua một giao dịch tại thị trường thứ cấp hoặc thông qua nghiệp vụ ngân hàng. Tính thanh khoản tạo ra sự hấp dẫn đối với người đầu tư, thoả mãn nhu cầu của họ đồng thời cũng hạn chế rủi ro làm giảm sút giá trị tiền tệ của chứng khoán. Có thể nói rằng, khả năng thanh khoản của mỗi chứng khoán là khác nhau, điều đó cũng có ý nghĩa trong việc xác định hiệu suất vốn đầu tư của nền kinh tế, đồng thời tạo ra sức cạnh tranh cho các chủ thể phát hành. Tính thanh khoản của một loại chứng khoán phụ thuộc vào uy tín của chủ thể phát hành, vào chi phí chuyển đổi và sự biến động của thị trường

#### **+ Tính rủi ro**

Cuối cùng, nói tới chứng khoán, cũng đồng thời phải nói tới tính rủi ro của chứng khoán, thể hiện ngay ở bản chất của hoạt động đầu tư vốn. Cũng như bất kỳ hoạt động đầu tư, kinh doanh nào khác, việc kinh doanh chứng khoán là “đầu tư một lượng tiền trong hiện tại và chỉ có thể thu hồi trong tương lai”, do vậy cả quãng thời gian đó cũng chính là thời gian chứa đựng rủi ro. Mức độ rủi ro tiềm tàng đến đâu còn phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố, như thời gian đầu tư, chủ thể nhận vốn cùng các cam kết khác chính là những yếu tố cơ bản ảnh hưởng tới độ rủi ro. Mức độ rủi ro của

chứng khoán có mối quan hệ chặt chẽ với tính sinh lời và tính thanh khoản của chứng khoán.

## **2. Khái niệm Thị trường chứng khoán**

### **a) Khái niệm**

**Thị trường chứng khoán là nơi diễn ra hoạt động giao dịch, mua bán các loại chứng khoán được tiến hành bởi những đối tượng khác nhau theo quy định của pháp luật.**

Đây là nơi chấp nối quan hệ cung – cầu vốn đầu tư trung, dài hạn của nền kinh tế quốc dân và quốc tế; là nơi gặp gỡ, giao dịch giữa những người cần huy động vốn đầu tư (người phát hành chứng khoán) với những người có vốn nhàn rỗi muốn đầu tư (người mua chứng khoán) cũng như giữa các nhà kinh doanh chứng khoán với nhau.

Thị trường chứng khoán là một hiện tượng lịch sử, xuất hiện cùng với sự phát triển của nền kinh tế thị trường. Cũng như các thị trường khác, thị trường chứng khoán cũng qua những bước phát triển sơ khai ban đầu, sau đó ngày càng đa dạng, phức tạp dần theo sự phát triển của các quan hệ kinh tế - xã hội. Đây là thị trường đặc biệt, lưu hành các loại hàng hoá đặc biệt là chứng khoán. Sự khác biệt cơ bản đó làm cho nguyên tắc, tổ chức, quản lý thị trường chứng khoán cũng có sự khác biệt so với các thị trường thông thường.

### **Thị trường chứng khoán có từ bao giờ?**

Thị trường chứng khoán được hình thành, phát triển trong những điều kiện hoàn cảnh cụ thể. Đó là nền kinh tế thị trường với những quy luật vốn có của nó. Tại đó cơ hội kinh doanh, khả năng chuyển đổi mới hình thành và tồn tại. Đối với nền kinh tế tập trung không thực hiện được những hoạt động này. Trên thế giới, thị trường chứng khoán ra đời cách đây hơn 400 năm. Hình thức và địa điểm ban đầu rất thô sơ, bột phát, tản mạn, khó xác minh. Mốc thời gian đánh dấu thị trường hoạt động đồng bộ, với đủ loại hình giao dịch như ngày nay được ghi vào đầu thế kỷ 17 tại Amsterdam (Hà Lan). Công ty cổ phần đầu tiên thành lập, phát hành cổ phiếu vào ngày 20 tháng 3 năm 1602. Ít lâu sau người ra phát kiến ra trái phiếu quốc gia và các loại trái khoán, giấy ghi nợ rất phong phú. Thị trường chứng khoán Pari “non trẻ”



hơn, ra đời năm 1801. Sau London, nó là “chợ” lớn nhất châu Âu, một lục địa sang đầu thế kỷ 21 đã có hơn 30 thị trường quốc gia, 12 hệ thống buôn bán và 20 hệ thống thi hành lệnh, triển khai quy trình thanh toán bù trừ. Theo thời gian các thị trường biến hình liên tục.

Nếu trong thời kỳ đầu, thị trường chứng khoán chỉ xuất hiện ở các nước có nền kinh tế tự do phát triển như Hà Lan, Anh, Đức, Hoa Kỳ ... thì hiện nay mô hình thị trường này đã lan rộng và trở thành hiện tượng phổ biến của các quốc gia có nền kinh tế thị trường. Mặc dầu vậy, để phù hợp với trình độ phát triển nền kinh tế, thực lực nền kinh tế mà mức độ phức tạp, đa dạng cũng như mức độ sôi động của thị trường chứng khoán tại các quốc gia khác nhau. Sự khác biệt ấy không chỉ dừng lại giữa các quốc gia, ngay ở những khu vực phát triển kinh tế khác nhau trong một quốc gia, mức độ lưu hoạt vốn của các bộ phận thị trường (mang tính địa phương) cũng khác nhau rõ rệt. Cùng với xu hướng toàn cầu hoá nền kinh tế, hoạt động của thị trường chứng khoán các quốc gia ngày càng trở nên gần nhau hơn, thông qua các liên kết giao dịch, nhu cầu kinh doanh, đầu tư của tất cả các đối tượng.

ở Việt Nam nếu không tính đến những năm chuẩn bị thì thời điểm khai trương chính thức trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh là vào tháng 6 năm 2000. Phiên giao dịch đầu tiên diễn ra ngày 20-7-2000.

## **b. Phân loại thị trường chứng khoán**

**+ Xét theo tiêu chí lưu thông chứng khoán có thể phân ra thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.**

Tại thị trường sơ cấp, các chứng khoán lần đầu tiên được bán cho các nhà đầu tư nên còn được gọi là thị trường phát hành. Điều đó cũng có nghĩa, thông qua thị trường sơ cấp, những nguồn đầu tư mới thực sự được chuyển cho nhà phát hành.

Thị trường thứ cấp diễn ra các giao dịch chứng khoán chưa được thanh toán. Bộ phận thị trường này không làm tăng nguồn vốn mới cho nền kinh tế, nhưng có thể hoạt động liên tục, tạo ra khả năng thanh khoản cho chứng khoán đã phát hành. “Thị trường thứ cấp phục vụ cho hai mục đích chính: thúc đẩy sự tạo vốn cho các doanh nghiệp, chính phủ và tạo ra các công cụ đầu tư có khả năng sinh lời cho các nhà đầu

tu”. Thông qua thị trường thứ cấp, các bên tham gia đều mong muốn đạt tới hiệu ích kinh tế của mình. Hai bộ phận thị trường sơ cấp cũng như thứ cấp có mối quan hệ nội tại, mật thiết: thị trường sơ cấp là sở sở, tiền đề; thị trường thứ cấp là động lực. Nếu không có thị trường sơ cấp thì không có chứng khoán để vận hành thị trường thứ cấp; ngược lại nếu không có thị trường thứ cấp sẽ khó khăn trong việc phát hành vì chứng khoán hầu như không có khả năng thanh khoản vì chưa đến hạn thanh toán.

+ **Xét theo phương thức tổ chức và giao dịch, thị trường chứng khoán bao gồm thị trường tập trung và không tập trung.**

Thị trường chứng khoán tập trung diễn ra các hoạt động mua hoặc bán chứng khoán, hoặc tham khảo để thực hiện các giao dịch chứng khoán, được tồn tại dưới hình thức phổ biến là Sở Giao dịch chứng khoán hạch các sàn giao dịch chứng khoán.

Thị trường không tập trung diễn ra hoạt động giao dịch chứng khoán không có đủ điều kiện giao dịch tại thị trường tập trung, có thể tiến hành thông qua những hình thức đa dạng khác nhau như hệ thống giao dịch nối mạng hoặc là giao dịch chứng khoán riêng lẻ.

Thị trường chứng khoán tập trung có giá trị như “bộ mặt” thị trường chứng khoán quốc gia, các bộ phận thị trường khác thể hiện sự đa dạng của các giao dịch có thể lựa chọn. Hàng hoá của thị trường tập trung cũng là những hàng hoá có thể đánh giá có chất lượng hơn so với hàng hoá của thị trường khác, do tính có tổ chức của nó; điều đó cũng có nghĩa sự an toàn hay rủi ro, cơ hội kiếm lời là khác nhau trong các giao dịch trên thị trường.

### ***3. Những điều kiện - xã hội để hình thành thị trường chứng khoán và vai trò của nó***

#### **a) Điều kiện xã hội**

Nếu chỉ xem xét thị trường chứng khoán với những biểu hiện đơn giản nhất là có giao dịch mua bán chứng khoán thì đó là cách nhìn không đầy đủ. Thực tế đã chỉ ra rằng, thị trường chứng khoán bao giờ cũng có những biểu hiện bề nổi, mang tính “bộ mặt”, đó là các giao dịch tại thị trường chứng khoán tập trung, các giao dịch nội bộ chưa phản ánh đầy đủ tính chất của thị trường chứng khoán. Nhưng để thị trường

tập trung có thể vận hành ổn định và bình thường được, cần phải hội đủ những điều kiện kinh tế, xã hội nhất định.

Thứ nhất, nền kinh tế của quốc gia có thị trường phải phát triển đến mức độ nhất định. Xuất phát từ nguồn gốc ra đời của chứng khoán, đó là nhu cầu về vốn giữa người cần vốn và người có vốn. Mặc dù vậy, nguồn vốn có thể cung và nguồn vốn cần thiết cho nền kinh tế phải đạt đến giới hạn nhất định. Nếu không đạt đến các giới hạn đó, các nhà kinh doanh (và kể cả các nhà đầu tư) sẽ không lựa chọn vốn qua thị trường chứng khoán mà sẽ lựa chọn vốn qua thị trường khác đơn giản và an toàn hơn (như thị trường tín dụng, thị trường ngoại hối, thị trường bất động sản). Trong thực tế, đánh giá về tốc độ phát triển nền kinh tế được xem xét ở những khía cạnh cụ thể khác nhau. Trước hết, thông qua các chỉ số phát triển kinh tế (GDP, GNP); cơ cấu ngành, miền. Chỉ số này phải phản ánh được đó là nền kinh tế phát triển thực (tức phải xem xét trong mối tương quan với chỉ số giá cả). Các chuyên gia kinh tế cho rằng, để ra đời thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển, vấn đề hoạch định nền kinh tế và xem xét tình hình phát triển kinh tế là rất cần thiết cho sự ổn định thị trường. Thực tế đã cho thấy, đối với thị trường các nước đang phát triển, vấn đề hoạch định nền kinh tế và xem xét tình hình phát triển kinh tế là rất cần thiết cho sự ổn định thị trường. Thực tế đã cho thấy rằng, đối với thị trường các nước đang phát triển, sự biến động về phát triển kinh tế sẽ ảnh hưởng tức thì đến giao dịch tại thị trường và không loại trừ trường hợp làm vỡ thị trường.

Liên quan đến yêu cầu kinh tế, sự tham gia của các tổ chức kinh tế vào thị trường là hết sức quan trọng. Các tổ chức kinh tế được xem là những nhà đầu tư có tổ chức và nhiều tiềm năng hơn là nhà đầu tư riêng lẻ, là đối tượng có nhu cầu vốn thường xuyên. Sự tham gia của họ vào thị trường sẽ làm cho nguồn vốn giao dịch tăng, đây chính là yếu tố kích ứng mức sôi động của thị trường mặt khác, tổ chức kinh tế cũng đồng thời là người có khả năng sử dụng vốn với hiệu suất cao nhất, là nhà kinh doanh lành nghề. Vì vậy, cần phải có những biện pháp phù hợp tạo điều kiện cho họ có cơ hội tham gia thị trường. Các tổ chức kinh tế được xem xét ở đây có thể là doanh nghiệp thông thường, các tổ chức tài chính... Quy mô vốn, năng lực



thực tế của các tổ chức kinh tế quyết định sức thanh khoản và lành mạnh của thị trường

Thứ hai, phải có sự ổn định chính trị – xã hội. Thị trường chứng khoán có độ nhạy cảm cao đối với bất kỳ sự biến đổi hay bất ổn định nào về chính trị, xã hội. Sự ổn định chính trị- xã hội là tiền đề cho sự ổn định đầu tư; người đứng đầu bộ máy nhà nước có thể ảnh hưởng tới luồng chu chuyển vốn giữa các ngành và khu vực kinh tế . Thực tế đời sống chính trị của Hoa Kỳ, Nhật Bản, khu vực Trung Cận Đông, trong những năm qua cho chúng ta rất nhiều bài học về ổn định chính trị và vai trò của người đứng đầu tổ chức bộ máy nhà nước đối với thị trường chứng khoán. Sự ổn định không chỉ dừng lại trong phạm vi lãnh thổ quốc gia mà còn là sự ổn định về chính trị của quốc gia đó trên trường quốc tế. Sự can thiệp của Tổng Thống Bush và ngành thép Hoa Kỳ không chỉ gây ra mối quan ngại trong giao dịch thương mại quốc tế với các quốc gia có xuất khẩu thép vào thị trường Mỹ mà còn ảnh hưởng rõ nét tới giá chứng khoán ngành thép Hoa Kỳ.

Thị trường chứng khoán ở các quốc gia hình thành từ nhu cầu nội tại. Nếu dùng ngôn ngữ triết học, có thể nói, nó hình thành theo con đường tiến hoá dần và có nhu cầu hợp lại với nhau, dần hoàn thiện.

Đối với Việt Nam, thị trường chứng khoán được hình thành phụ thuộc rất nhiều yếu tố từ bên ngoài. Mặc dù có một số yếu tố nội tại trong đó, song nó không hoàn toàn mang yếu tố hình thành tự thân. Đây cũng là yếu tố chi phối tới pháp luật thị trường chứng khoán Việt Nam và cũng phản ánh vai trò của pháp luật đối với thị trường chứng khoán nước ta.

## **b) Vai trò của TTCK**

Chứng khoán và thị trường chứng khoán tồn tại như một tất yếu khách quan của nền kinh tế thị trường và giữ vai trò đặc biệt quan trọng đối với nền kinh tế.

**Thứ nhất, xuất phát từ nguồn gốc ra đời của chứng khoán và thị trường chứng khoán, có thể khẳng định, thị trường chứng khoán là công cụ quan trọng trong việc huy động vốn trung và dài hạn.**

Với chi phí thấp, khả năng chủ động trong việc lựa chọn đối tượng, lượng vốn cần thiết cũng như hình thức huy động vốn, thị trường chứng khoán có vai trò rất lớn trong việc trợ giúp cho các doanh nghiệp thu hút, huy động vốn cho hoạt động sản xuất – kinh doanh một cách dễ dàng. Thực tiễn hoạt động của thị trường chứng khoán các quốc gia đã chỉ ra rằng, thị trường chứng khoán tạo ra sự cạnh tranh với các bộ phận thị trường truyền thống mà đại diện là thị trường tín dụng. Nếu như trước đây các tổ chức tín dụng là chỗ dựa tiềm tàng về vốn cho các doanh nghiệp, từ nguồn vốn nhỏ nhất trong thời gian dài nhất theo nhu cầu, thì đến nay khi nền kinh tế phát triển, thị trường chứng khoán đã mở ra cơ hội huy động vốn mới cho các doanh nghiệp. Nội dung, hình thức huy động vốn của doanh nghiệp thông qua thị trường chứng khoán rất đa dạng, không đơn thuần là nguồn vốn vay; bản thân các nguồn vốn kèm theo cam kết của doanh nghiệp phát hành cũng thể hiện nhu cầu và tính cạnh tranh to lớn.

Không chỉ đóng vai trò là công cụ huy động vốn, thị trường chứng khoán còn là môi trường đầu tư thuận lợi của công chúng. Thị trường chứng khoán là môi trường đầu tư lành mạnh với cơ hội lựa chọn phong phú. Những nguồn tiền tiết kiệm của dân cư được sử dụng với hiệu suất cao nhất thông qua việc lựa chọn các loại chứng khoán với mức độ an toàn và lưu hoạt khác nhau khiến cho các nhà đầu tư có thể lựa chọn hình thức đầu tư phù hợp với khả năng và sở thích của mình. Cũng chính vì sự lựa chọn đó mà bản thân các nhà phát hành cũng được “tính đến” trong quyết định của nhà đầu tư. Có thể nói, thị trường chứng khoán là một trong những cơ sở đánh giá giá trị của doanh nghiệp và của nền kinh tế một cách tổng hợp (kể cả giá trị hữu hình và giá trị vô hình) thông qua các chỉ số giá chứng khoán trên thị trường là kết quả của quá trình cạnh tranh, đảm bảo cho hiệu suất sử dụng vốn của doanh nghiệp nói riêng và của cá nhân nền kinh tế nói chung đạt hiệu quả cao nhất. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng, việc đánh giá nền kinh tế thông qua thị trường chỉ thực sự phát huy hiệu quả đối với những thị trường phát triển, hoạt động ổn định. Đối với những thị trường mới hình thành, mức độ giao dịch còn nhỏ, các giao dịch vốn truyền

thông vẫn còn phổ biến thì vai trò này của thị trường chứng khoán chưa thực sự phát huy, Việt Nam cũng không là ngoại lệ.

**Thứ hai, trường chứng khoán còn là công cụ thực hiện chính sách tài chính tiền tệ quốc gia và các chính sách vĩ mô khác.**

Thị trường chứng khoán phản ánh các giá cả chứng khoán của các doanh nghiệp và các ngành kinh tế. Mức độ giao động giá chứng khoán cho thấy dấu hiệu tiêu cực. Chính vì vậy, có thể nói rằng thị trường chứng khoán là phong vũ biểu của nền kinh tế và là một công cụ hữu hiệu để Chính phủ điều hành việc thực hiện các chính sách vĩ mô. Thông qua thị trường chứng khoán, Chính phủ thực hiện “cân đối lại” ngân sách nhà nước bằng việc phát hành các loại trái phiếu Chính phủ. Đây chính là nội dung quan trọng nhằm thực hiện chính sách tài chính quốc gia. Việc thực hiện tốt chính sách tài chính quốc gia tạo căn cứ chắc chắn cho việc ổn định giá trị đồng tiền, là nội dung cơ bản và quan trọng nhất của chính sách tiền tệ quốc gia. Chính vì thế, thị trường chứng khoán tạo môi trường thuận lợi cho Chính phủ thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia. Đối với các quốc gia nền kinh tế thì thị trường chứng khoán còn là nhân tố thúc đẩy tiến trình đa hình thức sở hữu nền kinh tế. Quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước ở Trung Quốc trong giai đoạn 1993 đến nay đã chỉ ra rằng, thị trường chứng khoán giúp Chính phủ thực hiện tốt công cuộc cải tổ nền kinh tế.

**Thứ ba, thị trường chứng khoán đóng vai trò tạo khả năng thanh khoản cho các chứng khoán.**

Nhà đầu tư có thể chuyển đổi chứng khoán của họ thành tiền mặt hoặc các loại chứng khoán mà họ mong muốn khác tại thị trường. Chính tính thanh khoản của chứng khoán giúp cho thị trường sôi động, đồng thời cũng là một trong những yếu tố quyết định mức hấp dẫn của chứng khoán đối với người đầu tư. Vì vậy, bản thân tính thanh khoản và hoạt động của thị trường có mối quan hệ nội tại, bảo đảm cho thị trường chứng khoán hoạt động an toàn, hiệu quả.

Bất kỳ quốc gia nào có thị trường chứng khoán đều phải tính toán sự ảnh hưởng của đầu tư nước ngoài đối với nền kinh tế trong nước. Có thể nói, thị trường

chứng khoán thu hút đầu tư nước ngoài với độ nhạy lớn. Đối với những hình thức đầu tư tài chính thông qua thị trường có vai trò quan trọng đối với quốc gia đang phát triển. Vì vậy, nếu thị trường có tính ổn định, môi trường đầu tư thuận lợi, cơ hội nhận vốn đầu tư nước ngoài sẽ lớn hơn. Điều này lại được phản ánh trong tính thanh khoản của chứng khoán và những giới hạn đầu tư chứng khoán đối với nhà đầu tư nước ngoài (kể cả nhà đầu tư có tổ chức và đầu tư cá thể). Đối với việc thu hút đầu tư trực tiếp cũng tạo ra môi trường cạnh tranh lành mạnh giữa doanh nghiệp chứng khoán trong nước và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Kinh nghiệm của nhà kinh doanh chứng khoán nước ngoài là những bài học không thể định giá cho các nhà kinh doanh chứng khoán non trẻ của quốc gia mới có thị trường. Tuy nhiên, đi đôi với việc xem xét những mặt tích cực của chính sách thu hút đầu tư nước ngoài, bản thân nó cũng có thể ảnh hưởng xấu tới nền kinh tế trong nước nếu có sự lệ thuộc quá lớn vào nguồn vốn nước ngoài. Vì vậy, đối với những thị trường mới mở, Chính phủ thường có những hạn chế đối với đầu tư nước ngoài (kể cả đầu tư trực tiếp hay đầu tư gián tiếp).

**Thứ tư, thị trường chứng khoán Việt Nam có mối quan hệ mật thiết với quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước.**

Quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước đã tạo điều kiện hết sức quan trọng thúc đẩy quá trình phát triển của thị trường sơ cấp cũng như hình thành thị trường thứ cấp ở Việt Nam. Việc phát hành cổ phiếu của các doanh nghiệp được cổ phần hoá làm sôi động hơn thị trường phát hành, chuyển hoá phần vốn tiết kiệm trong dân chúng thành vốn kinh doanh. Việc niêm yết cổ phiếu trên thị trường tập trung làm tăng thêm và sôi động thêm lượng hàng hoá tại thị trường thứ cấp. Thực tế cho thấy, các cổ phiếu niêm yết tại thị trường tập trung hiện nay đều là cổ phiếu của các công ty cổ phần hình thành từ con đường cổ phần hoá. Ngược lại, thị trường chứng khoán cũng có ảnh hưởng không nhỏ đến quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước, từ giai đoạn cổ phần hoá đến giai đoạn niêm yết chứng khoán và khi có nhu cầu phát hành chứng khoán để tăng vốn doanh nghiệp.

**Thứ năm (cuối cùng), ta sẽ phân tích các yếu tố tác động qua lại của thị trường chứng khoán trong thị trường tài chính.**

Hệ thống pháp luật phản ánh chính sách tiền tệ quốc gia, gây ảnh hưởng trực tiếp đến cơ cấu tiền của toàn xã hội. Chính sách lãi suất của Chính phủ làm thay đổi cơ cấu tiền trong lưu thông, làm ảnh hưởng trực tiếp đến luồng tiền và mức độ giao dịch của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Lãi suất cơ bản của ngân hàng trung ương (Ngân hàng Nhà nước đối với Việt Nam) có ảnh hưởng trực tiếp đến lãi suất thị trường tín dụng (bao gồm cả lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay, lãi suất tái chiết khấu), đồng thời, kích ứng mức độ sôi động thị trường chứng khoán (thông qua biến động các chỉ số giá chứng khoán). Những biến động về lãi suất như vậy sẽ ảnh hưởng tới nguồn cung cấp vốn cho các nhà kinh doanh trong mở rộng đầu tư và hình thành vốn, làm cho nguồn vốn được đưa vào đầu tư có chi phí thấp nhất, các bộ phận thị trường tài chính có mức độ tự cạnh tranh cao nhất. Ngoài ra, thị trường ngoại hối cũng như cán cân thương mại cũng ảnh hưởng trực tiếp đến giao dịch trên thị trường chứng khoán. Đối với đồng nội tệ có sức mua ổn định, chỉ số giá chứng khoán có mức độ cân bằng tương đối so với thị trường nước ngoài sẽ không xảy ra tình trạng luồng tiền được chuyển ra đầu tư nước khác. Sức mua đối ngoại của đồng tiền ổn định cũng tạo cho nhà đầu tư chứng khoán an tâm, không có sự chuyển dịch đầu tư từ bộ phận thị trường này sang bộ phận thị trường khác, xa lánh thị trường chứng khoán (chẳng hạn từ thị trường chứng khoán chuyển sang thị trường ngoại hối, thị trường bất động sản...). Những yếu tố kinh tế như tốc độ tăng trưởng, chính sách đầu tư của Nhà nước, thay đổi cơ cấu tổ chức hoặc người đứng đầu bộ máy nhà nước, tác động của các tổ chức tiền tệ quốc tế đều có thể làm biến động thị trường chứng khoán. Từ những phân tích trên, điều dễ nhận thấy là thị trường chứng khoán rất nhạy cảm với các yếu tố kinh tế, chính trị, xã hội; việc ổn định và phát triển các yếu tố đó chính là cơ sở quan trọng để thị trường chứng khoán ổn định và phát triển.

Vì thế, Đảng và Nhà nước ta chủ trương: “Thúc đẩy sự hình thành, phát triển và từng bước hoàn thiện các loại thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa, đặc biệt quan tâm các thị trường quan trọng nhưng hiện nay chưa có hoặc còn sơ khai

như: thị trường lao động, thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản, thị trường khoa học và công nghệ”; trong đó xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán – một hình thức chủ yếu trong việc huy động vốn trung, dài hạn nhằm phát triển nhanh chóng nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở nước ta.

Do đó, thị trường chứng khoán, nói cách khác, là thị trường vốn trung, dài hạn trực tiếp; nơi giao dịch, mua bán có tổ chức các chứng khoán trung, dài hạn, do các công ty, doanh nghiệp và chính phủ phát hành để huy động vốn của công chúng, phục vụ cho đầu tư phát triển nền kinh tế quốc dân.

#### 4. Chủ thể của thị trường

Trong thị trường chứng khoán, dù ở giai đoạn phát triển nào và ở bộ phận nào của thị trường thì cũng tồn tại hai loại chủ thể chủ yếu là nhà phát hành và nhà đầu tư chứng khoán.

+ **Nhà phát hành** là tất cả chủ thể huy động vốn bằng cách bán chứng khoán cho người đầu tư. Tùy theo điều kiện cụ thể, pháp luật mỗi nước quy định rõ những đối tượng nào là “nhà phát hành”. ở thị trường, thường là các doanh nghiệp (bao hàm cả các tổ chức tín dụng) và Chính phủ (bao gồm cả chính quyền trung ương và chính quyền địa phương).

+ **Nhà đầu tư chứng khoán** những chủ thể có nhu cầu đầu tư bằng cách mua các loại chứng khoán trên thị trường chứng khoán. Loại chủ thể đầu tư này rất đa dạng và đông đảo, mục đích của các nhà đầu cũng không giống nhau. Thường thì, người ta chia nhà đầu tư thành hai nhóm cơ bản: nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư cá thể. Nhà đầu tư có tổ chức có thể chỉ chiếm số lượng nhỏ so với nhà đầu tư cá thể nhưng đối tượng này lại có tiềm năng lớn, khả năng phân tích đánh giá chứng khoán tốt. Nhà đầu tư cá thể chiếm tỷ trọng đông đảo về số lượng nhưng lại là đối tượng thường được quan tâm của nhà quản lý với mục đích bảo vệ quyền lợi cho họ.

Để tạo ra tính thanh khoản của chứng khoán, hiệu suất sử dụng vốn của nền kinh tế, các giao dịch thứ cấp được rất nhiều nhà kinh doanh quan tâm và coi đây là nghiệp vụ kinh doanh chính của mình. Hành vi kinh doanh chứng khoán cũng nhằm mục đích tìm kiếm lợi nhuận như hành vi kinh doanh khác, nhưng do đặc điểm của

chứng khoán rất phức tạp và rủi ro lớn mang tính dây truyền, nên chủ thể thực hiện kinh doanh chứng khoán thường phải đạt những tiêu chuẩn nhất định, cho dù mỗi quốc gia có thể cho phép tổ chức và cá nhân cùng kinh doanh hoặc chỉ cho phép tổ chức và cá nhân cùng kinh doanh hoặc chỉ cho phép tổ chức kinh doanh. Chủ thể kinh doanh chứng khoán thường tồn tại dưới hình thức công ty chứng khoán hoặc những hình thức cá biệt khác.

Ngoài những chủ thể chủ yếu trên còn có thể có một số đối tượng khác như các ngân hàng thương mại (tham gia với tư cách là trung gian thanh toán), các đại lý phát hành chứng khoán....

## **II. Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam sau 4 năm đi vào hoạt động**

### **1. ý nghĩa của chỉ số giá trên thị trường chứng khoán Việt Nam (VN-Index)**

**Khái niệm:**

**Chỉ số giá thị trường hay còn gọi là số trung bình hay chỉ số được hình thành trên cơ sở dựa vào giá của các cổ phiếu riêng lẻ, có thể là của toàn bộ các cổ phiếu được giao dịch trên thị trường hoặc có thể chỉ gồm giá của nhóm các cổ phiếu trên thị trường.**

ở Việt Nam chỉ số giá dựa vào giá của toàn bộ các cổ phiếu được giao dịch trên thị trường, giá của nhóm các cổ phiếu trên thị trường (như chỉ số Nikkei – 250 trên TTCK Nhật Bản, chỉ số Dow Jones trên TTCK Mỹ..)

Cổ phiếu được chọn thường là cổ phiếu của các công ty lớn, có sức mạnh trong các ngành kinh tế và được mua bán nhiều nhất. Với phạm vi và đối tượng tính như vậy, chỉ số giá phản ánh xu hướng vận động chung của toàn bộ thị trường.

Chỉ số giá là một thông tin không thể thiếu trong bất cứ một thông báo nào về hoạt động giao dịch trên TTCK.

Chỉ số giá thị trường rất quan trọng đối với những người tham gia TTCK, đặc biệt là thị trường cổ phiếu, dù với tư cách là nhà đầu tư, chuyên gia tư vấn, môi giới hay các nhà làm chính sách. Nó được các sở giao dịch, các công ty, các tổ chức cung





cấp dịch vụ trên thị trường tính và công bố rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng. ở Việt Nam, chỉ số VN – Index do Trung Tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) thành phố Hồ Chí Minh công bố

Chỉ số giá cổ phiếu tăng cho thấy toàn bộ hoặc phần lớn các cổ phiếu tăng giá; ngược lại chỉ số giá giảm chứng tỏ các cổ phiếu đang giảm giá. Diễn biến của chỉ số giá cổ phiếu có mối quan hệ tương đối chặt chẽ với tình hình kinh tế và các chính sách kinh tế vĩ mô. Trong những thời kỳ nền kinh tế tăng trưởng thuận lợi, chỉ số giá cổ phiếu thường tăng, một phần do những người đầu tư tin tưởng vào triển vọng phát triển của các doanh nghiệp nên có nhu cầu mua cổ phiếu nhiều hơn khiến cho giá cổ phiếu tăng. Tuy nhiên, cũng có thời điểm chỉ số giá cổ phiếu giảm do sự giảm giá của một số cổ phiếu cá biệt, nhưng xu hướng chính vẫn không bị phá vỡ nếu đó chỉ là sự sụt giảm tạm thời và chỉ số giá có thể phục hồi tăng trở lại sau sự sụt giảm đó. Nhưng khi các nhà phân tích và giới đầu có nhận định bi quan về tình hình kinh tế, họ sẽ không mấy tin tưởng vào kết quả kinh doanh tốt đẹp của các doanh nghiệp trong tương lai, thì cổ phiếu sẽ không còn hấp dẫn, giá của chúng trên thị trường sẽ giảm khiến chỉ số giá giảm. Do đó, bên cạnh việc bám sát biến động giá của các cổ phiếu cụ thể, việc theo dõi diễn biến của chỉ số giá cũng có ý nghĩa rất quan trọng đối với việc ra quyết định đầu tư. Nó sẽ giúp bạn có được một cái nhìn tổng quát về thị trường, trên cơ sở đó đưa ra được những quyết định đầu tư mang tính chiến lược và dài hạn chứ không phải chỉ nhằm mục đích kiếm lời từ những biến động giá tạm thời.

Nhìn chung, xu thế chủ đạo của thị trường có hai dạng chính là xu thế giá lên và xu thế giá xuống.

ở xu thế giá lên, giá cổ phiếu có thể lên xuống hàng ngày, hàng tuần. Sau mỗi lần giảm, giá lại được khôi phục lại và đạt đến một mức cao hơn, nên xét về dài hạn, giá vận động theo chiều đi lên. Khi thị trường là thị trường lên giá (thị trường con bò).

Ngược lại, ở xu thế thứ hai (xu thế giá xuống) giá cổ phiếu không thể khôi phục lại được sau mỗi lần rớt giá, nếu có thì giá cũng chỉ nhích lên một chút, không thể khôi phục lại được sau mỗi lần rớt giá, nếu có thì giá cũng chỉ nhích lên một chút,

không thể đạt được mức ban đầu, rồi sau đó lại rơi xuống mức thấp hơn. Trong trường hợp này, người ta nói thị trường đang xuống giá (thị trường con gấu). Nếu đồng chí là người đầu tư dài hạn, điều quan trọng là phải xác định được điểm đầu và điểm kết thúc của xu thế. Chẳng hạn, trường hợp lý tưởng có thể mua được cổ phiếu ở mức thấp nhất, và nắm giữ cổ phiếu đó cho đến khi đạt mức cao nhất – tức là thời điểm trước khi xu thế bị đảo chiều – thì bán. Tuy nhiên, đây không phải là một việc dễ dàng và rất khó thực hiện được trong thực tế. Muốn làm được điều này phải có một sự trải nghiệm lâu năm trên thị trường. Thông thường, chỉ có thể mua bán cổ phiếu ở những thời điểm gần với thời điểm lý tưởng đó và khi khoảng chênh lệch giữa điểm thực hiện với lý thuyết càng nhỏ thì thành công của bạn càng lớn. Hiện nay, hầu hết các nhà đầu tư trên thị trường chưa mấy quan tâm tới những xu thế này của chỉ số giá mà chỉ hướng tới mục tiêu kiếm lời từ chênh lệch giá phát sinh do những biến động giá ngắn hạn.

## ***2. Tình hình hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam***

Đối với Việt Nam, ngay từ giai đoạn đầu của quá trình đổi mới, chúng ta đã nhận thức sâu sắc vai trò của nguồn tài chính trong nước và nhu cầu phát triển một thị trường chứng khoán hiệu quả. Trong khi đó, thị trường chứng khoán nếu không có sự hỗ trợ bên ngoài, tự thân nó cần phải có nhiều điều kiện kinh tế, xã hội và luật pháp đầy đủ mà Việt Nam chưa thể đáp ứng trong giai đoạn này. Vì vậy, để đạt được mục tiêu hình thành và phát triển thị trường chứng khoán, Nhà nước tạo ra những tiền đề cần thiết, những đảm bảo pháp lý cho thị trường chứng khoán được hình thành và phát triển. Thực tế trong thời gian qua cho thấy, Nhà nước đã làm “bà đỡ” cho thị trường chứng khoán với rất nhiều góc độ và biện pháp khác nhau: tạo điều kiện hàng hoá cho thị trường, tạo điều kiện hình thành cơ quan quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán, tạo cơ hội cho người đầu tư và nhà kinh doanh... Với những nội dung cơ bản như vậy, chỉ Nhà nước với khả năng tài chính dồi dào, quyền lực duy nhất cùng với hệ thống pháp luật đã cho ra đời sản phẩm bậc cao của nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa trong điều kiện nền kinh tế Việt Nam chưa phải là nền kinh tế thị trường phát triển hoàn chỉnh.

Xuất phát từ vai trò Nhà nước xã hội chủ nghĩa, từ đặc điểm của nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở Việt Nam, Nhà nước có vị trí, vai trò rất quan trọng, mặc dù có những hình thái biểu hiện cụ thể khác nhau trong giai đoạn hiện nay. Đối với thị trường chứng khoán, nguyên tắc thực hiện sự can thiệp của Nhà nước cũng được thể hiện rất rõ ràng tại các văn bản pháp luật điều chỉnh trực tiếp thị trường. Nghị định số 75/CP ngày 28/11/1996 đã cho ra đời một cơ quan quản lý chức năng riêng đối với thị trường chứng khoán Việt Nam. Văn bản này xác định rõ mô hình, vị trí, chức năng nhiệm vụ của cơ quan quản lý nhà nước về chức khoán. Có thể nhận xét rằng mô hình cơ quan quản lý chứng khoán mang tính chuyên nghiệp đã phản ánh sự tham gia trực tiếp của Nhà nước vào thị trường với tư cách là nhà quản lý vĩ mô. Nghị định số 75/CP ngày 28/11/1996, Nghị định số 90/2003/NĐ-CP ngày 12-8-2003 cũng ghi nhận nhiệm vụ chủ yếu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước là quản lý và điều hành thị trường chứng khoán Việt Nam, thực hiện các hành vi quản lý phù hợp với yêu cầu thị trường. Mô hình cơ quan quản lý về thị trường chứng khoán của Nhà nước ta cũng là mô hình được đánh giá có nhiều ưu điểm nhất hiện nay, đảm bảo cho hiệu quả quản lý thị trường.

Xác định tính sở hữu nhà nước đối với Trung tâm Giao dịch chứng khoán. Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 ghi nhận vấn đề này. Để chính thức cho ra đời thị trường chứng khoán tập trung của Việt Nam, Nhà nước đã thành lập Trung tâm giao dịch chứng khoán. Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11/7/1998 của Thủ tướng chính phủ đã thành lập Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà nội và Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Đây là chặng đường đầy khó khăn, cần có sự can thiệp, tiếp sức trực tiếp của Nhà nước. Về các chủ thể tham gia kinh doanh chứng khoán, Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 cũng xác định vai trò chủ đạo của thành phần kinh tế nhà nước vào ngay quá trình tạo cung cầu chứng khoán cho thị trường. Nghị định số 48/1998/NĐ-CP về điều kiện phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng ghi nhận khả năng tạo cung chứng khoán của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá; Nghị định số 120/CP, Nghị định 01/2001/NĐ-CP ngày 03-01-2001 tạo điều kiện cho các loại trái phiếu của doanh nghiệp nhà nước,

trái phiếu chính phủ được phát hành và niêm yết trên thị trường chứng khoán, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nhà nước có khả năng tài chính dồi dào tham gia thị trường chứng khoán với tư cách là những người kinh doanh trực tiếp bằng con đường thành lập các công ty kinh doanh trực tiếp bằng con đường thành lập các công ty chứng khoán theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn do tổ chức thành lập.

Quy định những trường hợp Nhà nước cần thiết can thiệp vào thị trường, vào các giao dịch tại thị trường. Những hoạt động liên quan tới việc cho phép phát hành, cho phép hoạt động của các tổ chức tại thị trường tập trung đều được Nhà nước giám sát chặt chẽ thông qua cơ quan chức năng. Những giao dịch tại thị trường được Nhà nước quy định cụ thể và can thiệp khi có những biến động xấu trên thị trường. Những can thiệp của Nhà nước có thể thông qua hoạt động hành chính nhà nước, hoặc thông qua những giải pháp kinh tế nhằm ổn định thị trường.

Cho dù nhiều văn bản pháp luật đã ban hành xuất phát từ những nguyên nhân khác nhau (nguyên nhân chủ quan và nguyên nhân khách quan) song nguyên tắc thực hiện sự can thiệp của Nhà nước vào thị trường chứng khoán còn chưa được hiểu đầy đủ, đúng mức độ cần thiết. Nhà nước còn thực hiện sự can thiệp khá sâu, mang tính hành chính kinh tế vào hoạt động thị trường, có thể gây ra những phản ứng trái chiều từ thị trường.

Nhà nước bảo đảm cơ sở thị trường vận hành động bộ cũng từng bước được triển khai thực hiện. Các nguyên tắc thị trường đã được luật hoá và được quy định cụ thể trong nhiều quy phạm pháp luật khác nhau.

+ Nguyên tắc công khai: Nghị định 48 cũng các văn bản hướng dẫn thi hành đều quy định rõ, chi tiết những nội dung các chủ thể có liên quan phải công bố thông tin ra công chúng chính thức. Chẳng hạn, quy định trình tự báo cáo thông tin liên quan đến đợt phát hành chứng khoán ra công chúng, nhằm cung cấp thông tin chính xác và kịp thời cho đông đảo người đầu tư và các đối tượng liên quan. Đây cũng là nét đặc trưng của yêu cầu của nguyên tắc công khai, cơ quan có thẩm quyền ban hành những văn bản riêng điều chỉnh chế độ công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Do yêu cầu của nguyên tắc công khai, cơ quan có thẩm quyền ban hành những

văn bản điều chỉnh chế độ công bố thông tin trên thị trường chứng khoán tập trung. Ngay đối với điều kiện để được niêm yết và giao dịch chứng khoán cũng tuân thủ những tiêu chuẩn có độ công khai hoá cao.

+ Nguyên tắc trung gian: Phần lớn các giao dịch trên thị trường chứng khoán đều phải thực hiện qua khâu trung gian, nhằm hạn chế tối đa những tổn thương có thể gây ra cho khách hàng do hành vi lừa đảo. Nghị định 48 cũng đã quy định về thành viên thị trường tập trung theo đó, tất cả các nhà đầu tư không phải là công ty chứng khoán tự doanh đều phải thực hiện giao dịch của mình thông qua môi giới.

+ Nguyên tắc công bằng: Nghị định 48 có mục đích xuyên suốt đó là bảo đảm công bằng cho tất cả các đối tượng tham gia. Hệ thống ghép giá, đấu lệnh tự động cùng với các quy định về nguyên tắc đấu giá, đấu lệnh phản ánh nội dung điều chỉnh pháp luật nhằm hướng tới sự công bằng của các giao dịch tại thị trường chứng khoán. Mặc dù chưa đủ điều kiện thực hiện đấu lệnh liên tục, nhưng những quy định về nguyên tắc ưu tiên, nguyên tắc công bố trong đấu lệnh định kỳ tại thị trường chứng khoán tập trung là một trong những quy định bảo đảm có hiệu quả lợi ích của tất cả các chủ thể, đặc biệt là người mua và bán chứng khoán.

Các nguyên tắc pháp lý vận hành thị trường có mối liên hệ khăng khít với nhau và không mâu thuẫn giữa chúng. Chẳng hạn, nội dung và yêu cầu của nguyên tắc ưu tiên không mâu thuẫn với nguyên tắc công khai, nguyên tắc trung gian lại là cơ sở để thực hiện nguyên tắc công bằng.

Quy định những hành vi cấm thực hiện tại thị trường tập trung và sẵn sàng áp dụng chế tài khi có vi phạm để thực hiện răn đe. Với những hành vi có thể làm thương tổn tới thị trường, pháp luật cũng định liệu cụ thể những chế tài tương xứng. Nghị định số 22/2000/NĐ-CP ngày 10-7-2000 đã quy định những chế tài cụ thể cho các hành vi vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán. Đối với những hành vi vi phạm nghiêm trọng, cần thiết phải xử lý ở mức độ nghiêm trọng, cần thiết phải xử lý ở mức độ nghiêm khắc hơn cũng được ghi nhận tại Bộ luật hình sự năm 1999 như tội cố ý làm trái, tội tham ô, tội đầu cơ, tội lừa đảo...

Tuy vậy, do chưa có kinh nghiệm thực tiễn, do ta duy trong công tác quản lý của nền kinh tế tập trung còn chưa được loại trừ hoàn toàn, do đặc tính ngăn chặn lên quá yêu cầu vốn có của nó, các nguyên tắc vận hành thị trường còn mang tính cứng nhắc, nhiều hoạt động chưa đáp ứng được yêu cầu vận động thị trường.

### **Về sở hữu đối với Trung tâm giao dịch chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán**

Trung tâm Giao dịch chứng khoán của Việt Nam thuộc sở hữu của Nhà nước. Điều này hoàn toàn phù hợp với điều kiện thực tế; đồng thời, đây cũng không phải là quy định cá biệt đối với thị trường chứng khoán trên thế giới. Tuy thuộc lịch sử phát triển thị trường và đặc điểm cụ thể của từng quốc gia mà Sở Giao dịch hoặc Trung Tâm Giao dịch có thể thuộc về những hình thức sở hữu cổ phần và hình thức sở hữu nhà nước. Đối với Việt Nam, một quốc gia có nền kinh tế chuyển đổi, việc quy định Trung Tâm Giao dịch chứng khoán thuộc về sở hữu nhà nước vừa phản ánh nét chung của các nước cùng có thay đổi trong quản lý kinh tế, vừa phù hợp với điều kiện cụ thể của Việt Nam. Với hình thức sở hữu này Chính phủ có khả năng ngăn ngừa những lộn xộn, không công bằng khi hình thức sở hữu thành viên chưa được bảo vệ bằng một hệ thống pháp luật, đầy đủ và rõ ràng. Mặt khác, bản thân thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời là kết quả hỗ trợ tích cực từ Chính phủ và đặc điểm về sở hữu đã thể hiện điều đó.

### **Về mô hình tổ chức thị trường chứng khoán tập trung**

Trung tâm Giao dịch chứng khoán là đơn vị sự nghiệp có thu, trực thuộc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, có tư cách pháp nhân. Việc lựa chọn mô hình trung tâm trong giai đoạn đầu, với quy mô nhỏ và vừa được coi là biện pháp rút ngắn thời gian chuẩn bị thị trường, đòi hỏi đáp ứng yêu cầu bức xúc về cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước; mặt khác nó cũng mang tính “thử nghiệm” trước khi hình thành mô hình Sở Giao dịch hoàn chỉnh. Mặc dù với quy mô khiêm tốn, nhưng quan điểm của Đảng và Nhà nước luôn tạo điều kiện để phát triển thị trường đúng hướng, không được phép đổ vỡ.



Khi trung tâm giao dịch phát triển, mô hình này sẽ được chuyển sang Sở Giao dịch chứng khoán. Chứng khoán được giao dịch tại Sở Giao dịch thường là chứng khoán của các nhà phát hành có quy mô lớn, đã qua thử thách thị trường, vì vậy, thực tế giá của các chứng khoán tại đây cao hơn nhiều so với chứng khoán tại các bộ phận thị trường khác.

Về nhiệm vụ và chức năng hoạt động, mặc dù có hình thức tồn tại trong từng giai đoạn là khác nhau, nhưng thị trường tập trung được tổ chức dưới mô hình Trung tâm Giao dịch của Việt Nam, về cơ bản không khác với Sở giao dịch chứng khoán các quốc gia: có Hội đồng quản trị, Ban Giám đốc, các bộ phận chức năng, Sở Giao dịch thuộc sở hữu thành viên hoặc sở hữu cổ phần ở các nước còn có thêm Đại hội cổ đông hoặc Đại hội thành viên.

Mặc dù đang tồn tại thực tế dưới hình thức Trung tâm Giao dịch chứng khoán, nhưng ngay tại thời điểm này, mô hình tổ chức cũng như Hội đồng quản trị Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam đã được Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11-7-1998 quy định. Hội đồng quản trị Sở giao dịch gồm 9 thành viên đại diện cho Chính phủ, cho các công ty chứng khoán. Về số lượng thành viên có thể là khác nhau nhưng thành phần Hội đồng quản trị theo quy định cũng tương đồng với Sở Giao dịch các nước như Sở Giao dịch Niu oóc, Sở giao dịch Tokyo, Hàn Quốc, Hồng Kông.. Nhiệm vụ quan trọng và chủ yếu của Hội đồng quản trị là giải quyết những vấn đề liên quan đến chứng khoán niêm yết, thành viên thị trường thông qua việc tuân thủ pháp luật, hoặc quy định giao dịch tại Sở, hoặc thông qua công tác kiểm tra, giám sát. Các bộ phận của Trung tâm Giao dịch chứng khoán cũng đầy đủ như Sở giao dịch nhưng ở mức độ đơn giản hơn.

### **Về cơ chế điều chỉnh thành viên thị trường**

Nghị định 48 quy định thành viên thị trường tập trung là các công ty chứng khoán được Ủy ban chứng khoán cấp giấy phép hoạt động môi giới và tự doanh, được Trung tâm Giao dịch chứng khoán chấp nhận. Với quy định này trước hết có thể thấy rằng, thể chế thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ cho phép thành viên là các pháp nhân, đối tượng là cá nhân không được tham gia với tư cách thành viên thị





trường. Nếu xét về sự đa dạng của một số thị trường (mà điển hình là thị trường Hoa Kỳ – thị trường cho phép sự tham gia của các cá nhân) thì thành viên thị trường tập trung của chúng ta hạn hẹp hơn rất nhiều. Điều này có thể được lý giải bởi nhiều nguyên nhân khác nhau: trình độ của các cá nhân, ý thức xã hội, yêu cầu an toàn cho thị trường, trách nhiệm của thành viên đối với thị trường và đối với khách hàng ...

Ở Việt Nam, thị trường còn mới, số loại chứng khoán được niêm yết còn khiêm tốn nên công ty chứng khoán chỉ cần đăng ký với Trung tâm giao dịch chứng khoán và được chấp nhận là thành viên. Các công ty chứng khoán cũng được quy định về quyền và nghĩa vụ tại thị trường như thực hiện hoạt động kinh doanh tại thị trường, sử dụng hệ thống giao dịch và các dịch vụ khác do thị trường cung cấp... trên cơ sở tuân thủ các quy định báo cáo tài chính và tình hình hoạt động, nộp các khoản phí cho thị trường...

### **Về hoạt động thị trường**

Cũng như bất kỳ thị trường chứng khoán tập trung nào khác, Trung tâm giao dịch chứng khoán của Việt Nam thực hiện các hoạt động liên quan đến giao dịch chứng khoán. Nhiệm vụ mang tính đặc trưng của bất kỳ một thị trường chứng khoán tập trung nào là phải thực hiện hoạt động niêm yết, giao dịch và đăng ký chứng khoán. Chính nội dung này giúp cho bất kỳ người quan tâm nào cũng phân biệt thị trường tập trung với các loại thị trường khác. Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng không nằm ngoài đặc trưng đó và nó đã được pháp luật quy định cụ thể.

Về niêm yết, chúng ta cho phép phát hành và niêm yết giao dịch chứng khoán. Trong giai đoạn đầu việc “gộp” hai nội dung trên thành một hoạt động niêm yết tại Việt Nam là cần thiết và phù hợp, bởi lẽ thị trường ban đầu còn ở quy mô nhỏ, sơ khai, số lượng chứng khoán được giao dịch còn khiêm tốn nên chúng ta hoàn toàn có thể kiểm soát được diễn biến thị trường; mặt khác, quy định như vậy cũng tạo điều kiện cho nhà phát hành giảm bớt thủ tục, chi phí về thời gian và tiền bạc. Để niêm yết được chứng khoán, các doanh nghiệp cần phải có đủ điều kiện, trong đó điều kiện về bản sao giấy phép phát hành, kết quả chào chứng khoán, bản cáo bạch được coi là những điều kiện quan trọng. Để niêm yết chứng khoán cho tổ chức phát hành Trung



tâm (Sở) phải tiến hành các hoạt động cần thiết bảo đảm quyền cho nhà niêm yết cũng như quyền của nhà đầu tư: loại chứng khoán, giá niêm yết .. trong những trường hợp nhất định, chứng khoán cũng có thể bị huỷ bỏ niêm yết. Nếu như niêm yết chứng khoán là đặc trưng của thị trường tập trung, thì công bố thông tin là bộ mặt của thị trường đó, là yêu cầu bắt buộc. Công bố thông tin là việc Trung tâm giao dịch (Sở) công bố các thông tin về hoạt động giao dịch chứng khoán. Công bố thông tin nhằm đáp ứng yêu cầu của các chủ thể liên quan và mục đích quan trọng là nhằm đảm bảo lợi ích của các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư thiểu số.

### **Về quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán**

Do sự cần thiết phải có thị trường chứng khoán hoàn chỉnh ở Việt Nam, ngày 20-6-1995, Thủ tướng Chính phủ đã ra Quyết định số 361/TTg thành lập Ban chuẩn bị tổ chức thị trường chứng khoán để triển khai việc xây dựng thị trường chứng khoán Việt Nam. Đây chính là tổ chức tiền thân của Ủy ban chứng khoán Nhà nước thành lập theo Nghị định số 75/CP ngày 28-11-1996. Cùng với các văn bản pháp luật khác, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước ra đời thực hiện nhiệm vụ quản lý trực tiếp thị trường chứng khoán Việt Nam. Điều đó thể hiện trên những phương diện chủ yếu sau:

- Tính chuyên ngành của cơ quan quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán. Ủy ban chứng khoán Nhà nước thực hiện chức năng tổ chức và quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Như vậy, mô hình cơ quan quản lý nhà nước thị trường chứng khoán Việt Nam là mô hình cơ quan quản lý độc lập mà không phải là cơ quan quản lý kiêm nhiệm. Đây là mô hình đã được nhiều quốc gia, đặc biệt các quốc gia có thị trường chứng khoán mới nổi (như Việt Nam) lựa chọn. Trong sự so sánh với mô hình cơ quan quản lý nhà nước kiêm nhiệm thì đây là mô hình có nhiều lợi thế và phù hợp với điều kiện thực tế của Việt Nam và phù hợp với thông lệ quốc tế. Xét điều kiện cụ thể Việt Nam, việc hình thành cơ quan quản lý loại thị trường đặc biệt, chưa có trong lịch sử phát triển kinh tế Việt Nam, đây lại là mô hình kinh tế rất phức tạp, nếu thực hiện hoạt động quản lý mang tính kiêm nhiệm, sự rủi ro sẽ là tiềm tàng xuất phát từ tính hạn chế (có thời điểm) kiến thức chuyên môn về chứng khoán,



sự phân tán về quyền lực và trách nhiệm của những người quản lý trực tiếp khó có thể bảo đảm tính thời hiệu và chính xác của các nội dung quản lý.

- Vị trí pháp lý của Ủy ban chứng khoán Nhà nước. Ủy ban chứng khoán Việt Nam là cơ quan trực thuộc Chính phủ, có cơ cấu tổ chức chặt chẽ, có đủ điều kiện pháp lý và điều kiện vật chất để thực hiện hoạt động quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán.

- Chức năng nhiệm vụ của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Ủy ban Chứng khoán có chức năng tổ chức và quản lý về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Như vậy, toàn bộ nội dung hoạt động, các đối tượng liên quan đến chứng khoán và thị trường chứng khoán nằm trong phạm vi quản lý của Ủy ban chứng khoán Nhà nước. Quy định này phù hợp với mục đích thành lập cơ quan quản lý thị trường chứng khoán độc lập, tránh tình trạng “một cỗ phải đeo nhiều tròng” đối với chủ thể tham gia thị trường đồng thời cũng thể hiện việc phân định chức năng giữa các cơ quan của Chính phủ.

- Về nhiệm vụ, Ủy ban chứng khoán Nhà nước có nhiệm vụ quản lý toàn bộ hoạt động soạn thảo văn bản pháp luật, quản lý, kiểm tra, giám sát tất cả các đối tượng trên thị trường chứng khoán, hoạt động phát triển thị trường và công tác đào tạo. Xuất phát từ đặc điểm của nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở Việt Nam, từ thực tế chưa có thị trường chứng khoán trong giai đoạn đầu của quá trình đổi mới nền kinh tế, việc quy định cho Ủy ban chứng khoán Nhà nước những nhiệm vụ khác nhau như vậy, đã tạo điều kiện cho Nhà nước quản lý ngay từ ban đầu loại thị trường này.

### **Đánh giá các mặt**

**+ Những kết quả đạt**

**được + Tồn tại**

**+ Nguyên nhân của tồn tại**

Nếu so sánh thị trường nước ta với thị trường thế giới thì giống như so sánh chợ cóc và chợ nhón của thành phố.

Người phương Tây còn gọi chứng khoán là động sản để phân biệt với bất động sản như nhà cửa, đất đai. Trên thị trường người có chứng khoán dễ dàng bán đi, thu về khoản tiền mặt tương ứng thời giá.

Chứng khoán và bất động sản là hai hình thức đầu tư có quyền tồn tại ngang nhau và có sự liên hệ với nhau. Theo tên gọi, từng lĩnh vực đã mang trong mình nó những mặt ưu và nhược điểm. Đầu tư vào chứng khoán không nhất thiết đòi hỏi lượng vốn lớn ban đầu. Khái niệm động sản mang ý nghĩa về tính năng động trong giao dịch, chuyên nhượng. Dù lỗ hay lãi, khi cổ đông tung chứng khoán ra thị trường dễ dàng thu về tiền mặt. Mặt trái của nó là sau khi cầm cổ phiếu trong tay, dù muốn hay không, người đầu tư phải thường xuyên, liên tục bám sát diễn biến thị trường, giá cả. Đa số phải lập sổ sách, tính lỗ lãi từng ngày. Lám khi nó mang lại niềm hân hoan nhưng cũng không ít dịp tạo nỗi lo triền miên.

Thị trường bất động sản trái lại không thông báo giá cả từng ngày từng phút, như vậy tiết kiệm cho chủ nhân những cơn đau đầu. Người có bất động sản tuy vậy không dễ dàng bán xong một sớm một chiều. Lượng vốn đầu tư ban đầu thường không nhỏ, lệ phí mua bán cao. Thị trường bất động sản cũng bị các chính sách nhà nước, nền chính trị thế giới và tâm lý con người khi tạo ra những bong bóng đầu cơ gây ảnh hưởng mạnh và trải những cơn biến động dữ dội. Dù phản đối hay ủng hộ cách đầu tư nào thị trước khi đặt bước chân đầu tiên vào thị trường chứng khoán bạn cần có mái nhà che đầu. Nên mua căn hộ hoặc xây nhà riêng tùy theo vốn cá nhân, tạo sự an cư để lạc nghiệp. Đừng dùng cả nhà cửa đất đai đang có đầu tư vào chứng khoán. Về lâu dài để ai ưu tiên thị trường bất động sản là hoàn toàn phụ thuộc vào thiên hướng, sở trường mỗi người. Những người giàu có ở Đức hay giữ thế chân vạc: Bất động sản, chứng khoán và tiền mặt, không kể vàng bạc và tài sản khác. Vì vậy đã xuất hiện một phương ngôn mới khá dung dị: *“Một mình tiên thôi không làm ta hạnh phúc. Muốn hạnh phúc phải có thêm chứng khoán và bất động sản”*