

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM VÀ NHỮNG HƯỚNG ĐI MỚI

PGS., TS. Lê Hoàng Nga*

Từ cuối những năm 2005 trở lại đây, chúng ta chứng kiến sự bứt phá tương đối ngoạn mục trên thị trường chứng khoán (TTCK) sau hơn 5 năm xây dựng và phát triển. Với cách nhìn tổng quát, chúng ta có quyền phần khởi trước những động thái này.

1. Những dấu hiệu mới:

◆ **Thị trường chứng khoán sơ cấp** hiện nay rất sôi động với nhiều động thái.

- Việc tăng vốn của các Ngân hàng Thương mại Cổ phần (NHTMCP) nhằm tăng vốn điều lệ thông qua việc phát hành cổ phiếu diễn ra khá mạnh mẽ. Các ngân hàng đều lựa chọn giải pháp phát hành cổ phiếu để tăng vốn mà không thực hiện việc sáp nhập, điều này cũng có những thuận lợi của nó trong quản trị doanh nghiệp, nâng cao uy tín của ngân hàng. Vào quý 1/2006 có khoảng 3.000 tỷ đồng đổ vào các NHTMCP đô thị nhằm tăng vốn điều lệ.

Công ty bảo hiểm phi nhân thọ Bảo Minh cũng có những kế hoạch tương tự cho việc niêm yết và giao dịch cổ phiếu của mình trên trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK), mặc dù tiến độ bị lùi lại so với kế hoạch.

- Việc các NH nước ngoài mua các cổ phiếu của các NHTMCP đô thị đã trở nên quen thuộc với giới tài chính hiện nay.

Hiện nay 3 NHTMCP đã có vốn đóng góp của cổ đông nước ngoài là ACB, Phương Nam và Sài Gòn thương tín. ANZ chính thức nắm giữ 10% cổ phần Sacombank. Sắp tới, OCBC của Singapore nắm giữ 10% cổ phần cùng quyền nâng mức cổ phần sở hữu lên 20% của VP Bank. Eximbank sẽ bán cổ phần cho người nước ngoài khi phát hành trên 515 tỷ đồng để tăng vốn điều lệ từ 700 tỷ đồng lên 1.200 tỷ đồng trong năm 2006, trong đó 20% cổ phần là bán cho người nước ngoài. EAB đang có kế hoạch bán cổ phần cho một ngân hàng nước ngoài có khả năng là Citibank. NHTMCP Quân đội (MB) công bố bán cổ phiếu cho cổ đông nước ngoài...

Lợi ích từ việc các ngân hàng nước ngoài mua cổ phiếu của các NHTMCP của Việt Nam được đánh giá từ hai phía: phía nước ngoài nhận được lợi ích từ việc mở rộng thị trường, mạng lưới, khách hàng, nhân lực... của các NHTM Việt Nam; phía Việt Nam nhận được kinh nghiệm quản lý, công nghệ, định hướng hỗ trợ quản lý... của ngân hàng nước ngoài. Việc này cũng là tất yếu trong mở cửa thị trường tài chính của Việt Nam.

- Nguồn cung cổ phiếu hiện nay gia tăng nhiều với những nỗ lực to lớn của Chính phủ và các công ty, các Tổng công ty Nhà nước thông qua việc thực hiện cổ

phần hóa gắn với niêm yết chứng khoán trên TTCK tập trung trong lĩnh vực ngân hàng, bưu chính viễn thông, nhà máy điện, cấp nước, dầu khí... (BIDV, Bảo Minh, Vietcombank, MHB...).

Với 32 công ty bảo hiểm, vốn điều lệ 4.608 tỷ đồng và 108,095 triệu USD vào đầu quý 1/2006, ngành bảo hiểm có sự cạnh tranh và đa dạng rất rõ rệt.

PJICO (Công ty cổ phần bảo hiểm Petrolimex) phát hành khoảng 70 tỷ đồng để tăng vốn từ 70 tỷ đồng qua phát hành cổ phiếu phổ thông, hiện công ty đang có kế hoạch kinh doanh sang lĩnh vực ngân hàng, lập công ty liên doanh chứng khoán, công ty cho thuê tài chính.... Đây là một hoạt động rất đáng khuyến khích không chỉ trong ngành bảo hiểm mà còn là các ngành khác trong lĩnh vực tài chính.

Một số doanh nghiệp FDI đang có những kế hoạch phát hành cổ phiếu và niêm yết trên TTGDCK như công ty cổ phần quốc tế Hoàng Gia, công ty cổ phần Full Power.... Các công ty niêm yết cũng đang có dự án phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn nhằm đưa vào các dự án bất động sản, xây dựng nhà máy mới, cải tạo nhà xưởng... như REE, Savimex, Bibica...

- Trái phiếu Chính phủ được phát hành trong năm 2005 là *Học viện Ngân hàng* (*)

17.226 tỷ đồng, trong đó các NHTM mua 12.058 tỷ đồng (khoảng 70%)

BIDV phát hành trái phiếu dài hạn với 3.250 tỷ đồng nhằm đạt được sự tăng vốn từ 5000 tỷ đồng lên 6.000 tỷ đồng và không thực hiện việc chuyển đổi sang cổ phiếu. Một số công ty trực thuộc BIDV như Công ty bảo hiểm cũng có kế hoạch tăng vốn từ 71,5 tỷ đồng lên 100 tỷ đồng và công ty chứng khoán BIDV tăng vốn từ 100 tỷ đồng lên 200 tỷ đồng.

Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp cũng có những kế hoạch phát hành trái phiếu để đáp ứng nhu cầu huy động vốn to lớn của mình. EVN (Tổng công ty điện lực Việt Nam) dự kiến phát hành 350 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp kỳ hạn 5 năm ra công chúng bao gồm người Việt Nam và người nước ngoài.

- Việc phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp Việt Nam bắt đầu nhắm tới thị trường nước ngoài với 2 điển hình là Vietcombank (điểm đến dự kiến là Hồng Kông) và BIDV (hướng tới thị trường Singapore)

◆ **Giao dịch chứng khoán trên thị trường thứ cấp:**

- Việc Vietcombank triển khai nghiệp vụ kinh doanh trái phiếu (8/2005) là một hoạt động tích cực đối với thị trường tiền tệ và thị trường vốn nói chung trên cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Trong nghiệp vụ này, Vietcombank đã yết giá hai chiều mua/bán công khai, chủ yếu là thông qua bán buôn với các tổ chức tín dụng khác; đã xây dựng bảng tin hàng ngày cập nhật về

giá trái phiếu, ngoại tệ, điểm swap, lãi suất... Đến hết năm 2005, doanh số giao dịch ở đây đạt khoảng 2.700 tỷ đồng mà phần lớn là hoạt động bán mua lại.

- Giao dịch cổ phiếu trên thị trường không chính thức (thị trường tự do) rất sôi động với việc tăng giá gần như đồng bộ của nhiều NHTMCP tới mức 2-4 lần mệnh giá (ACB, Sacombank, Đông Á, Quân đội, Eximbank, Techcombank, Quốc tế, Việt Á, Nam Á...). Đây là một hiện tượng bất thường tạo ra những đánh giá trái chiều trong giới kinh doanh cũng như các nhà quản lý. Giá cổ phiếu, nhất là cổ phiếu ngân hàng tăng mạnh trong thời gian gần đây đã thu hút khá lớn vốn đầu tư trong xã hội. Theo thống kê chưa đầy đủ thì có khoảng 1 tỷ USD cổ phiếu đầu tư vào thị trường cổ phiếu tự do với khoảng 200.000 nhà đầu tư, trong khi TTGDCK TP. Hồ Chí Minh có khoảng 145 triệu USD vốn đầu tư với 15.000 nhà đầu tư vào trên 52.000 tài khoản mở ở các công ty chứng khoán.

- Nhà đầu tư tổ chức bắt đầu săn tìm trái phiếu doanh nghiệp thay vì các loại trái phiếu chính phủ như trước đây. Những trái phiếu lọt vào danh sách này có thể kể ra như trái phiếu chuyển đổi của Vietcombank, của Tổng công ty điện lực...

- Hoạt động cho vay cầm cố cổ phiếu của các NHTM, với con số chính thức là khoảng 13 triệu cổ phiếu các loại được cầm cố với tổng giá trị khoảng 751 tỷ đồng, tương đương với 2,62% giá trị vốn hóa của thị trường đã được thực hiện khá nhộn nhịp, phản

ánh sự đa dạng trong kinh doanh chứng khoán thông qua đối tượng cầm cố mới là cổ phiếu. Điều này cũng cho thấy tính chất nóng của cả hai TTCK và ngân hàng trong thời gian gần đây.

2. Đánh giá:

Mặt tích cực:

- Hoạt động trên TTCK Việt Nam ngày càng sôi động phù hợp mức phát triển nóng của nền kinh tế hiện nay và những năm tới, dự báo kinh tế Việt Nam đạt khoảng 7-8/năm thời kỳ 2006-2007 là con số đầy ấn tượng. Nhu cầu vốn đầu tư của Việt Nam khoảng 140 tỷ USD trong 5 năm tới đã phản ánh mức độ nóng của nền kinh tế mới nổi. Theo EIU - Tạp chí The Economist, tỷ lệ tích lũy đầu tư của Việt Nam đạt khoảng 32,5%/80% là đầu tư vào đất đai, dự án, ngân hàng, còn lại 20% vốn hầu như chưa có kênh đầu tư.

- Việc đầu tư của các doanh nghiệp, người đầu tư bắt đầu dựa trên sự phân tích, so sánh các cơ hội và chi phí đầu tư trong cùng thời điểm, mặc dù vẫn có dấu hiệu đầu tư theo phong trào, nhất là trong lúc giá cổ phiếu ngân hàng đang nóng mạnh như hiện nay. Danh mục chứng khoán niêm yết trên TTGDCK TP. Hồ Chí Minh ngày càng tăng đã cho họ những cơ hội lựa chọn nhiều hơn. Sự bùng nổ giá cổ phiếu ngân hàng cũng tạo điều kiện thu hút khá nhiều vốn đầu tư trong xã hội và tạo môi trường kinh doanh cho giới đầu tư.

- Kinh doanh đa năng của các doanh nghiệp tài chính ngày càng trở nên rõ nét tuy chưa phải là đầy

đủ. Hoạt động Bancassurance hiện nay bắt đầu sôi động với việc liên kết giữa ngành ngân hàng và bảo hiểm, ví dụ như đóng phí bảo hiểm qua thẻ ATM (năm 2004 chiếm khoảng 1% tổng doanh thu phí), hoặc là Vietcombank liên kết với công ty bảo hiểm AIA, Prudential về thanh toán phí bảo hiểm qua thẻ ATM, NHNo&PTNT hợp tác với Prudential, Techcombank hợp tác với Bảo Việt Nhân thọ về các sản phẩm tương tự.

Các sản phẩm bảo hiểm ngày càng đa dạng hơn với bảo hiểm cho vay, liên kết thanh toán điện tử... Ngành bảo hiểm hiện nay cạnh tranh về chứng khoán qua một sản phẩm mới là bảo hiểm đầu tư (Investment link) cho phép khách hàng đầu tư chứng khoán, và như vậy ngành bảo hiểm sẽ cạnh tranh trực tiếp với các quỹ đầu tư qua việc khách hàng mua sản phẩm bảo hiểm, đóng tiền hàng tháng tới một mức nhất định thì sẽ được quyền tham gia đầu tư. Các công ty bảo hiểm sẽ đưa ra một danh mục đầu tư để khách hàng lựa chọn. Sản phẩm này dự kiến sẽ đưa ra vào quý 2/2006. Như vậy, dấu hiệu đa năng ngày càng trở nên rõ nét, phản ánh một xu hướng mới và tất yếu trong dịch vụ tài chính.

- Tính mở trong hoạt động tài chính nói chung có những chuyển biến mau lẹ, trước hết là về mặt chiến lược. Sự phát triển của TTCK gắn liền với quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, phát triển khu vực dân doanh. Rõ ràng là, những quy định hành chính ở đây là cần thiết để thúc đẩy quá trình và quan trọng hơn là tạo môi trường cho cổ phần hóa DNNN tiến hành thuận lợi.



Giao dịch chứng khoán tại TP. HCM

- Hoạt động hỗ trợ trên TTCK nói riêng và thị trường tài chính nói chung cũng phát triển mạnh và có hiệu quả hơn. Trung tâm thông tin tín dụng của NHNN (CIC) hiện có trên 92 triệu hồ sơ khách hàng của trên 200 quốc gia, hợp tác với Dun&Bradstreet (Mỹ), Businessonline (Thái lan) và hiện có khả năng đáp ứng thông tin cho khách hàng của mình. Ngành Bưu chính viễn thông (với việc thành lập tập đoàn Bưu chính viễn thông) đã thiết lập chỉ số E.Readiness Index của Việt Nam, chuẩn bị cho kinh tế điện tử trong tương lai ở Việt Nam.

- Về tổ chức, nhiều công ty trong lĩnh vực tài chính đã hoặc đang có ý định hoạt động theo hướng đa năng và tổ chức theo hướng tập đoàn tài chính. Sự thành lập của tập đoàn bảo hiểm vào cuối năm 2005 là một ví dụ chứng minh sự cố gắng của Chính phủ.

- Sự ra đời và hoạt động của nhiều loại hình tổ chức đầu tư mới là dấu ấn khá ấn tượng như

Công ty liên doanh quản lý quỹ đầu tư chứng khoán (VCBF), công ty liên doanh quản lý đầu tư BIDV-Vietnampartners... chứng tỏ nhịp độ nắm bắt nhu cầu thị trường khá nhanh. Nhiều quỹ đầu tư tăng vốn trong thời gian tới (quỹ VF1 sẽ tăng vốn 200 tỷ đồng năm 2006...). Đây là những dấu hiệu đáng mừng, tuy là khó khăn và dài lâu.

Những dấu hiệu chưa sáng sủa:

- Trong cùng một thời gian, các NHTM tăng lãi suất tiền gửi tiết kiệm tới 8%-9%/năm cùng với các hoạt động khuyến mại khá rầm rộ, chỉ số giá cả tăng 8,5%/năm làm ảnh hưởng nhiều đến tâm lý người tham gia bảo hiểm nhân thọ với những hợp đồng bảo hiểm 5,10, 20 năm... Điều này là bình thường trong kinh tế thị trường, song cũng phản ánh khả năng phản ứng nhanh của các doanh nghiệp tài chính là chưa đầy đủ.

- Việc phát hành cổ phiếu của các NHTMCP chủ yếu giới hạn

ở các cổ đông hiện hữu, chưa mở rộng ra công chúng. Các ngân hàng này chỉ mới quan tâm tới tăng vốn điều lệ cho mình, song chưa thực sự quan tâm tới việc niêm yết cổ phiếu trên TTGDCK, cũng chưa có những dấu hiệu rõ ràng cho thấy các NHTMCP gắn kết với hoạt động của TTCK, ngoại trừ Sacombank đang nộp hồ sơ xin phép niêm yết tại TTGDCK TP.Hồ Chí Minh.

- Việc phối hợp mang tính hệ thống giữa các NHTMNN, giữa NHTM Nhà nước với các NHTMCP trong việc triển khai các dịch vụ ngân hàng đã có song chưa rõ nét.... Năng lực quản trị của các ngân hàng còn ở mức thấp so với yêu cầu.

- Cách thức phối hợp giữa các kênh hoạt động trên thị trường tài chính còn sơ khai. Các kênh truyền dẫn nhanh nhạy như lãi suất, tỷ giá chưa hẳn là tác động đa chiều và đồng bộ tới các bộ phận của thị trường này.

- Về mặt tổ chức, các thị trường tài chính Việt Nam vẫn thiếu các nhà môi giới chuyên nghiệp (trên cả thị trường tiền tệ, thị trường bất động sản, thị trường vàng... hoặc các nhà tạo thị trường trên thị trường phi tập trung).

Việc quản lý nhà nước về TTCK cũng chưa thật chủ động trước những diễn biến đa chiều: lúc thì thiếu hàng trầm trọng, lúc thì thị trường nặng về cầu.

- Thị trường tự do và TTGDCK tập trung chưa có sự gắn kết chặt chẽ về giá cả, doanh số, sức thu hút.... Sự chênh lệch quá lớn về giá cả ở đây gây ra những suy tư cả về phía nhà đầu

tư và người quản lý. Tốc độ tăng giá cổ phiếu ở 2 thị trường là tương đương (chỉ số VNIndex ở TTGDCK hiện nay đạt trên 540 điểm, giá cổ phiếu ở thị trường tự do cũng gấp 4-5 lần so với mệnh giá), vấn đề đặt ra là: giá khởi điểm của cổ phiếu ở 2 thị trường này quá cách xa nhau, sự biến động giá ở 2 thị trường này không liên hệ chặt chẽ với nhau. Một thị trường phi tập trung cho chứng khoán trở nên cần thiết.

- Một khối lượng hàng hóa khá lớn là công trái, trái phiếu đã được người dân nắm giữ song khó chuyển nhượng, hiện đang được mua lại với giá rẻ bởi tư nhân là chủ yếu. Loại hàng này chưa được chú ý tổ chức một cách chuyên nghiệp.

3. Hướng giải quyết:

- Cần mở rộng liên doanh liên kết, hợp tác giữa NHTMCP và NHTM Nhà nước. Có thể theo số hướng:

- + Liên kết về việc phát triển dịch vụ ngân hàng hiện đại.

- + Liên kết qua đầu tư vào cổ phiếu ngân hàng, trái phiếu chuyển đổi.

- + Liên kết về quản trị ngân hàng.

- Phát triển các công cụ phái sinh đối với trái phiếu, cổ phiếu là một cách thức kết hợp thị trường tiền tệ và TTCK, cũng như ngay trên TTCK. Tuy là một hướng đi mới mẻ và không dễ làm, song đây là một tất yếu khi thị trường phát triển.

- Nghiên cứu hướng tổ chức các doanh nghiệp tài chính theo hướng đa năng, liên kết. Mô hình

tổ chức tập đoàn tài chính đa năng là một hướng đi mới mà Bảo Việt là bước khởi đầu. Tuy nhiên, hoạt động trong lĩnh vực rất nhạy cảm là tiền tệ thì hướng đa năng và liên kết cần có cách đi thận trọng. Lĩnh vực ngân hàng cần có sự mạnh mẽ trong tái cơ cấu về phía NHNN lẫn NHTM mà trước hết là về khía cạnh quản trị điều hành.

- Cần có hoạt động dự đoán, dự báo tốt trên thị trường liên ngân hàng nói riêng, thị trường tài chính nói chung trước các diễn biến về lãi suất, tỷ giá, thị trường.... Đây là việc làm rất cần được chú trọng mặc dù Việt Nam chưa từng trải qua cú sốc tài chính mạnh mẽ như các nước trong khu vực Đông Nam Á. Điều mà chúng ta thiếu hiện nay là tầm nhìn chiến lược và sự cảnh báo sớm, đi liền với nó là sự phòng chống sớm trước các bất ổn đang tiềm ẩn hoặc đã xảy ra. Khi mà sự liên kết giữa các thị trường tài chính Việt Nam nhịp nhàng hơn thì dự đoán, dự báo là vô cùng cần thiết và phải tiến hành thường xuyên. Những công ty xếp hạng tín nhiệm trở nên vô cùng cần thiết trong bối cảnh hiện nay để hướng dẫn người đầu tư chuẩn xác hơn, Việc công khai hơn nữa kết quả kiểm toán đối với các NHTM, bên cạnh việc sử dụng sổ tay kiểm toán nội bộ như ở BIDV gần đây là hết sức quan trọng, nhất là khi hội nhập trở thành hiện thực gần kề.

- Thay hình thức cạnh tranh không phải qua lãi suất mà bằng hoạt động marketing, phong cách giao dịch... của các doanh nghiệp tài chính. Lãi suất là

biến số cực kỳ quan trọng để liên kết các thị trường tài chính qua sự tăng giảm nhịp nhàng giữa các thị trường, song nó không phải cách cạnh tranh tốt để giành vốn đầu tư và khách hàng. Vấn đề quan trọng ở đây là cái mà chúng ta biết song chưa phải đã làm được, đó là

văn hóa doanh nghiệp.

- Việc tổ chức thị trường tài chính, trước hết là các nhà môi giới và nhà tạo thị trường với tư cách là linh hồn của thị trường, là điều quan trọng. Những người này cần có những quy định chặt chẽ về tiêu chuẩn hành nghề.

Như vậy, bước vào đầu kế hoạch 5 năm 2006-2010, với sự bùng nổ khá mạnh của thị trường chứng khoán, thu hút sự quan tâm lớn của xã hội, chúng ta có thể tự hào với những điều đã làm được để tự tin giải quyết những điều chưa làm tốt hoặc chưa làm được ■

➡➡ NHÖÔNG ÑOÀI MÔI TRÖNG ÑIEÀU... (tiếp theo trang 26)

Thêm nữa việc người dân được phép cất giữ, sử dụng ngoại tệ một cách tự do ít nhiều cũng ảnh hưởng đến cung cầu ngoại tệ trên thị trường chợ đen. Kiểm soát và tiến đến loại bỏ TTNT chợ đen sẽ tạo điều kiện tập trung nguồn ngoại tệ vào hệ thống ngân hàng, kiểm soát hiện tượng rửa tiền, giúp ổn định tỷ giá và làm lành mạnh nền tài chính quốc gia.

● Nâng cao khả năng chuyển đổi cho VND.

Đặc điểm cơ bản của đồng tiền có khả năng chuyển đổi là nó được tự do chuyển đổi từ bản tệ sang ngoại tệ, và ngược lại, theo cung cầu tiền tệ trên thị trường. Khả năng này phải được sự chấp thuận của Chính phủ và phải được đảm bảo bằng một nguồn dự trữ ngoại tệ dồi dào của quốc gia.

Bản tệ được chuyển đổi sẽ tạo tâm lý tốt trong các tầng lớp xã hội. Việc huy động các nguồn vốn trong nền kinh tế sẽ trở nên thuận lợi hơn do người dân an tâm về giá trị đồng tiền đang được lưu ký trên tài khoản tại ngân hàng. Đồng tiền tự do chuyển đổi sẽ góp phần hạn chế

đáng kể hiện tượng dollar hóa nền kinh tế, tạo điều kiện thực hiện tốt nguyên tắc chỉ sử dụng bản tệ trong các giao dịch đối nội. Ngoại tệ trong nền kinh tế được tập trung vào các NHTM. Việc chuyển đổi của đồng bản tệ sẽ giúp Việt Nam sớm hội nhập với các nền kinh tế trong khu vực và trên thế giới.

● Về TTNT liên ngân hàng:

Để tăng tính năng động cho thị trường, thiết nghĩ NHNN nên quan tâm các vấn đề sau:

- NHNN phải thực hiện đúng chức năng là người mua bán cuối cùng nhằm ổn định tỷ giá hối đoái. Bằng việc sử dụng linh hoạt, hiệu quả quỹ dự trữ ngoại hối và quỹ bình ổn tỷ giá, giá vàng, NHNN cần đặt lệnh mua bán ngoại tệ đúng lúc để điều chỉnh tỷ giá.

- Đa dạng hóa và mở rộng các nghiệp vụ kinh doanh tiền tệ cho tất cả các tổ chức tài chính đủ khả năng và có nhu cầu.

- NHNN không nên kiểm soát quá chặt chẽ trong việc xác định tỷ giá kỳ hạn. Hiện nay, tỷ giá áp dụng cho từng kỳ hạn cụ thể tối đa không được vượt quá trần tỷ giá giao ngay tại thời điểm ký

hợp đồng cộng với mức gia tăng cố định được quy định với từng kỳ hạn cụ thể. Việc làm không đúng cả về mặt lý luận lẫn thực tiễn. Thiết nghĩ, NHNN không nên khống chế mức gia tăng như trên mà nên để cho chính các NHTM và cung cầu tiền tệ trên thị trường quyết định. Được như vậy, hoạt động kinh doanh ngoại hối của NHTM sẽ linh hoạt hơn và công việc quản lý vĩ mô thị trường hối đoái của NHNN cũng hiệu quả hơn.

Hội nhập vừa tạo cơ hội đồng thời gây nhiều khó khăn cho hệ thống tài chính ngân hàng Việt Nam. Trong việc điều hành chính sách tiền tệ nói chung và chính sách tỷ giá nói riêng, Việt Nam phải tuân theo các chuẩn mực của nền kinh tế thị trường. Các công cụ quản lý tỷ giá mang tính hành chính, bắt buộc phải dần dần được thay thế bằng các giải pháp kinh tế. Điều này không chỉ đòi hỏi sự vận dụng linh hoạt các công cụ kiểm soát tỷ giá của các nhà lãnh đạo nền tài chính ngân hàng mà còn yêu cầu sự nhận thức đúng đắn của các NHTM, các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, các nhà đầu tư trong cả nước ■