

# THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM NĂM 2010

TS. Nguyễn Đại Lai  
NHNN Việt Nam

**N**hững tờ lịch cuối cùng của năm 2010 đang được gỡ bỏ - năm mới Tân Mão đang tới, nhìn lại nền kinh tế nói chung và thị trường tài chính (TTTC) Việt Nam nói riêng, có thể nhận diện một cách tổng quan những thành công, những nghịch lý và đề xuất các giải pháp sau:

## Những mảng sáng

Trước hết không thể phủ nhận những mảng sáng của TTTC Việt Nam năm 2010; nói ngắn gọn là: chủ động, linh hoạt, vật lộn và nhìn ra nhiều góc khuất... nên đã cơ bản thoát khỏi nhiều nguy cơ tái khủng hoảng tài chính, bùng nổ lạm phát quá lớn và ngăn chặn được đà suy giảm kinh tế. Một số thành công cụ thể cần ghi nhận như sau:

- Trong bối cảnh gần như cả thế giới, kể cả những khu vực giàu có tiếp tục lâm vào tình trạng khủng hoảng nợ, chưa khắc phục xong cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu từ năm 2008, 2009 kéo dài đến năm 2010, làm “sập tiệm” hàng trăm ngân hàng thương mại (NHTM) và vẫn chưa có hồi kết, thì nền kinh tế Việt Nam vẫn kiểm soát được hầu hết các chỉ tiêu vĩ mô nói chung và TTTC nói riêng một cách cơ bản an toàn, ở mức chấp nhận được và đang vận động theo chiều tích cực: tốc độ tăng tín dụng tổng quát xung quanh 25%, đạt mức kỳ vọng; số tuyệt đối về giải ngân vốn FDI đạt 11 tỷ USD, tăng 10% so với năm 2009 và “chạm” mức kỷ lục đã xác lập 11,5 tỷ USD năm 2008; xuất khẩu xác lập con số kỷ lục gần 72 tỷ USD; nhập siêu chỉ còn hơn 16%; tăng trưởng GDP khá, ở mức 6,78%, góp phần hình thành vùng kinh tế châu



Á, đang là vùng kinh tế dầu tầu của thế giới.

- Cuối năm, trong ngổn ngang những vấn đề của nền kinh tế nói chung và của TTTC Việt Nam nói riêng, chúng ta không thể phủ nhận các chỉ số an toàn như: hệ thống ngân hàng ổn định; nợ công đang còn nằm trong vùng an toàn; dù còn nhập siêu nhưng tốc độ tăng xuất khẩu đã gấp gần hai lần tốc độ tăng nhập khẩu, góp phần tạo

kỳ vọng “Việt Nam là điểm đến cho các nhà đầu tư nước ngoài”.

- Hầu hết các chỉ số tăng trưởng của cả ba ngành công nghiệp, nông nghiệp, dịch vụ đều tăng khá cao so với năm 2009(7%/5,5%; 2,8%/1,8% và 7,9%/7,1%), kéo theo tăng trưởng GDP tổng quát tăng, vượt mục tiêu 6,5% lên tới 6,78% so với 5,32% năm 2009 nghĩa là TTTC đã từng bước đi đúng địa chỉ để kích hoạt cho nền kinh tế dần hồi phục sau suy giảm.



- TTTC Việt Nam năm 2010 trên thực tế đã vật lộn vô cùng khó khăn với những cú sốc từ các năm trước: sự tràn ngập dẫn tới bội thực vốn đầu tư ngắn hạn nước ngoài và các dòng vốn ngoại chảy vào năm 2007 từ mọi kênh lên tới trên 20 tỷ USD ngay sau khi có Luật Chứng khoán, làm “bùng phát tín dụng” tăng lên đến trên 54% cùng với lạm phát chạm con số 20% vào năm 2008, gây bong bóng bất động sản (BDS) và ách tắc thị trường tiêu thụ hàng hóa. Tiếp đến là năm 2009 với hai cú sốc lớn: nguy cơ giảm phát đầu năm và nguy cơ tái bùng phát lạm phát cuối năm, để lại dư chấn rất bất lợi cho năm 2010 về nhiều lĩnh vực.

- Việc chinh phục các “con ngựa bất kham” năm 2010 như: lãi suất nội tệ, tỷ giá, giá vàng, thị trường tín dụng ngoại tệ, tình trạng đô la hóa, giá BDS, thị trường chứng khoán và chỉ tiêu tổng hợp là CPI... đã tiêu tốn rất nhiều giấy mực, thì giờ và chất xám của nhiều chuyên gia, nhà quản lý để chống chọi một cách vừa chủ động, vừa dựa vào tín hiệu thực tiễn của TTTC để kỳ vọng điều chỉnh chính sách kịp thời. Kết quả tuy không đạt được sự thành công như mong muốn, song cũng đã vượt qua khó khăn ở mức chấp nhận được trong hoàn cảnh cụ thể của tài lực, vật lực và cả năng lực cán bộ còn có hạn của nền kinh tế thị trường Việt Nam năm 2010.

### Những nghịch lý và nguyên nhân

Dù những kết quả trên đây không phải là thành công lớn nhưng những nghịch lý, góc khuất và nguyên nhân phát lộ ra từ những quan sát và phân tích sau đây sẽ góp phần đúc kết thành những bài học rất quý cho năm 2011 và những năm sau:

- Trước hết, xét trên thị trường tín dụng: tín dụng từ ngân sách nhà nước tăng quá cao so với

tốc độ tăng tín dụng nội tệ từ thị trường tín dụng chính thống qua hệ thống các tổ chức tín dụng. Bằng nguồn trái phiếu rất lớn (chủ yếu hút vốn từ các NHTM), từ độ trễ của các gói kích cầu năm 2009 và rất nhiều ưu đãi tín dụng từ ngân sách nhà nước cho các đơn vị kinh tế thuộc sở hữu nhà nước, nhất là tín dụng “ưu đãi đầu tư và xuất khẩu của nhà nước” đã vô hình trung làm cho cơ chế bao cấp từ ngân sách nhà nước tái hiện thành một luồng lạch lớn, tạo bất bình đẳng trên TTTC nên các nỗ lực từ Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã trở thành lạc lõng – chống lạm phát từ “một phía”. Có lẽ Việt Nam là một đất nước, là một hiện tượng hiếm thấy – mặc dù vận hành nền kinh tế theo cơ chế thị trường nhưng lại có định chế tài chính có qui mô hoạt động tín dụng lớn chuyên làm tín dụng chính sách ưu đãi và hầu như nằm ngoài sự kiểm soát chuyên ngành của Ngân hàng Trung ương. Ở Việt Nam đó là Ngân hàng Chính sách Xã hội và Ngân hàng Phát triển Việt Nam, ngoài ra Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn và hầu hết các ngân hàng lớn khác đều phải có nghĩa vụ tham gia và/hoặc “xin” được tham gia các chính sách ưu đãi dưới nhiều hình thức khác nhau theo chỉ định của Chính phủ.

- Ngay trong hệ thống các tổ chức tín dụng, tốc độ tăng tín dụng ngoại tệ lớn hơn gần gấp hai lần tốc độ tăng tín dụng nội tệ dẫn đến tình trạng đô la hóa vốn đã rất nặng nề, nay lại càng phức tạp thêm.

- Sự can thiệp hành chính bị lạm dụng khá nhiều khi can thiệp vào chính những điểm nhạy cảm nhất của cơ chế thị trường như: giá cả, lãi suất, tỷ giá... trong khi những can thiệp hữu dụng khác vào tổng

cung, tổng cầu hay tác động từ nguồn, bằng các công cụ gián tiếp rất ít được sử dụng. Hệ quả là lạm phát vẫn không hữu hiệu ngay cả khi NHNN đã chủ động thực hiện chính sách thận trọng, thắt chặt ngay từ đầu năm. Cho đến những ngày cuối năm này, lạm phát vẫn cao ngay cả khi lãi suất nội tệ và tỷ giá ở mức cao một cách trái quy luật, vừa thiệt hại cho người sản xuất, vừa thiệt hại cho các con nợ nước ngoài, gồm cả Chính phủ, doanh nghiệp và các tổ chức kinh tế khác.

- Sự chênh lệch thu nhập ngày càng doãng ra không chỉ giữa thành thị với nông thôn, giữa các ngành có lợi thế khác nhau, mà ngày càng doãng ra rất rõ ngay trong cùng một đơn vị kinh tế, bất luận đó là đơn vị kinh tế thuộc thành phần sở hữu nào: lương của “những người có trách nhiệm” cao nhất có thể gấp hàng vài chục đến hàng trăm lần so với tầng lớp nhân viên, người lao động sản xuất trực tiếp (trong khi khoảng cách từ cao nhất đến thấp nhất trong bảng lương khu vực hành chính nhà nước là 10 lần). Từ 10 năm đến vài chục năm trước đây trong xã hội thường phân nân “lương ở các doanh nghiệp nhà nước thấp quá”, thì nay được vào biên chế làm việc trong các doanh nghiệp nhà nước đã là hạnh phúc cho người lao động vì trong các doanh nghiệp cổ phần và doanh nghiệp có nhân tố nước ngoài có cường độ công việc cao, kỷ luật khắt khe nhưng tiền lương rất thấp. Đây vừa là “lỗi” của định nghĩa về tài chính, vừa là chỗ rất cần đến những can thiệp hành chính của nhà nước nhưng có vẻ còn mờ nhạt.

- Luật pháp về kinh tế thị trường còn rất yếu và thiếu, vì thế nên vô số hiện tượng kinh tế ngầm nằm ngoài vòng kiểm



soát hoặc không kiểm soát được, gây thất thu và gây nhiều cho kinh tế vĩ mô. Điển hình về sự thiếu và yếu luật pháp của TTTC thể hiện trong việc kiểm soát tình trạng đô la hóa, pha loãng cổ phiếu, kiểm soát giao dịch BĐS, chi tiêu ngân sách nhà nước, lập “sân sau” để đầu tư chéo và thanh toán biên mậu chủ yếu bằng tiền mặt nhằm trốn thuế và gian lận giá cả ... tạo ra nhiều “cơn sóng” cho TTTC Việt Nam trong năm qua như loạn giá vàng, BĐS, tỷ giá, lãi suất và tín dụng ngoại tệ đã vô hình trung tạo thành tổng lực đẩy chỉ số giá tiêu dùng lên tới 11,75%.

Những nguyên nhân khác gây nên tình trạng lạm phát cao trong năm nay có thể được nhận dạng, gồm:

- Hầu hết các doanh nghiệp sản xuất hàng hóa trong nước lâm vào cảnh phải kinh doanh trong môi trường bất tương xứng: thị trường trong nước bị hàng nhập tràn vào, thị trường ngoài nước mạnh ai nấy đến, thiếu trầm trọng các ngành công nghiệp phụ trợ, chi phí sản xuất rất nhiều chủng loại phụ thuộc vào giá nhập nguyên, nhiên vật liệu ngày càng tăng, cộng thêm “trượt giá” đồng ngoại tệ trong nước... làm cho giá bán vượt quá khả năng thanh toán trung bình của thị trường dẫn đến tình trạng rất nhiều mặt hàng, kể cả BĐS “đứng giá” ở mức cao chơi vơi mà không thể giảm được chỉ vì lỗ.

- Chưa lường hết được sự bùng phát do tác động trễ của các nhân tố nổi lóng chính sách tiền tệ và nhất là chính sách tài khóa trong gần suốt cả năm 2009 để chống suy giảm kinh tế sau tác động của cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu năm 2007 – 2008. Việc này được Chính phủ chủ động báo động rất sớm,

ngay từ đầu năm khi nhìn lại tình trạng chỉ số ICOR trong đầu tư liên tục có xu hướng tăng mạnh từ những năm gần đây và lên tới trên tám đồng vốn cho một đồng tăng trưởng, song vẫn không điều chỉnh kịp cơ cấu kinh tế và cơ cấu đầu tư. Thêm vào đó, tình trạng đô la hóa, kể cả vàng hóa phương tiện thanh toán cũng có chiều hướng gia tăng, thúc đẩy đà tăng mạnh CPI.

- Chính phủ huy động trái phiếu khối lượng rất lớn với lãi suất từ thấp lên cao, cao gần bằng và ngang với lãi suất huy động bình quân của các NHTM đã vô tình làm cho NHTM không “cạnh tranh” nổi vì NHTM là doanh nghiệp nên rất khó “tiêu thụ” vốn giá cao, nhưng Chính phủ thì chi “vô tư” hơn, làm cho chi phí đẩy nhiều công trình, hạng mục có đầu tư lớn của nhà nước đều tăng. Đặc biệt là giá đền bù, giải phóng mặt bằng rất cao, vừa “giải phóng” người lao động ra khỏi tư liệu sản xuất vừa tăng cấu tiêu dùng cho chính họ, ở những vùng có dự án lớn đã tạo ra một kênh tiền từ các dự án chảy vào nền kinh tế.

- Tham nhũng của không ít cơ quan, doanh nghiệp mà Vinashin là một điển hình cũng góp phần đẩy giá tiêu dùng tăng, nhất là giá thực phẩm, văn hóa, du lịch, học phí ... Và đến quý 4 là sự “nổi loạn” của giá vàng, giá đô la cộng hưởng với sự “nhảy múa” của giá thuốc tây, giá nguyên vật liệu và giá lương thực, thực phẩm sau lũ lụt miền Trung.

- Nhập siêu năm 2010 tuy có giảm khá về số tương đối song về giá trị tuyệt đối vẫn không dưới 12,5 tỷ USD là áp lực lớn lên dự trữ ngoại hối và tỷ giá. Đó là biểu hiện của nợ thương mại nước ngoài không nằm trong danh mục nợ tín dụng



của nhà nước và doanh nghiệp với nước ngoài. Mặt khác, tình trạng đô la hóa ở Việt Nam đã kéo dài triền miên trong bối cảnh đồng nội tệ luôn bị ở thế yếu và không có khả năng tự do chuyển đổi đã tạo ra một kênh bơm tiền và bơm vốn khác, trực tiếp bổ sung vào M2 ngoài tầm kiểm soát của NHNN.

- Nhiều kênh dẫn vốn vào thị trường đầu vào và “dẫn tiền” ra thị trường tiêu dùng ở đầu ra cùng với những hiệu ứng của chúng tham gia đẩy giá tiêu dùng đi lên. Đó là các kênh: tín dụng ngoại tệ tăng rất mạnh từ những quý đầu năm





13,7%. Trong khi đó, cuộc chiến tiền tệ giữa các cường quốc, cũng như cuộc chiến nợ công giữa các quốc gia châu Âu đang gây sức ép giảm sức mua của nhiều đồng tiền, làm cho thu nhập thực tế của người lao động ở không ít quốc gia đang bị đe dọa thực sự bởi các cỗ máy in tiền quá mức đang lan tỏa ra nhiều quốc gia.

- Không lường trước được thiên tai về lũ lụt kinh hoàng gây ra chông chát tại miền Trung vào tháng 9, tháng 10, tiếp tục kéo sang tháng 11 và nạn hạn hán kéo dài hàng năm ở Đồng bằng Sông Hồng gây hiệu ứng đẩy giá lương thực, thực phẩm lên cao kỷ lục.

### Những giải pháp

Một trong những vấn đề trọng tâm của kinh tế vĩ mô nói chung và TTTC nói riêng hiện nay và cả trong tầm nhìn xa hơn đối với Việt Nam là phải bảo vệ giá trị sức mua của đồng nội tệ. Vậy giải pháp nào để bảo vệ giá trị sức mua đối nội và đối ngoại của đồng tiền Việt Nam?

- Trước hết cần nhận diện và vận dụng các qui luật của tiền tệ: lượng tiền nội tệ cung ứng vào lưu thông càng lớn (bất luận từ kênh nào) so với mức đã bão hòa trước đó thì tỷ giá càng tăng (đo bằng số đồng nội tệ/một đồng ngoại tệ), cũng đồng nghĩa với lạm phát càng cao; cầu về ngoại tệ càng lớn thì tỷ giá càng tăng (nhưng chỉ trong ngắn hạn, nếu nền kinh tế không bị đô la hóa) và ngược lại, tức là khi lãi suất huy động ngoại tệ càng giảm thì tỷ giá mới giảm theo; lãi suất nội tệ càng tăng thì ngược lại, không những tỷ giá càng giảm mà chỉ số lạm phát cũng càng giảm... Suy cho cùng, sức mua đối nội và đối ngoại của đồng nội tệ phải tăng tiến tới ổn định thì mới chống được lạm phát và giảm phát – đó là lý thuyết bất khả kháng.

đã đến kỳ đáo hạn; đầu tư của Chính phủ tăng liên tục; hơn 70% giá trị hàng xuất khẩu có nguyên liệu là hàng nhập khẩu mà tỷ giá liên tục tăng đã đồng nghĩa với nhập khẩu lạm phát, cộng hưởng với lạm phát trong nước cùng đẩy giá hàng nhập khẩu cho tiêu dùng và sản xuất lên cao; các khoản nợ nước ngoài đến hạn của Chính phủ; giá BĐS tăng, sức ép tăng từ nhiều mặt hàng có giá độc quyền của nhà nước, như xăng, dầu, điện, than, y tế, học phí, giáo dục... đều tăng, thậm chí tăng vào lúc nhạy cảm nhất đã tạo tâm lý kỳ vọng tăng giá.

- Đồng tiền Việt Nam dường như ngày càng quá nhỏ bé về sức mua, nếu nhìn xuyên về lịch sử 25 năm qua (từ ngày đổi tiền gần nhất là ngày 14/9/1985), nhưng nếu nhìn vào nền kinh tế đối ngoại thì vẫn là nền kinh tế nhập siêu (trừ năm 1992) – nghĩa là đồng nội tệ đã liên tục yếu đi so với sức mua đối ngoại mà vẫn không cải thiện được tình trạng nhập siêu. Lũy kế bảy năm từ tháng 12/2003 đến tháng 12/2010, CPI của Việt Nam tăng 200% (2 lần); giá vàng tháng 12/2010 cao hơn giá vàng 12/2000 tới 7,3 lần, tức là sức mua của Việt Nam đồng sau 10 năm nếu so với vàng chỉ còn





- Từ những nguyên lý mang tính quy luật nói trên, để chống lạm phát và tỷ giá gia tăng lúc này cần có các giải pháp tương ứng để làm “xì hơi” từ từ các áp lực đang làm cho tỷ giá và lạm phát tăng. Trong đó giải pháp mạnh để làm “xì hơi” có hiệu ứng rõ nhất chính là dùng ngoại tệ dự trữ (ngay cả rất hiếm cũng phải cân nhắc, sử dụng) để mua tiền đồng vào, bán ngoại tệ ra theo các địa chỉ được xem là có áp lực lớn và thiết thực nhất. Đồng thời là hàng loạt các giải pháp khác mang tính ngắn hạn như: phải có tín hiệu siết chặt hơn nữa chính sách tiền tệ và giảm rõ rệt sự chi tiêu của Chính phủ; tăng lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu trên thị trường tiền tệ sơ cấp; nếu cần, phải tăng cả dự trữ bắt buộc tiền gửi; sử dụng nhiều các công cụ của chính sách tiền tệ trên thị trường mở, tháo dỡ các ràng buộc về tỷ lệ tín dụng lẫn nhau giữa các định chế tài chính trên thị trường 2 để tạo sóng lan tỏa tới

thị trường tín dụng ra nền kinh tế, lấy “đà” để tự thị trường có điều kiện giảm dần lãi suất nội tệ theo qui luật; về hành chính, phải công bố giảm mạnh lãi suất huy động ngoại tệ, tăng mạnh lãi suất cho vay bằng ngoại tệ và tiến tới giảm dần, từng bước có lộ trình chấm dứt tín dụng ngoại tệ và tín dụng vàng; buộc các tổ chức tín dụng phải chuyển khoản đầu tư trái phiếu doanh nghiệp từ nguồn huy động sang dự nợ tín dụng thay vì hạch toán vào mục “đầu tư”; cân đối lại chi và tiêu ngân sách nhà nước; tạm dừng nhập khẩu những đơn hàng không thiết yếu; đa dạng hóa cơ cấu danh mục tiền dự trữ cũng như phương tiện thanh toán quốc tế... Đến những giải pháp mang tính trung và dài hạn như: tăng cường các biện pháp mạnh về quản lý nhà nước để chống đô la hóa bằng luật và hệ thống hành chính một cách cương quyết sao cho trên đất Việt Nam nhất thiết chỉ tiêu tiền Việt Nam đối với mọi thành

phần, mọi khu vực kinh tế; xác định lộ trình để không còn tín dụng ngoại tệ và tín dụng vàng trong thị trường vốn; quản lý chặt việc cung ứng tín dụng và sử dụng phương tiện thanh toán của tất cả các nhóm ngân hàng, kể cả các ngân hàng có nhân tố nước ngoài; tiến tới khuyến khích các dòng ngoại tệ chảy vào Việt Nam chỉ được đi qua thị trường ngoại hối và thị trường trái phiếu Chính phủ, không cho phép đi qua thị trường tín dụng; tăng cường mở chi nhánh và/hoặc mở ngân hàng 100% vốn Việt tại nước ngoài để vừa phát triển thị trường dịch vụ ngân hàng ra nước ngoài, vừa đáp ứng nhanh nhất các nhu cầu tiền đồng ngay từ ngoài biên giới lãnh thổ cho khách vào đầu tư hay du lịch tại Việt Nam; phát triển mạnh hệ thống các doanh nghiệp phụ trợ để cải thiện rõ rệt cơ cấu chi phí trong giá thành sản phẩm hàng hóa xuất khẩu theo hướng: tỷ trọng lớn sẽ là chi phí mua nguyên, nhiên



liệu, sức lao động cũng như thiết bị máy móc do Việt Nam sản xuất, tăng mạnh hàm lượng nội hóa, gia tăng giá trị nội đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam; có lộ trình chuyển dứt khoát mô hình NHNN hiện nay sang mô hình Ngân hàng Trung ương độc lập với Chính phủ; hình ảnh đồng tiền Việt Nam ngày càng cải thiện không chỉ về niềm tin vào sức mua ổn định, mà cả về mệnh giá và tính độc lập được bảo vệ, sùng bái trong mọi tầng lớp công chúng.

- Trên thị trường BĐS, chỉ nên đáp ứng tín dụng trung và dài hạn cơ bản bằng nguồn vốn có độ dài tương ứng qua thị trường chứng khoán hoặc qua các cơ chế chuyên nghiệp như ngân hàng đầu tư, ngân hàng phát triển, công ty tài chính, quỹ đầu tư... độc lập hoặc hạch toán độc lập trong NHTM. Để thực hiện được cần có cơ chế minh bạch cho phòng ngừa, kiểm soát rủi ro, đặc biệt giải pháp “chứng khoán hóa” tín dụng BĐS cần thông qua thông tin về xếp hạng tín dụng, về kết quả kiểm toán độc lập đủ độ tin cậy cao, không nên áp dụng nguyên lý “nồi lẩu nhúng” tín dụng BĐS như ở Mỹ đã làm trong những năm 2001 – 2009. Trong điều kiện

thị trường chứng khoán Việt Nam còn yếu, giải pháp hữu hiệu lúc này cho vấn đề giảm rủi ro tín dụng BĐS chính là ngay trong các NHTM lớn nên thành lập các đơn vị hạch toán độc lập như: ngân hàng đầu tư, ngân hàng phát triển, công ty chứng khoán... để thực hiện các hoạt động dịch vụ và tự doanh chuyên nghiệp về lĩnh vực BĐS, như: cho thuê tài chính, bảo hiểm khoản vay, bảo lãnh phát hành chứng khoán BĐS, bảo lãnh vay vốn, hay lập quỹ đầu tư tín thác để hình thành đội ngũ các nhà kinh doanh chuyên nghiệp, trước khi NHTM trở thành tập đoàn tài chính ở Việt Nam - pháp nhân hóa các đơn vị hạch toán độc lập cùng mang logo của tập đoàn một cách tự nhiên và khách quan.

- Trên thị trường chứng khoán, đề nghị Chính phủ có chính sách buộc mọi doanh nghiệp cổ phần đều phải lên sàn, từng bước dẹp bỏ thị trường IPO không chính thức hay IPO khép kín nội bộ. Để chống pha loãng cổ phiếu, mọi doanh nghiệp cổ phần chỉ được phép phát hành cổ phiếu bổ sung khi và chỉ khi có phương án tăng quy mô sản lượng sản xuất kinh doanh minh bạch và tổng số vốn cần huy động bổ sung buộc phải huy động đồng thời hai hình thức với tỷ lệ tương đương, gồm: cổ phiếu và tỷ lệ trái phiếu trung, dài hạn ghi danh cho phép thanh toán trước hạn và được ghi rõ vào trái phiếu theo qui định bằng pháp luật... Trái phiếu được quyền thanh toán trước hạn là để bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư trên thị trường thứ cấp. Theo đó, pháp luật cần cho phép nhà đầu tư có thể sử dụng quyền này trong việc gây áp lực thanh khoản cho doanh nghiệp phát hành. Trái phiếu này nếu duy trì được đến kỳ đáo hạn, cho phép nhà đầu tư

được quyền hoặc thanh toán lấy tiền về 100% theo mệnh giá trái phiếu hoặc quy định một tỷ lệ thích hợp được quyền chuyển bổ sung vốn điều lệ thành cổ phiếu phổ thông theo công thức công khai ghi trong quy chế phát hành cổ phiếu tăng vốn như sau: số cổ phiếu phổ thông thu được bằng tổng giá trị trái phiếu được chuyển đổi chia cho giá cổ phiếu của doanh nghiệp cổ phần đó đang hình thành tại sàn chứng khoán vào thời điểm chuyển đổi.

Tóm lại: sau Đại Hội Đảng XI, hy vọng sẽ có nhiều quyết sách quan trọng về mặt thể chế, tạo đường lối, quan điểm chính thống để giải mã cho sự mất cân đối cả về luật pháp, cơ chế thị trường và cơ cấu kinh tế.; đó chính là những điều kiện cần thiết cho sự ổn định và phát triển bền vững của TTTC Việt Nam■

### Tài liệu tham khảo

1. Ban chấp hành TW Đảng Cộng sản Việt Nam khóa 10 (2010), Dự thảo chiến lược phát triển kinh tế - xã hội Việt Nam 2011 – 2020.
2. Dương Ngọc (2010), Ưu tiên kim chỉ nam phát - Giá 11 tháng đầu năm diễn biến phức tạp, Thời báo Kinh tế Việt Nam, số 282, ngày 25/11/2010.
3. Dương Ngọc (2010), CPI chính thức qua mức một con số - diễn biến, nguyên nhân và cảnh báo, Thời báo Kinh tế Việt Nam số 308, ngày 25/12/2010.
4. Nguyễn Đại Lai (2009), Kinh tế Việt Nam 2009: Từ chống suy giảm chuyển sang chống tái lạm phát - Tạp chí Thị trường Tài chính - Tiền tệ, số 22, tháng 11/2009.
5. Nguyễn Đại Lai (2009), Kinh tế Việt Nam giai đoạn vực dậy & chống bùng nổ tái lạm phát, Tạp chí Nhà Quản lý, số 78, tháng 12/2009.
6. Nguyễn Đại Lai (2010), Thách thức lạm phát và vấn đề điều hành chính sách lãi suất, chính sách tỷ

