

GIẢI PHÁP TÁI CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TỪ GÓC NHÌN VĨ MÔ

Lê Thị Tuyết Hoa*

TÓM TẮT

Gần 13 năm qua, thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCKVN) đã gặt hái được những thành tựu nhất định trong việc phát huy vai trò quan trọng trong kênh huy động vốn đầu tư, góp phần tăng trưởng kinh tế và từng bước hoàn thiện hệ thống thị trường tài chính Việt Nam. Bên cạnh những thành tựu đáng ghi nhận, TTCKVN cũng còn bộc lộ khá nhiều vấn đề bất cập về mọi mặt, ảnh hưởng tới việc phát triển bền vững và ổn định của thị trường.

Bởi vậy, việc nghiên cứu xây dựng và tổ chức triển khai dự án tái cấu trúc thị trường chứng khoán (TTCK) đang là một vấn đề bức xúc hiện nay và cần được tiến hành một cách đồng bộ, toàn diện, bao gồm: Tái cấu trúc cơ sở hàng hóa và sản phẩm dịch vụ; Tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư; Hệ thống các tổ chức kinh doanh chứng khoán và doanh nghiệp bảo hiểm; Tổ chức thị trường; Cơ sở hàng hóa cho TTCK. Bài viết này muốn trao đổi về một số giải pháp từ góc nhìn vĩ mô, nhằm giải quyết vấn đề này, với mục tiêu hướng tới là gia tăng số lượng, nâng cao chất lượng và đa dạng sản phẩm hàng hóa trên TTCK.

Từ khóa: Giải pháp tái cấu trúc, thị trường chứng khoán, vĩ mô

SOLUTIONS FOR RECONSTRUCTING THE STOCK MARKET FROM MACRO VIEW

ABSTRACT

Over the past 13 years, VN stock market has obtained certain achievements in developing its crucial roles in attracting investment, enhancing economics growth and step-by-step completing VN stock market system. Beside impressive achievements, VN stock market has also revealed quite many imperfections in all aspects, which affect the duration and sustainability of the market.

Therefore, the research of reconstructing and implementing reconstruction projects of the stock market is an impulsive matter and needs carrying out systematically and perfectly, including: reconstructing goods production base and services, reconstructing investors, systematising stock market organisations and insurance companies, organising market and goods production base for stock market. This paper aims at exchanging some solutions through a micro view and suggesting solutions to the problem with the purpose of increasing the quantity, quality and variety of products.

Key words: reconstructing solutions, stock market, macro.

* TS. Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh

Tạp chí Kinh tế - Kỹ thuật

1. Những tín hiệu pháp lý của tái cấu trúc TTCK Việt Nam

Trước những bất cập trên TTCK trong thời gian qua, cho chúng ta thấy rõ trên giác độ vĩ mô, cần mạnh dạn lập lại một “trật tự mới”, để có thể gia tăng tính hiệu lực, hiệu quả, trong quản lý và điều hành hoạt động của một TTCK ổn định bền vững. Những thay đổi hợp lý trên phương diện quản lý vĩ mô, có ý nghĩa hết sức quan trọng và mang tính quyết định cho phương án tái cấu trúc. Chính vì vậy, bàn luận về những giải pháp tái cấu trúc TTCK một cách đồng bộ và toàn diện, từ giác độ quản lý vĩ mô là câu chuyện không chỉ bức xúc mà còn rất phức tạp hiện nay.

Có thể nói rằng, thị trường chứng khoán Việt Nam đã bắt đầu chính thức triển khai quá trình tái cấu trúc trong thời gian gần đây, trên cơ sở các văn bản pháp lý của Chính phủ. Cụ thể là:

Ngày 01 tháng 03 năm 2012, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành quyết định số 252/QĐ-TTg, phê duyệt “Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 -2020”. Tiếp theo đó, trên cơ sở chiến lược phát triển này, ngày 06 tháng 12 năm 2012 Thủ tướng Chính phủ cũng đã ban hành Quyết định phê duyệt đề án “Tái cấu trúc thị trường chứng khoán và doanh nghiệp bảo hiểm”. Nội dung chủ yếu của đề án bao gồm: mục tiêu, định hướng và quan điểm tái cấu trúc; các giải pháp và lộ trình thực hiện. Đây chính là một cơ sở pháp lý quan trọng, là định hướng cho việc triển khai hoạt động tái cấu trúc TTCK Việt Nam, giai đoạn từ nay đến năm 2020.

Toàn bộ nội dung đề án như một bức tranh toàn cảnh, miêu tả những nội dung cần thực hiện, để hướng tới những thay đổi rất cơ bản và toàn diện, về phương diện cơ cấu tổ

chức, cũng như các mặt hoạt động của TTCK Việt Nam, trong những năm sắp tới. Khi đó, những bất cập từ khâu quản lý điều hành vĩ mô trong thời gian qua, về cơ bản sẽ được loại bỏ. Thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ đi vào hoạt động ổn định hơn, với tốc độ tăng trưởng nhanh và bền vững hơn. Chỉ trên cơ sở đó, TTCK Việt Nam mới có thể xứng tầm là kênh huy động vốn trung và dài hạn chủ đạo của nền kinh tế; đồng thời phát huy vai trò hỗ trợ tích cực cho thị trường tiền tệ, trong quá trình tái cơ cấu ngân hàng và các định chế tài chính tín dụng nói chung.

Tuy nhiên, từ ý tưởng đến hiện thực luôn tồn tại một khoảng cách nhất định. Khoảng cách đó dài hay ngắn, một phần rất quan trọng, tùy thuộc nội dung phương án triển khai và quá trình chỉ đạo thực hiện đề án. Đương nhiên, những yếu tố vĩ mô liên quan tới toàn bộ nền kinh tế-xã hội trong nước và quốc tế nói chung, cũng có tác động ảnh hưởng nhất định và rất cần được dự báo chính xác.

Tái cấu trúc TTCK chỉ có thể đạt kỳ vọng trên cơ sở xây dựng và triển khai thực hiện một cách đồng bộ, các giải pháp toàn diện cả trên phương diện vĩ mô và vi mô.

Trong phạm vi bài này, người viết muốn nêu ý kiến cá nhân, tập trung bàn luận về một giải pháp triển khai, thực hiện đề án tái cấu trúc TTCK trên giác độ vĩ mô, đó là giải pháp tái cấu trúc cơ sở hàng hóa của TTCK.

2. Về giải pháp tái cấu trúc cơ sở hàng hóa của TTCK

Hàng hóa trên TTCK bao gồm các loại sản phẩm tài chính (như cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, các loại chứng khoán phái sinh,...). Các loại hàng hóa này chủ yếu do các chủ thể như các doanh nghiệp cổ phần, chính phủ, quỹ đầu tư,...cung cấp cho thị trường.

Yêu cầu đặt ra đối với tái cấu trúc cơ sở hàng hóa của TTCK, xuất phát từ một trong những tồn tại khá cơ bản của TTCK Việt Nam hiện nay, đó là tình trạng hàng hóa trên thị trường chưa đáp ứng yêu cầu. Những biểu hiện của tồn tại thể hiện trên cả 3 khía cạnh: vừa ít về số lượng, vừa kém về chất lượng và lại vừa nghèo nàn về chủng loại. Vì vậy giải pháp về hàng hóa cho TTCK cần hướng tới việc giải quyết đồng bộ, để có thể đồng thời đạt cả 3 mục tiêu chủ yếu: tăng số lượng, nâng chất lượng và đa dạng mặt hàng.

2.1. Làm gì để thực hiện mục tiêu gia tăng số lượng cổ phiếu niêm yết?

Có lẽ không ít người nghĩ rằng, về mục tiêu tăng số lượng cổ phiếu niêm yết, có thể thực hiện một cách dễ dàng và nhanh chóng. Họ lập luận qua một ví dụ đơn giản như sau: giả sử một người chăn nuôi gà đẻ, nếu như đàn gà có 100 con, mỗi con đẻ 1 trứng/ ngày, hàng ngày họ sẽ có 100 trứng cung cấp cho thị trường. Vậy muốn có 200 trứng cung cấp cho thị trường thì chỉ việc tăng gấp đôi số lượng gà đẻ. Tương tự như vậy, giả sử trung bình mỗi công ty cổ phần niêm yết 20 triệu cổ phiếu trên sàn giao dịch. Để có 200 triệu cổ phiếu giao dịch, sẽ phải có 10 công ty cổ phần niêm yết. Giả định các công ty cổ phần này đều không có phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn điều lệ, vậy nếu muốn TTCK tăng thêm 200 triệu cổ phiếu niêm yết, nền kinh tế chỉ cần có thêm 10 công ty cổ phần mới ra đời (đương nhiên là các công ty này phải đủ điều kiện và sẵn sàng niêm yết).

Cứ cho rằng, bài toán số học này có thể áp dụng vào TTCK một cách đơn giản như vậy, thì phương án dựa vào việc thành lập mới các công ty cổ phần (CTCP), để tăng thêm số lượng cổ phiếu niêm yết, lại không đơn giản chút nào; đặc biệt là trong điều kiện

tăng trưởng kinh tế còn nhiều khó khăn như hiện nay! Có thể thấy, ở một khía cạnh khác, chúng ta không loại trừ tình huống thực tế là một số CTCP hiện đang tồn tại với quy mô nhỏ, chưa đủ điều kiện niêm yết. Nếu họ thực hiện phương án sáp nhập hay hợp nhất với nhau, sẽ tạo ra khả năng hình thành thêm những CTCP, làm xuất hiện khả năng cung cấp thêm, khối lượng chứng khoán cho thị trường.

Bên cạnh các phương án nêu trên, một phương án có ý nghĩa rất quan trọng, khả thi và do đó cần quan tâm chỉ đạo nhiều hơn, để có thể đạt mục tiêu làm tăng thêm số lượng CTCP, đó chính là giải pháp đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước.

Cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước (CPHDNN) như “một mũi tên trúng nhiều đích”: Trước hết, tiến hành CPHDNN cũng chính là thực hiện được chủ trương tái cấu trúc hệ thống các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Hai là nhà nước sẽ bớt được gánh nặng “bao cấp” cho các doanh nghiệp, vốn dĩ hoạt động kém (thậm chí không có) hiệu quả. Đồng thời thu hút thêm nguồn vốn đầu tư (kể cả nguồn vốn ngoài nước) cho nền kinh tế. Ba là sẽ nhanh chóng tạo thêm các CTCP, có điều kiện hoạt động hiệu quả, có lợi cho nền kinh tế; đồng thời tạo khả năng cung cấp thêm hàng hóa cho TTCK...

Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước là chủ trương lớn, chứa đựng nhiều ý nghĩa quan trọng như vậy. Tuy nhiên, nhìn lại hoạt động này thời gian qua, đặc biệt từ 2011 đến nay, lại rất “ì ạch” và gần như bị “đóng băng”. Có nhiều nguyên nhân dẫn tới tình trạng này, song trước hết cần thấy rõ, những bất cập ngay trong cơ chế chính sách. Tuy đã được tháo gỡ qua một số văn bản chỉ đạo như Nghị định Chính phủ (59/2011) và Quyết

Tạp chí Kinh tế - Kyō thuaät

định Chính phủ (21/2012), song vẫn còn tồn tại nhiều vấn đề trong chỉ đạo thực hiện, cần được tiếp tục nghiên cứu tháo gỡ, để có thể “phá băng” trong công tác quan trọng này.

Ngoài ra, cũng cần nhìn nhận một lý do thực tế, đó là tình trạng khó khăn chung của nền kinh tế và sự hoạt động thiếu ổn định của TTCK thời gian qua, sự sụt giảm lòng tin của các nhà đầu tư trong và ngoài nước đối với thị trường, đã tạo ra những trở ngại nhất định, đối với việc xúc tiến quá trình CPHDNNN. Cứ như vậy, cổ phần hóa chờ TTCK phát triển và ngược lại, TTCK chờ cổ phần hóa để có cơ hội gia tăng số lượng hàng hóa. Ở đây cần khẳng định về nguyên tắc, cổ phần hóa có mục tiêu chủ đạo là tái cơ cấu hệ thống các doanh nghiệp nhà nước. Vì vậy, trong mọi tình huống CPHDNNN đều cần phải được triển khai theo lộ trình kế hoạch; không nên vì chờ đợi cơ hội TTCK phát triển thuận lợi, để rồi bỏ lỡ mất mục tiêu chính yếu và quan trọng này. Để làm tốt công tác này cũng cần chú trọng nâng cao chất lượng tư vấn cổ phần hóa và đặc biệt là yếu tố minh bạch, công bằng trong quá trình đấu giá; đồng thời cần kết hợp chào bán ra công chúng với đăng ký niêm yết giao dịch tập trung trên sàn.

Được biết, theo dự kiến kế hoạch, trong năm 2013 sẽ có hàng loạt tổng công ty lớn như :tổng công ty Hàng không Việt Nam (Vietnam Airlines), tổng công ty Công nghiệp ô tô Việt Nam (Vietnamotor), tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex),...sẽ tiến hành cổ phần hóa. Đây sẽ là những đơn vị đầy tiềm năng về phương diện cung cấp cho TTCK, một khối lượng lớn cổ phiếu với chất lượng tốt.

2.2 Cần quan tâm đầy đủ hơn tới chất lượng cổ phiếu niêm yết

Song song với biện pháp tăng khối lượng cổ phiếu niêm yết, một khía cạnh khác cũng

cần đặc biệt quan tâm và xử lý triệt để, đó là việc nghiên cứu áp dụng những giải pháp thiết thực, nhằm nâng cao chất lượng của loại hàng hóa chủ lực này. Thực tế đã minh chứng, một trong những nguyên nhân quan trọng, dẫn đến tình trạng bất ổn và khá ảm đạm của TTCK thời gian qua, cũng chính xuất phát từ yếu tố chất lượng của cổ phiếu niêm yết. Chất lượng hàng hóa không tốt, nhà đầu tư sẽ rời bỏ thị trường.

Để giải quyết yêu cầu về chất lượng cổ phiếu niêm yết, trên phương diện vĩ mô, trước mắt cần chú trọng một số nội dung sau đây:

2.2.1 Từng bước nâng cao chất lượng báo cáo thông tin công khai của các công ty niêm yết

Chất lượng của cổ phiếu niêm yết là yếu tố tổng hợp, phụ thuộc chủ yếu vào chất lượng hoạt động quản trị, sản xuất, kinh doanh của công ty niêm yết. Trong thực tế, các chủ thể tham gia TTCK có thể tìm hiểu chất lượng cổ phiếu qua những kênh thông tin khác nhau. Tuy nhiên, về phương diện lý thuyết, nguồn thông tin chính thức và có độ tin cậy cao, dùng làm cơ sở phân tích đánh giá chất lượng cổ phiếu, chính là các báo cáo thông tin công khai của đơn vị niêm yết.

Từ kết quả phân tích đánh giá chất lượng cổ phiếu thông qua các báo cáo thông tin công khai, giúp các nhà đầu tư đưa ra những quyết định đầu tư đúng đắn, hạn chế được rủi ro. Còn với các cơ quan quản lý giám sát TTCK, với những loại cổ phiếu không còn duy trì điều kiện chất lượng theo chuẩn mực quy định, họ sẽ áp dụng biện pháp xử lý theo từng mức độ như cảnh báo, tạm đình chỉ giao dịch hoặc loại khỏi danh sách niêm yết,... đảm bảo chất lượng hàng hóa cho thị trường.

Sự minh bạch của các thông tin được phản ánh trong báo cáo công ty chính là điều

kiện cần thiết, để đánh giá chất lượng cổ phiếu của công ty niêm yết. Ta có thể ví nó tương tự như nguyên liệu để sản xuất ra hàng hóa. Nguyên liệu tốt là điều kiện cần để có sản phẩm tốt.

Vì vậy, cùng với việc tăng cường kiểm tra giám sát chất lượng của báo cáo, cần nghiên cứu để từng bước áp dụng các chuẩn mực, thông lệ quốc tế về nghiệp vụ kế toán, kiểm toán và báo cáo tài chính công ty. Trên cơ sở đó, góp phần cải thiện và nâng cao chất lượng báo cáo, đáp ứng kịp thời, đầy đủ các thông tin cần thiết, giúp cho việc đánh giá chất lượng cổ phiếu của công ty niêm yết, một cách thuận tiện và chính xác hơn. Đây cũng chính là một trong những biện pháp cần thiết, để sàng lọc cổ phiếu đang niêm yết và giao dịch trên các sàn chứng khoán hiện nay.

2.2.2. Sẽ không có hàng hóa tốt, nếu không nâng cao yêu cầu về các tiêu chuẩn và điều kiện niêm yết

Để giải quyết mục tiêu đảm bảo chất lượng cổ phiếu niêm yết và cũng là bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư chứng khoán, cùng với biện pháp nâng cao chất lượng báo cáo thông tin công khai như đã nêu trên, cần quan tâm xử lý tốt, ngay từ khâu đưa ra các quy định có liên quan, theo hướng: nâng cao yêu cầu về tiêu chuẩn và điều kiện niêm yết; trong đó cần đặc biệt chú trọng tới các tiêu chuẩn định lượng như: mức vốn chủ sở hữu, lợi nhuận, lỗ lũy kế, tình trạng nợ xấu và thời gian hoạt động.

Thứ nhất, về mức vốn chủ sở hữu:

Với quy định hiện hành, tại sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HoSE), đơn vị niêm yết cổ phiếu phải đạt mức vốn điều lệ từ 80 tỷ VNĐ trở lên. Còn tại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội là 10 tỷ VNĐ trở lên.

Trải qua hơn một thập niên, từ khi TTCK chào đời, nền kinh tế Việt Nam đã có nhiều thay đổi, trong đó có yếu tố quy mô trung bình của các doanh nghiệp đã gia tăng, sức mua của VND cũng đã có biến động nhất định theo hướng suy giảm, mức độ cạnh tranh ngày càng gia tăng trong tiến trình hội nhập quốc tế, ... và đặc biệt là yêu cầu đặt ra đối với việc nâng cao chất lượng doanh nghiệp niêm yết trên TTCK, đòi hỏi phải nâng điều kiện về quy mô vốn điều lệ đối với công ty cổ phần niêm yết.

Về nguyên tắc, có thể khẳng định đây là định hướng đúng đắn, hiện đang được cơ quan chức năng nghiên cứu, trình Chính phủ quyết định để triển khai áp dụng trong thời gian sắp tới. Tuy nhiên, quy định mức khởi điểm là bao nhiêu cho phù hợp?

Có ý kiến cho rằng, nên nâng mức khởi điểm về vốn điều lệ của công ty cổ phần niêm yết tại sàn HOSE lên 120 tỷ VNĐ và tại sàn HNX lên mức 30 tỷ VNĐ. Nếu áp dụng tiêu chuẩn này trong thời điểm hiện tại, tính chung cả hai sàn giao dịch sẽ có hơn 25%, số doanh nghiệp đang niêm yết không đạt chuẩn (một tỷ lệ không nhỏ).

Bởi vậy, chúng tôi đề xuất một số kiến nghị như sau:

a/ Nên quy định mức khởi điểm là 100 tỷ VNĐ đối với doanh nghiệp lớn (hiện tại là 80 tỷ VNĐ) và 20 tỷ VNĐ đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa (hiện tại là 10 tỷ VNĐ) thì phù hợp hơn trong điều kiện hiện nay. đương nhiên mức khởi điểm cũng cần được xem xét, để điều chỉnh nâng lên sau từng thời kỳ, tương ứng với mức độ phát triển của nền kinh tế.

b/ Cần có quy định cụ thể, theo hướng phân loại đối tượng áp dụng: với những doanh nghiệp đang và sẽ làm thủ tục niêm yết, tại

Tạp chí Kinh tế - Kỹ thuật

thời điểm áp dụng quy định, bắt buộc phải đạt chuẩn. Còn với các doanh nghiệp hiện đang niêm yết, sẽ cho phép một thời gian cần thiết để có thể “hội nhập”(nhưng không quá 3 năm), sau khi áp dụng chuẩn mới, sẽ phải hội đủ điều kiện này.

c/ Ngay cả khi đã thực hiện tái cấu trúc mô hình tổ chức thị trường chứng khoán theo hướng cả nước chỉ có 01 Sở giao dịch chứng khoán duy nhất, cũng sẽ tồn tại 2 loại mức quy định phù hợp từng loại hình doanh nghiệp.

Thứ hai, về điều kiện chỉ tiêu “Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế so với vốn chủ sở hữu” (ROE).

Sẽ là một thiếu sót lớn, khi đánh giá tiêu chuẩn chất lượng của một doanh nghiệp niêm yết, nhưng lại bỏ qua điều kiện về chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế so với vốn chủ sở hữu, bởi lẽ đây chính là một trong những chỉ tiêu quan trọng để đánh giá kết quả hoạt động của một doanh nghiệp.

Vì vậy, không chỉ dừng lại ở chỉ tiêu về khối lượng vốn điều lệ, sắp tới các công ty cổ phần muốn đăng ký niêm yết sẽ phải thỏa mãn thêm một chỉ tiêu định lượng nữa: chỉ tiêu tỷ lệ lợi nhuận sau thuế so với vốn chủ sở hữu (ROE). Đây là một tiêu chuẩn mới, nhằm trực tiếp thẩm định chất lượng hoạt động của doanh nghiệp cổ phần có nhu cầu niêm yết. Yêu cầu cụ thể về tiêu chuẩn tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu, trong năm gần nhất tối thiểu phải đạt mức mà một doanh nghiệp trung bình phải thực hiện được là 5%.

Trên thực tế, trong điều kiện hiện nay, vẫn còn khá nhiều doanh nghiệp chưa đạt đến chuẩn mức này. Vì vậy, nếu tổng hợp cả điều kiện về vốn điều lệ và chỉ tiêu ROE, hiện tại trên cả 2 sàn giao dịch HOSE và HNX, số doanh nghiệp chưa đạt điều kiện lên tới gần

50%! Một con số khiến tất cả những ai quan tâm tới lĩnh vực TTCK, không thể không suy nghĩ về chất lượng cổ phiếu niêm yết hiện nay. Rõ ràng, đây cũng chính là một trong những lý do dẫn tới tình trạng, chất lượng hàng hóa trên TTCK thời gian qua thiếu ổn định.

Quan điểm của chúng tôi cho rằng, khi xem xét chấp thuận cho doanh nghiệp niêm yết, điều kiện về chỉ tiêu ROE là rất cần thiết và không thể nhân nhượng, bởi lẽ nó phản ánh trực tiếp chất lượng hoạt động của tổ chức niêm yết và cũng là chất lượng hàng hóa trên TTCK. Trái lại, về điều kiện vốn điều lệ, có thể cho phép một dung sai nào đó (thấp hơn quy định 15% chẳng hạn).

Ngoài ra, một số chỉ tiêu đánh giá chất lượng cổ phiếu, thông qua chất lượng hoạt động của công ty niêm yết được quy định như hiện nay, vẫn cần được tiếp tục duy trì như : hoạt động kinh doanh 2 năm liền, trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi và không có lỗ lũy kế, tính đến năm đăng ký niêm yết; không có các khoản nợ quá hạn chưa được dự phòng,...

2.3. Xúc tiến các phương án đa dạng hóa sản phẩm niêm yết trên TTCK

Hàng hóa lưu thông trên TTCK bao gồm các sản phẩm tài chính nói chung; trong đó thành phần chủ lực là các loại cổ phiếu. Liên quan tới việc gia tăng số lượng và nâng cao chất lượng loại hàng hóa này, chúng ta đã đề cập ở phần trên.

Đa dạng hóa sản phẩm niêm yết, một mặt góp phần trực tiếp làm gia tăng tổng số lượng hàng hóa niêm yết. Tuy nhiên, ý nghĩa quan trọng hơn nhiều của các giải pháp theo định hướng này, cũng sẽ nhắm tới mục tiêu hỗ trợ phân tán và phòng ngừa rủi ro biến động giá cho các nhà đầu tư, thu hút thêm các

đối tượng tham gia giao dịch và làm gia tăng tính sôi động của TTCK trong tương lai. Đây cũng chính là một trong những mục tiêu cần hướng tới của hoạt động tái cấu trúc cơ sở hàng hóa cho TTCKVN.

Về nguyên lý cũng như thực tiễn tại TTCK các nước phát triển, một khi trên thị trường đã lưu thông các loại chứng khoán “gốc” như cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, chỉ số chứng khoán,...thì tất yếu cũng sẽ xuất hiện các loại sản phẩm phái sinh với nhiều chủng loại như chứng quyền, quyền tiền mãi, quyền lựa chọn,... trong lưu thông.

TTCKVN đã có tuổi đời hơn 12 năm, tuy nhiên cho đến thời điểm hiện tại, bộ phận TTCK phái sinh chưa xuất hiện chính thức trên TTCK. Thực ra, thời gian qua một số loại sản phẩm phái sinh cũng đã có xuất hiện và lưu thông một cách phi chính thức như: giao dịch ký quỹ (Margin Trading), quyền tiền mãi, quyền chọn mua, quyền chọn bán, bán khống...trong đó mới chỉ có sản phẩm margin được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) cho phép lưu hành có giới hạn.

Rõ ràng, sự xuất hiện và lưu thông không chính thức các sản phẩm phái sinh trên thị trường, đã thể hiện nhu cầu khách quan, bức thiết của nhà đầu tư đối với loại công cụ này. Tuy nhiên, các sản phẩm phái sinh đã xuất hiện và giao dịch trên thị trường trong thời gian qua còn mang tính tự phát, thiếu sự quản lý của nhà nước và tiềm ẩn khả năng rủi ro cao.

Với những nét đặc thù của chứng khoán phái sinh, các loại hàng hóa này cần được lưu thông trên một thị trường có tính chuyên môn hóa cao. Điều này đặt ra yêu cầu khách quan, cần sớm thiết lập một thị trường giao dịch các chứng khoán phái sinh, với cơ chế pháp lý đầy đủ và được vận hành dưới sự quản lý của cơ quan nhà nước.

Việc triển khai xây dựng TTCK phái sinh cũng chính là một hoạt động đồng bộ nằm trong các giải pháp tái cấu trúc mô hình tổ chức TTCK. Cụ thể là trên cơ sở hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán hiện hữu, thành một sở duy nhất với 3 sàn giao dịch; trong đó có sàn giao dịch chứng khoán phái sinh, cùng song hành với sàn giao dịch cổ phiếu và sàn giao dịch trái phiếu.

Để TTCK phái sinh có thể đi vào vận hành, Chính phủ cần sớm ban hành một văn bản quy phạm pháp luật dưới hình thức Nghị định Chính phủ, nhằm cụ thể hóa những quy định về mô hình thị trường này và tạo hành lang pháp lý cho việc triển khai vận hành TTCK phái sinh tập trung.

Mô hình hoạt động của TTCK phái sinh khá phức tạp và hoàn toàn mới mẻ với Việt Nam. Do vậy, nội dung Nghị định cần chứa đựng đầy đủ các quy định về mô hình tổ chức, cơ chế vận hành, thành phần tham gia hoạt động và điều kiện hành nghề kinh doanh chứng khoán phái sinh, về hàng hóa trên thị trường, cũng như những quy định liên quan tới nghĩa vụ thuế, phí, về công bố thông tin,... để bảo đảm một hành lang pháp lý cần thiết, giúp cho thị trường này vận hành ổn định và hiệu quả ngay từ đầu.

Cùng với việc tái cơ cấu thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, việc hình thành thị trường chứng khoán phái sinh chính cũng là giải pháp làm gia tăng khối lượng và đa dạng hóa sản phẩm lưu thông trên TTCK nói chung; góp phần hoàn thiện mô hình TTCKVN.

3. Kết luận

Nhìn từ góc độ vĩ mô ta có thể khẳng định, tái cấu trúc TTCK Việt Nam là vấn đề bức xúc hiện nay. Việc tái cấu trúc cần được tiến hành đồng bộ để giải quyết nhiều vấn

Tạp chí **Kinh tế - Kỹ thuật**

đề bất cập. Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại, trước hết cần triển khai sớm phương án tái cấu trúc cơ sở hàng hóa cho thị trường; trong đó nghiên cứu áp dụng các biện pháp khả thi và có hiệu quả, nhằm tăng khối lượng, nâng cao chất lượng và đa dạng hóa sản phẩm lưu thông trên TTCK. Điều đó cũng rất tự nhiên, bởi lẽ xây dựng một cái “chợ” là để tạo ra nơi

mua - bán hàng hóa. Nhưng nếu ở đó lượng hàng quá ít, thiếu đa dạng, phong phú; đồng thời chất lượng lại chưa tốt, thì người đến chợ chắc chắn sẽ thưa dần... Và cho đến một ngày nào đó, người ta sẽ phải “tái cấu trúc lại cơ sở hàng hóa”, nếu như không muốn nó hoàn toàn bị dẹp bỏ, trong đời sống thường nhật của tất cả những ai quan tâm./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Quyết định số 252/QĐ-TTg ngày 01/03/2012 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chiến lược phát triển TTCKVN giai đoạn 2011-2020;
- [2]. Quyết định số 1826/QĐ-TTg ngày 06/12/2012 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt đề án tái cấu trúc TTCK và các doanh nghiệp bảo hiểm;
- [3]. Thị trường chứng khoán: vượt khó, tạo tiền đề mới phát triển- TS. Vũ Bằng; tạp chí Tài chính số 01/2013;
- [4]. Các trang thông tin điện tử: WWW.baomoi.com; WWW.tinnhanhchungkhoan.vn; WWW.ckvn.com; WWW.stockchart.vn; ...