



# MỘT SỐ VẤN ĐỀ VỀ HOÀN THIÊN THỂ CHẾ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

ThS. NGUYỄN THỊ PHƯƠNG CHI - Cao đẳng Cộng đồng Hà Nội

**Trải qua hơn 16 năm xây dựng và phát triển, thể chế của thị trường chứng khoán Việt Nam đã từng bước được hoàn thiện. Thị trường đã xây dựng các quy tắc để vận hành thông qua việc tạo lập khuôn khổ pháp lý khá đồng bộ, thống nhất... Tuy nhiên, trong bối cảnh hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng, hoàn thiện thể chế của thị trường chứng khoán đang đứng trước nhiều yêu cầu và bối cảnh mới.**

**Từ khóa:** Quy mô thị trường, thể chế chính sách, kinh tế vĩ mô, cổ phần hóa, phương tiện thanh toán

*For more than 16 years of national construction and development, the structure of Vietnam's stock market has been improved step by step. Stock market has been built with operational regulations by means of establishing a consistent legal framework. However, under the situation of intensive international integration, improvement of stock market structure has been considered as the most important task.*

**Keywords:** Market size, policy structure, macroeconomics, equitization, payment methods

## Điểm nhấn phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

Năm 2016, với các yếu tố thuận lợi như: kinh tế vĩ mô Việt Nam cơ bản ổn định, tổng phương tiện thanh toán và dư nợ tín dụng bước đầu cải thiện; các giải pháp tài chính và chính sách thúc đẩy cổ phần hóa, gắn cổ phần hóa với niêm yết/đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán (TTCK) đã mang lại hiệu quả tích cực. Chỉ số VN-Index tăng 15%, mức vốn hóa thị trường đạt 1.923 nghìn tỷ đồng, tương đương 46% GDP, tăng 40%; Thanh khoản thị trường tăng mạnh, quy mô giao dịch bình quân đạt 6.888 tỷ đồng/phiên, tăng 39% so với cuối năm 2015. Quy mô TTCK ngày càng được mở rộng, trong năm 2016, có 695 cổ phiếu và chứng chỉ quỹ niêm yết trên hai sàn, 377 cổ phiếu đăng ký giao dịch trên UPCoM, nâng tổng giá trị niêm yết trên toàn thị trường lên 712 nghìn tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ năm trước.

Quy mô thị trường tăng lên hàng năm, đến nay TTCK Việt Nam đã có 697 doanh nghiệp niêm yết; 374 công ty giao dịch trên UPCoM, giá trị vốn hóa đạt 1.947 nghìn tỷ đồng, tương đương 42,3% GDP năm 2016. Riêng thị trường trái phiếu Việt Nam, dư nợ trái phiếu đạt 24% GDP, được đánh giá là có mức tăng trưởng dẫn đầu các nền kinh tế mới nổi tại khu vực Đông Nam Á và ngày càng khẳng định là kênh huy động vốn quan trọng của Chính phủ.

Các tổ chức tham gia TTCK tăng nhanh về số lượng, đặc biệt là các công ty chứng khoán (CTCK), chất lượng, tính chuyên nghiệp và hiệu quả hoạt động từng bước được cải thiện. Trong mỗi giai đoạn phát triển của thị trường, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), các Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK)... đã đưa ra nhiều giải pháp để thúc đẩy TTCK phát triển.

Mặc dù TTCK Việt Nam đang lớn mạnh về quy mô thị trường cũng như chất lượng giao dịch nhưng đánh giá tổng quan thì vẫn còn một số hạn chế, bất cập, cụ thể như:

Khung pháp lý cho TTCK vẫn chưa bao quát mọi hoạt động của thị trường, một số cơ chế chính sách chưa theo kịp diễn biến của các giao dịch, cung cầu về hàng hóa luôn mất cân đối, ảnh hưởng đến tính thanh khoản của chứng khoán. Mặt khác, TTCK là thị trường bậc cao, hoạt động theo nguyên tắc thị trường nhưng không ít các hoạt động có liên quan đến giao dịch, phát hành chứng khoán, lãi suất, cơ chế xác định giá, cơ chế đấu thầu... lại chưa tuân theo nguyên tắc thị trường. Điều này không chỉ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của TTCK, mà còn tạo ra một số rủi ro tiềm ẩn khó lường, trong khi các quy định về quản lý, giám sát và cưỡng chế khi cần thiết vẫn còn nhiều hạn chế.

Thị trường cổ phiếu đã có sự tăng trưởng khá

nhưng thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) chưa phát triển; TTCK phái sinh đang trong quá trình hình thành. Do thị trường TPDN chưa phát triển, nên việc cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn cho DN và nền kinh tế vẫn chủ yếu do các ngân hàng thương mại (NHTM) đáp ứng (chiếm 86%). Trong khi đó, trên 80% vốn huy động của các NHTM là không kỳ hạn và ngắn hạn. Vì thế, các văn bản hiện hành của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) buộc phải cho phép các NHTM sử dụng tối đa 60% vốn ngắn hạn để cho vay trung, dài hạn (đến hết ngày 31/12/2016, sau đó điều chỉnh giảm theo lộ trình) và tăng tỷ lệ mua, đầu tư trái phiếu Chính phủ so với nguồn vốn ngắn hạn của chi nhánh ngân hàng nước ngoài từ 15% lên 35%, của NHTM nhà nước từ 15% lên 25%. Do vậy, khi sức ép về vốn trung và dài hạn cho DN dồn vào NHTM thì khó có thể có sự phát triển ổn định trong dài hạn đối với cả các ngân hàng và TTCK.

Trong thời gian qua, các CTCK, công ty quản lý quỹ phát triển nhanh chóng, trong khi quản trị công ty không được coi trọng, quản lý nhà nước về hoạt động của các tổ chức này còn bất cập, nên không ít các CTCK hoạt động thua lỗ, năng lực tài chính kém, nguồn nhân lực chất lượng thấp. Điều này không chỉ ảnh hưởng đến sự tồn tại và phát triển của chính CTCK mà còn ảnh hưởng đến quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư. Bên cạnh việc phát triển mạnh mẽ của các CTCK, công ty quản lý quỹ thì TTCK vẫn còn thiếu các nhà tạo lập thị trường, các tổ chức xếp hạng tín nhiệm có uy tín để TTCK Việt Nam phát triển ổn định. Do đó, TTCK Việt Nam vẫn còn một số hạn chế so với tiềm năng phát triển.

### **Đề xuất để hoàn thiện thể chế thị trường chứng khoán Việt Nam**

Nhằm tạo cơ sở cho TTCK Việt Nam phát triển và hội nhập với thị trường tài chính quốc tế, đồng thời nâng cao khả năng quản lý, giám sát thị trường của UBCKNN, bài viết đề xuất một số khuyến nghị để hoàn thiện thể chế TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

*Một là*, tiếp tục hoàn thiện các nguyên tắc, khuôn khổ pháp lý để thúc đẩy TTCK phát triển một cách sâu rộng theo hướng minh bạch, đồng bộ, đảm bảo quyền và lợi ích hợp pháp cho các nhà đầu tư và phù hợp với chuẩn mực quốc tế.

Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý, đặc biệt là xây dựng Luật Chứng khoán sửa đổi trên cơ sở đồng bộ và thống nhất với các luật liên quan nhằm phát triển bền vững TTCK. Đồng thời, ban hành đồng bộ các quy định mới về giao dịch, công bố thông tin, quản trị công ty, niêm yết và đăng ký giao dịch. Bổ sung, hoàn thiện

các cơ chế, chính sách theo hướng hỗ trợ các thị trường bộ phận phát triển hiệu quả mà không vi phạm các cam kết hội nhập.

Thực hiện hợp nhất hai SGDCK nhằm nhanh chóng khắc phục những hạn chế hiện tại. Giai đoạn đầu khi mới hợp nhất thành một SGDCK quốc gia nên hoạt động theo mô hình Công ty TNHH Nhà nước một thành viên 100% vốn nhà nước. Nhưng cần có lộ trình (đến năm 2018) sớm chuyển sang mô hình đa sở hữu, Nhà nước chỉ nên nắm giữ cổ phần chi phối (tối đa 65%) còn lại thuộc các cổ đông khác là CTCK.

*Hai là*, các thành viên tham gia thị trường cần có giải pháp nâng cao chất lượng hoạt động. Đối với các CTCK, công ty quản lý quỹ cần tiếp tục tái cơ cấu theo hướng nâng cao yêu cầu về năng lực tài chính, yêu cầu về cơ sở vật chất, về quản trị công ty và yêu cầu về nguồn nhân lực; giảm bớt số lượng CTCK thông qua việc sáp nhập, mua lại, giải thể, hướng một số CTCK lớn là những nhà tạo lập thị trường hiệu quả.

*Ba là*, xây dựng cơ chế phối hợp trong việc điều hành các chính sách có liên quan đến TTCK. Một số chính sách tác động mạnh đến TTCK là chính sách tài chính và chính sách tiền tệ (CSTT). Trong thời gian qua, việc điều hành Chính sách tiền tệ của NHNN theo hướng nới lỏng hoặc thắt chặt đều tác động rất mạnh đến tính thanh khoản của TTCK. TTCK cũng rất nhạy cảm theo sự mở rộng hay thu hẹp tín dụng của NHTM.

*Bốn là*, tạo hàng hóa có chất lượng tốt cho thị trường. Việc thực hiện cổ phần hóa DN nhà nước cần gắn với niêm yết để tạo hàng hóa có chất lượng cho TTCK. Đồng thời, cần tạo điều kiện cho các nhà đầu tư chiến lược mua cổ phiếu, TPDN do các DN Việt Nam phát hành theo phương thức thỏa thuận, hoặc đấu giá để giúp DN cải thiện nhanh hơn về năng lực tài chính, chất lượng quản trị, năng lực cạnh tranh...

*Năm là*, tăng cường công tác thanh tra, giám sát hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường, xử lý nghiêm các vi phạm đối với các cá nhân, tổ chức, DN đưa thông tin sai lệch hoặc đưa thông tin bất lợi cho thị trường mà không rõ nguồn gốc. Về phía cơ quan quản lý nhà nước, cần có thông điệp rõ ràng, minh bạch về việc điều hành các chính sách kinh tế - tài chính cũng như các thông tin vĩ mô để mọi nhà đầu tư biết, hiểu đúng và chấp hành nghiêm quy định của pháp luật.

### **Tài liệu tham khảo:**

1. TS. Vũ Bằng (2015), *Nhìn lại chặng đường xây dựng và phát triển TTCK Việt Nam*;
2. Bộ Tài chính (2016), *Báo cáo tình hình tái cấu trúc TTCK, bảo hiểm*;
3. Một số Website: [ssc.gov.vn](http://ssc.gov.vn), [tapchitaichinh.vn](http://tapchitaichinh.vn).