

ĐỂ TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI TRỞ THÀNH THỊ TRƯỜNG OTC THỰC SỰ

Trần Hoài Hận

chức tín dụng phải trích lập dự phòng rủi ro cho toàn bộ dư nợ vay của khách hàng này. Số tiền trích lập dự phòng sẽ được hạch toán vào chi phí làm giảm thu nhập ròng, giảm hiệu quả kinh doanh của các tổ chức tín dụng. Điều này làm giảm tính hấp dẫn khi đầu tư vào lĩnh vực kinh doanh tiền tệ, không những làm chậm tiến trình cổ phần hóa các ngân hàng thương mại nhà nước hiện nay mà còn ảnh hưởng đến việc phát hành cổ phiếu, mở rộng kinh doanh của các ngân hàng cổ phần.

■ **Tình hình tổ:** quyết định 127 có hiệu lực đối với cả những hợp đồng đã ký trước khi nó được ban hành làm ảnh hưởng đến việc thực hiện những cam kết mà các tổ chức tín dụng đã ký với khách hàng vay.

■ **Thời hạn hiệu lực:** Để thực hiện đúng và đầy đủ Quyết định này, tổ chức tín dụng phải chuẩn bị rất nhiều các công việc cần thiết như chỉnh sửa hệ thống mạng (tự động chuyển nợ quá hạn, phân nhóm nợ quá hạn...) chỉnh sửa quy chế nội bộ hiện hành, xây dựng quy chế mới, điều chỉnh hợp đồng tín dụng đã ký, triển khai việc thực hiện quyết định cho các chi nhánh, đơn vị trực thuộc và thông báo cho khách hàng v.v. Vì vậy, cần có một khoảng thời gian nhất định giúp cho các tổ chức tín dụng có đủ thời gian để chuẩn bị các công việc cần thiết như đã nêu trên.

Vì vậy, nên chăng xem lại việc áp dụng quyết định 127 về cơ cấu lại nợ vay nhằm tránh làm ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động tín dụng của hệ thống ngân hàng thương mại Việt nam hiện nay ■

Kể từ khi thành lập cho tới nay, Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.HCM (TTGDCK Tp.HCM) đã trải qua không ít những khó khăn, thăng trầm, thậm chí có lúc chìm lảng trong một thời gian dài. Tất cả các giải pháp nhằm thúc đẩy sự đi lên của thị trường đều không tạo ra một sự biến đổi nhiều về chất. Trong khi đó một thị trường chứng khoán (TTCK) tự do hoạt động tự phát, lại đồng thời tồn tại gây ảnh hưởng và cản trở đến sự phát triển của TTCK tập trung. Xuất phát từ thực tế đó, nhằm mang lại sự phát triển ổn định, lành mạnh và hiệu quả cho TTGDCK Tp.HCM với những hàng hoá chất lượng cao, đồng thời hạn chế, thu hẹp qui mô của thị trường tự do, ngày 8/3/2005 Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đã tổ chức khai trương Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (TTGDCK HN). Hình thức biến tướng và phối thai của thị trường OTC.

Ngay khi ra đời, TTGDCK HN đã liên tiếp tổ chức những phiên đấu giá cổ phần, đấu thầu trái phiếu thành công, thu hút đông đảo các nhà đầu tư tham gia; thu hút một lượng lớn vốn đầu tư cho các doanh nghiệp và tạo nguồn thu cho Ngân sách Nhà nước; giảm tình trạng cổ phần hóa khép kín trong nội bộ của doanh nghiệp, giảm thất thoát tài sản Nhà nước; mang lại nguồn hàng hóa tiềm năng cho TTCK.

Bên cạnh những thành công đó, TTGDCK HN cũng đã gặp không ít những khó khăn, vướng mắc cần phải tháo gỡ đó là:

■ Đa số các văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động tại TTGDCK HN đều chỉ là thông tư, quyết định cho nên mức độ bao quát, toàn diện thị trường OTC còn thấp, hiệu lực pháp lý chưa cao và không ổn định, điều này sẽ gây một tâm lý e ngại cho các nhà đầu tư. Hiện nay, văn bản pháp luật có giá trị pháp lý cao nhất về lĩnh vực chứng khoán và TTCK đó là Nghị định 144/2003/NĐ-CP của Chính phủ ban hành. Tuy nhiên, qua hoạt động thực tiễn, Nghị định này đã bộc lộ một số nhược điểm và vấn đề bất cập là không điều chỉnh hoạt động giao dịch chứng khoán trên thị trường OTC, không điều chỉnh về việc phát hành chứng khoán của các tổ chức tín dụng, doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài chuyển sang hoạt động theo hình thức công ty cổ phần. Mặt khác, Nghị định này còn chồng chéo, trùng lặp với Luật doanh nghiệp. Ví dụ như cùng điều chỉnh hoạt động phát hành cổ phiếu, điều kiện nắm giữ cổ phiếu của thành viên Hội đồng quản trị.

■ Hàng hóa giao dịch trên thị trường sơ cấp và thứ cấp đều thiếu trầm trọng. Đã nhiều lần TTGDCK HN phải dời lại ngày khai trương sản thứ cấp do thiếu hàng hóa. Trên thực tế, có nhiều

doanh nghiệp đủ điều kiện đăng ký giao dịch nhưng lại không muốn niêm yết và một số doanh nghiệp gần đạt được điều kiện giao dịch nhưng lại không bán đấu để đăng ký giao dịch. Nguyên nhân là do tâm lý chung của các doanh nghiệp là vẫn do dự, nghe ngóng, chờ đợi thực tế hoạt động của TTCK, các thành viên Hội đồng quản trị thiếu kiến thức về chứng khoán và TTCK. Tiếp đến, doanh nghiệp ngại các thủ tục niêm yết rườm rà, ngại công khai thông tin, ngại kiểm toán báo cáo tài chính... khi tham gia đăng ký giao dịch đòi hỏi phải có nguồn nhân lực và vốn một khoản kinh phí không nhỏ, nhất là đối với các doanh nghiệp có mức vốn điều lệ trên dưới 10 tỷ đồng; do vẫn bán pháp lý điều chỉnh tiến trình niêm yết tức là Thông tư 126/2004/TT-BTC vừa mới có hiệu lực thi hành, nên số doanh nghiệp kịp thời hoàn thiện hồ sơ đấu giá là rất ít ỏi; do thói quen của các doanh nghiệp là thường huy động vốn từ nguồn vay ngân hàng thương mại, vay từ công nhân viên và các nguồn khác. Còn xét về cơ chế chính sách thì chưa có qui định cụ thể bắt buộc các doanh nghiệp cổ phần hoá phát hành cổ phần lần đầu qua TTCK. Chính sách giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp 2 năm kể từ khi niêm yết cũng như là những hỗ trợ kinh phí của Chính quyền địa phương khi doanh nghiệp tham gia đăng ký giao dịch chưa đủ hấp dẫn doanh nghiệp.

■ Xây dựng hệ thống các nhà tạo lập thị trường là các công ty chứng khoán (CTCK). Các CTCK gặp nhiều khó khăn trong việc tham gia giao dịch tại TTGDCK HN. Cụ thể: hiện nay hệ thống phần mềm quản lý giao dịch và thanh toán bù trừ của các CTCK đang áp dụng còn nhiều

bất cập, hạn chế trong việc nâng cấp để có thể tích hợp và thực hiện xử lý phục vụ giao dịch cho đồng thời cả hai trung tâm ở Hà Nội và Tp.HCM, nhất là khi hai trung tâm này triển khai 2 phương thức giao dịch khác nhau; các CTCK phải tốn kém một khoản chi phí đầu tư lớn để tham gia tại TTGDCK Hà Nội trong khi hoạt động của CTCK hiện nay vẫn còn khó khăn; theo quy định hiện hành, kinh phí cho các CTCK làm đại lý đấu giá quá ít ỏi, nếu đã có 40 triệu đồng. Vậy, liệu các CTCK có muốn tham gia làm đại lý đấu giá hay không?

■ Tỷ lệ nhà đầu tư tham gia tính trên cả nước còn thấp. Nếu so 483 nhà đầu tư đăng ký tham gia trong 3 phiên đấu giá đầu tiên với con số 22.830 tài khoản giao dịch chứng khoán hiện có (22.600 tài khoản của nhà đầu tư cá nhân và 230 tài khoản của nhà đầu tư tổ chức) thì đây là một tỷ lệ tham gia rất thấp của công chúng đầu tư. Nguyên nhân là do: nhà đầu tư lo ngại về độ tin cậy của các thông tin công bố về doanh nghiệp bán đấu giá cổ phần. Hệ thống kiểm tra kiểm soát, báo cáo hoạt động tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp đăng ký giao dịch tại TTGDCK HN chưa đáng tin cậy; số người đầu tư có khả năng tiếp cận và xử lý các thông tin do doanh nghiệp bán đấu giá cổ phần công bố không nhiều. Thực tế là kiến thức chung của người đầu tư chứng khoán còn rất hạn chế. Ngay cả những người đầu tư có trình độ nhất định thì việc đánh giá doanh nghiệp dựa trên các thông tin được công bố chính thức cũng vẫn là một thách thức lớn. Do đó, chỉ có các nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc những người có ưu thế từ các "kênh thông tin riêng" mới thực sự mặn

mà với các phiên đấu giá cổ phần; công chúng đầu tư đặt câu hỏi về tính công bằng của các phiên đấu giá. Khó có thể nói trong các phiên đấu giá cổ phần vừa qua diễn ra một cách công bằng khi người đầu tư cá nhân phải "đấu" với các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp. Sự chênh lệch về tiềm lực tài chính, kinh nghiệm và kỹ năng đầu tư, khả năng tiếp cận và xử lý thông tin giữa các tổ chức đầu tư với người đầu tư cá nhân đã biến phiên đấu giá thành cuộc chơi không cân sức. Với cách xác định giá bán cổ phần hiện nay sẽ có nhiều người mua cổ phần với các mức giá khác nhau và nếu mua được với mức giá trúng thầu càng thấp sẽ mang lại lợi nhuận tiềm năng càng cao cho người đầu tư; ngược lại, người mua với giá cao có cảm giác bị hớ và sẽ giảm giữ cổ phiếu chờ giá lên hoặc bỏ cuộc trong đợt đầu giá và sẵn sàng chịu mất tiền cọc (10%)

■ Việc công bố thông tin tại TTGDCK HN còn nhiều vấn đề chưa thoả đáng đối với nhà đầu tư. Nhiều CTCP chỉ muốn làm cho có theo qui định của pháp luật chứ thật ra họ không thiết tha gì với việc này. Hiện nay, việc công bố thông tin định kỳ thực hiện theo Thông tư 57/2004/TT-BTC, tuy nhiên việc thực hiện chúng như thế nào trong từng điều kiện cụ thể còn gặp nhiều khó khăn vì thông tin này chỉ qui định công bố thông tin đối với công ty niêm yết. Đối với các doanh nghiệp tham gia đấu giá cổ phần lần đầu tại TTGDCK HN phải thực hiện công bố thông tin liên quan đến doanh nghiệp khi thực hiện đấu giá ít nhất là 20 ngày cho các nhà đầu tư theo qui định tại Thông tư 126/2004/TT-BTC như hồ sơ xác định giá trị doanh

ngành, phương án cổ phần hoá, báo cáo tài chính 3 năm gần nhất, tuy nhiên những thông tin này chỉ đáp ứng được một phần nhu cầu của nhà đầu tư, nhà đầu tư không biết được bức tranh tổng thể về tình hình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước, tiến độ cổ phần hoá, báo cáo tài chính cung cấp lại thiếu ý kiến của công ty kiểm toán, bản công bố thông tin chưa có phần tiếng Anh cho nhà đầu tư nước ngoài, mặt khác kênh truyền thông tin này hiện nay chủ yếu là báo địa phương và Website của UBCKNN. Chưa hết, sau khi chuyển sang hoạt động dưới hình thức CTCP thì việc công bố thông tin của doanh nghiệp sẽ được thực hiện theo Luật doanh nghiệp. Trong khi đó, TTGDCK HN chỉ quản lý công tác công bố thông tin đối với những doanh nghiệp đăng ký giao dịch trên sàn thứ cấp. Như vậy, những nhà đầu tư mua được cổ phiếu của CTCP tham gia đấu giá lần đầu mà chưa đăng ký giao dịch trên sàn thứ cấp sẽ gặp khó khăn trong việc thu thập thông tin của CTCP đó. Ngoài ra, qua 3 cuộc đấu giá cổ phần đầu tư tài chính cho hội các nhà đầu tư tài chính cho biết thông tin về tổng mức cầu (tổng mức đặt mua cổ phiếu) đã bị rò rỉ ra bên ngoài, tuy mức độ không tuyệt đối chính xác. Điều này đã gây ra một sự bất bình đẳng giữa những người tham gia đấu giá và nó có tác hại to lớn đối với TTCK cũng như nhà đầu tư, hoặc sẽ phải tạo mối thân quen với những người nắm giữ thông tin để mua thông tin hoặc hợp tác làm ăn, hoặc họ bị thất bại vì đấu giá không công bằng và sẽ quay lưng lại với thị trường. Khi cuộc đấu giá đem lại lợi ích bất thường cho thiếu số người biết trước thông tin và gây

ra sự thiếu tin cậy trong đa số nhà đầu tư thì sẽ rất khó khăn để tiếp tục thu hút được dòng đảo công chúng bỏ tiền mua cổ phiếu.

■ Phương thức đấu giá áp dụng tại TTGDCK HN chưa công bằng và chưa thật sự hợp lý. Cụ thể, theo Thông tư 126/2004/TT-BTC quy định sau khi xác định giá khởi điểm, người tham gia đấu thầu sẽ phải đặt giá mua cao hơn giá khởi điểm, nhà đầu tư đặt mua ở mức giá nào thì sẽ phải mua tại mức giá đó trong trường hợp trúng thầu. Đây là phương thức đấu giá theo kiểu Anh (đấu giá riêng lẻ), cơ chế này tạo được sự công bằng cho nhà đầu tư, tuy nhiên chỉ thích ứng với nhà đầu tư chuyên nghiệp và có kinh nghiệm (số này hiện nay chưa nhiều), nhà đầu tư mới hiện chiếm đa số trong công chúng còn chưa hiểu nhiều về chứng khoán sẽ rất sợ sệt khi tham gia đấu giá, vì họ khó có thể biết được đặt giá nào là hợp lý. Có nhiều trường hợp trúng thầu, song lỗ vì đã đặt giá quá cao, nhiều nhà đầu tư cũng đã "bỏ của chạy lấy người" tức là chấp nhận mất tiền cọc để khỏi phải mua với giá đắt. Rõ ràng, thực tế này ít nhiều gây ra sự mất mát không đáng có trong một số nhà đầu tư. Theo thống kê, mỗi cuộc đấu giá có khoảng 1/3 số nhà đầu tư tự cảm thấy bị mất tiền một cách vô lý; Với cơ chế đấu giá này nhiều khi tạo ra giá ảo, không thực tế. Có những người nôn nóng muốn mua cổ phiếu, đặt giá một cách tùy tiện, không có trách nhiệm điều đó làm cho giá phát hành ra cao hơn nhiều so với giá thực chất của công ty (ví dụ như Vinamilk giá đặt mua gấp 10 lần giá khởi điểm) trong khi đó thì khối lượng mua lại quá thấp. Điều này cho thấy, nhà đầu tư đặt lệnh mua

chưa tính toán đến hiệu quả kinh tế; Theo phương thức đấu giá hiện nay tại TTGDCK HN thì cổ phiếu sau khi phát hành được bán với nhiều mức giá khác nhau, nên việc hình thành thị trường mua đi, bán lại sau khi đấu giá cũng gặp khó khăn. Thông thường, mức giá bình quân trong các đợt đấu giá được coi là giá tham chiếu để làm cơ sở cho các giao dịch thứ cấp, nhưng thực tế, những người phải mua với mức giá cao hơn giá bình quân không dễ dàng gì chấp nhận việc bán lại với giá thấp hơn so với giá họ đã bỏ ra và đây chính là yếu tố hạn chế sự luân chuyển cổ phiếu; Theo phương thức đấu giá hiện nay, xét trong mối quan hệ giữa các thành phần tham gia đấu giá cổ phần, dường như quyền lợi của người mua đang bị coi nhẹ hơn quyền lợi của người bán, chỉ có cạnh tranh về phía người mua mà không có sự cạnh tranh về phía người bán. Khi đó tại TTGDCK Tp.HCM, sự cạnh tranh này diễn ra từ cả hai phía nên mức giá phản ánh chính xác hơn. Việc nhà đầu tư đang phải cạnh tranh quyết liệt bằng giá để dành quyền mua cổ phần lần đầu có thể đem đến một số lợi ích trước mắt như giúp Nhà nước thu được hàng nghìn tỷ đồng tiền giá trị gia tăng thêm từ cổ phần hoá, nhưng cũng để lại những ảnh hưởng không nhỏ đến tâm lý nhà đầu tư. Khi nhà đầu tư cảm nhận được sự bất hợp lý trong đấu giá, họ có thể sẽ giảm đi sự hứng khởi ban đầu.

Xuất phát từ thực tế trên, để đạt được mục tiêu phát triển TTCK đến năm 2010 chiếm 10 - 15% GDP và cũng để thực hiện đúng với lộ trình phát triển thị trường OTC mà Chính phủ đã đề ra thì cần phải có những biện

pháp đồng bộ, cấp thiết từ phía cơ quan lãnh đạo cũng như các chủ thể tham gia thị trường. Các biện pháp đó có thể kể ra như sau:

■ **Thứ nhất, hoàn thiện hệ thống pháp lý về thị trường chứng khoán.** Cụ thể: ban hành Luật Chứng Khoán. Mục đích chủ yếu của Luật Chứng Khoán là duy trì một TTCK công bằng, minh bạch và có trật tự, lợi ích chính đáng của nhà đầu tư và lợi ích công cộng được bảo vệ. Khi Luật Chứng Khoán được ban hành thì nó phải phù hợp với điều kiện hiện nay của Việt Nam, tương thích với khung pháp lý khác có liên quan (như Luật doanh nghiệp, Luật dân sự, Luật Tổ chức tín dụng...), đảm bảo tuân thủ các cam kết của Việt Nam trong các hiệp định song phương và đa phương với các nước, và phải tương thích với các thông lệ quốc tế tốt nhất đồng thời nó cũng sẽ tạo tâm lý ổn định, yên tâm cho các tổ chức, cá nhân tham gia kinh doanh đầu tư vào TTCK. Để có được Luật Chứng Khoán một cách hoàn chỉnh thì cần phải có thời gian điều chỉnh từ từ, rút kết những kinh nghiệm từ thực tế thông qua các Thông tư hướng dẫn; **hoàn chỉnh các văn bản pháp qui khác** để tạo sự đồng bộ và thống nhất trong việc điều chỉnh lĩnh vực chứng khoán. Các văn bản pháp lý cần được điều chỉnh bao gồm Nghị định 187/2004/NĐ-CP của Chính phủ ban hành về việc chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần và Thông tư 126/2004/TT-BTC hướng dẫn Nghị định này. Vấn đề cần điều chỉnh là xác định phương thức đầu giá cho phù hợp hơn đối với các nhà đầu tư. Ngoài ra còn điều chỉnh các văn bản pháp qui về thuế, phí, chế độ kế toán,

kiểm toán, chế độ quản lý ngoại hối, Luật đầu tư nước ngoài, Luật dân sự, Luật hình sự cũng cần phải được điều chỉnh cho phù hợp và đồng bộ. Cụ thể, trong Luật dân sự, Luật hình sự cần bổ sung thêm tội danh vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán, Luật kế toán kiểm toán phải phù hợp với thông lệ quốc tế, Luật đấu tư cần xem xét để tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư nước ngoài tham gia.

Cùng với việc tăng cường pháp chế hoá trong lĩnh vực chứng khoán và kinh doanh chứng khoán là nâng cao hiệu quả công tác thanh tra, giám sát thường xuyên, liên tục và toàn bộ các hoạt động của thị trường, xử lý vi phạm kịp thời đảm bảo lợi ích chính đáng của các chủ thể tham gia thị trường.

■ **Thứ hai, tăng cường lực lượng hàng hóa cho TTGDCK Hà Nội.** Cụ thể: tăng thêm quyền lợi cho các CTCP đăng ký giao dịch như giảm thuế nhiều hơn, tăng thời gian giảm thuế lên 3 năm, cho phép trả chậm thuế, hỗ trợ nâng cấp hệ thống quản trị doanh nghiệp, giảm thiểu các loại phí, thuế áp dụng ký phải đơn giản, thuận tiện hơn, hỗ trợ tư vấn đăng ký giao dịch, hỗ trợ kiểm toán, hỗ trợ công ty để có thêm dự án đầu tư, hỗ trợ mặt bằng xây dựng, đi đời nhà xường, hỗ trợ quảng bá thương hiệu... tăng cường tuyên truyền về ưu thế đăng ký giao dịch và tiến đến là niềm yết trên thị trường tập trung trong tương lai. Tạo môi trường giao dịch an toàn, ổn định, nâng cao hiệu quả hoạt động như thiết lập một hành lang pháp lý đầy đủ và hệ thống giám sát chặt chẽ để các CTCP nhận thấy khi đăng ký giao dịch sẽ đem lại những thuận lợi và cơ hội cho họ trong quá trình tăng

nguồn vốn kinh doanh, nâng cao uy tín trên thị trường, quảng bá thương hiệu trước mắt công chúng; thống kê, đăng ký lại các CTCP phát hành cổ phiếu ra công chúng nhưng chưa đăng ký giao dịch đưa vào diện quản lý của UBCKNN và giám sát chặt chẽ các công ty này; tiếp tục đẩy mạnh tiến trình cổ phần hoá đồng thời kết hợp gắn cổ phần hóa với đăng ký giao dịch trên TTGDCK Hà Nội bằng cách đẩy mạnh công tác tuyên truyền sâu rộng về cổ phần hoá đến các cấp, các ngành và nhân dân để họ có nhận thức đúng về chủ trương của Đảng và thực tế diễn biến của quá trình cổ phần hóa DNNN, hoàn thiện những văn bản pháp lý liên quan đến việc thực hiện cổ phần hoá như Thông tư 126/2004/TT-BTC để tạo cơ chế thông thoáng hơn cho việc bán đầu giá cổ phần ra công chúng. Đối với Thông tư này, cần điều chỉnh về phương thức đầu giá, cách định giá tài sản của ngân hàng thương mại, mở rộng việc công bố thông tin cho nhà đầu tư, nổi lòng quy định về chi phí cho hoạt động đầu giá cổ phần, mở rộng phạm vi ngành nghề cổ phần hoá, cho phép thành lập CTCP có vốn đầu tư nước ngoài...; Chính phủ yêu cầu các Bộ, Ngành, địa phương cần quán triệt và triển khai thực hiện quyết liệt hơn phương án sắp xếp và đổi mới DNNN đã được Chính phủ phê duyệt bằng những biện pháp như bán, khoán, cho thuê các DNNN... đồng thời áp dụng đồng bộ các giải pháp về tài chính, tín dụng, tích cực giải quyết các khoản nợ của DNNN trước khi thực hiện cổ phần hoá; phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam như sớm hình thành tổ chức định mức tín nhiệm. Tổ chức này có chức

năng xếp hạng các chứng khoán nợ, các tổ chức phát hành chứng khoán nợ cho nên nó có vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường trái phiếu. Tổ chức định mức tín nhiệm sẽ cung cấp cơ sở cho việc xác định lãi suất cho các sản phẩm nợ trên thị trường nhằm hình thành khung lãi suất phù hợp cho các loại trái phiếu theo từng thời kỳ, đảm bảo tính hợp lý trong việc xác định lãi suất giữa các hình thức phát hành đang được áp dụng. Từ đó, tạo tiền đề cho việc phát hành các sản phẩm nợ rộng rãi ra công chúng.

■ **Thứ ba, hoàn thiện cơ sở vật chất, kỹ thuật theo mô hình của thị trường OTC.** TTGDCK HN vừa mới đi vào hoạt động, qui mô giao dịch còn nhỏ, phương thức giao dịch ban đầu là thỏa thuận cho nên việc xây dựng cơ sở vật chất kỹ thuật cũng chỉ ở mức cơ bản và đã được chuẩn bị sẵn sàng cho việc giao dịch thử cấp. Trong giai đoạn hiện nay, chúng ta không nên xây dựng một hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật quá cầu kỳ, phức tạp như một thị trường hiện đại vì nó đòi hỏi một lượng kinh phí rất lớn đồng thời chúng ta cũng chưa tận dụng hết công suất hoạt động của nó điều này sẽ gây lãng phí. Nói như thế không có nghĩa là chúng ta xây dựng nó quá đơn giản, sơ sài vì nó sẽ gây khó khăn cho việc hiện đại hoá khi qui mô thị trường phát triển. Nhiệm vụ trước mắt của chúng ta là vẫn phải học tập, trao đổi kinh nghiệm từ các nước có mô hình thị trường tương tự Việt Nam như: Singapore, Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản đồng thời kiểm tra, giám sát hệ thống đang vận hành để giải quyết những bất cập, rút ra kinh nghiệm, hoàn thiện nó dần dần. Bên cạnh đó,

TTGDCK Hà Nội và các CTCK sẽ đầu tư từng bước, mở rộng dần dần phù hợp với sự phát triển của TTCK, tận dụng tối đa cơ sở vật chất hiện có. Trong tương lai, khi qui mô thị trường tăng lên, hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật cũ sẽ không còn phù hợp nữa thì chúng ta cần phải nâng cấp hệ thống hạ tầng thiết bị kỹ thuật lên mức hiện đại, áp dụng công nghệ tiên tiến của các nước và xây dựng một hệ thống phần mềm thích ứng cho TTGDCK Hà Nội. *Về hệ thống giao dịch chứng khoán*: từng bước áp dụng cơ chế tự động hóa để có thể thực hiện được vừa phương thức giao dịch thỏa thuận vừa phương thức giao dịch báo giá. Các giao dịch được thực hiện qua hệ thống điện thoại, fax, máy vi tính nối mạng, hoặc trực tuyến trên Website của TTGDCK. Về việc truyền dữ liệu từ TTGDCK, để thông tin nhận được an toàn và tránh các sai sót, TTGDCK Hà Nội cần cung cấp dữ liệu cho các CTCK dưới dạng database được mã hoá trên đường đi, tránh sự xâm nhập của các hacker. *Về hệ thống giám sát thị trường*: hoàn thiện tiêu chí giám sát, tăng cường giám sát đối với các hoạt động giao dịch, đặc biệt chú trọng đến các đối tượng là nhà đầu tư lớn thường xuyên ảnh hưởng đến thị trường, từng bước xây dựng hệ thống giám sát thị trường tự động kết nối với hệ thống giao dịch, công bố thông tin, lưu ký - thanh toán bù trừ chứng khoán. *Về hệ thống công bố thông tin*: hoàn thiện mạng Wan phục vụ việc công bố thông tin trên thị trường, đảm bảo hệ thống công bố thông tin có thể truyền phát rộng và truy cập dễ dàng cho các đối tượng tham gia trên TTCK, đặc biệt là nhà đầu tư. Mở rộng phạm vi thông tin cần công bố trên cơ sở

xây dựng cơ sở dữ liệu thông tin đầy đủ về các tổ chức đăng ký giao dịch, các CTCK, nhà đầu tư, thông tin quản lý thị trường, tin tức thị trường. Nâng cao vai trò của trang Web của TTGDCK Hà Nội. *Về hệ thống lưu ký - thanh toán bù trừ chứng khoán*: đối với hệ thống lưu ký, xây dựng quy trình nghiệp vụ liên quan đến hoạt động lưu ký chứng khoán nhằm hướng dẫn các thành viên lưu ký thực hiện các quy trình hiện hành, thực hiện tự động hóa một phần công tác quản lý sổ cổ đông và chứng chỉ chứng khoán. Nối mạng giữa trung tâm lưu ký và TTGDCK để cung cấp chính xác, kịp thời thông tin về người sở hữu chứng khoán, mở rộng mạng lưới cung cấp dịch vụ lưu ký chứng khoán trong phạm vi cả nước, chú trọng cấp phép hoạt động lưu ký chứng khoán cho các Ngân hàng thương mại đủ điều kiện. Đối với hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán cần xây dựng và hiện đại hóa hệ thống này, đảm bảo cung cấp chính xác, kịp thời thông tin về người mua chứng khoán, giảm thời gian thanh toán giao dịch chứng khoán nhằm nâng cao tính thanh khoản cho thị trường.

■ **Thứ tư, thu hút nhà đầu tư tham gia vào TTGDCK HN.**

Cụ thể: tăng cường công tác tuyên truyền, phổ biến kiến thức về chứng khoán và TTCK cho nhà đầu tư. UBCKNN kết hợp với TTGDCK HN và các CTCK thành viên thường xuyên tổ chức các buổi hội thảo về TTCK, tuân lệ chứng khoán. Qua đó giao lưu, gặp gỡ, tiếp xúc với các nhà đầu tư, các tổ chức trong và ngoài nước và phổ biến kiến thức chứng khoán cho họ đồng thời tháo gỡ những vướng mắc, khó khăn mà họ gặp phải. Kết hợp

với các phương tiện thông tin đại chúng đăng tin các bài viết về TTCK, mở các chương trình đào tạo từ xa về chứng khoán, mở nhiều khoá đào tạo chứng khoán miễn phí cho công chúng, phổ biến kiến thức chứng khoán cho các trường chuyên nghiệp ở mọi khối ngành chứ không chỉ trong khối kinh tế. Các CTCK cần phải đẩy mạnh hoạt động tư vấn đầu tư cho khách hàng, mở rộng các mạng lưới hoạt động trên các thành phố và tiến đến trên phạm vi cả nước; **Cần có một cơ chế xác định giá hợp lý cho các nhà đầu tư tham gia đấu giá cổ phần.** Đối với nhà đầu tư chuyên nghiệp, nên áp dụng cơ chế đấu giá có sự cạnh tranh về giá tức là họ đặt mức giá nào thì mua ở mức giá đó. Còn đối với nhà đầu tư mới, nhỏ lẻ thì áp dụng mức giá bình quân gia quyền làm giá bán cố định, mức giá này đã được các tổ chức thẩm định kỹ càng. Các nhà đầu tư mới sẽ được tư vấn mua thông qua việc nghiên cứu cách thức mua của nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp; **thực hiện tốt hoạt động công bố thông tin thị trường cho nhà đầu tư** bằng cách cập nhật nhanh chóng, kịp thời, chính xác, đầy đủ những diễn biến của thị trường trên các trang Web của UBCKNN, các CTCK thành viên và đặc biệt là trang Web của TTGDCK Hà Nội. Trang Web này cần phải hoàn thiện hơn nữa trong việc thống kê, sắp xếp có hệ thống các loại thông tin về công ty đăng ký giao dịch, về các cuộc đấu giá, đấu thầu và lưu trữ trên Website trong 5 năm cả phần tiếng Anh lẫn phần tiếng Việt để thuận tiện cho việc tra cứu, phân tích của các nhà đầu tư. TTGDCK HN cũng cần ra Bản tin thị trường như ở TTGDCK Tp.HCM hay các

thống kê hàng tháng về các phiên giao dịch cổ phiếu. Để tăng độ tin cậy cho thông tin tài chính cần áp dụng những chuẩn mực kế toán quốc tế trong hoạt động kế toán - kiểm toán, tăng cường hoạt động kiểm tra, giám sát của thị trường kết hợp với những chế tài xử lý hình sự đối với những hành vi cố tình công bố thông tin sai lệch và thiếu trung thực.

■ **Thứ năm, nâng cao vai trò của các nhà tạo lập thị trường và hiệp hội kinh doanh chứng khoán.** Để phát huy tốt vai trò là một nhà tạo lập thị trường của CTCK thì cần phải đào tạo và đưa vào hoạt động một đội ngũ chuyên gia về tạo lập thị trường, đảm bảo đầy đủ tiêu chuẩn hành nghề, tiêu chuẩn đạo đức nghề nghiệp để thực hiện tốt và đầy đủ các nghiệp vụ của 1 CTCK đặc biệt là nghiệp vụ môi giới và tư doanh; chuẩn bị đầy đủ nguồn tài chính để đẩy mạnh hoạt động tư doanh. Hiện nay, Nghị định 144/2003/NĐ-CP chỉ yêu cầu các CTCK có mức vốn pháp định 12 tỷ đồng Việt Nam là có thể thực hiện nghiệp vụ tư doanh. Tuy nhiên, khi CTCK tham gia tạo lập thị trường cho nhiều loại cổ phiếu trên thị trường OTC thì chắc chắn rằng số vốn này sẽ không đủ đáp ứng hoạt động của công ty. Do vậy, công ty cần phải chuẩn bị nguồn tài chính dồi dào để có thể tham gia tạo lập thị trường cho nhiều loại chứng khoán; nâng cấp cơ sở vật chất kỹ thuật. Các CTCK phải xây dựng một hệ thống bảng điện, show chiếu dành riêng cho giao dịch chứng khoán OTC bởi vì thời gian giao dịch tại TTGDCK Hà Nội trùng với thời gian giao dịch tại TTGDCK Tp.HCM. Ngoài ra, hệ thống bảng điện

phải được thiết kế sao cho có thể cập nhật được cổ phiếu mới vào hệ thống khi CTCK muốn tạo lập thị trường cho chứng khoán đó, tránh tình trạng 2 loại cổ phiếu cùng luân phiên thể hiện trên một bảng điện như ở CTCK Ngân hàng đầu tư. **Đôi với Hiệp hội kinh doanh chứng khoán:** Khi thị trường OTC đi vào ổn định, Nhà nước cần phải nâng dần chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của Hiệp hội và giảm sự can thiệp của Nhà nước ở mức phù hợp, Nhà nước chỉ quản lý ở mặt vĩ mô như cơ chế, chính sách, định hướng thị trường còn Hiệp hội sẽ thực hiện cụ thể hoá các mục tiêu của Nhà nước, quản lý chi tiết cho thị trường. Ngoài ra, ngoài những thành viên là các CTCK và công ty quản lý quỹ như hiện nay thì Hiệp hội cũng cần nên bổ sung thêm thành viên đại diện của Bộ Tài chính, UBCKNN, cơ quan thuế, TTGDCK, các nhà kinh doanh chứng khoán để có thể phân ảnh hưởng thực tiễn hình hoạt động của thị trường, từ đó tập hợp và đưa ra những kiến nghị phù hợp với khả năng phát triển của thị trường. Hiệp hội kinh doanh chứng khoán Việt Nam nên hoạt động theo nguyên tắc tự điều hành nhằm tạo ra sự linh hoạt, kịp thời trong việc giải quyết mọi vấn đề, dễ dàng tìm ra các vấn đề tồn tại, dễ chiếm lòng tin của công chúng và đào tạo chuyên gia về các lĩnh vực thích hợp.

■ **Thứ sáu, nâng cao công tác tuyên truyền, đào tạo về chứng khoán.** Cụ thể: quy hoạch cán bộ trẻ, giỏi chuyên môn nghiệp vụ, tâm huyết với nghề để cử đi đào tạo ngắn hạn, dài hạn, học tập kinh nghiệm tổ chức thị trường OTC của các nước; xây dựng đội ngũ giảng

viên mạnh, giỏi về chuyên môn và có năng lực sư phạm để phục vụ cho công tác đào tạo, phổ cập kiến thức về TTCK; tăng cường công tác biên dịch các tài liệu của nước ngoài để làm nguồn giáo trình phục vụ cho công tác đào tạo, nhất là những tài liệu mang tính nghiệp vụ chuyên sâu như: môi giới, tự doanh, lưu ký, quản lý danh mục đầu tư,... thiết lập mô hình đào tạo trong đó có sự kết hợp giữa Trung tâm nghiên cứu khoa học và Bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán tổ chức với Hiệp hội chứng khoán. Hoàn chỉnh chương trình đào tạo và quy trình sát hạch giấy phép hành nghề chứng khoán, đặc biệt chú trọng đến việc giáo dục đạo đức nghề nghiệp; tiếp tục tăng cường cơ sở vật chất, trang thiết bị phục vụ cho việc giảng dạy và học, phù hợp với yêu cầu nhiệm vụ đặt ra. Tiếp tục duy trì và nâng cao các mô hình TTCK ảo để giúp cho người học có thể tiếp cận thực tế, nâng cao hiệu quả học tập, nghiên cứu về TTCK; phổ cập kiến thức về chứng khoán cho công chúng qua các phương tiện thông tin đại chúng như có thể mở riêng một kênh truyền hình chỉ dành cho việc nói về TTCK trong đó có mục giải đáp vướng mắc cho các nhà đầu tư, mở các chương trình đào tạo từ xa về chứng khoán, mở rộng mạng lưới đào tạo chứng khoán ở những thành phố lớn và các tỉnh thành. Đưa chương trình chứng khoán vào đào tạo trong các trường phổ thông, các trường đại học không phải chuyên ngành kinh tế. Cần có những tờ báo đăng tin cụ thể về TTCK và phổ biến rộng rãi ra công chúng...

■ **Thứ bảy, xây dựng chính sách thuế phù hợp.** TTCK Việt Nam mà đặc biệt là

thị trường OTC vẫn còn quá mới mẻ và cần được sự quan tâm ưu đãi từ phía Chính phủ, đặc biệt trong các chính sách thuế. Cần có định hướng lâu dài về chính sách thuế để thúc đẩy sự phát triển TTCK. Muốn vậy, cần xây dựng một chiến lược tổng thể phát triển TTCK trong dài hạn, chính sách thuế phải được xây dựng căn cứ vào từng giai đoạn phát triển của thị trường. Chính sách thuế đối với TTCK Việt Nam trong giai đoạn đầu hoạt động vẫn hướng tới việc thu hút các nhà đầu tư, các tổ chức trung gian tham gia một cách tích cực vào thị trường; đơn giản hóa và minh bạch hóa chính sách thuế nhằm tạo điều kiện cho việc thực thi nghĩa vụ thuế của các đối tượng tham gia thị trường; đa dạng hóa các hình thức ưu đãi thuế như tín dụng thuế, chỉ đánh thuế thu nhập của CTCP mà không đánh thuế thu nhập cổ tức của cổ đông, áp dụng sắc thuế đặc thù của TTCK khi thị trường đã ổn định và phát triển như áp dụng phương pháp khấu trừ thuế tại nguồn theo tỷ lệ 0.1% dựa trên doanh số bán do đặc thù là không xác định được giá mua ban đầu; tiếp tục duy trì và mở rộng chính sách thuế ưu đãi cho các doanh nghiệp đăng ký giao dịch tại TTGDCK HN cũng như là các chủ thể khác tham gia thị trường. Trước mắt để nghị miễn thuế thu nhập doanh nghiệp cho các công ty niêm yết, CTCK và công ty quản lý quỹ trong thời hạn 5 năm tính từ thời điểm tham gia thị trường.

■ **Thứ tám, liên kết đồng bộ với các thị trường khác.** Thị trường OTC luôn có mối quan hệ tác động qua lại với các thị trường như: TTCK tập trung, thị trường tiền tệ, thị trường ngoại hối.... Các thị trường này cùng

song hành với nhau, khi lợi nhuận của thị trường này thấp hơn thị trường kia sẽ có sự chuyển dịch nguồn vốn từ kênh đầu tư này sang kênh đầu tư khác, hay khi có sự bất ổn của thị trường này thì sẽ ảnh hưởng đến thị trường khác. Chẳng hạn, đối với thị trường tập trung, hiện nay, tiêu chuẩn niêm yết cổ phiếu trên TTGDCK Tp.HCM và trên TTGDCK HN là 5 tỷ đồng Việt Nam, như vậy sẽ khó thu hút công ty cổ phần tham gia đăng ký giao dịch trên TTGDCK HN. Cho nên cần phải có sự khác biệt rõ ràng giữa hai TTGDCK để tạo sự cạnh tranh lành mạnh và đẩy mạnh phát triển cả hai thị trường. Đối với thị trường tín dụng, hiện nay mức lãi suất ngân hàng cao, hơn 8%/năm làm cho nhiều nhà đầu tư không muốn bỏ tiền vào thị trường chứng khoán vì rủi ro cao mà cổ tức trả tính trên giá trị cổ phiếu lại thấp hơn lãi suất tiết kiệm. Vì vậy, Nhà nước cần có chính sách đồng bộ điều chỉnh hai thị trường này sao cho phù hợp. Đối với thị trường tiền tệ, thị trường OTC nên thực hiện liên thông với thị trường này trong việc giao dịch trái phiếu nhằm tạo ra tính thanh khoản cho loại chứng khoán này.

Tóm lại, việc xây dựng và phát triển TTGDCK HN trở thành một thị trường OTC thực thụ hoạt động có hiệu quả là nhiệm vụ quan trọng và khó khăn đòi hỏi phải có sự phối hợp đồng bộ từ các cơ quan lãnh đạo Nhà nước, các cơ quan quản lý thị trường OTC cho đến các thành viên tham gia thị trường. Với tư cách là một sinh viên chuyên ngành về TTCK, tôi xin đóng góp một số ý kiến của mình vào sự phát triển chung của TTGDCK HN ■