



Giải pháp nào cho Thị trường Chứng khoán Việt Nam!

TS. Nguyễn Đại Lai
NHNN Việt Nam

Gải pháp nào cho Thị trường chứng khoán Việt Nam “ấm” trở lại và vận động theo đúng qui luật vốn có của nó?

Đây là câu hỏi không dễ trả lời! Đặc biệt trong bối cảnh Thị trường tài chính (TTTC) nói chung và Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam nói riêng đang ở thời điểm rất khó khăn và phức tạp, phản ánh một nền kinh tế mất cân đối “thừa” dự án “thiếu” hàng hóa, dịch vụ, “thừa” tiền, “thiếu” vốn biểu hiện qua lạm phát cao trong khi lại “thừa” vốn ngoại tệ cho vay, “thiếu” ngoại tệ để đáp ứng nhu cầu “mua đứt bán đoạn; “thừa” lao động, “thiếu” người làm có tay nghề cao, biểu hiện qua những dòng người từ nông thôn đổ xô đi tìm việc ở những “chợ lao động” trên các thành phố và cả những dòng người đi “xuất khẩu lao động” ra nước ngoài; “thừa” thầy, “thiếu” thợ nghiêm trọng ở những cơ quan quản lý, doanh nghiệp và nhất là ở những ngành công nghiệp đẳng cấp trung, cao nói chung! Vậy vấn đề đặt ra từ câu hỏi của bài này nằm ở đâu? Trước hết cần nhận diện hiện trạng TTCK Việt Nam thông qua biểu hiện “lâm sàng” sau đây:

- Hàng hóa trên TTCK hiện có đang kém về chất lượng, mất cân đối về cơ cấu và đặc biệt là giá IPO mang tính áp đặt tại thời điểm xuất phát đã bị đẩy lên rất cao so với giá trị thực và cả với giá trị kỳ vọng thị trường của hầu hết các hàng hóa.

- Về cơ cấu, các “ông” chủ của TTCK Việt Nam đã vô hình dung lái nhà đầu tư hướng nhiều sự quan tâm về việc phát hành và buôn bán chứng khoán vốn hơn là sự quan tâm đến chứng khoán nợ - Một công cụ tài chính hữu hiệu nhất trong việc “nối” TTCK với thị trường tiền tệ, tín dụng trong vai trò “chạy tiếp sức” và làm tăng tính thanh khoản cho TTCK. Tại thời điểm hiện nay, tổng giá trị chứng khoán nợ chỉ chiếm dưới 20% tổng giá trị hàng hóa giao dịch trên TTCK.

Mặc dù Việt Nam đến nay đã 8 năm tuổi nhưng hầu hết các ngân hàng thương mại cổ phần (NHT-MCP) ở Việt Nam (đa số gấp đôi tuổi của TTCK) không có một đồng vốn nào đầu tư vào chứng khoán nợ đủ tiêu chuẩn để tham gia nghiệp vụ thị trường

mở của ngân hàng nhà nước (NHNN), trong khi đó lại thi nhau kinh doanh cổ phiếu (chứng khoán vốn), thi nhau phát hành cổ phiếu tăng vốn... do đó khi cần nguồn thanh khoản ngắn hạn lại phải đi vay lại với giá rất cao trong thị trường liên ngân hàng hoặc huy động giá cao trên thị trường tiền gửi!

- Trong lúc TTCK đang hấp dẫn nhà đầu tư, lúc có nhiều cơ hội phát triển của thị trường sơ cấp với hàng hóa chất lượng cao... thì lại bị trì hoãn, kéo giãn, tính toán quá lâu, gây hụt hẫng, mệt mỏi cho các nhà đầu tư, vừa mất thời cơ cổ phần hóa với giá có lợi cho các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) lớn, vừa làm “lạnh” TTCK đang phát triển mạnh trở lại chưa đầy 1 năm (từ tháng 10/2006 đến tháng 6/2007).

- Mối liên hệ có tính chất bản chất giữa TTCK và thị trường tiền tệ lẽ ra rất gắn bó theo nguyên lý “chạy tiếp sức”, thì ở Việt Nam lại rất rời rạc, thậm chí có tình trạng “gắn bó ngược” theo kiểu “đi vay tiền ngân hàng thời hạn ngắn để mua cổ phiếu vô thời hạn” muốn thị trường tiền tệ tín dụng (ngắn hạn) phải đầu tư vào TTCK (dài hạn) hơn là đóng vai trò chạy tiếp sức và tạo tính thanh khoản cho TTCK.

- Trái phiếu chất lượng cao, kỳ hạn dài, lãi suất hấp dẫn của Chính phủ, của các công trình trọng điểm quốc gia biết rõ sẽ có hiệu quả lớn còn chưa có và/hoặc còn rất hiếm hoi, trong khi ngân sách Nhà nước luôn thâm hụt và Nhà nước luôn phải đi vay trung hạn trong nước và kể cả ở nước ngoài!

- Hầu hết các nhà phát hành cổ phiếu Việt Nam sau khi IPO đã bỏ mặc các cổ đông - thay vì trong lúc niềm tin của nhà đầu tư đang “vơi” dần thì nhà phát hành nên chọn phương án trả lợi tức bằng tiền cho nhà đầu tư với tư cách là các cổ đông thì lâu nay lại chỉ chọn phương án trả bằng giấy... “bán giấy lấy tiền” thì cổ đông không thể yên tâm với “quyền” sở hữu công ty của mình được, không thể tăng niềm tin được, trong khi kinh doanh chứng khoán nói chung, kinh doanh cổ phiếu nói riêng là kinh doanh rủi ro và niềm tin!

- Các nhà quản lý TTCK cũng chủ yếu chỉ quan tâm đến việc lên xuống của chỉ số trên các “sàn” chính thức, rất ít quan tâm đến TTCK nói chung

(bao gồm cả thị trường ngoài sàn và thị trường OTC).

Từ rất nhiều nguyên nhân nói trên và căn cứ vào tiềm năng rất lớn của nền kinh tế Việt Nam, tôi cho rằng có thể và cần phải sử dụng các giải pháp sau đây để làm ấm lại TTCK và kích thích TTCK Việt Nam phát triển phù hợp theo qui luật vốn có của nó:

Một là: Chính phủ cần chỉ đạo cho phép tiến hành ngay 2 việc: i) Tổ chức phát hành trái phiếu Chính phủ theo hạn mức hợp lý từng năm về loại trái phiếu thời hạn dài trên 10 năm đến 30 năm với lãi suất cố định chính và công bố theo từng giai đoạn 1 năm, hoặc 2 năm /lần phù hợp với mặt bằng lãi suất thị trường và tôn trọng nguyên tắc không để người đầu tư bị thiệt thòi hơn gửi tiết kiệm 12 tháng và/hoặc 24 tháng cùng giai đoạn. Tiền huy động được từ trái phiếu dài hạn (định lượng mỗi năm huy động một tổng giá trị tương đương với tổng giá trị trả nợ đến hạn trong nước hàng năm) chỉ tập trung vào đầu tư các công trình và dự án trọng điểm cấp quốc gia, được xác định rõ ràng là có hiệu quả cao trong các lĩnh vực: Phát triển các dự án chế tạo máy móc, công nghệ cao; phát triển kết cấu hạ tầng thành phố, giao thông quốc gia; tạo đà phát triển công nghiệp chế biến nông, hải sản sau thu hoạch; phát triển giáo dục, đào tạo nghề và phát triển hệ thống y tế từ cơ sở đến trung ương. Trái phiếu này cũng sẽ tạo nguồn hàng hóa chất lượng tốt cho TTCK; ii) Cho phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ trong nước thông qua hình thức Chính phủ bảo lãnh và các tập đoàn có nhu cầu nhập thiết bị, máy móc được phép “dự thầu” phát hành theo đợt, theo dự án để huy động ngoại tệ ngay trong nước, nếu tập đoàn có phương án khả thi hoàn trả nguyên tệ ghi trên trái phiếu đúng hạn.

Hai là: Tiến hành IPO các DNNN lớn với giá chủ yếu do thị trường quyết định trên cơ sở giá trị sổ sách và giá trị doanh nghiệp đánh giá lại.

Ba là: Có chính sách bắt buộc tất cả các NHTM phải dành một tỷ lệ nguồn huy động đủ cần thiết để đầu tư vào trái phiếu dài hạn của Chính phủ và phải lưu ký tại NHTW vừa để góp phần định hướng sử dụng nguồn đúng hiệu quả, vừa làm công cụ an toàn để tiếp cận thị trường mở của NHTW trong các trường hợp phải xử lý, hoặc khắc phục nhanh rủi ro thanh khoản...

Bốn là: Có chính sách thỏa đáng để khuyến khích các công ty chứng khoán (CTCK) mở tài khoản tiền gửi lưu ký kinh doanh tại các NHTM. Tiền gửi gồm cả tiền tự doanh và tiền của nhà đầu tư tại CTCK.

Năm là: Ủy ban chứng khoán Nhà nước phải có chính sách buộc các tổ chức kinh tế có phát hành chứng khoán vốn trên bất kỳ thị trường nào đều phải trả cổ tức sòng phẳng. Trước hết, trong thời gian lòng tin của nhà đầu tư đang cần được “hâm nóng” này, cần phải dùng hình thức trả bằng tiền cho cổ đông và phải giám sát chặt chẽ các hoạt

động kinh doanh chứng khoán trên cả thị trường có tổ chức và thị trường chưa có tổ chức;

Sáu là: Có danh mục xếp hạng để hầu hết các chủ sở hữu của các chứng khoán nợ trong danh mục chuẩn do NHNN và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước xếp hạng được phép sử dụng CK đó trong việc chiết khấu, tái chiết khấu tại các NHTM để các NHTM bằng nghiệp vụ tín dụng ngắn hạn của mình thực hiện cơ chế “chạy tiếp sức” để tạo ra tính thanh khoản cho TTCK.

Bảy là: Chính phủ nên sớm tách Ủy ban Chứng khoán Nhà nước ra khỏi Bộ Tài chính để trở thành một Ủy ban độc lập và là cơ quan chịu trách nhiệm trực tiếp trước Chính phủ về tính minh bạch, bình đẳng, sòng phẳng và có giám sát, kiểm soát trên toàn bộ TTCK Việt Nam cả có tổ chức, OTC và không có tổ chức. TTCK chỉ cần tính minh bạch, bình đẳng, sòng phẳng và tuân thủ qui luật thị trường. Không cần quá bận tâm về việc trôi - sụt giá cả của thị trường đẳng cấp cao này. Không cần phải ra các “tuyên bố”, hay tuyên truyền về việc “tổ chức cứu” TTCK mỗi lúc nó bị down, hay nóng quá!

Tám là: TTTC cũng giống như mọi thị trường hàng hóa khác, đều vận động theo các qui luật giá trị, cạnh tranh, cung - cầu và theo các nguyên tắc “bình thông nhau”, “nước chảy chỗ trũng” v.v. Vì vậy, một nguyên tắc, đồng thời cũng là giải pháp kỹ thuật đặc biệt quan trọng là các chính sách liên quan đến TTTC nói chung, TTCK nói riêng chỉ nên tác động vào cung và vào cầu nhằm tạo ra dung lượng và chất lượng hàng hóa cùng với việc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước bảo đảm tính minh bạch của thị trường chứ không nên dùng chính sách “đánh” vào những điểm nhạy cảm của cơ chế thị trường như: giá cả, cạnh tranh, minh bạch, niềm tin và uy tín...

Tóm lại: TTCK trước hết phải là kênh huy động vốn trung và dài hạn của các đơn vị kinh tế có hiệu quả hơn đi vay qua NHTM. Mặt khác, TTCK phải được “bôi trơn” bởi các hàng hóa chất lượng cao, an toàn và nhất là được sự tiếp sức của các NHTM bằng cơ chế tạo thanh khoản cho TTCK, biến các công cụ nợ dài hạn của TTCK thành các “đoạn” công cụ nợ thời hạn ngắn do các NHTM tạo ra bằng nghiệp vụ riêng có của mình. Muốn vậy phải coi trọng và nâng mạnh tỷ lệ chứng khoán nợ trong tổng doanh số giao dịch của TTCK bằng cách bổ sung vào thị trường các loại trái phiếu vay vốn trung và dài hạn có độ tin cậy cao. Các nhà đầu tư và các đơn vị kinh tế được hưởng lợi từ việc huy động vốn qua TTCK đều cần phải có trách nhiệm cao với nhà đầu tư, kết hợp với cơ chế, chính sách quản lý tốt, tôn trọng các qui luật thị trường... Chỉ trong môi trường và điều kiện nói trên thì tính bền vững và độ an toàn của TTCK mới được đảm bảo, TTCK Việt Nam sẽ dần dần ấm lại và khởi sắc như tiềm năng được dự báo là rất có triển vọng trong nền kinh tế thị trường, mở cửa và đổi mới của Việt Nam thời kỳ hậu WTO ■