

R

ỦY BAN CHỨNG KHOÁN NHÀ NƯỚC
ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU KHOA HỌC CẤP BỘ

**GIẢI PHÁP THÚC ĐẨY CÁC TỔ CHỨC
TÀI CHÍNH ĐẦU TƯ VÀO THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

MÃ SỐ: UB.04.12

Đơn vị chủ trì:	Ban Phát triển thị trường
Chủ nhiệm đề tài:	Th.s Nguyễn Thị Liên Hoa
Thư ký đề tài:	Th.s Lê Tuyết Nhung

HÀ NỘI – 2004

5145 TK
23/3/05

DANH SÁCH NHỮNG NGƯỜI THỰC HIỆN

- 1. Th.s. Nguyễn Thị Liên Hoa – Ban Phát triển thị trường**
Chủ nhiệm đề tài
- 2. Th.s. Lê Tuyết Nhung – Ban Phát triển thị trường**
Thư ký đề tài
- 3. TS. Nguyễn Sơn – Ban Phát triển thị trường**
- 4. Th.s. Bùi Thu Thủy – Ban Phát triển thị trường**
- 5. Th.s. Lê Hải Trà – Ban Phát triển thị trường**

Một số cộng tác viên tại:

- Vụ Tài chính – Ngân hàng (Bộ Tài chính)**
- Vụ Quản lý Bảo hiểm (Bộ Tài chính)**
- Bảo hiểm Xã hội Việt Nam**
- Vụ Các ngân hàng và các tổ chức tín dụng phi ngân hàng**
(Ngân hàng Nhà nước)
- Vụ Chính sách tiền tệ (Ngân hàng Nhà nước)**

MỤC LỤC

MỤC LỤC	1
DANH MỤC CÁC VĂN BẢN VÀ TÊN VIẾT TẮT	4
PHẦN MỞ ĐẦU.....	6
CHƯƠNG I.....	9
HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH TRÊN.....	9
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	9
1.1. Tổng quan về các tổ chức tài chính.....	9
<i>1.1.1. Các khái niệm</i>	<i>9</i>
<i>1.1.2. Phân loại tổ chức tài chính</i>	<i>10</i>
1.2. Hoạt động trên TTCK của các tổ chức tài chính	11
<i>1.2.1. Các mô hình cung cấp dịch vụ tài chính</i>	<i>11</i>
<i>1.2.2. Hoạt động của các trung gian tài chính</i>	<i>13</i>
<i>1.2.3. Hoạt động của các tổ chức dịch vụ chứng khoán</i>	<i>15</i>
<i>1.2.4. Hoạt động của các tổ chức tài chính khác.....</i>	<i>16</i>
<i>1.2.5. Xu hướng phát triển của tổ chức tài chính.....</i>	<i>18</i>
1.3. Một số kinh nghiệm quốc tế về hoạt động của các tổ chức tài chính	20
1.3.1. Thị trường Mỹ	20
<i>1.3.1.1. Ngân hàng thương mại.....</i>	<i>21</i>
<i>1.3.1.2. Công ty bảo hiểm nhân thọ</i>	<i>23</i>
<i>1.3.1.3. Quỹ hưu trí.....</i>	<i>23</i>
<i>1.3.1.4. Quỹ tương hỗ.....</i>	<i>24</i>
<i>1.3.1.5. Công ty chứng khoán.....</i>	<i>27</i>
1.3.2. Thị trường Anh	28
<i>1.3.2.1. Ngân hàng thương mại.....</i>	<i>29</i>
<i>1.3.2.2. Các tổ chức đầu tư tập thể</i>	<i>30</i>
<i>1.3.2.3. Quỹ hưu trí.....</i>	<i>34</i>
<i>1.3.2.4. Công ty bảo hiểm nhân thọ</i>	<i>36</i>
<i>1.3.2.5. Công ty chứng khoán.....</i>	<i>37</i>
1.3.3. Thị trường Trung Quốc	37
<i>1.3.3.1. Công ty chứng khoán.....</i>	<i>39</i>
<i>1.3.3.2. Công ty tín thác đầu tư.....</i>	<i>40</i>
<i>1.3.3.3. Quỹ tương hỗ.....</i>	<i>42</i>

1.3.3.4. Công ty bảo hiểm	42
1.3.3.5. Quỹ đầu tư.....	43
1.3.4. Một số nhận xét rút ra	44
1.3.4.1. Vai trò của nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK.....	44
1.3.4.2. Đặc trưng của hoạt động đầu tư có tổ chức	44
1.3.4.3. Nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư có tổ chức.	45
1.3.5. Bài học cho Việt Nam	47
1.4. Kết luận	48
CHƯƠNG II	49
HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH TRÊN.....	49
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	49
2.1. Các tổ chức tài chính hoạt động tại Việt Nam.....	49
2.1.1. Các tổ chức nhận tiền gửi.....	49
2.1.1.1. Các ngân hàng Nhà nước	51
2.1.1.2. Các NHTM cổ phần.....	52
2.1.1.3. Các ngân hàng nước ngoài	53
2.1.2. Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng - các công ty bảo hiểm	53
2.1.3. Các tổ chức trung gian đầu tư.....	57
2.1.3.1. Các quỹ đầu tư chứng khoán.....	57
2.1.3.2. Các quỹ đầu tư phát triển của địa phương.....	58
2.1.4. Các công ty chứng khoán	62
2.1.5. Các tổ chức tài chính khác	64
2.1.5.1. Quỹ Bảo hiểm xã hội.....	64
2.1.5.2. Các công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính	65
2.1.5.3. Quỹ Hỗ trợ phát triển và Công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện	68
2.1.5.4. Các quỹ đầu tư mạo hiểm	71
2.2. Hoạt động đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính	73
2.2.1. Thực trạng TTCK Việt Nam.....	73
2.2.1.2. Những mặt hạn chế và tồn tại.....	75
2.2.1.3. Nguyên nhân của hạn chế.....	78
2.2.2. Hoạt động đầu tư chứng khoán của các tổ chức tài chính.	80
2.2.2.1. Các NHTM	80
2.2.2.2. Các công ty bảo hiểm.....	81
2.2.2.3. Các tổ chức trung gian đầu tư.....	84
2.2.2.4. Các công ty chứng khoán.....	87

2.2.2.5. Các tổ chức tài chính khác.....	89
2.2.3. Đánh giá hoạt động đầu tư của các tổ chức tài chính trên TTCK Việt Nam.	92
2.2.3.1. Vai trò của các nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK	92
2.2.3.2. Tiềm năng tham gia đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính	94
2.2.3.3. Nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính.....	95
CHƯƠNG III.....	97
CÁC GIẢI PHÁP THÚC ĐẨY CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH.....	97
THAM GIA ĐẦU TƯ VÀO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	97
3.1. Quan điểm định hướng về đầu tư của các tổ chức tài chính trên TTCK.....	97
3.1.1. Định hướng vĩ mô	98
3.1.2. Định hướng phát triển các tổ chức đầu tư trên TTCK	98
3.2. Các giải pháp thúc đẩy các tổ tài chính chức tài chính tham gia đầu tư vào TTCK.....	99
3.2.1. Các giải pháp chung	99
3.2.1.1. Tạo lập môi trường kinh tế vĩ mô ổn định.	99
3.2.1.2. Chính sách tiền tệ ổn định, kiểm chế lạm phát	102
3.2.1.3. Phát triển TTCK trong mối tương quan chặt chẽ với các khu vực khác của thị trường tài chính.....	106
3.2.2. Các giải pháp cụ thể	107
3.2.2.1. Hoàn thiện môi trường pháp lý nhằm thu hút các tổ chức đầu tư tham gia thị trường và có cơ chế, chính sách bảo vệ nhà đầu tư.....	107
3.2.2.2. Có chính sách khuyến khích các tổ chức tài chính tham gia đầu tư trên thị trường.....	109
3.2.2.3. Hoàn thiện các thể chế TTCK và tăng cường năng lực cho các định chế trung gian thị trường	111
3.2.2.4. Khuyến khích các tổ chức bảo hiểm tham gia thành lập định chế công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán.....	113
3.2.2.5. Xây dựng và phát triển các tổ chức quản lý đầu tư, công ty quản lý quỹ, hình thành mô hình ngân hàng đầu tư chứng khoán.....	115
3.2.2.6. Tạo môi trường và điều kiện thuận lợi cho việc tham gia của nhà đầu tư nước ngoài.....	116
3.2.2.7. Đào tạo, tuyên truyền và nâng cao kiến thức cho các nhà đầu tư.	117
KẾT LUẬN.....	119
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	120

DANH MỤC CÁC VĂN BẢN VÀ TÊN VIẾT TẮT

Công ty chứng khoán Ngân hàng Á châu	ACBS
Công ty chứng khoán Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn	ARSC
Bảo hiểm xã hội	BHXH
Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư & Phát triển	BSC
Bộ Tài chính	BTC
Công ty chứng khoán Bảo Việt	BVSC
Ủy ban Giám quản Chứng khoán Trung Quốc	CRSC
Công ty chứng khoán	CTCK
Doanh nghiệp Nhà nước	DNNN
Đầu tư nước ngoài	ĐTNN
Đầu tư phát triển	ĐTPT
Công ty chứng khoán Ngân hàng Đông Á	EABS
Cục Dự trữ liên bang	FED
Cơ quan Quản lý Dịch vụ Tài chính	FSA
Công ty chứng khoán Đệ nhất	FSC
Công ty chứng khoán Hải phòng	HASECO
Công ty chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh	HSC
Công ty chứng khoán Ngân hàng Công thương	IBS
Viện Công ty đầu tư	ICI
Công ty chứng khoán Mê Kông	MSC
Nghị định số 144/2003/NĐ-CP của Chính phủ về chứng khoán và TTCK	Nghị định 144/NĐ-CP
Nghị định 161/2004/NĐ-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK	Nghị định 161/NĐ-CP

Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam	NHĐT&PT
Ngân hàng Chính sách xã hội Việt Nam	NHCS
Ngân hàng Công thương Việt Nam	NHCT
Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	NHNN
Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam	NHNN&PTNN
Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam	NHNT
Ngân hàng thương mại	NHTM
Ngân sách nhà nước	NSNN
Công ty đầu tư dạng mở	OEIC
Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc	PBC
Sở Giao dịch Chứng khoán	SGDCK
Công ty chứng khoán Sài gòn	SSI
Công ty tín thác đầu tư	TIC
Trách nhiệm hữu hạn	TNHH
Trái phiếu	TP
Thành phố Hồ Chí Minh	Tp. HCM
Trái phiếu chính phủ	TPCP
Công ty chứng khoán Thăng Long	TSC
Thị trường chứng khoán	TTCK
Trung tâm Giao dịch Chứng khoán	TTGDCK
Ủy ban Chứng khoán Nhà nước	UBCKNN
Hiệp hội các Nhà đầu tư tài chính	VAFI
Công ty chứng khoán Ngân hàng Ngoại thương	VCBS
The Vietnam Enterprise Investment Fund	VEIL
Công ty quản lý quỹ Viet Fund Management	VFM
Tổ chức thương mại thế giới	WTO

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Thị trường chứng khoán tại Việt Nam đang ở trong giai đoạn mới hình thành, còn thiếu hàng hoá cũng như các chủ thể tham gia. Bên cạnh các biện pháp nhằm tăng cung chứng khoán, thực tế thị trường gần đây cho thấy vấn đề tạo cầu cho thị trường nhằm khuyến khích giao dịch chứng khoán, thúc đẩy sự phát triển của thị trường cũng là một vấn đề hết sức cấp thiết. Theo kinh nghiệm tại nhiều nước có thị trường chứng khoán phát triển, sự tham gia của các tổ chức tài chính với tư cách là các nhà đầu tư chuyên nghiệp chính là một trong các yếu tố tạo cầu chủ yếu và lâu dài cho thị trường chứng khoán. Chính vì vậy, việc nghiên cứu thực trạng và khả năng tham gia đầu tư chứng khoán của các tổ chức tài chính nhằm đề xuất các giải pháp cần thiết để khuyến khích cầu đầu tư của các tổ chức này là hết sức cần thiết vì đáp ứng được yêu cầu cấp bách cho phát triển thị trường chứng khoán hiện nay, nhằm thực hiện thành công chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt là “tạo điều kiện cho các tổ chức tài chính tham gia thị trường với vai trò là các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và thực hiện chức năng của các nhà tạo lập thị trường”.

Xuất phát từ yêu cầu trên, đề tài nghiên cứu “Giải pháp thúc đẩy các tổ chức tài chính đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam” nhằm góp phần giải quyết một vấn đề mà thực tiễn vận hành thị trường chứng khoán tại Việt Nam đang đặt ra.

2. Mục tiêu nghiên cứu của đề tài

Đề tài ***Giai pháp thúc đẩy các tổ chức tài chính đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam*** được xây dựng với mục tiêu tìm hiểu thực trạng hoạt động và đầu tư của các tổ chức tài chính đã, đang và sẽ có mặt tại Việt Nam; phân tích tiềm năng và đưa ra các giải pháp nhằm khuyến khích và tăng cường sự tham gia đầu tư của các tổ chức tài chính vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Phạm vi nghiên cứu của đề tài

Do các tổ chức tài chính có thể tham gia thị trường chứng khoán với nhiều vai trò khác nhau, đề tài này chỉ giới hạn việc nghiên cứu lý luận và kinh nghiệm quốc tế về sự tham gia của các tổ chức tài chính vào **thị trường chứng khoán thứ cấp** với tư cách là các nhà đầu tư có tổ chức. Việc nghiên cứu nhằm tìm ra các biện pháp phù hợp với tình hình thực tế tại Việt Nam nhằm thúc đẩy khả năng và khuyến khích sự tham gia đầu tư vào thị trường chứng khoán của các tổ chức tài chính hiện đang hoạt động tại Việt nam.

4. Tình hình nghiên cứu trong và ngoài nước

Hiện tại, các nghiên cứu có liên quan đến sự tham gia của các tổ chức tài chính trên thị trường chứng khoán có *Đề án Phát triển và hoàn thiện thị trường vốn và thị trường tiền tệ ở Việt Nam của Bộ Kế hoạch và Đầu tư và Đề tài Vai trò và khả năng tham gia của các định chế Ngân hàng- Tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam của T.S Nguyễn Sơn (UBCKNN)*. Tuy nhiên đề án và đề tài nói trên mới chỉ đưa ra thực trạng và đánh giá chung về thị trường chứng khoán, sự tham gia của các định chế tài chính với tư cách nhà cung cấp dịch vụ tài chính chứ chưa đề cập sâu đến hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán của các tổ chức này. Chính vì vậy, đề tài này sẽ tập trung đi sâu vào khía cạnh tham gia đầu tư của các tổ chức tài chính, với tư cách nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

5. Phương pháp nghiên cứu của đề tài

Đề tài thu thập và xử lý các tài liệu mang tính lý luận có liên quan đến hoạt động của các tổ chức tài chính, đặc biệt trên các khía cạnh liên quan đến hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán. Số liệu về tình hình hoạt động và tài chính của các tổ chức tài chính đã, đang và có khả năng đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ được tập hợp và phân tích, đánh giá nhằm tìm ra các mặt hạn chế và đề xuất cách thức khắc phục thông qua hệ thống các giải pháp.

6. Kết cấu của đề tài

Ngoài phần mở đầu, kết luận, bảng, biểu số liệu minh họa, danh mục tên viết tắt và danh mục tài liệu tham khảo, nội dung đề tài gồm 3 chương:

Chương 1. *Hoạt động đầu tư của các tổ chức tài chính trên thị trường chứng khoán.*

Chương 2. *Thực trạng các tổ chức tài chính và hoạt động đầu tư của các tổ chức tài chính tại thị trường chứng khoán Việt Nam.*

Chương 3. *Các giải pháp nhằm thúc đẩy và khuyến khích khả năng tham gia đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt nam của các tổ chức tài chính.*

CHƯƠNG I

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

1.1. Tổng quan về các tổ chức tài chính

1.1. 1. Các khái niệm

Thị trường chứng khoán (TTCK) có thể vận hành được là nhờ có hoạt động của các tổ chức tài chính. Các tổ chức tài chính là những mắt xích giúp cho quá trình huy động và phân bổ nguồn vốn cho các cơ hội đầu tư diễn ra một cách hiệu quả. Do vậy, các tổ chức tài chính có những ảnh hưởng quan trọng đối với sự phát triển lành mạnh, năng động và hiệu quả của thị trường chứng khoán nói riêng và nền kinh tế nói chung.

Theo từ điển Barron về Thuật ngữ Tài chính và đầu tư thì *tổ chức tài chính* là *tổ chức huy động nguồn vốn từ trong công chúng để đầu tư vào các tài sản tài chính* như chứng khoán, trái phiếu, các công cụ trên thị trường tiền tệ, tín dụng ngân hàng, hay các khoản vay. Các tổ chức tín dụng (các ngân hàng, các tổ chức tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm và quỹ tín dụng) trả lãi suất cho các khoản tiền gửi và đầu tư hầu hết các khoản tiền này vào các khoản cho vay. Các tổ chức phi tín dụng (các công ty bảo hiểm, các quỹ lương hưu) huy động vốn bằng cách bán các hợp đồng bảo hiểm hay nhận các khoản đóng góp của cá nhân, tổ chức sử dụng lao động và trả tiền khi có yêu cầu hợp pháp hoặc cho các khoản phúc lợi hưu trí. Đây cũng là một khái niệm về tổ chức tài chính được chấp nhận khá rộng rãi hiện nay.

Tuy nhiên với sự phát triển ở trình độ ngày càng cao của thị trường tài chính, ngày nay khái niệm tổ chức tài chính còn được dùng để chỉ các định chế cung cấp các dịch vụ tài chính đặc trưng và với vị thế của mình cũng tham gia đầu tư vào các tài sản tài chính với mục đích thu lợi nhuận đồng thời tác động đến thị trường tài chính thông qua hoạt động đầu tư đó.

Khái niệm đầu tư được hiểu là việc sử dụng vốn để tạo ra nhiều tiền hơn, thông qua các công cụ sinh lãi hoặc thông qua kinh doanh có rủi ro để tăng vốn. Đầu tư có thể liên quan đến đầu tư tài chính (là việc nhà đầu tư

dùng tiền của mình mua các công cụ tài chính) hoặc là khoản đầu tư với nỗ lực và thời gian của một cá nhân muốn thu được lợi nhuận từ công sức của mình. Đầu tư có mục đích trước hết là bảo toàn vốn sau đó sinh lời khác với đầu cơ mục đích sinh lời được đặt lên trước và do vậy sẽ rủi ro hơn. Trong phạm vi đề tài này, *khái niệm đầu tư* được xét đến với phạm vi hẹp, nghĩa là *hoạt động sử dụng vốn nhằm bảo toàn và tìm kiếm lợi nhuận trên TTCK*.

1.1.2. Phân loại tổ chức tài chính

Trên thị trường chứng khoán có sự hiện diện của nhiều loại tổ chức tài chính có bản chất, vai trò và phạm vi hoạt động khác nhau. Tuy nhiên, các tổ chức tài chính tham gia hoạt động và tác động đến sự phát triển của TTCK dài hạn, hay còn gọi là thị trường vốn, có thể được chia thành ba nhóm chính:

- (1) Các trung gian tài chính với vai trò là các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán; và
- (2) Các tổ chức dịch vụ chứng khoán với vai trò là những người thúc đẩy quá trình phát hành và giao dịch chứng khoán.
- (3) Các tổ chức tài chính khác

1.1.2.1. Các trung gian tài chính

Trung gian tài chính là cầu nối cho sự luân chuyển vốn giữa người có vốn và người cần vốn. Trung gian tài chính thực hiện chức năng này thông qua các phương thức huy động vốn từ người có vốn, sau đó dùng nguồn vốn này để tham gia vào những cơ hội đầu tư có triển vọng. Trung gian tài chính có thể chia làm ba loại:

- (1) Tổ chức nhận tiền gửi;
- (2) Tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng; và
- (3) Tổ chức trung gian đầu tư

1.1.2.2. Các tổ chức dịch vụ chứng khoán

Thị trường chứng khoán không thể hoạt động nếu thiếu các tổ chức dịch vụ chứng khoán. Các tổ chức này không phải là các trung gian tài chính, vì chúng không thực hiện chức năng trung gian huy động và đầu tư vốn. Các tổ chức dịch vụ chứng khoán giúp chính phủ và các doanh nghiệp phát hành chứng khoán trên thị trường sơ cấp, đồng thời giúp cho hoạt động giao dịch các loại chứng khoán đã phát hành trên thị trường thứ cấp diễn ra hiệu quả. Tùy theo mô hình cung cấp dịch vụ tài chính đề cập ở phần tiếp theo, dịch vụ chứng khoán có thể được cung cấp bởi các pháp nhân độc lập, thường được gọi là các công ty chứng khoán, hoặc là một mảng dịch vụ của một pháp nhân đa năng. Có thể chia tổ chức dịch vụ chứng khoán làm hai loại:

- (1) Ngân hàng đầu tư; và
- (2) Công ty môi giới và kinh doanh chứng khoán.

Trên thực tế, nhiều công ty chứng khoán thực hiện một hoặc cả ba chức năng – ngân hàng đầu tư, môi giới và kinh doanh chứng khoán. Các công ty chứng khoán vẫn tồn tại và cạnh tranh quyết liệt với các tổ chức tài chính lớn khác trong bất kỳ mô hình cung cấp dịch vụ tài chính nào.

1.1.2.3. Các tổ chức tài chính khác

Các tổ chức tài chính khác cũng có liên quan đến TTCK ngoài hai nhóm nói trên bao gồm các quỹ mạo hiểm, các công ty tài chính, hoặc các loại hình tổ chức tài chính đặc thù của từng nước mà không thể phân loại một cách rõ ràng.

1.2. Hoạt động trên TTCK của các tổ chức tài chính

1.2.1. Các mô hình cung cấp dịch vụ tài chính

Thị trường tài chính luôn là một trong những lĩnh vực được quản lý chặt chẽ nhất trong các thị trường dịch vụ. Kinh nghiệm và thực tiễn cho thấy hoạt động cung cấp dịch vụ của các tổ chức tài chính trên thị trường chứng khoán ở các nước trên thế giới có những sự khác biệt cơ bản, phụ

thuộc vào mô hình hệ thống ngân hàng và dịch vụ tài chính của các quốc gia. Có thể phân hoạt động ngân hàng và dịch vụ tài chính trên thế giới theo ba mô hình:

- (1) Mô hình ngân hàng đa năng kiểu Đức;
- (2) Mô hình ngân hàng đa năng kiểu Anh;
- (3) Mô hình ngân hàng chuyên doanh.

Mô hình ngân hàng đa năng kiểu Đức tồn tại ở các nước Đức, Hà Lan và Thụy Sĩ. Mô hình này không tách biệt giữa hoạt động ngân hàng và hoạt động chứng khoán. Trong mô hình ngân hàng đa năng Đức, các ngân hàng thương mại được phép cung cấp đầy đủ các dịch vụ tài chính, từ các dịch vụ ngân hàng đến các dịch vụ chứng khoán và bảo hiểm trong cùng một pháp nhân. Các ngân hàng đa năng được phép và cũng thường nắm giữ một tỷ lệ đáng kể quyền sở hữu vốn cổ phần trong các doanh nghiệp. Tuy có chức năng cung cấp dịch vụ tài chính đa dạng như vậy, các ngân hàng đa năng luôn phải đối mặt với sự cạnh tranh của các ngân hàng, công ty bảo hiểm hay công ty chứng khoán khác chuyên cung cấp các dịch vụ truyền thống.

Mô hình ngân hàng đa năng kiểu Anh, phổ biến tại nước Anh và các quốc gia có quan hệ truyền thống như Canada và Australia. Các ngân hàng đa năng kiểu Anh cũng tham gia vào hoạt động chứng khoán, nhưng khác với mô hình ngân hàng đa năng kiểu Đức về ba phương diện. Thứ nhất, các ngân hàng này thường lập ra các công ty con có tư cách pháp nhân độc lập hoạt động về chứng khoán. Thứ hai, các ngân hàng này thường không nắm giữ quyền sở hữu vốn cổ phần trong các doanh nghiệp. Thứ ba, các ngân hàng này thường không kết hợp hoạt động ngân hàng với bảo hiểm.

Mô hình ngân hàng chuyên doanh, với sự tách biệt giữa hoạt động ngân hàng với hoạt động chứng khoán, hình thành tại Mỹ và Nhật. Sau cuộc Đại Khủng hoảng kinh tế năm 1929, chính phủ Mỹ tách các hoạt động ngân hàng thương mại ra khỏi các dịch vụ tài chính khác. Luật Glass-Steagall năm 1933 cho phép các ngân hàng thương mại tham gia vào các hoạt động chứng khoán chính phủ, nhưng nghiêm cấm họ thực hiện các nghiệp vụ liên quan đến chứng khoán doanh nghiệp cũng như các hoạt động về bảo hiểm

và bất động sản. Đồng thời đạo luật này cũng cấm các ngân hàng đầu tư và công ty bảo hiểm tham gia vào các hoạt động ngân hàng thương mại.

Sự khác biệt lớn giữa Mỹ và Nhật là các ngân hàng của Nhật được phép nắm giữ quyền sở hữu lớn trong các doanh nghiệp, còn các ngân hàng của Mỹ thì không được phép. Bên cạnh đó, các hầu hết các ngân hàng của Mỹ đều sử dụng mô hình công ty sở hữu ngân hàng (bank holding company), trong khi cấu trúc sở hữu này là bất hợp pháp tại Nhật. Mặc dù các hoạt động ngân hàng và chứng khoán được tách biệt theo quy định của Luật Glass-Steagall tại Mỹ và Điều 65 Luật Chứng khoán Nhật, cánh cửa tham gia vào các hoạt động chứng khoán ngày càng được mở rộng cho các ngân hàng thương mại, và như vậy ngày càng giống với mô hình ngân hàng đa năng kiểu Anh.

1.2.2. Hoạt động của các trung gian tài chính

1.2.2.1. Tổ chức nhận tiền gửi

Các trung gian tài chính này huy động vốn thông qua nhận tiền gửi thanh toán, tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn và có kỳ hạn. Sau đó, các trung gian tài chính này cho vay đối với các dự án khả thi, hoặc đầu tư vào các loại chứng khoán để kiếm lợi. Trong số các tổ chức tài chính trung gian, ngân hàng thương mại là loại hình quen thuộc nhất đối với người dân. Ngân hàng thương mại là loại hình tổ chức tín dụng sớm hình thành trong lịch sử tài chính, và vẫn là những tổ chức tài chính hùng mạnh và quan trọng nhất trong hệ thống tài chính ngày nay. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển mạnh mẽ của lĩnh vực tài chính trong những thập kỷ qua, các tổ chức tài chính phi ngân hàng ngày càng khẳng định vai trò tích cực trong hệ thống tài chính hiện đại.

Sự tham gia của ngân hàng thương mại vào thị trường chứng khoán được thể hiện qua việc đầu tư vào các loại chứng khoán. Mô hình của hệ thống ngân hàng ở các nước quyết định phạm vi và mức độ tham gia vào thị trường chứng khoán của các ngân hàng như đã đề cập trên đây. Việc đầu tư vào các loại chứng khoán ngày càng trở thành một hoạt động chiếm tỷ trọng đáng kể so với các dịch vụ ngân hàng truyền thống trong cơ cấu doanh thu

của các ngân hàng thương mại. Do những quy định pháp lý đối với ngân hàng thương mại, các loại chứng khoán là phương tiện đầu tư của các ngân hàng thương mại thường phải đảm bảo tính thanh khoản cao, vì vậy các loại công cụ nợ của chính phủ thường chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư của các ngân hàng (ngân hàng thương mại ở Mỹ không được phép nắm giữ cổ phiếu).

1.2.2.2. Tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng

Tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng là những trung gian tài chính huy động vốn trong từng khoảng thời gian trên cơ sở ký kết hợp đồng với người gửi tiền, bao gồm các công ty bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm phi nhân thọ và quỹ hưu trí. Do tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng có thể dự đoán với mức độ chính xác cao về nhu cầu chi trả cho khách hàng trong tương lai, họ không phải lo ngại nhiều về khả năng đáp ứng nhu cầu rút tiền không xác định trước của người gửi như các tổ chức tín dụng. Vì thế tính thanh khoản của các loại chứng khoán không phải là mối quan tâm hàng đầu của tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng, thay vào đó họ có thể đầu tư vào các loại chứng khoán dài hạn mang lại thu nhập cao hơn như trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu.

Trong số các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng, các công ty bảo hiểm nhân thọ thường có quy mô vốn lớn nhất. Xét về thời gian đầu tư, công ty bảo hiểm nhân thọ và quỹ hưu trí thường có chiến lược đầu tư dài hạn hơn, trong khi công ty bảo hiểm phi nhân thọ phải lựa chọn các loại chứng khoán có tính thanh khoản cao để có thể đáp ứng nhu cầu chi trả khi phát sinh sự việc. Công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ đều được phép đầu tư không hạn chế vào các loại trái phiếu chính phủ và có hạn chế đối với cổ phiếu. Trái phiếu doanh nghiệp thương chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư của công ty bảo hiểm nhân thọ và quỹ hưu trí.

1.2.2.3. Tổ chức trung gian đầu tư

Tổ chức đầu tư trung gian là các quỹ đầu tư được hình thành từ việc huy động vốn từ người đầu tư thông qua phát hành các chứng chỉ sở hữu quỹ, sau đó sử dụng nguồn vốn huy động này để đầu tư vào các loại chứng

khoán trên thị trường. Quỹ đầu tư có thể đăng ký thành lập như một công ty đầu tư có tư cách pháp nhân, hoặc do các công ty quản lý quỹ, công ty chứng khoán, hoặc ngân hàng sáng lập ra. Giá trị mà quỹ đầu tư mang lại cho những người đầu tư cá nhân là tính hiệu quả về chi phí đầu tư xuất phát từ quy mô vốn lớn và khả năng đa dạng hóa danh mục tài sản đầu tư để phân tán rủi ro. Ngoài ra, các quỹ đầu tư vào chứng khoán nước ngoài là phương tiện để công chúng đầu tư tiếp cận các cơ hội đầu tư ở nước ngoài mà mỗi cá nhân người đầu tư khó có khả năng thực hiện được.

1.2.3. Hoạt động của các tổ chức dịch vụ chứng khoán

1.2.3.1. Ngân hàng đầu tư

Mặc dù cũng có tên là “ngân hàng” nhưng ngân hàng đầu tư không phải là một trung gian tài chính nhận tiền gửi rồi cho vay lại. Ngân hàng đầu tư được biết đến nhiều nhất với vai trò của nhà bảo lãnh phát hành cổ phiếu và trái phiếu. Bên cạnh đó, ngân hàng đầu tư cũng là người chấp mối cho các giao dịch thu tóm và sáp nhập công ty. Một đặc điểm để phân biệt ngân hàng đầu tư với công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán là doanh thu của ngân hàng đầu tư thường xuất phát từ các khoản phí thu của khách hàng thay vì hoa hồng trong các giao dịch chứng khoán.

Khi thực hiện bảo lãnh phát hành chứng khoán, ngân hàng đầu tư cung cấp một loạt các dịch vụ liên quan. Với các kỹ năng và kinh nghiệm chuyên nghiệp, ngân hàng đầu tư tư vấn cho tổ chức phát hành loại chứng khoán phát hành, thời điểm phát hành và quan trọng nhất là mức giá phát hành. Tiếp theo đó, ngân hàng đầu tư giúp tổ chức phát hành chuẩn bị hồ sơ đăng ký phát hành để nộp lên cơ quan quản lý thị trường chứng khoán (Ủy ban chứng khoán). Sau khi các thủ tục giấy tờ đã hoàn tất, ngân hàng đầu tư thực hiện việc phân phối chứng khoán thông qua mạng lưới các công ty chứng khoán, và được hưởng phí bảo lãnh phát hành. Chứng khoán phát hành sau đó sẽ được giao dịch trên thị trường thứ cấp.

1.2.2.2. Công ty môi giới và kinh doanh chứng khoán

Công ty môi giới và kinh doanh chứng khoán hoạt động trên thị trường thứ cấp. Công ty môi giới đóng vai trò đại diện cho người đầu tư để thực hiện các giao dịch mua và bán chứng khoán. Chức năng của công ty môi giới là ghép người bán và người mua chứng khoán với nhau, qua đó được trả hoa hồng. Các công ty môi giới lớn thường cung cấp cả dịch vụ nghiên cứu và tư vấn đầu tư. Các công ty môi giới nhỏ hơn chỉ chuyên thực hiện giao dịch theo lệnh khách hàng. Bên cạnh chức năng môi giới, công ty chứng khoán còn cho khách hàng vay tiền và chứng khoán để thực hiện các giao dịch bảo chứng.

Khác với môi giới, kinh doanh chứng khoán là nghiệp vụ công ty chứng khoán thực hiện giao dịch cho chính mình. Công ty kinh doanh chứng khoán mua của người bán và bán cho người mua với các mức giá khác nhau, và thu lợi từ phần chênh lệch giá đó. Đây là hoạt động có độ rủi ro cao vì công ty chứng khoán phải nắm giữ một lượng chứng khoán luôn có sự dao động về giá trị thị trường. Không thể không nhấn mạnh tầm quan trọng của các công ty kinh doanh chứng khoán đối với sự vận hành hiệu quả của thị trường chứng khoán. Việc công ty kinh doanh chứng khoán luôn sẵn sàng mua và bán chứng khoán, hay còn gọi là hoạt động tạo thị trường, đảm bảo duy trì tính thanh khoản của thị trường thứ cấp. Đồng thời, công ty kinh doanh chứng khoán còn là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, thực hiện các giao dịch với khối lượng lớn và thường xuyên, có ảnh hưởng đến xu thế giá chứng khoán trên thị trường.

1.2.4. Hoạt động của các tổ chức tài chính khác

1.2.4.1. Quỹ mạo hiểm

Quỹ mạo hiểm đầu tư vốn cho các nhà kinh doanh khởi nghiệp hoặc các công ty mới thành lập, chủ yếu trong các ngành kỹ thuật cao như bán dẫn, công nghệ thông tin, công nghệ sinh học v.v. Do mới ở giai đoạn đầu hoạt động, chưa tạo ra được các sản phẩm hàng hóa hay dịch vụ nên các công ty này gặp rất nhiều khó khăn, thậm chí là không thể tiếp cận nguồn vốn từ các trung gian tài chính như ngân hàng thương mại.

Quỹ mạo hiểm góp vốn cổ phần và nắm giữ một tỷ lệ sở hữu (thường là chi phối) trong các công ty non trẻ này. Vì đây không phải là các công ty đại chúng nên cổ phiếu của chúng có tính thanh khoản rất thấp. Do vậy quỹ mạo hiểm thường có thời gian đầu tư dài hạn (thường vào khoảng 7-10 năm). Với tỷ lệ sở hữu chi phối, quỹ mạo hiểm thường cử chuyên gia của mình tham gia vào hội đồng quản trị của các công ty. Những thành viên hội đồng quản trị này rất tích cực đóng góp các kỹ năng chuyên môn của mình để phát triển công ty, đồng thời kiểm soát chặt chẽ hoạt động của công ty nhằm mục đích bảo toàn nguồn vốn đầu tư của quỹ mạo hiểm trong công ty.

Quỹ mạo hiểm thường gọi vốn từ các quỹ hưu trí, các doanh nghiệp và các cá nhân đầu tư giàu có. Do mức góp vốn tối thiểu thường rất cao nên những người đầu tư bình thường không có cơ hội tham gia. Mục tiêu của quỹ mạo hiểm là phát triển các công ty non trẻ đến giai đoạn chúng có thể huy động được vốn từ các nguồn thông thường khác. Quỹ mạo hiểm thường thu hồi vốn thông qua việc đưa các công ty phát hành ra công chúng, sau đó sẽ bán đi phần cổ phiếu sở hữu; hoặc cũng có thể bán lại các công ty này cho các đối tác chiến lược thông qua hình thức sáp nhập.

1.2.4.2. Công ty tài chính

Công ty tài chính là những trung gian tài chính trên thị trường chứng khoán ngắn hạn, hay thị trường tiền tệ. Công ty tài chính huy động vốn thông qua phát hành các loại chứng khoán ngắn hạn với khối lượng lớn và cho các cá nhân và doanh nghiệp nhỏ vay lại với quy mô nhỏ hơn. Đặc điểm này ngược lại với các ngân hàng thương mại - nhận tiền gửi với khối lượng nhỏ và cho vay lại theo quy mô lớn. Vì thị trường tiền tệ chỉ dành cho các tổ chức tài chính tham gia với quy mô lớn, nên các cá nhân và doanh nghiệp nhỏ hầu như không có cơ hội. Thêm vào đó, các cá nhân và doanh nghiệp nhỏ thường không có được mức độ tín nhiệm cần thiết để có thể vay vốn trên thị trường tiền tệ.

Khách hàng của công ty tài chính là các doanh nghiệp và người tiêu dùng cá nhân. Công ty tài chính phục vụ doanh nghiệp tồn tại do có những khoảng trống trong nhu cầu tài chính của khu vực doanh nghiệp mà các

ngân hàng thương mại không thể đáp ứng, ví dụ như các nhu cầu về thuê mua tài sản. Các công ty tài chính phục vụ người tiêu dùng thường cho vay với các điều kiện không chặt chẽ như các ngân hàng thương mại. Công ty tài chính phục vụ người tiêu dùng thường thuộc sở hữu của các doanh nghiệp sản xuất lớn, như các công ty sản xuất ô tô, nhằm phục vụ nhu cầu tín dụng tiêu dùng của khách hàng, qua đó thúc đẩy doanh số bán hàng.

1.2.5. Xu hướng phát triển của tổ chức tài chính

Ranh giới về phạm vi hoạt động của các tổ chức tài chính trung gian trên thị trường tài chính hiện đại ngày càng trở nên mờ nhạt. Thực tế này xuất phát từ những thay đổi về khuôn khổ pháp lý theo hướng tự do hóa nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh của các tổ chức tài chính trước tiến trình toàn cầu hóa đang diễn ra mạnh mẽ. Một động lực quan trọng khác thúc đẩy quá trình tích hợp của các dịch vụ tài chính là những phát kiến mới trong lĩnh vực tài chính. Các tổ chức tài chính không những trở nên không lờ về quy mô vốn, mà còn đang ngày càng phát triển thành các định chế phức tạp, tham gia vào mọi hoạt động trong lĩnh vực tài chính.

Tại Mỹ, bất chấp những hạn chế của Luật Glass-Steagall, lợi nhuận và những phát kiến tài chính mới đã khuyến khích và tạo tiền đề cho ngân hàng và các tổ chức tài chính khác mở rộng phạm vi dịch vụ của mình. Các công ty chứng khoán đã lấn sang các dịch vụ truyền thống của tổ chức tín dụng bằng việc phát kiến ra quỹ đầu tư công cụ thị trường tiền tệ và tài khoản quản lý tiền mặt cho khách hàng. Với sự phát triển của chứng khoán hóa, các hoạt động đầu tư ngoại bảng của ngân hàng cũng trở nên sôi động. Năm 1987 Ngân hàng Dự trữ Liên bang đã vận dụng Điều 20 Luật Glass-Steagall để cho phép các công ty sở hữu ngân hàng được phép bảo lãnh phát hành một số loại chứng khoán bị nghiêm cấm trước đó. Phạm vi áp dụng được mở rộng ra đối với cả cổ phiếu vào năm 1990. Sau đó, các cơ quan quản lý đã cho phép các ngân hàng được tham gia vào các hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản và bảo hiểm.

Sự hạn chế phạm vi cung cấp dịch vụ của Luật Glass-Steagall đã đặt các ngân hàng của Mỹ vào thế bất lợi so với các ngân hàng của nước ngoài.

Sức ép bãi bỏ Luật Glass-Steagall đã trở thành hiện thực khi quốc hội Mỹ thông qua Luật Hiện đại hóa các dịch vụ tài chính Gramm-Leach-Bliley năm 1999, sau sự kiện sáp nhập giữa ngân hàng Citibank và tập đoàn bảo hiểm Travelers thành Citigroup năm 1998. Luật Gramm-Leach-Bliley các công ty chứng khoán và công ty bảo hiểm được phép thu tóm các ngân hàng, và cho phép các ngân hàng được bảo lãnh phát hành chứng khoán, kinh doanh bảo hiểm và bất động sản. Bên cạnh đó phải kể đến sự hình thành các tập đoàn tài chính khác như General Electric Capital Services. Công ty này mua lại công ty tài chính của Eastman Kodak, sở hữu công ty chứng khoán Kidder Peabody, công ty bảo hiểm Employers Reinsurance và công ty phát hành thẻ tín dụng và cầm cố nhà GEFSCO. Thu nhập từ General Electric Capital Services đã chiếm tới một phần ba tổng thu nhập của tập đoàn General Electric.

Áp lực cạnh tranh cũng khiến cho các công ty chứng khoán phải phát triển các dịch vụ mới. Từ năm 1977, công ty Merrill Lynch phát kiến ra loại tài khoản quản lý tiền mặt (CMA) cung cấp một gói dịch vụ bao gồm thẻ tín dụng, các khoản cho vay tức thời, séc và thẻ ATM, và tự động đầu tư số dư tiền mặt trong tài khoản vào quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ. Như vậy, các công ty chứng khoán đã cạnh tranh trực tiếp với các ngân hàng thương mại. Sự ra đời của CMA đã xóa mờ ranh giới giữa các hoạt động của ngân hàng thương mại và tổ chức tài chính phi ngân hàng. Lợi ích CMA mang lại cho người đầu tư là sự thuận tiện và dễ dàng trong việc đầu tư chứng khoán.

Tương tự như ở Mỹ, xu hướng tự do hóa về quản lý và những phát kiến tài chính diễn ra mạnh mẽ trên khắp thế giới, mang lại những cơ hội mới cho cả người đầu tư lẫn tổ chức tài chính trung gian. Tại Nhật, tự do hóa quản lý đã tạo điều kiện cho sự hình thành hàng loạt các công cụ tài chính mới đáp ứng những nhu cầu đa dạng từ hai phía cung-cầu. Tại các quốc gia châu Âu, những phát kiến tài chính đã xóa bỏ những rào cản truyền thống bảo vệ các ngân hàng trước sự cạnh tranh. Tại các nước khác, ngân hàng cũng chịu sức cạnh tranh mãnh liệt từ sự tăng trưởng và mở rộng của thị trường chứng khoán. Chính sự tự do hóa quản lý và các tác động kinh tế đã cải thiện chất lượng thông tin trên thị trường chứng khoán, tạo điều kiện

đễ dàng và hiệu quả hơn cho các doanh nghiệp huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán.

Việc kết hợp các dịch vụ tài chính này trong cùng một tập đoàn là nhằm tới tính hiệu quả kinh tế theo quy mô và phạm vi hoạt động. Mặc dù ý tưởng về cung cấp dịch vụ tài chính một cửa cho khách hàng bởi một tập đoàn tài chính có vẻ hợp lý, sự thành công mô hình này vẫn chưa được như mong đợi và còn phải được kiểm chứng qua thực tế hoạt động. Môi trường dịch vụ tài chính trở nên hết sức cạnh tranh, và nhiều khách hàng nhìn chung không nhận thấy lợi ích lớn từ việc gắn bó với một công ty duy nhất, họ vẫn tìm kiếm những cơ hội có lợi nhất trên thị trường. Ngoài sự thành công của Citigroup và General Electric Capital Services, các tổ chức tài chính nhận thức rằng khả năng hoạt động linh hoạt quan trọng hơn quy mô, làm một chuyên gia trong một lĩnh vực tốt hơn là kẻ tầm thường trên nhiều lĩnh vực. Thị trường dịch vụ tài chính sẽ còn tiếp tục phát triển, nhưng không ai có thể đảm bảo về tương lai của các tập đoàn tài chính.

1.3. Một số kinh nghiệm quốc tế về hoạt động của các tổ chức tài chính

1.3.1. Thị trường Mỹ

Cục dự trữ Liên bang (Fed) phân loại tổ chức, hoạt động chính và quy mô tài sản của các trung gian tài chính tại Mỹ tóm tắt như sau:

Bảng 1: Các loại trung gian tài chính và Hoạt động chính

Loại tổ chức	Nguồn vốn	Sử dụng vốn
Tổ chức nhận tiền gửi		
Ngân hàng thương mại	Tiền gửi	Cho vay, cầm cố, TPCP & địa phương
Hội Tiết kiệm & Cho vay	Tiền gửi	Cầm cố
Ngân hàng tương hỗ	Tiền gửi	Cầm cố
Hợp tác xã tín dụng	Tiền gửi	Cho vay cá nhân
Tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng		
Công ty bảo hiểm nhân thọ	Phí bảo hiểm	TP, cầm cố
Công ty bảo hiểm tai nạn	Phí bảo hiểm	TP, cổ phiếu
Quỹ hưu trí	Phản đóng góp	TP, cổ phiếu
Trung gian đầu tư		
Công ty tài chính	TP, cổ phiếu	Cho vay
Quỹ tương hỗ	Chứng chỉ quỹ	TP, cổ phiếu
Quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ	Chứng chỉ quỹ	Công cụ TTTT

(Nguồn: Cục dự trữ Liên bang-Fed)

Bảng 2: Tổng giá trị tài sản (tỷ USD, cuối năm)

Loại tổ chức	1980	1990	2001
Tổ chức nhận tiền gửi			
Ngân hàng thương mại	1.484	3.334	6.688
Hội Tiết kiệm & Cho vay + Ngân hàng tương hỗ	792	1.365	1.288
Hợp tác xã tín dụng	67	215	496
Tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng			
Công ty bảo hiểm nhân thọ	464	1.367	3.140
Công ty bảo hiểm tai nạn	182	533	863
Quỹ hưu trí (tư nhân)	504	1.629	4.039
Quỹ hưu trí chính phủ	197	737	2.078
Trung gian đầu tư			
Công ty tài chính	205	610	1.137
Quỹ tương hỗ	70	654	3.705
Quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ	76	498	2.116

(Nguồn: Cục dự trữ Liên bang-Fed)

Thông tin tại bảng trên cho thấy các trung gian tài chính có sự tham gia quan trọng vào hoạt động của thị trường chứng khoán dài hạn (được xếp hạng theo thứ tự quan trọng) bao gồm ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí, và quỹ tương hỗ. Trong đó, ngân hàng thương mại vẫn là trung gian đóng vai trò quan trọng nhất trên thị trường.

1.3.1.1. Ngân hàng thương mại

Chứng khoán ngày càng trở nên một loại tài sản đầu tư quan trọng đối với các ngân hàng thương mại tại Mỹ. Do luật pháp quy định ngân hàng thương mại tại Mỹ không được phép sở hữu cổ phiếu, danh mục đầu tư của ngân hàng chỉ bao gồm các loại chứng khoán nợ. Theo số liệu của Fed tại bảng trên, vào cuối năm 2001 chứng khoán chiếm 22% tổng giá trị tài sản và mang lại 10% tổng doanh thu cho các ngân hàng thương mại.

Trong các loại chứng khoán, chứng khoán do chính phủ Mỹ phát hành có tính thanh khoản cao nhất và thường được các ngân hàng thương mại nắm giữ như phần dự trữ thứ cấp để có thể nhanh chóng chuyển thành tiền mặt nhằm đáp ứng yêu cầu về tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Chứng khoán chính quyền địa phương được đầu tư cho dù tính thanh khoản thấp hơn, vì các chính quyền địa phương thường muốn giao dịch với các ngân hàng thương

mại nắm giữ các loại chứng khoán do họ phát hành. Thêm vào đó, các loại chứng khoán chính quyền địa phương phát hành trước tháng 8/1986 có lợi thế lớn về thuế thu nhập đối với các ngân hàng thương mại, vì thu nhập từ các loại chứng khoán này được khấu trừ thuế thu nhập, và 80% chi phí lãi vay để mua các loại chứng khoán này cũng được phép khấu trừ.

Bảng 3: Tài sản của các ngân hàng thương mại tại Mỹ
(%, cuối năm 2001)

Dự trữ và tiền mặt	1
Chứng khoán	
Chính phủ	15
Chính quyền địa phương	7
Cho vay	
Thương mại và Công nghiệp	18
Bất động sản	35
Tiêu dùng	6
Liên ngân hàng	11
Khác	2
Tài sản khác	5
Tổng cộng	100

(Nguồn: Cục dự trữ Liên bang-Fed)

Môi trường cạnh tranh và những phát kiến tài chính mới, như sự ra đời của quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ hay chứng khoán hóa, cũng tạo điều kiện cho các ngân hàng tìm kiếm nguồn thu nhập mới thông qua việc tích cực tham gia vào các hoạt động ngoại bảng, gắn liền với việc phát triển các công cụ chứng khoán mới. Các kỹ thuật hiện đại về quản lý rủi ro trong hoạt động ngân hàng thương mại cũng đã trở thành động cơ tích cực thúc đẩy các ngân hàng tham gia vào thị trường các công cụ phái sinh như hợp đồng tương lai, quyền chọn và hoán đổi lãi suất. Hoạt động giao dịch này mặc dù thương mang lại lợi nhuận lớn cũng đi kèm với mức độ rủi ro cao đe dọa sự tồn tại các ngân hàng thương mại, như trường hợp ngân hàng Barings.

1.3.1.2. Công ty bảo hiểm nhân thọ

Nguồn vốn của bảo hiểm nhân thọ xuất phát từ các khoản phí bảo hiểm, đây là nguồn vốn có tính chất dài hạn. Vì các nghĩa vụ thanh toán của công ty bảo hiểm nhân thọ có thể được dự báo khá chính xác và trải dài theo thời gian, do vậy họ có thể đầu tư vào các loại tài sản dài hạn như cổ phiếu và trái phiếu công ty như bảng số liệu của Fed trên đây.

Bảng 4: Tài sản của các công ty bảo hiểm nhân thọ (% , đầu năm 2000)

Trái phiếu công ty	40,7
Cổ phiếu	29,1
Chứng khoán chính phủ	9,5
Cầm cố	7,7
Cho vay	5,6
Tài sản khác	7,4
Tổng cộng	100

(Nguồn: Cục dự trữ Liên bang-Fed)

Những năm trước đây bảo hiểm nhân thọ thường đầu tư nhiều vào các tài sản cầm cố và bất động sản. Tuy nhiên xu hướng này đã giảm dần và tăng cường đầu tư vào các loại tài sản khác có mức độ rủi ro thấp hơn như chứng khoán chính phủ và trái phiếu công ty. Sự dịch chuyển này là hệ quả của những tổn thất một số công ty bảo hiểm phải gánh chịu vào cuối những năm 1980. Dưới áp lực phải cạnh tranh với các quỹ tương hỗ trong việc quản lý vốn, các công ty bảo hiểm muốn đầu tư vào các loại tài sản mang lại lợi tức cao hơn. Điều này buộc các công ty bảo hiểm phải lựa chọn bất động sản và trái phiếu chất lượng thấp cho danh mục đầu tư của mình. Sự mất giá của bất động sản và các khoản đầu tư trái phiếu chất lượng thấp là nguyên nhân dẫn đến phá sản của một số công ty bảo hiểm lớn vào năm 1991.

1.3.1.3. Quỹ hưu trí

Quỹ hưu trí chính phủ do một cơ quan của chính phủ bảo trợ. Trong số các quỹ hưu trí, Bảo hiểm Xã hội là quỹ hưu trí chính phủ lớn nhất tại Mỹ. Bên cạnh đó, quỹ hưu trí tư nhân do các công ty sử dụng lao động, các nhóm người và các cá nhân bảo trợ phát triển nhanh chóng trong những năm qua do những quan ngại của người lao động về khả năng chi trả của Bảo

hiểm Xã hội và nhu cầu chuẩn bị chu đáo hơn cho việc nghỉ hưu của người lao động. Những năm trước đây, quỹ hưu trí tư nhân đầu tư chủ yếu vào chứng khoán chính phủ và trái phiếu công ty. Bên cạnh đó, các loại tài sản khác như cổ phiếu, cầm cố, thương phiếu và tiền gửi có kỳ hạn cũng dần được chú trọng hơn. Với sự phân bổ tài sản như trong bảng dưới đây, quỹ hưu trí tư nhân hiện nay đã trở thành các nhà đầu tư có tổ chức lớn nhất trên thị trường chứng khoán. Điều này mang lại cho những người quản lý quỹ một tiếng nói có trọng lượng đáng kể đối với hoạt động điều hành của các doanh nghiệp.

Bảng 5: Tài sản của các quỹ hưu trí tư nhân (% , cuối năm 1999)

Cổ phiếu	68,9
Chứng khoán chính phủ	14
Trái phiếu công ty	7,1
Thương phiếu	3,5
Tiền mặt	1
Tiền gửi kỳ hạn	0,66
Tài sản khác	4,84
Tổng cộng	100

(Nguồn: *Life Insurance Fact Book*, 2000)

1.3.1.4. Quỹ tương hỗ

Quỹ tương hỗ có thể là các pháp nhân độc lập hoặc do các công ty chứng khoán và ngân hàng thành lập. Quỹ tương hỗ có thể dưới hình thức quỹ mở hoặc quỹ đóng, trong đó quỹ mở chiếm đại đa số tại Mỹ. Quỹ tương hỗ mang lại cơ hội cho người đầu tư nhỏ lẻ đầu tư vào các danh mục đầu tư được đa dạng hóa với chi phí thấp. Thêm vào đó, quỹ tương hỗ cũng là phương tiện đầu tư vào các cổ phiếu nước ngoài. Trong năm 2000, dòng tiền ròng đầu tư vào quỹ tương hỗ cổ phiếu nước ngoài là 50 tỷ USD, nhảy vọt từ 11 tỷ USD trong năm 1999.

Quỹ tương hỗ quản lý 2,5 nghìn tỷ USD, hay 20% của 12,3 nghìn tỷ USD tổng giá trị tài sản của thị trường hưu trí. Phần còn lại 9,8 nghìn tỷ USD được quản lý bởi các quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm, ngân hàng thương mại và công ty chứng khoán. Hiện nay quỹ tương hỗ nắm giữ trên 50% khối lượng cổ phiếu đang lưu hành tại Mỹ.

Có bốn loại quỹ tương hỗ cơ bản cho người đầu tư lựa chọn: (1) quỹ cổ phiếu; (2) quỹ trái phiếu; (3) quỹ kết hợp (cổ phiếu và trái phiếu); và (4) quỹ thị trường tiền tệ. Bên cạnh việc phân loại quỹ tương hỗ theo loại chứng khoán do quỹ nắm giữ, quỹ đầu tư cũng có thể được phân theo mục tiêu đầu tư mà quỹ công bố. Loại quỹ đơn giản nhất là quỹ chỉ số. Người quản lý quỹ chỉ số chỉ việc mua các loại chứng khoán được tính trong các chỉ số chứng khoán phổ biến như S&P500.

**Bảng 6: Giá trị tài sản ròng, Số lượng quỹ
và Số lượng tài khoản trong quỹ**

Năm	Tài sản ròng (tỷ USD)	Số lượng quỹ	Số lượng tài khoản
1970	47,61	361	10.690
1980	134,76	564	12.087
1990	1.065,19	3.081	61.948
2000	6.965,25	8.171	243.518

(Nguồn: *Mutual Fund Fact Book*, 2001)

Bảng 7: Tài sản của quỹ tương hỗ (% , năm 1986 và 2001)

Loại tài sản	1986	2001
Cổ phiếu	22,5	26
Trái phiếu	36,7	12
Công cụ TTTT chịu thuế	31,9	55
Công cụ TTTT miễn thuế	8,9	7

(Nguồn: *Viện Công ty Đầu tư – ICI*)

Quỹ tương hỗ gia tăng đáng kể đầu tư vào cổ phiếu kể từ năm 1980. Động lực chính của sự gia tăng này là sự tăng trưởng mạnh của thị trường chứng khoán trong những năm 1990. Trước những năm 1970, quỹ tương hỗ đầu tư gần như hoàn toàn vào cổ phiếu. Các quỹ cổ phiếu thậm chí chuyên đầu tư vào cổ phiếu nước ngoài thuộc một số ngành như năng lượng hay công nghệ cao. Các quỹ trái phiếu có thể chuyên đầu tư vào chứng khoán chính phủ hoặc trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu công ty, hay các loại chứng khoán dài hạn hoặc ngắn hạn. Vào năm 2000, có gần 8.200 quỹ tương hỗ, nghĩa là nhiều hơn số cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán New York và Sở giao dịch chứng khoán Mỹ gộp lại.

Hiện nay, khoảng hơn 50 triệu hộ gia đình tại Mỹ sở hữu phần lớn tài sản trong các quỹ tương hỗ. Vào cuối năm 2000, họ nắm giữ 80% chứng chỉ quỹ tương hỗ. Đây là một sự tăng trưởng ngoạn mục so với 5,7% số hộ gia đình đầu tư vào quỹ tương hỗ vào năm 1980. Theo Viện Công ty Đầu tư, người đầu tư vào quỹ tương hỗ thường thuộc tầng lớp trung lưu, khoảng 44 tuổi, đã lập gia đình, có công ăn việc làm và sở hữu một lượng tài sản tài chính trị giá 80.000 USD. Người sở hữu chứng chỉ quỹ tương hỗ có sự phân bố về lứa tuổi khá đồng đều, chỉ có khoảng 18% đã nghỉ hưu. 84% cho biết chuẩn bị cho việc nghỉ hưu là một trong những lý do chính đầu tư vào quỹ tương hỗ. 26% nêu lý do tiết kiệm cho con cái vào đại học. Thế hệ X (những người từ 18 đến 30 tuổi) rất quan tâm đến việc đầu tư vào quỹ tương hỗ. Nhóm này có mức tài sản gia đình thấp nhất nhưng lại chiếm vị trí thứ hai về tài sản trong quỹ tương hỗ (38%), sau những người ở độ tuổi 50-70. Thế hệ X cũng là nhóm có mức độ chấp nhận rủi ro đầu tư cao nhất, và cũng là thế hệ tiên phong sử dụng Internet trong hoạt động đầu tư.

Một loại quỹ tương hỗ đặc biệt gây sự chú ý trong những năm gần đây là các quỹ tự bảo hiểm (hedge funds), đặc biệt là sau vụ khủng hoảng mang tính hệ thống trên thị trường chứng khoán Mỹ buộc Cục dự trữ Liên bang phải can thiệp do công ty Long Term Capital Management gây ra. Quỹ tự bảo hiểm cũng huy động vốn từ nhiều người đầu tư và quản lý tài sản cho họ, nhưng khác quỹ tương hỗ ở một số đặc điểm. Thứ nhất, một khoản đầu tư tối thiểu vào quỹ thường có trị giá từ 100.000 đến 20 triệu USD, phổ biến là 1 triệu USD. Thứ hai, quỹ thường được thành lập theo hình thức công ty hợp danh trách nhiệm hữu hạn. Luật pháp liên bang quy định quỹ có tối đa 99 thành viên góp vốn, phải có thu nhập ổn định hàng năm tối thiểu 200.000 USD hoặc tổng tài sản có giá trị 1 triệu USD, không tính nhà cửa. Quỹ có thể có tối đa 499 thành viên góp vốn nếu mỗi thành viên có 5 triệu USD tài sản đầu tư. Những quy định này nhằm cho phép quỹ tự bảo hiểm tồn tại mà không có sự giám sát của cơ quan quản lý thị trường chứng khoán, với lý thuyết cho rằng những người giàu có thể tự bảo vệ cho chính mình. Phần lớn trong số 4.000 quỹ được thành lập bên ngoài nước Mỹ để tránh mọi hạn chế của cơ quan quản lý. Thứ ba, quỹ thường yêu cầu người đầu tư phải cam kết góp vốn trong một thời gian dài, thường là vài năm. Mục đích của yêu cầu

này là tạo điều kiện cho người quản lý quỹ áp dụng những chiến lược đầu tư dài hạn.

1.3.1.5. Công ty chứng khoán

Công ty chứng khoán thường được coi là “những ông chủ của vũ trụ”, nơi quy tụ những tài năng tinh hoa trên Phố Wall. Từ đầu những năm 1800, phần lớn các chứng khoán của Mỹ được bán ở châu Âu. Theo đó, hầu hết các công ty chứng khoán được phát triển từ những nhà buôn kinh doanh chứng khoán song song với hoạt động kinh doanh chính của mình. Theo thời gian, khả năng sinh lợi của hoạt động chứng khoán trở nên hấp dẫn và ngành chứng khoán được mở rộng.

Trước khi xảy ra cuộc Đại Khủng hoảng kinh tế năm 1929, nhiều ngân hàng lớn tại New York hoạt động chứng khoán đồng thời với hoạt động ngân hàng thương mại. Trong thời gian diễn ra Đại Khủng hoảng, khoảng 10.000 ngân hàng bị phá sản (khoảng 40% tổng số ngân hàng thương mại). Đây chính là tiền đề cho sự ra đời của Luật Glass-Steagall, tách hoạt động ngân hàng thương mại ra khỏi hoạt động chứng khoán. Luật này cấm các ngân hàng thương mại giao dịch chứng khoán cho khách hàng của mình. Lý do của quy định này là để tránh ngân hàng thương mại khỏi chịu rủi ro gắn liền với hoạt động chứng khoán. Lo ngại về sự xung đột lợi ích có thể phát sinh, theo đó khiến cho ngân hàng thương mại chịu những rủi ro gia tăng. Tuy nhiên, nhiều chuyên gia ngân hàng hiện nay chỉ ra rằng chỉ các ngân hàng thương mại lớn mới tham gia vào hoạt động chứng khoán, và tỷ lệ các ngân hàng này bị phá sản thực ra rất thấp. Không có bằng chứng rõ ràng nào về những lạm dụng trong hoạt động chứng khoán dẫn đến sự phá sản của các ngân hàng thương mại.

Khi Luật Glass-Steagall được ban hành, những công ty chứng khoán mới cũng được thành lập. Nhiều công ty chứng khoán cho tới nay thực hiện đồng các nghiệp vụ bảo lãnh phát hành, môi giới và kinh doanh chứng khoán. Tuy nhiên, các rào cản về luật pháp giữa hoạt động ngân hàng thương mại và hoạt động chứng khoán đã dần được xóa bỏ từ những năm

1980, trong đó có xu hướng ngân hàng thương mại thu tóm các công ty chứng khoán và sau đó là xu hướng sáp nhập giữa các ngân hàng.

Ngược lại, phát kiến ra loại tài khoản quản lý tiền mặt của Merrill Lynch cũng tạo ra những lợi thế cạnh tranh đáng kể của công ty chứng khoán đối với ngân hàng thương mại. Công ty chứng khoán giờ đây có thể cho vay, phát hành thẻ tín dụng và ATM bên cạnh hoạt động chứng khoán. Thêm vào đó, công ty chứng khoán còn có thể bán một số loại bảo hiểm. Sự hình thành của tập đoàn Citigroup bao gồm Citibank, công ty bảo hiểm Travelers và công ty chứng khoán Salomon Smith Barney năm 1998, và sự ra đời của Luật Gramm-Leach-Bliley năm 1999 đã đưa mô hình cung cấp dịch vụ tài chính tại Mỹ bước sang một trang mới.

Bảng 8: 10 Công ty chứng khoán hàng đầu tại Mỹ năm 2001

Tên công ty	Thị phần (%)
1. Citigroup/Salomon Smith Barney	12,0
2. Merrill Lynch	10,6
3. Credit Suisse First Boston	8,5
4. J.P. Morgan Chase	7,7
5. Goldman Sachs	7,4
6. Morgan Stanley	6,8
7. Lehman Brothers	6,4
8. UBS Warburg	6,2
9. Deutsche Bank	5,5
10. Banc of America Securities	4,0
Tổng cộng	75,1

(Nguồn: Wall Street Journal, tháng 2/2002)

1.3.2. Thị trường Anh

Các nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK Anh là các quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư tập thể, ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính khác như các tổ chức từ thiện, các tổ chức đào tạo, trường đại học ... Thị trường cổ phiếu Anh được dần dần thể chế hoá từ đầu thập kỷ 60 với tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư cá nhân giảm xuống từ 70% xuống còn dưới 20% vào cuối những năm 90 (xem thêm Bảng dưới).

Bảng 9: Thể chế hoá thị trường cổ phiếu ở Anh

Nhà đầu tư	1963	1975	1981	1989	1994	1997	1998	1999
Nhà đầu tư có tổ chức (%)	30,3	48	57,9	58,5	60,2	56,3	52,9	51,9
Nhà đầu tư cá nhân (%)	54	37,5	28,2	20,6	20,3	16,5	16,7	15,3
Nhà nước, công ty, nhà đầu tư nước ngoài, v.v (%)	15,7	14,5	13,9	20,9	19,5	27,2	30,4	32,8
Tổng cộng (%)	100	100	100	100	100	100	100	100

Nguồn: Báo cáo tình hình sở hữu cổ phiếu đến 31/12/1999, ONS.

Sự có mặt của các nhà đầu tư có tổ chức lớn và đa dạng là một nhân tố đảm bảo cho thị trường vốn của Anh là một trong các thị trường thanh khoản và có chiều sâu nhất trên thế giới, nhờ đó tạo điều kiện cho các doanh nghiệp huy động vốn hiệu quả thông qua việc phát hành cổ phiếu và các công cụ nợ. Có thể nói, các nhà đầu tư có tổ chức đã khơi thông được một nguồn vốn ngày càng tăng cho nền kinh tế Anh. Các nhà đầu tư có tổ chức ở Anh sở hữu khoảng 1.500 tỷ bảng Anh tài sản là cổ phiếu - chiếm tới hơn một nửa lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường Anh.

Nhà đầu tư chuyên nghiệp chủ chốt trên thị trường Anh là các công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí với tổng tài sản đầu tư vào chứng khoán chiếm tới khoảng 80% tài sản của các nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK (xem bảng dưới).

Bảng 10: Cơ cấu đầu tư phân theo loại hình nhà đầu tư có tổ chức

	1963	1975	1981	1989	1994	1997	1998	1999
Quỹ hưu trí	21,1	35,0	46,1	52,3	46,2	39,3	41	37,8
Công ty bảo hiểm	33,0	33,1	35,4	31,8	36,4	41,7	40,8	41,6
Quỹ đầu tư, quỹ đầu tư tín thác và các tổ chức tài chính khác	41,6	30,4	18	14,7	16,8	18,8	17	18,7
Ngân hàng thương mại	4,3	1,5	0,5	1,2	0,7	0,2	1,1	1,9
Tổng cộng	100	100	100	100	100	100	100	100

Nguồn: Báo cáo tình hình sở hữu cổ phiếu đến 31/12/1999., ONS.

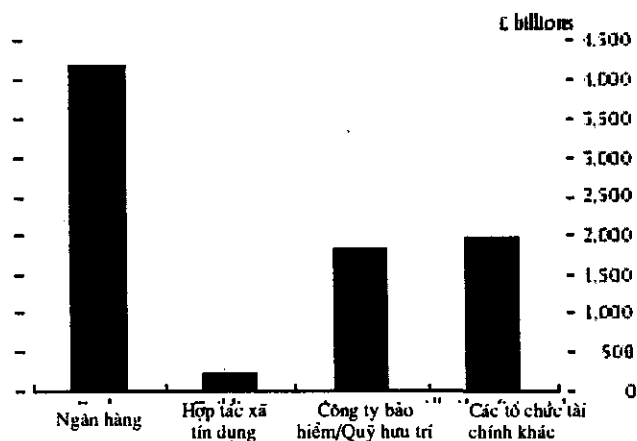
1.3.2.1. Ngân hàng thương mại

Anh là quốc gia có hệ thống tài chính hoạt động theo mô hình bán đa năng, có nghĩa là các ngân hàng thương mại không được phép tham gia đầu tư hay cung cấp dịch vụ trực tiếp trên TTCK mà chỉ được phép tham gia gián tiếp bằng việc thành lập các công ty con thực hiện các hoạt động này. Các ngân hàng thương mại ở Anh đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài

chính Anh do nắm giữ được một tỷ trọng vốn tương đối lớn trong hệ thống tài chính (Xem biểu đồ trang bên).

Bên cạnh đó, ở Anh có sự tập trung vốn cao độ vào một số ít ngân hàng lớn. Hiện có khoảng 300 ngân hàng và hợp tác xã tín dụng hoạt động nhưng 10 tập đoàn ngân hàng lớn nhất đã thu hút được tới 70% lượng tiền gửi trong hệ thống ngân hàng.

Biểu đồ 1: Nguồn vốn của các tổ chức tài chính trên thị trường Anh



(Nguồn: *Financial Sector in UK, Bank of England, 2004*)

Các ngân hàng không trực tiếp đầu tư vào TTCK nhưng vẫn có những ảnh hưởng đến thị trường lớn thông qua các hoạt động cho vay và sở hữu các công ty bảo hiểm nhân thọ hay quỹ hưu trí. Chẳng hạn như mối quan hệ sở hữu giữa các công ty bảo hiểm nhân thọ và các ngân hàng Anh là khá chặt chẽ. Sáu ngân hàng lớn của Anh đều có các công ty con là công ty bảo hiểm nhân thọ với tổng tài sản chiếm trên 10% tổng tài sản của tất cả các công ty bảo hiểm nhân thọ. Hay mối liên hệ giữa ngân hàng với các công ty chứng khoán trong các giao dịch ngoài bảng cân đối kế toán. Khoản vay của các công ty chứng khoán chiếm tới 30% vốn của các ngân hàng Anh và hầu hết các khoản vay này đều có thế chấp.

1.3.2.2. Các tổ chức đầu tư tập thể

Các tổ chức đầu tư tập thể được đề cập ở đây bao gồm 3 loại chính: quỹ tín thác, công ty đầu tư dạng mở (open-end investment company -

OEIC) và quỹ đầu tư tín thác. Quỹ tín thác có thể được Cơ quan Quản lý dịch vụ Tài chính Anh (FSA) cấp phép, và được khuyến khích ra công chúng, hoặc không cấp phép. Quỹ tín thác được cấp phép tuân theo các quy định tại Các quy định về Dịch vụ tài chính (cho các quỹ có quản lý) năm 1991. Trong khi các quỹ tín thác không cấp phép không tuân thủ các quy định này và được sử dụng như một công cụ đầu tư tổ chức chủ yếu và có thể được hưởng một số ưu đãi thuế đặc biệt.

Các OEIC được coi là một kiểu lai tạo do về bản chất tương tự như quỹ tín thác nhưng hoạt động theo mô hình công ty. Các OEIC đều phải được FSA cấp phép và tuân thủ các quy định tại Các quy định về Dịch vụ tài chính (cho công ty đầu tư dạng mở) ban hành năm 1997.

Bảng 11: Tỷ trọng tài sản của các quỹ tín thác/OEIC năm 1991-2000

Danh mục Tài sản	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1-Chứng khoán Chính phủ	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2- Cổ phiếu										
<i>Cổ phiếu Anh</i>	57%	56%	56%	52%	57%	54%	61%	58%	57%	53%
<i>Cổ phiếu nước ngoài</i>	35%	36%	37%	40%	35%	38%	30%	32%	33%	36%
3- Chứng khoán công ty khác										
<i>Chứng khoán Anh</i>	3%	3%	3%	4%	3%	4%	5%	6%	6%	7%
<i>Chứng khoán nước ngoài</i>	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
4- Chứng khoán chính phủ nước ngoài	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
5- Đất và tài sản cố định	2%	2%	2%	3%	2%	2%	3%	2%	1%	2%
6-Tài sản khác	6%	6%	5%	9%	7%	4%	9%	10%	14%	13%

Nguồn: Tính toán dựa vào National Statistics, MQ5, 2001.

Cùng là các nhà đầu tư có tổ chức nhưng khách hàng cuối cùng của các quỹ tín thác và OEIC cũng thường là các tổ chức như quỹ hưu trí hay công ty bảo hiểm nhân thọ. Các quỹ tín thác và OEIC cũng thường được các

công ty quản lý quỹ thay mặt quỹ hưu trí hay công ty bảo hiểm nhân thọ quản lý tiền đầu tư. Cổ phiếu các công ty niêm yết trên thị trường Anh là tài sản chiếm tỷ trọng đầu tư cao nhất (từ 50-60% tổng giá trị tài sản) trong danh mục đầu tư của các quỹ tín thác và OEIC (Xem bảng trên).

Bảng 12: Quy mô các công ty quản lý quỹ tín thác/ OEIC lớn nhất Anh

Tên công ty	Tổng số vốn quỹ được quản lý (tỷ bảng Anh)
Fidelity	16,4
Schroder	12,6
Threadneedle	11,3
M&G	10,8
Gartmore	9,9
Perpetual	9,6
Schottish Life	8,8
Merrill Lynch	8,0
Schotish Widows	7,4
Barclays	6,3

Nguồn: Institutional Investment in UK: a Review, 2001

Các quỹ đầu tư tín thác ở Anh là các quỹ đầu tư dạng đóng hoạt động theo mô hình công ty. Một quỹ đầu tư có thể tự thuê các nhân viên được trả lương hoặc ký hợp đồng với một công ty quản lý quỹ chuyên nghiệp. Các quỹ đầu tư tín thác có thể phát hành các chứng chỉ quỹ truyền thống trong thời gian quỹ hoạt động và người sở hữu chứng chỉ được nhận phần tài sản tương ứng sau khi giải thể quỹ. Hoặc quỹ có thể phát hành chứng chỉ quỹ cho phép người sở hữu chỉ được nhận một phần thu nhập của quỹ như chứng chỉ thu nhập cho phép người sở hữu được nhận một khoản thu nhập nhất định trong thời gian hoạt động của quỹ trong khi chứng chỉ vốn cho phép người sở hữu nhận được phần tài sản còn lại của quỹ sau khi giải thể.

Danh mục đầu tư của các quỹ đầu tư tín thác cũng được miễn thuế lợi vốn trong khi các quỹ này thường huy động từ các Kế hoạch Cổ phiếu Tư nhân và Tài khoản Tiết kiệm Cá nhân cũng là những hoạt động được miễn thuế. Tỷ trọng cổ phiếu niêm yết trên TTCK Luân đôn ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong danh mục đầu tư của quỹ đầu tư tín thác (chiếm khoảng 50% giá trị tài sản của quỹ). Chiếm tỷ trọng cao thứ hai trong danh mục đầu tư

của quỹ đầu tư tín thác là các cổ phiếu nước ngoài (khoảng trên dưới 40% giá trị tài sản quỹ) nhưng tỷ trọng này đang có xu hướng giảm dần sau cuộc khủng hoảng tài chính khu vực ở châu Á. Riêng tỷ trọng đầu tư vào cổ phiếu niêm yết và cổ phiếu nước ngoài đã chiếm gần 90% giá trị tài sản của quỹ đầu tư tín thác (xem bảng dưới).

**Bảng 13: Tỷ trọng tài sản của các quỹ đầu tư tín thác
năm 1991-2000**

Danh mục Tài sản	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1-Chứng khoán CP										
Dưới 5 năm	1%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	1%	2%	1%
Từ 5-15 năm	1%	3%	3%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Trên 15 năm	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2-Cổ phiếu Cty										
Niêm yết	46%	43%	40%	39%	43%	49%	52%	50%	48%	53%
Không niêm yết	2%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	3%	1%	2%
Nước ngoài	41%	42%	48%	45%	45%	42%	34%	38%	41%	35%
3-Chứng khoán khác	9%	8%	6%	7%	5%	3%	6%	6%	6%	5%
4-Tài sản khác	1%	2%	1%	1%	2%	2%	4%	2%	3%	3%
Tổng cộng	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: Tính toán dựa vào National Statistics, MQ5, 2001.

Một đặc điểm dễ nhận thấy là độ rủi ro của các tài sản trong danh mục mà quỹ đầu tư tín thác đầu tư vào cao hơn nhiều so với các quỹ tín thác hay OEIC. Quỹ đầu tư tín thác khác với quỹ tín thác hay OEIC không bị điều chỉnh bởi các quy định của luật pháp mà chỉ tuân theo các quy định của luật công ty và các tiêu chuẩn niêm yết liên quan.

Bảng 14: Các quỹ đầu tư tín thác lớn nhất ở Anh

Tên quỹ đầu tư tín thác	Công ty quản lý quỹ	Tài sản (triệu Bảng)
Foreign & Colonial	Foreign and Colonial	3.126
Witan Henderson	Global Investors	2.051
Alliance	Alliance	2.020
Scottish Mortgage	Baillie Gifford	1.918
Edinburgh Investment	Edinburgh	1.797
Scottish Investment Trust	Scottish Investment Trust	1.569
Fleming Mercantile	Chase Fleming	1.157
Monks	Baillie Gifford	923
RIT Capital Partners	Rothschild J	840
Merrill Lynch European	Merrill Lynch	835
Fleming Japanese	Chase Fleming	823
Murray International	Murray Johnstone	770
Fleming Overseas	Chase Fleming	749
Govett Strategic	Govett	722
TR European Growth	Henderson Global Investors	710

Nguồn: Institutional Investment in UK: a Review, 2001

1.3.2.3. Quỹ hưu trí

Hàng triệu người tiết kiệm và thành viên quỹ hưu trí đã được hưởng lợi từ các nhà đầu tư có tổ chức của Anh trong việc thực hiện những khoản đầu tư lớn trên TTCK trong vòng 30 năm qua.

Bảng 15: Các quỹ hưu trí có quy mô lớn nhất tại Anh

Tên quỹ	Quy mô vốn (tỷ bảng)
BT	29.7
Coal Industry	26.1
Electricity Supply	22
University	22
The Post Office	18
BG Group	13.2
Lloyds TSB	12.9
BP Amoco	12.5

Nguồn: Institutional Investment in UK: a Review, 2001

Có thể nói quỹ hưu trí là một lĩnh vực đầu tư hấp dẫn ở Anh do có được những khuyến khích tiết kiệm từ tiền lương hưu từ phía Chính phủ như ưu đãi thuế ở cả cấp độ tổ chức và cá nhân. Các khoản đầu tư của quỹ hưu trí được miễn thuế lãi vốn trong khi các khoản đóng góp vào quỹ hưu trí cũng được loại bỏ khỏi thu nhập trước thuế.

Quỹ hưu trí có thể là các quỹ tự quản (self-administered pension fund) hay các quỹ được các công ty quản lý quỹ quản lý. Trong khoảng thời gian từ năm 1963-1998 các quỹ hưu trí đã đạt được tỷ lệ lợi nhuận trung bình hàng năm là 12,1% so với mức lạm phát trong cùng khoảng thời gian là 7,2%. Các quỹ hưu trí cũng là người sở hữu chứng khoán lớn nhất trên TTCK Anh. Cổ phiếu trên TTCK Anh chiếm tỷ trọng đầu tư cao nhất trong danh mục đầu tư của các quỹ hưu trí (xem Bảng dưới). Đến cuối năm 2003, tổng tài sản của các quỹ hưu trí là 693 tỷ bảng Anh.

Bảng 16: Danh mục đầu tư trung bình năm của các quỹ hưu trí Anh quốc 1989-1999.

Danh mục đầu tư	Tỷ trọng trung bình trên tổng tài sản (%)
Cổ phiếu Anh	15.0
Cổ phiếu nước ngoài	12.7
Trái phiếu Anh	12.8
Trái phiếu nước ngoài	9.1
Đầu tư theo chỉ số	10.0
Tiền mặt/Tài sản khác	8.5
Bất động sản kỳ trước	13.6
Bất động sản mới	7.7
Tổng cộng	100.0

Hầu hết các quỹ hưu trí đều hoạt động theo mô hình tín thác hoạt động độc lập với công ty nắm giữ tài sản của quỹ. Do vậy, Luật tín thác là luật có ảnh hưởng quan trọng nhất tới hoạt động của các quỹ này. Ngoài ra, pháp luật về hưu trí, như Luật hưu trí 1995 cũng có một số điều khoản quy định về hoạt động đầu tư của các quỹ hưu trí.

1.3.2.4. Công ty bảo hiểm nhân thọ

Bảng 17: Các công ty bảo hiểm lớn nhất tại Anh

Tên công ty	Tài sản (tỷ bảng)	Thị phần (%)
Prudential	113.2	12.8
Legal & General	93.7	10.6
CGNU	88.1	9.9
Standard Life	61.4	6.9
Lloyds TSB	58.0	6.6
AXA	44.1	5.0
AMP	37.6	4.2
Zurich Financial Services	35.4	4.0
Equitable Life	32.6	3.7
RSA	29.7	3.4
Friends Provident	29.2	3.3
Tổng cộng	623	70.4

Nguồn: Institutional Investment in UK: a Review, 2001

Các công ty bảo hiểm nhân thọ chiếm tới gần 90% tổng tài sản của toàn ngành bảo hiểm. Cuối năm 2003, giá trị tài sản của các công ty bảo hiểm nhân thọ là 972 triệu bảng Anh. Cũng như các quỹ hưu trí, bảo hiểm nhân thọ cũng được hưởng lợi rất nhiều từ các ưu đãi thuế. Do vậy, hoạt động đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng rất nhanh. Chẳng hạn trong vòng 10 năm từ 1989-1999, tài sản của các công ty bảo hiểm đã tăng từ 388 tỷ bảng Anh lên khoảng 977 tỷ bảng Anh.

Cổ phiếu niêm yết chiếm tỷ trọng đầu tư khá cao trong danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ (Xem bảng trang sau). Tuy nhiên, hiện nay các công ty bảo hiểm nhân thọ đang có xu hướng chuyển sang đầu tư vào các công cụ an toàn hơn như trái phiếu chính phủ, trái phiếu công ty. Đến cuối năm 2002, các giá trị các cổ phiếu do công ty bảo hiểm nhân thọ nắm giữ chiếm 30% tổng tài sản so với 52% vào cuối năm 2000. Trong khi đó, tỷ trọng giá trị tài sản là trái phiếu tăng từ 30% cuối năm 2000 lên tới 49% vào năm 2002.

Bảng 18: Danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm 1991-2000

Danh mục Tài sản	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1-Chứng khoán CP	15%	17%	18%	17%	17%	18%	17%	18%	15%	14%
2- Chứng khoán cty										
CP niêm yết	39%	40%	40%	41%	42%	43%	45%	42%	42%	41%
CP không niêm yết	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
CP nước ngoài	10%	10%	11%	12%	12%	12%	11%	10%	13%	11%
CK khác	7%	8%	9%	8%	8%	8%	9%	11%	11%	14%
3- Chứng chỉ quỹ	10%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	9%	10%	10%
4- Đầu tư khác (bao gồm cả cho vay)	18%	16%	13%	14%	11%	11%	10%	11%	10%	10%
Tổng cộng	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: Tính toán dựa vào National Statistics, MQ5, 2001.

1.3.2.5. Công ty chứng khoán

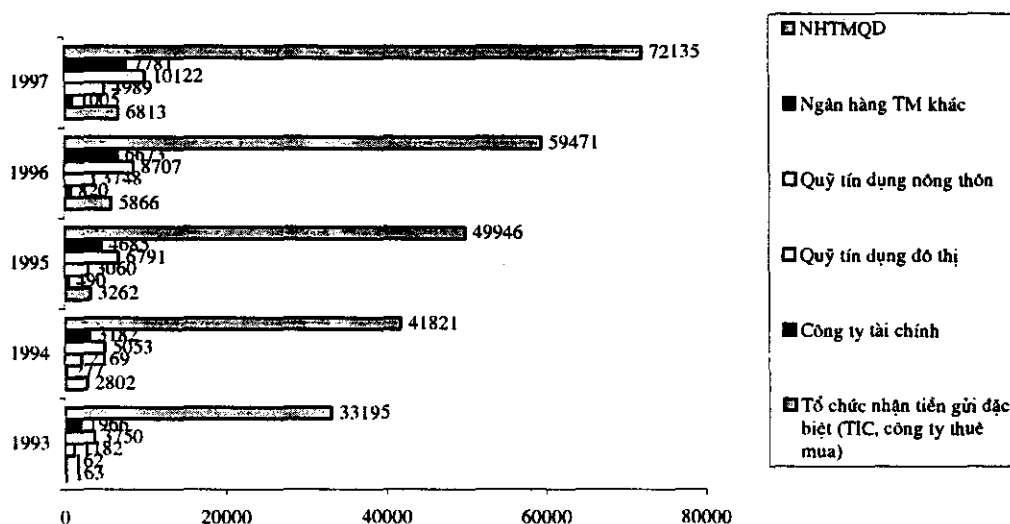
Các công ty chứng khoán đóng vai trò là nhà môi giới và tạo lập thị trường trên TTCK Anh. Theo quan điểm của cơ quan quản lý, các công ty chứng khoán là người cung cấp dịch vụ trên TTCK mà không phải là các nhà đầu tư có tổ chức. Việc nắm giữ hay tự doanh chứng khoán của các công ty này chỉ nhằm thực hiện các nghiệp vụ tạo lập và bình ổn thị trường.

1.3.3. Thị trường Trung Quốc

Nếu xét trên những đặc điểm phát triển kinh tế xã hội thì Trung Quốc được coi là một mô hình phát triển thị trường vốn tiêu biểu đối với Việt Nam. TTCK Trung Quốc được tái thành lập và hoạt động trở lại từ cuối những năm 70, đầu năm 80 với việc lần lượt thành lập 2 SGDCK Thượng Hải và Thâm Quyến. Trước năm 1995, TTCK Trung Quốc vẫn hoạt động theo mô hình đa năng kiểu Đức, có nghĩa là các ngân hàng thương mại Trung Quốc được phép tham gia hoạt động kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán trực tiếp trên thị trường. Do vậy trong thời gian này, các ngân hàng thương mại là một thành viên tích cực trên TTCK nhờ các tiềm lực về vốn. Các công ty tín thác và đầu tư (Trust and Investment Companies - TICs) - một dạng tập đoàn tài chính mới nở rộ ở Trung Quốc từ đầu những năm 90 -

hoạt động như một tổ chức bán ngân hàng thực hiện một số chức năng của ngân hàng bán buôn cùng với các dịch vụ tài chính khác như môi giới, kinh doanh giao dịch, ngân hàng đầu tư và ngoại hối. Các TICs được đánh giá rất cao do thực hiện được một chức năng kinh tế quan trọng trong giai đoạn chuyển đổi của nền kinh tế Trung Quốc sang nền kinh tế thị trường.

Tổng tài sản của Các ngân hàng và tổ chức phi ngân hàng



(Nguồn: Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, 2000)

Tuy nhiên, mô hình tập đoàn tài chính này đã phát triển rất nhanh chóng mà không có một khuôn khổ pháp lý phù hợp và dường như đã vượt quá tầm quản lý của các cơ quan quản lý hữu quan là Ủy ban Giám quản Chứng khoán Trung Quốc (CRSC) và Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBC). Trung Quốc đã thi hành một chính sách thận trọng để hướng tới việc tách riêng hoạt động ngân hàng thương mại ra khỏi thị trường vốn nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý và giám sát rủi ro. Theo Luật Ngân hàng thương mại Trung Quốc ban hành ngày 1/7/1995, thì các ngân hàng thương mại không được phép đầu tư vào các doanh nghiệp công nghiệp và hoạt động kinh doanh phi ngân hàng khác hay nói rõ hơn là chỉ thực hiện các nghiệp vụ nhận tiền gửi và cho vay truyền thống. Để phù hợp với Luật Ngân hàng thương mại mới, Luật Chứng khoán mới của Trung Quốc ban hành ngày 1/7/1999 đã quy định rõ việc tách riêng hoàn toàn các hoạt động ngân hàng thương mại và hoạt động chứng khoán.

Nhìn chung, kể từ khi mở cửa thị trường, phần lớn các nhà đầu tư trên TTCK là nhà đầu tư cá nhân. Năm 2003, tài khoản của các nhà đầu tư cá

nhân chiếm tới 99,52% số tài khoản giao dịch chứng khoán trên thị trường. Cơ quan Giám quản Chứng khoán của Trung Quốc đã có những nỗ lực nhất định nhằm phát triển hệ thống các nhà đầu tư có tổ chức mà chúng ta sẽ tìm hiểu cụ thể dưới đây.

Bảng 19: Cơ cấu tài khoản chứng khoán giao dịch cổ phiếu A và chứng chỉ quỹ đóng năm 2003

Đơn vị tính: 10.000

	SGDCK Thượng Hải	SGDCK Thẩm Quyển	Tổng cộng
Tổng số tài khoản	3502.94	3332.24	6835.18
Tổ chức	18.88	13.99	32.87
Cá nhân	3484.06	3318.25	6802.31
Số tài khoản mới	75.68	62.96	138.64
Tổ chức	0.85	0.67	1.52
Cá nhân	74.84	62.29	137.13

Nguồn: Báo cáo thị trường 2004, Ủy ban Giám quản Chứng khoán Trung Quốc.

Bên cạnh đó, TTCK Trung Quốc vẫn còn nhiều khiếm khuyết. Thị trường trong nước vẫn còn bị phân đoạn¹ và mới chỉ được giải quyết về mặt pháp lý từ cuối năm 2001. Giá cổ phiếu, nhất là cổ phiếu thuộc sở hữu nhà nước được coi là định giá quá cao và mang tính chất chủ quan². Lượng cổ phiếu do nhà nước nắm giữ vẫn chiếm một tỷ trọng lớn và gần như không đổi do không được phép tự do giao dịch trên thị trường chính thức. Do vậy, cung trên TTCK thực tế vẫn thiếu hụt trầm trọng, giá cả dễ biến động mạnh và cổ phiếu thường bị định giá cao, hiệu quả kinh doanh và quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết ít được cải thiện.

1.3.3.1. Công ty chứng khoán

Đến cuối năm 1997, đã có khoảng 105 công ty chứng khoán hoạt động trên TTCK Trung Quốc với các phạm vi hoạt động và quy mô vốn khá đa dạng. Tổng vốn tự có của các công ty này lên tới 12 tỷ nhân dân tệ và tổng tài sản lên tới 159 tỷ nhân dân tệ nhưng chỉ chiếm chưa đến 1,42% tổng

¹ Cổ phiếu loại A dành cho các nhà đầu tư trong nước, cổ phiếu loại B dành cho các nhà đầu tư nước ngoài, cổ phiếu loại H dành cho các công ty Trung Quốc niêm yết trên SGDCK Hồng Kông.

² Tháng 6/2001, CSRC tuyên bố bán một phần (10%) cổ phiếu thuộc sở hữu nhà nước nhằm tài trợ cho quỹ an sinh xã hội quốc gia. Kết quả là giá cổ phiếu trên thị trường giảm 30%. Và ngay sau khi Chính phủ tuyên bố đình chỉ kế hoạch bán cổ phiếu thuộc sở hữu nhà nước, giá chứng khoán gần như ngay tức thì trở lại mức như ban đầu.

tài sản của các tổ chức tài chính. Năm 2003, số công ty chứng khoán đã lên tới 133 công ty. Chính vì vậy, trên thực tế hoạt động đầu tư trên TTCK của các công ty chứng khoán Trung Quốc là rất hạn chế. Ngoài các nghiệp vụ hoạt động chủ yếu như môi giới, tự doanh, và bảo lãnh phát hành, các công ty chứng khoán cũng hoạt động như các tổ chức tài chính trung gian trong các thương vụ thầu tóm và sát nhập công ty, tham gia vào các dự án đầu tư địa phương được chính quyền địa phương đầu tư thông qua góp vốn, và phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư.

Nét đặc thù nổi bật của các công ty chứng khoán Trung Quốc là phần lớn các công ty chứng khoán trên thực tế vẫn chịu sự chi phối lớn của các ngân hàng thương mại quốc doanh và ngân hàng trung ương PBC thể hiện ở việc tham gia vào ban lãnh đạo công ty. Tuy vậy, điều này vẫn đem lại sự tăng trưởng ổn định và tình hình tài chính tốt trong giai đoạn đầu hoạt động, nhưng về lâu dài thực sự là một gánh nặng cho các công ty chứng khoán.

Để thực hiện đầy đủ các cam kết khi gia nhập Tổ chức Thương mại Quốc Tế năm 2001, CSRC đã ban hành Quy định thành lập Công ty Chứng khoán có vốn cổ phần nước ngoài vào tháng 6/2002. Nhằm nâng cao năng lực quản trị công ty và kiểm soát nội bộ cho các công ty chứng khoán, CSRC đã ban hành một loạt các quy định như Quy định về quản trị công ty cho công ty chứng khoán, Hướng dẫn về cơ chế kiểm soát nội bộ của công ty chứng khoán, Các biện pháp tăng cường kiểm soát nội bộ cho chi nhánh công ty chứng khoán.

1.3.3.2. Công ty tín thác đầu tư

Công ty tín thác đầu tư (TIC) ở Trung Quốc xuất hiện từ cuối những năm 70 trong quá trình cải cách kinh tế ở quốc gia này. Ban đầu, TIC nằm trong các ngân hàng thương mại, ngân hàng trung ương như là một mảng nghiệp vụ hoạt động, sau năm 1995 mới được tách ra và trở thành các công ty độc lập. Các nguồn vốn của TIC được huy động từ tiền gửi của các cơ quan tài chính của chính phủ, doanh nghiệp, quỹ lao động hay quỹ bảo hiểm, các tổ chức nghiên cứu khoa học, các viện và các tổ chức khác. TIC được phân loại thành 3 loại hình chính căn cứ vào tổ chức thành lập bao gồm: (i) TIC do ngân hàng thương mại quốc doanh thành lập như một mảng kinh doanh của mình; (ii) TIC do chính quyền địa phương và các cơ quan chính

quyền trung ương thành lập nhằm tận dụng phần ngân sách dồi dư và (iii) TIC do chính quyền trung ương thành lập nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài.

Theo Quy định Tạm thời năm 1986, phạm vi hoạt động của TIC bao gồm: đầu tư tín thác, hoạt động cho vay tín thác, dịch vụ lưu ký, dịch vụ đại lý thu nhận và thanh toán, dịch vụ bảo lãnh nợ, thẩm định tín dụng, và dịch vụ tư vấn. Nhìn chung, TIC có phạm vi và lĩnh vực hoạt động rộng hơn so với các tổ chức tài chính khác trên thị trường do không chịu sự quản lý tín dụng theo kế hoạch của nhà nước như các tổ chức tài chính khác cũng như có thể cho vay với kỳ hạn và lãi suất linh hoạt hơn và cung cấp dịch vụ đa dạng hơn so với các ngân hàng thương mại.

Có thể nói, giai đoạn từ 1990-1995 là giai đoạn thăng hoa của TIC. Tỷ trọng tài sản của các TIC trong hệ thống tổ chức tài chính phi ngân hàng ngày càng tăng và chiếm khoảng 1/3 tổng tài sản của hệ thống này (Xem bảng dưới).

Bảng 20: Tài sản của các tổ chức tài chính phi ngân hàng

Tổ chức	1986		1991		1993		1994	
	<i>Tỷ lệ</i>	%	<i>Tỷ lệ</i>	%	<i>Tỷ lệ</i>	%	<i>Tỷ lệ</i>	%
Quỹ tín dụng nông thôn	122,5	75,8	369,0	63,8	614,2	53,9	505,4	41,8
Quỹ tín dụng đô thị	3,2	2,0	5,6	1,0	187,8	16,5	214,8	17,8
Công ty bảo hiểm	6,6	4,1	36,2	6,3	60,0	5,3	70,3	5,8
Công ty tài chính					20,1	1,8	27,6	2,3
TIC	29,3	18,1	167,4	29,0	257,0	22,6	390,7	32,3
Tổng tài sản tài chính	161,6	100,0	578,2	100,0	1.139,1	100,0	1.208,7	100,0

Sau khi có các quy định cấm ngân hàng thương mại tham gia vào các hoạt động tín thác, đầu tư chứng khoán, bất động sản... số TIC được tách ra khỏi hệ thống ngân hàng thương mại là khoảng 270 công ty và tổng số TIC đến cuối 1995 là 332 công ty. Việc huy động vốn trong nước thông qua phát hành trái phiếu của các TIC có sở hữu trong nước bị hạn chế trong khi các TIC quốc tế là nhà phát hành trái phiếu lớn nhất trên thị trường quốc tế. Các TIC trong nước do vậy chỉ có thể huy động vốn qua các nguồn vay ngắn và dài hạn, hợp đồng mua lại, chứng khoán phải trả và các khoản phải trả khác. Đối với việc sử dụng vốn của TIC thì các khoản cho vay cũng chiếm tỷ trọng rất lớn từ 50-75% tổng tài sản. Ngoài ra TIC cũng đầu tư vào các công ty

con, liên doanh và mua cổ phiếu của các công ty trên TTCK. Việc đầu tư trên TTCK của TIC chỉ chiếm tỷ trọng khoảng 10% tổng tài sản của các công ty này.

1.3.3.3. Quỹ tương hỗ

Quỹ tương hỗ được thành lập đầu tiên ở Trung Quốc vào năm 1991 là hai quỹ đóng với tổng tài sản lên tới 90 triệu nhân dân tệ do chính quyền địa phương thành lập. Chỉ đến cuối năm 1993 đã có tới 73 quỹ tương hỗ được thành lập với tổng giá trị tài sản lên tới 6 nghìn tỷ nhân dân tệ. Đến cuối năm 1995, có tới 50 quỹ tương hỗ có vốn nước ngoài được thành lập và giao dịch trên và ngoài lãnh thổ Trung Quốc.

Một quỹ tương hỗ điển hình ở Trung Quốc đầu tư khoảng 40% vốn vào chứng khoán và phần còn lại là đầu tư trực tiếp. Nhằm đa dạng hoá danh mục đầu tư, các quỹ tương hỗ cũng đầu tư vào cả trái phiếu kho bạc, trái phiếu công ty, hợp đồng tương lai, bất động sản, tiền gửi ngân hàng và ngành công nghiệp. Do quy mô vốn tương đối nhỏ và thiếu kỹ năng quản lý chuyên nghiệp, các quỹ đầu tư đều gặp phải vấn đề chi phí hoạt động cao và lợi nhuận trên đầu tư thấp. Các quỹ đầu tư có vốn nước ngoài thường hoạt động ngoài Trung Quốc và đầu tư vào các cổ phiếu B hoặc H hay đầu tư trực tiếp vào công ty.

Quỹ tương hỗ được đặt dưới sự quản lý trực tiếp của ngân hàng trung ương PBC. Tuy nhiên, sự phát triển của các quỹ này hiện đang làm PBC quan ngại về việc quản lý phân bổ nguồn vốn trong nền kinh tế. PBC vẫn cho rằng quản lý phân bổ vốn qua ngân hàng vẫn dễ dàng hơn qua các quỹ tương hỗ. Mặt khác, PBC là người cấp phép hoạt động cho các quỹ tương hỗ nhưng về mặt quản lý hoạt động CSRC vẫn được ngầm định là người giám sát chính. Do vậy, PBC bắt đầu hạn chế cấp phép hoạt động cho các quỹ tương hỗ nhằm duy trì vai trò thống lĩnh của hệ thống ngân hàng trên thị trường tài chính.

1.3.3.4. Công ty bảo hiểm

Ngành bảo hiểm ở Trung Quốc thực sự phát triển từ khi có Luật Bảo hiểm ban hành năm 1995. Các công ty bảo hiểm trước đó là các chi nhánh

con của PBC đều được tách ra thành các công ty bảo hiểm độc lập. Các lĩnh vực bảo hiểm cũng được phân chia rõ hơn thành bảo hiểm nhân thọ, phi nhân thọ và tái bảo hiểm. Chỉ trong năm 1996, số công ty bảo hiểm đã tăng từ 12 lên 21 công ty. Việc cho phép thành lập công ty liên doanh bảo hiểm với công ty Winterthur Insurance của Thụy Sĩ cũng thể hiện một chính sách mở hơn đối với thị trường bảo hiểm của cơ quan quản lý Trung Quốc.

Tuy vậy, có thể nói rằng vai trò của các công ty bảo hiểm trên thị trường vốn của Trung Quốc là rất hạn chế. Việc đầu tư vào cổ phiếu được thực hiện như là một phần của chính sách quản lý chung của nhà nước nhằm duy trì việc kiểm soát các công ty nhà nước hay công ty niêm yết hơn là đầu tư nhằm tìm kiếm lợi nhuận thông thường. Do vậy, các công ty bảo hiểm không thể phát huy vai trò tự quyết trong đầu tư như một nhà đầu tư có tổ chức.

1.3.3.5. Quỹ đầu tư

Kể từ cuối năm 1997, với việc ban hành Các Biện pháp tạm thời đối với việc Quản lý Quỹ đầu tư chứng khoán, thì ngành quỹ đầu tư chứng khoán có sự phát triển vượt bậc. Trong năm 1998, có tới 5 quỹ đầu tư đóng được thành lập. Quỹ đầu tư mở được thành lập đầu tiên vào năm 2001. Các quỹ đầu tư đưa ra các sản phẩm đầu tư rất đa dạng bao gồm: quỹ cổ phiếu, quỹ trái phiếu, quỹ chỉ số, quỹ bảo lãnh vốn, quỹ thị trường tiền tệ.

Bảng 21: Bảng tóm tắt thông tin về quỹ đầu tư ở Trung Quốc

(1998-2003)

	Số quỹ	Số quỹ mở	Tổng số chứng chỉ quỹ (100 triệu)	Giá trị ròng (100 triệu tệ)	Tỷ lệ giá trị ròng/ mức vốn hoá thị trường của các chứng chỉ khả mại
1998	5	0	100	104	1.81%
1999	22	0	505	575	7.00%
2000	34	0	562	847	5.27%
2001	51	3	804	809	5.59%
2002	71	17	1319	1186	9.50%
2003	110	51	1615	1699	12.90%

Sau khi Trung Quốc chính thức gia nhập WTO thì CSRC cũng ban hành quy định về việc thành lập công ty quản lý quỹ có cổ phần nước ngoài. Đến cuối năm 2003, đã có 34 công ty quản lý quỹ đang hoạt động (bao gồm 8 công ty liên doanh) quản lý 54 quỹ đầu tư chứng khoán đóng và 56 quỹ mở với tổng giá trị tài sản ròng lên tới 170 tỷ nhân dân tệ. Năm 2003, doanh thu của các quỹ đóng niêm yết trên SGDCK lên tới 68,3 tỷ nhân dân tệ.

1.3.4. Một số nhận xét rút ra

1.3.4.1. Vai trò của nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK

Nhà đầu tư có tổ chức luôn đóng vai trò quan trọng trong hoạt động đầu tư chứng khoán trên thị trường cho dù ở các thị trường phát triển như Anh, Mỹ hay các thị trường mới nổi như Trung Quốc. Và có thể khẳng định rằng đây là một xu thế phát triển tất yếu cùng với sự phát triển ở mức độ ngày càng cao và càng tinh vi của TTCK. Quy mô và tỷ trọng đầu tư trên TTCK của các nhà đầu tư có tổ chức thường có xu hướng gia tăng theo thời gian và cùng với sự phát triển của thị trường tài chính. Điều này xuất phát từ việc tập trung vốn từ tay các nhà đầu tư cá nhân (người mua bảo hiểm, người đầu tư chứng chỉ quỹ) vào tay các tổ chức đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp (công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, quỹ tương hỗ).

Các nhà đầu tư có tổ chức còn là những người định hướng, dẫn dắt hoạt động đầu tư trên TTCK và là người tạo thanh khoản trên TTCK do tính chất hoạt động đầu tư của họ mang tính chuyên nghiệp và tận dụng được lợi thế nhờ quy mô. Ở các nước phát triển như Mỹ và Anh, công ty bảo hiểm (chủ yếu là bảo hiểm nhân thọ) và quỹ hưu trí là nhà đầu tư chủ chốt trên thị trường. Tỷ trọng tài sản là chứng khoán niêm yết cũng như tỷ lệ nắm giữ chứng khoán trên thị trường là khá cao.

1.3.4.2. Đặc trưng của hoạt động đầu tư có tổ chức

Ở các TTCK phát triển, sự gắn kết giữa các nhà đầu tư có tổ chức với nhau trên TTCK nói riêng và giữa các nhà đầu tư có tổ chức với các định chế trên thị trường tài chính nói chung là khá rõ. Một khi các công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí ngày càng phát triển thì các quỹ tín thác cũng phát triển như

là hệ quả tất yếu của hoạt động tín thác cho các nhà đầu tư có tổ chức (như ở Anh). Ngay cả khi có sự tách biệt ở các mức độ khác nhau hoạt động ngân hàng và hoạt động chứng khoán ở các nước phát triển (tách biệt hoàn toàn như ở Mỹ hay tách biệt không hoàn toàn như ở Anh) thì các ngân hàng thương mại vẫn có những ảnh hưởng nhất định đến TTCK do mối liên hệ qua lại trên thị trường tài chính nói chung. Một xu thế chung là sự tách biệt này trên các thị trường tài chính phát triển chỉ có ý nghĩa trong một thời kỳ nhất định do có sự phát triển của các dịch vụ tài chính hướng tới việc xoá bỏ sự tách biệt này.

Trái phiếu thường là ưu tiên hàng đầu trong danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ do tính chất nguồn vốn là ổn định và dài hạn. Cổ phiếu chiếm tỷ trọng cao trong danh mục đầu tư của các nhà đầu tư có tổ chức khác như các quỹ đầu tư, quỹ hưu trí... Các tài sản khác thường không có hoặc nếu có thì chiếm tỷ trọng nhỏ trong danh mục đầu tư của các định chế đầu tư có tổ chức. Điều này cũng xuất phát từ đặc tính chuyên nghiệp trong hoạt động đầu tư nói chung và đầu tư trên TTCK nói riêng của các nhà đầu tư có tổ chức.

1.3.4.3. Nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư có tổ chức.

Ở các TTCK phát triển, *môi trường kinh tế vĩ mô* khá ổn định và công tác thống kê *dự báo* tốt nên hoạt động đầu tư có tổ chức trên TTCK có điều kiện thuận lợi để phát triển. Bên cạnh đó, *luật pháp* điều chỉnh hoạt động của các định chế đầu tư có tổ chức trên TTCK ở các nước phát triển là rất đầy đủ và khá rõ ràng. Hầu hết mỗi định chế đầu tư có tổ chức đều được điều chỉnh bởi các Luật hay văn bản pháp quy riêng rẽ. Các *chính sách ưu đãi* cũng vẫn được sử dụng như là một nhân tố để thúc đẩy hoạt động đầu tư và phát triển các định chế tài chính mục tiêu. Nếu ở Mỹ các định chế đầu tư có tổ chức như quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm nhân thọ vẫn phát triển mà không cần có các chính sách ưu đãi khuyến khích nhất định thì ở Anh, chính sách thuế cũng là một trong các nhân tố quan trọng thúc đẩy các định chế đầu tư có tổ chức phát triển.

Ở TTCK mới nổi như Trung Quốc, môi trường kinh tế vĩ mô được chính phủ cam kết duy trì và có thể nói, chính phủ Trung Quốc đã đạt được những thành tựu lớn trong việc duy trì ổn định kinh tế vĩ mô. Là một nước có nền kinh tế chuyển đổi sang kinh tế thị trường, hệ thống pháp luật của Trung Quốc đang trong quá trình sửa đổi, bổ sung và hoàn thiện cho phù hợp với xu thế phát triển của nền kinh tế. TTCK Trung Quốc cũng không nằm ngoài bối cảnh chung đó. Điều này cũng có những ảnh hưởng tới hoạt động đầu tư trên TTCK. Cho đến nay, có thể nói khung pháp lý cho TTCK Trung Quốc được coi là khá hoàn chỉnh nhờ chịu sự ảnh hưởng sâu sắc từ khung pháp lý của Mỹ và Hồng Kông.

Nhìn chung, sự phát triển của các nhà đầu tư có tổ chức cũng như hoạt động đầu tư có tổ chức trên TTCK Trung Quốc gắn chặt với các chính sách khuyến khích phát triển và quan điểm quản lý đúng đắn của các cơ quan quản lý thị trường liên quan là PCB và CSRC. Xét về một khía cạnh nào đó, có sự chông chéo về chức năng của các cơ quan quản lý đối với các định chế đầu tư có tổ chức trên TTCK. Việc phân cấp quản lý đúng chức năng và không thiên lệch có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy phát triển cơ sở nhà đầu tư có tổ chức ở Trung Quốc. Ngân hàng thương mại được đối xử khá “ưu ái” trong khi PCB quản lý đồng thời cả các ngân hàng thương mại lẫn các quỹ đầu tư chứng khoán và quỹ tương hỗ. Hoạt động đầu tư của các công ty bảo hiểm có vốn nhà nước cũng bị can thiệp quá sâu đã hạn chế rất nhiều sự phát triển của các định chế này. Nói cách khác, cần có sự tách bạch rõ ràng các chức năng quản lý của PBC và CSRC đối với các tổ chức tham gia hoạt động và đầu tư trên thị trường vốn.

Bên cạnh đó, những hạn chế về vốn chủ sở hữu của các tổ chức tham gia đầu tư trên TTCK Trung Quốc và tính chuyên nghiệp của các tổ chức này cũng là một nguyên nhân quan trọng hạn chế hiệu quả hoạt động đầu tư trên thị trường. Hậu quả còn là sự mất cân bằng nghiêm trọng giữa nguồn vốn và sử dụng vốn và đồng thời hạn chế khả năng phòng ngừa rủi ro và khả năng phát triển của các nhà đầu tư có tổ chức.

1.3.5. Bài học cho Việt Nam

Thứ nhất, môi trường kinh tế vĩ mô ổn định và được chính phủ cam kết duy trì cùng với khả năng dự báo tốt là những tiền đề quan trọng cho hoạt động đầu tư nói chung và hoạt động đầu tư trên TTCK nói riêng ở Việt Nam phát triển.

Thứ hai, cần có sự nhìn nhận đúng đắn về vai trò của các định chế đầu tư có tổ chức trên TTCK, đặc biệt là các công ty bảo hiểm, quỹ bảo hiểm xã hội hay các quỹ đầu tư. Các định chế đầu tư có tổ chức có mối quan hệ qua lại biện chứng với trình độ phát triển của khu vực tài chính và TTCK. Tốc độ và trình độ phát triển TTCK có phần chịu ảnh hưởng của sự phát triển các tổ chức đầu tư.

Với tính chất chuyên nghiệp trong hoạt động đầu tư, các nhà đầu tư có tổ chức mới chính là các nhân tố có ảnh hưởng quan trọng và lâu dài đến sự phát triển của TTCK vì đó là chủ thể cung ứng cầu ổn định với qui mô lớn

Thứ ba, trên cơ sở chính sách quản lý đúng đắn, cần xây dựng một khung pháp lý đầy đủ cho hoạt động của các định chế đầu tư có tổ chức và một chiến lược phát triển các định chế này trong chiến lược phát triển chung của TTCK và thị trường tài chính. Các định chế đầu tư có tổ chức cần được điều chỉnh bởi khung pháp lý rõ ràng, tạo điều kiện cho các định chế này phát triển và tăng cường hoạt động đầu tư trên TTCK. Cơ quan quản lý nhà nước cần có chiến lược để tăng cường tính chuyên nghiệp trong hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư có tổ chức.

Thứ tư, đối với những thị trường mới phát triển, hoạt động của khu vực tài chính ở trình độ thấp, để phát triển cơ sở nhà đầu tư có tổ chức mà trước tiên là các công ty bảo hiểm nhân thọ và quỹ đầu tư cần đưa ra những chính sách ưu đãi nhất định đối với các định chế này trong hoạt động đầu tư trên TTCK. Các quỹ hưu trí tư nhân cần được khuyến khích phát triển bên cạnh bảo hiểm xã hội như hiện nay để nâng cao nhận thức của người dân về các lợi ích xã hội của các định chế này cũng như đa dạng hoá các hình thức đầu tư có tổ chức trên TTCK.

Thứ năm, các vấn đề về quản lý đối với hoạt động của các tổ chức đầu tư như: quy định giám sát rủi ro, tiêu chí giám sát hoạt động của các nhà đầu tư có tổ chức, những hướng dẫn hoạt động của các nhà đầu tư có tổ chức

cần được xây dựng một cách chi tiết nhằm bảo vệ lợi ích hợp pháp của người góp vốn (vào quỹ tín thác hay quỹ đầu tư) và thúc đẩy thị trường phát triển. Điều này xuất phát từ bản chất của một số hoạt động đầu tư có sự tách rời giữa sở hữu vốn và sử dụng vốn như các quỹ đầu tư, quỹ tín thác. Các quy định về công bố thông tin và các quy định giám sát rủi ro sẽ đảm bảo sự ổn định và phát triển cho các định chế đầu tư này.

1.4. Kết luận

Thị trường chứng khoán tồn tại nhằm đáp ứng các nhu cầu huy động và sử dụng vốn đa dạng trong nền kinh tế. Các chứng khoán thị trường tiền tệ thường được giao dịch rộng rãi hơn các chứng khoán thị trường vốn và thường có tính thanh khoản cao hơn. Bên cạnh đó, các chứng khoán ngắn hạn thường có mức độ dao động giá nhỏ hơn các chứng khoán dài hạn, khiến chúng trở thành những công cụ đầu tư an toàn. Theo đó, các doanh nghiệp và ngân hàng thương mại thường tham gia vào thị trường này để kiếm lợi thông qua việc đầu tư các khoản tiền nhàn rỗi ngắn hạn của mình.

Tuy nhiên, hoạt động đầu tư vào các chứng khoán thị trường vốn mới là mối quan tâm đặc biệt trong các nền kinh tế cũng như nội dung nghiên cứu chính của đề tài này, vì đây chính là thị trường cung cấp nguồn vốn dài hạn cho nền kinh tế. Thực tiễn hoạt động của thị trường vốn cho thấy sự tăng trưởng nhanh chóng của các quỹ đầu tư trước sự phát triển về nhu cầu của công chúng đầu tư, ngày càng trở thành các tổ chức đầu tư hùng mạnh, năng động và chuyên nghiệp trên thị trường. Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng – các công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí – là những tổ chức đầu tư có quy mô và chiến lược đầu tư dài hạn, có ảnh hưởng quan trọng đối với sự phát triển của thị trường. Các ngân hàng thương mại, với các mô hình cung cấp dịch vụ khác nhau, là những trung gian tài chính truyền thống có quy mô và phạm vi hoạt động ngày càng mở rộng cùng với xu thế phát triển của thị trường chứng khoán dưới tác động của tiến trình toàn cầu hóa.

CHƯƠNG II

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1. Các tổ chức tài chính hoạt động tại Việt Nam

2.1.1. Các tổ chức nhận tiền gửi

Tổ chức tín dụng là các tổ chức nhận tiền gửi chủ yếu tại Việt nam. Theo quy định tại Luật các Tổ chức tín dụng (1997) *tổ chức tín dụng* là doanh nghiệp được thành lập để hoạt động kinh doanh tiền tệ, làm dịch vụ ngân hàng với nội dung nhận tiền gửi và sử dụng tiền gửi để cấp tín dụng, cung ứng các dịch vụ thanh toán. Theo đó, các tổ chức tín dụng tại Việt Nam bao gồm các ngân hàng, các tổ chức tài chính phi ngân hàng và các tổ chức khác.

Bảng 22 : Các tổ chức tín dụng tại Việt Nam

<i>T</i> <i>T</i>	<i>Loại hình tổ chức tín dụng</i>	<i>Số lượng tổ chức tín dụng</i>			<i>Vốn tự có</i>			<i>Tổng tài sản</i>		
		<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
1	Tổ chức tín dụng nhà nước	6	6	6	7117	12010	17017	293674	353698	447177
2	NHTM cổ phần	42	39	37	2885	3206	4202	36244	46827	64148
3	Chi nhánh NH nước ngoài	26	27	27	6527	6366	6717	42393	42914	49630
4	NH liên doanh	4	4	4	1084	1186	1207	5296	6594	8867
5	Công ty tài chính	2	7	5	81	82	0	445	569	0
6	Công ty cho thuê TC	3	8	8	295	300	304	594	796	1207

Ngân hàng là loại hình tổ chức tín dụng được thực hiện toàn bộ hoạt động ngân hàng và các hoạt động kinh doanh khác có liên quan. Hoạt động ngân hàng là hoạt động kinh doanh tiền tệ và dịch vụ ngân hàng với nội dung thường xuyên là nhận tiền gửi, sử dụng số tiền này để cấp tín dụng và cung ứng các dịch vụ thanh toán. Vì vậy, ngân hàng được coi là các *tổ chức nhận tiền gửi điển hình*. Phân loại theo tính chất nguồn vốn sở hữu và mục tiêu hoạt động, các ngân hàng tại Việt Nam bao gồm:

- (1) Các NHTM và ngân hàng chính sách của Nhà nước;
- (2) Các NHTM cổ phần ngoài quốc doanh;
- (3) Các chi nhánh và đại diện của ngân hàng nước ngoài; các ngân hàng liên doanh (gọi chung là các ngân hàng nước ngoài)

Hoạt động của các ngân hàng được quy định tại Luật các Tổ chức tín dụng như sau:

Huy động vốn:

- Nhận tiền gửi của tổ chức, cá nhân dưới các hình thức tiền gửi không kỳ hạn, tiền gửi có kỳ hạn và các loại tiền gửi khác;
- Phát hành giấy tờ có giá để huy động vốn của tổ chức, cá nhân trong nước và ngoài nước;
- Vay vốn giữa các TCTD (trong và ngoài nước);
- Vay vốn của NHNN dưới hình thức tái cấp vốn.

Hoạt động tín dụng:

- Cấp tín dụng cho các tổ chức, cá nhân theo hình thức cho vay, chiết khấu giấy tờ có giá, bảo lãnh, cho thuê tài chính và các hình thức khác theo quy định của NHNN.

Dịch vụ thanh toán và ngân quỹ:

- Cung ứng các phương tiện thanh toán, thực hiện dịch vụ thanh toán.
- Thực hiện dịch vụ thu và phát tiền mặt cho khách hàng.

Các hoạt động khác:

- Dùng vốn điều lệ và quỹ dự trữ bắt buộc để góp vốn, mua cổ phần của các doanh nghiệp và các tổ chức tín dụng khác theo quy định của pháp luật;
- Góp vốn với các tổ chức tín dụng nước ngoài để thành lập tổ chức tín dụng liên doanh tại Việt Nam theo quy định của Chính phủ về tổ chức và hoạt động của tổ chức tín dụng nước ngoài tại Việt Nam;
- Tham gia thị trường tiền tệ theo quy định của NHNN;
- Kinh doanh ngoại hối và vàng trên thị trường trong nước và thị trường quốc tế khi được NHNN cho phép;

- Được quyền ủy thác, nhận ủy thác, làm đại lý trong các lĩnh vực liên quan đến hoạt động ngân hàng, kể cả quản lý tài sản, vốn đầu tư của tổ chức, cá nhân trong và ngoài nước theo hợp đồng ủy thác và đại lý;

- Cung ứng dịch vụ bảo hiểm; được thành lập công ty trực thuộc hoặc liên doanh để kinh doanh bảo hiểm theo quy định của pháp luật;

- Cung ứng các dịch vụ:

- + Tư vấn tài chính và tiền tệ trực tiếp cho khách hàng hoặc qua các công ty trực thuộc được thành lập theo quy định của pháp luật;

- + Bảo quản tài sản có giá trị và các giấy tờ có giá, cho thuê tủ két, nhận cầm cố và các dịch vụ khác theo quy định của luật pháp.

- Thành lập các công ty trực thuộc để thực hiện các hoạt động kinh doanh có liên quan đến hoạt động ngân hàng theo quy định của pháp luật.

Sau hơn 10 năm cải cách, về thực chất, khu vực ngân hàng đã có sự phát triển đáng kể cả chiều rộng và chiều sâu. Tổng tài sản toàn bộ hệ thống ngân hàng đạt khoảng 70%GDP vào cuối năm 2002. Nhờ những nỗ lực tự do hóa thị trường tài chính trong nước, mọi thành phần kinh tế đều được quyền tham gia hoạt động ngân hàng với đầy đủ loại hình nghiệp vụ, ngoại trừ ngân hàng có 100% vốn nước ngoài.

Các NHTM nhà nước chiếm tỷ trọng tài sản lớn nhất trong tổng tài sản của hệ thống ngân hàng (hơn 77%), tiếp đến là các chi nhánh ngân hàng nước ngoài (hơn 12%) và các NHTM cổ phần (gần 10%). Các NHTM nhà nước chủ yếu vẫn kinh doanh theo từng lĩnh vực, chưa thực sự trở thành những ngân hàng đa năng. Nhóm các NHTM cổ phần tuy nhiều về số lượng nhưng phần lớn là các ngân hàng nhỏ, hiệu quả kinh doanh chưa cao lại tiềm ẩn nhiều rủi ro. Các NHTM nước ngoài và liên doanh tuy đang có xu hướng tăng nhưng hiện còn hạn chế về số lượng và phạm vi kinh doanh.

2.1.1.1. Các ngân hàng Nhà nước

Hiện nay, có 6 ngân hàng là tổ chức tín dụng Nhà nước đó là: Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (NHNT), Ngân hàng Công thương Việt Nam (NHCT), Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (NHĐT&PT), Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam (NHNN&PTNN), Ngân

hàng Chính sách xã hội Việt Nam (NHCS) và Ngân hàng Phát triển nhà Đồng bằng sông Cửu Long. Các ngân hàng này có tổng số trên 200 chi nhánh với trụ sở đặt tại các tỉnh, thành phố và hơn 1000 chi nhánh cấp 3 trực thuộc trải khắp các vùng lãnh thổ trong cả nước với tổng số vốn điều lệ trên 21.000 tỷ đồng. Ngân hàng Phát triển nhà Đồng bằng sông Cửu long và NHCS thực chất là hai ngân hàng hoạt động phục vụ chủ yếu cho mục tiêu chính sách của Nhà nước không vì mục tiêu lợi nhuận.

Các NHTM Nhà nước chiếm 76% nguồn vốn huy động và 80% thị phần tín dụng của hệ thống NHTM ở Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng hàng năm và bình quân nguồn vốn huy động của bốn NHTM Nhà nước chủ chốt là khá cao, bình quân từ 20-30% cho giai đoạn 1996-2004.

Tuy nhiên, xét về cơ cấu vốn, tỷ trọng của nguồn vốn dài hạn trong tổng nguồn vốn tuy có gia tăng nhưng vẫn còn nhỏ và chưa thể đáp ứng được yêu cầu đối với các hoạt động đầu tư trung và dài hạn hiện nay các NHTM Nhà nước đang phải gánh vác. Cho vay và dài hạn của các NHTM chủ yếu dựa trên nguồn vốn huy động ngắn hạn (khoảng 60% năm 2002), nghịch lý này cho thấy hoạt động NHTM Nhà nước có mức độ rủi ro khá cao. Tỷ lệ nợ xấu theo con số chính thức đã giảm từ khoảng 13% năm 1999 xuống khoảng 6% năm 2003; tuy nhiên, nếu tính theo thông lệ quốc tế, tỷ lệ nợ xấu có thể cao hơn gấp 3 lần con số chính thức.

Vốn tự có của bốn NHTM Nhà nước rất nhỏ (cả về quy mô và tỷ trọng), chưa tới 1 tỷ đôla. Ngay cả sau khi được tái cấp vốn, tỷ trọng vốn tự có trên tổng tài sản có của các NHTM Nhà nước trung bình chỉ ở mức xấp xỉ 5%, trong khi chuẩn mực quốc tế và thực tế hoạt động của ngân hàng tại các nước khác trên thế giới đều có tỷ trọng này ở mức tối thiểu 8%. Với quy mô và tỷ trọng vốn tự có nhỏ như vậy, hoạt động của các NHTM Việt Nam có thể coi là mạo hiểm, khả năng thu hút các nguồn vốn khác thấp, hạn chế quy mô hoạt động và uy tín của các ngân hàng.

2.1.1.2. Các NHTM cổ phần

Với chủ trương phát triển nền kinh tế nhiều thành phần vận hành theo cơ chế thị trường và dựa trên cơ sở pháp lý là hai Pháp lệnh Ngân hàng ban hành năm 1990, các NHTM ngoài quốc doanh được tổ chức dưới dạng các ngân hàng thương mại cổ phần. Tại thời điểm những năm 1990, cả nước có

15 NHTM cổ phần, đến năm 1996 đã có 52 NHTM cổ phần đi vào hoạt động. Tuy số lượng các ngân hàng phát triển tương đối nhanh song chất lượng hoạt động của nhiều NHTM cổ phần ngoài quốc doanh không được tốt, rủi ro lớn xuất phát từ các khoản vay không hiệu quả, không có khả năng thu hồi, thậm chí mất vốn lớn. Điều này là nguy cơ thực sự đối với hoạt động của các NHTM nói riêng và rộng hơn trên giác độ toàn bộ nền kinh tế. Từ năm 1998, NHNN Việt Nam bắt đầu chương trình tái cấu trúc các NHTM ngoài quốc doanh mà biện pháp chủ yếu là sáp nhập các ngân hàng yếu kém vào một số ngân hàng quốc doanh, ngân hàng cổ phần khác. Đến nay cả nước có 37 NHTM cổ phần với tổng vốn điều lệ khoảng 4.400 tỷ đồng. Các ngân hàng này góp phần đa dạng hóa các chủ thể cung cấp dịch vụ ngân hàng, tăng tính cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của các ngân hàng thương mại, đồng thời, đã đóng góp đáng kể vào sự phát triển của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh, các tổ hợp sản xuất nhỏ, đặc biệt là các đối tượng không đủ điều kiện vay vốn tại các tổ chức tín dụng Nhà nước.

2.1.1.3. Các ngân hàng nước ngoài

Thực hiện chính sách mở cửa trong lĩnh vực ngân hàng, các ngân hàng nước ngoài tham gia hoạt động tại Việt Nam dưới các hình thức ngân hàng liên doanh, chi nhánh và đại diện của ngân hàng nước ngoài. Trên lãnh thổ Việt Nam hiện có 27 chi nhánh ngân hàng nước ngoài với tổng vốn điều lệ là 427,5 triệu đôla Mỹ, 4 ngân hàng liên doanh với tổng vốn điều lệ 75 triệu đôla Mỹ và 40 văn phòng đại diện của các ngân hàng nước ngoài. Các ngân hàng này được phân bố chủ yếu tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, đã cung cấp cho thị trường Việt Nam nhiều sản phẩm, dịch vụ mới và khá đa dạng đáp ứng tốt nhu cầu của các doanh nghiệp trong nước có vốn đầu tư nước ngoài với chất lượng dịch vụ thậm chí tốt hơn so với các NHTM của Việt Nam. Tuy nhiên, thị phần của các ngân hàng này không lớn lắm và do vậy mức độ ảnh hưởng đến thị trường tín dụng nói riêng, thị trường tài chính nói chung chưa lớn.

2.1.2. Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng - các công ty bảo hiểm

Theo Luật kinh doanh bảo hiểm ban hành năm 2000 các loại hình doanh nghiệp bao gồm: DNNN, Công ty cổ phần bảo hiểm, tổ chức bảo hiểm tương

hỗ, doanh nghiệp bảo hiểm liên doanh, doanh nghiệp bảo hiểm 100% vốn nước ngoài.

Nội dung hoạt động của doanh nghiệp bảo hiểm:

- Kinh doanh bảo hiểm, kinh doanh tái bảo hiểm;
- Đề phòng, hạn chế rủi ro, tổn thất;
- Giám định tổn thất;
- Đại lý giám định tổn thất, xét giải quyết bồi thường, yêu cầu người thứ ba bồi hoàn;
- Quản lý quỹ và đầu tư vốn;
- Các hoạt động khác theo quy định của pháp luật.

Các doanh nghiệp bảo hiểm không được phép đồng thời kinh doanh bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ, trừ trường hợp doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ kinh doanh nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm tai nạn con người bổ trợ cho bảo hiểm nhân thọ.

Trước năm 1993, ở Việt Nam chỉ có duy nhất một doanh nghiệp bảo hiểm của nhà nước là Tổng công ty bảo hiểm Việt Nam hoạt động kinh doanh bảo hiểm trong điều kiện bao cấp. Đến nay đã có 24 doanh nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế tham gia hoạt động kinh doanh bảo hiểm, bao gồm: 4 doanh nghiệp Nhà nước, 7 công ty cổ phần, 7 doanh nghiệp liên doanh và 6 doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài (xem bảng trang sau).

Ngoài ra, sự có mặt của 30 văn phòng đại diện các tổ chức bảo hiểm nước ngoài tại Việt Nam cũng góp phần cải thiện môi trường đầu tư và tăng lòng tin của các nhà đầu tư nước ngoài khi đến làm ăn tại Việt Nam.

Trong những năm gần đây thị trường bảo hiểm, đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ, tại Việt Nam có sự tăng trưởng vượt bậc. Trong giai đoạn 10 năm 1993-2002 tính bình quân doanh thu phí bảo hiểm tăng trên 29%, vốn kinh doanh tăng 33%.

Bảng 23: DANH SÁCH CÁC DOANH NGHIỆP**HOẠT ĐỘNG TRÊN THỊ TRƯỜNG BẢO HIỂM VIỆT NAM***(tính đến ngày 30/11/2003)*

<i>TT</i>	<i>Tên công ty</i>	<i>Năm cấp giấy phép</i>	<i>Vốn điều lệ</i>	<i>Hình thức sở hữu</i>	<i>Lĩnh vực hoạt động</i>
1.	Tổng Công ty bảo hiểm Việt Nam (BAOVIET)	1964	586 tỷ đồng	Nhà nước	Phi nhân thọ Nhân thọ
2.	Công ty Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam (VINARE)	1994	40 tỷ đồng	Nhà nước	Tái bảo hiểm
3.	Công ty bảo hiểm thành phố Hồ Chí Minh (BAOMINH)	1994	40 tỷ đồng	Nhà nước	Phi nhân thọ
4.	Công ty liên doanh tư vấn dịch vụ bảo hiểm và tái bảo hiểm Bảo Việt - Aon	1993	250.000 USD	Liên doanh	Môi giới bảo hiểm
5.	Công ty Cổ phần bảo hiểm Nhà Rồng (BAOLONG)	1995	70 tỷ đồng	Cổ phần	Phi nhân thọ
6.	Công ty cổ phần bảo hiểm Petrolimex (PJICO)	1995	55 tỷ đồng	Cổ phần	Phi nhân thọ
7.	Công ty bảo hiểm dầu khí (PVI)	1996	20 tỷ đồng	Nhà nước	Phi nhân thọ
8.	Công ty liên doanh bảo hiểm quốc tế Việt Nam (VIA)	1996	6 triệu USD	Liên doanh	Phi nhân thọ
9.	Công ty liên doanh bảo hiểm liên hiệp (UIC)	1997	5 triệu USD	Liên doanh	Phi nhân thọ
10.	Công ty cổ phần bảo hiểm bưu điện (PTI)	1998	70 tỷ đồng	Cổ phần	Phi nhân thọ
11.	Công ty liên doanh bảo hiểm Việt - Úc (BIDV-QBE)	1999	4 triệu USD	Liên doanh	Phi nhân thọ
12.	Công ty TNHH bảo hiểm Allianz (Việt Nam)	1999	6,295 triệu USD	100% vốn đầu tư nước ngoài	Phi nhân thọ
13.	Công ty TNHH Manulife (Việt Nam)	1999	140 tỷ đồng	100% vốn đầu tư nước ngoài	Nhân thọ
14.	Công ty TNHH bảo hiểm nhân thọ Bảo Minh CMG	1999	10 triệu USD	Liên doanh	Nhân thọ
15.	Công ty TNHH bảo hiểm nhân thọ Prudential Việt Nam	1999	75 triệu USD	100% vốn đầu tư nước ngoài	Nhân thọ
16.	Công ty TNHH bảo hiểm quốc tế Mỹ (Việt Nam) (AIA)	2000	25 triệu USD	100% vốn đầu tư nước ngoài	Nhân thọ
17.	Công ty bảo hiểm tổng hợp Groupama Việt Nam	2001	5 triệu USD	100% vốn đầu tư nước ngoài	Phi nhân thọ
18.	Công ty cổ phần môi giới bảo hiểm Việt Quốc	2001	6 tỷ đồng	Cổ phần	Môi giới bảo hiểm
19.	Công ty liên doanh TNHH bảo hiểm Samsung-Vina	2002	5 triệu USD	Liên doanh	Phi nhân thọ
20.	Công ty TNHH bảo hiểm châu á - Ngân hàng công thương (IAI)	2002	6 triệu USD	Liên doanh	Phi nhân thọ
21.	Công ty môi giới bảo hiểm Grassavoye	2003	300.000 USD	100% vốn đầu tư nước ngoài	Môi giới bảo hiểm
22.	Công ty Cổ phần bảo hiểm Viễn Đông	2003	72 tỷ đồng	Cổ phần	Phi nhân thọ
23.	Công ty cổ phần môi giới bảo hiểm Á Đông	2003	6 tỷ đồng	Cổ phần	Môi giới bảo hiểm
24.	Công ty cổ phần môi giới bảo hiểm Đại Việt	2003	6 tỷ đồng	Cổ phần	Môi giới bảo hiểm

Các bảng số liệu dưới đây đưa ra bức tranh tổng quan về sự tăng trưởng của thị trường bảo hiểm ở Việt Nam.

Bảng 24: Thị trường bảo hiểm Việt Nam

Đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu	Năm 1993	Năm 1996	Năm 1999	Năm 2002	Tăng trưởng bình quân 1993-2002
1. Doanh thu phí bảo hiểm	700	1.264	2.091	6.992	29,1%
- Bảo hiểm phi nhân thọ	700	1.263	1.606	2.624	19,39%
- Bảo hiểm nhân thọ		0,95	485	4.368	
2. Tỷ trọng phí bảo hiểm/GDP	0,37%	0,46%	0,52%	1,3%	15%
3. Vốn kinh doanh	145	397	980	1.900	33%
4. Bồi thường bảo hiểm	120	760	789	1.400	31,5%
5. Dự phòng nghiệp vụ	188	741	2.020	8.330	52,5%
6. Nộp ngân sách nhà nước	68	82	145	290	17%

Trong năm 2003, hoạt động bảo hiểm tăng trưởng mạnh. Ngành bảo hiểm đã đạt được mức tăng trưởng cao hơn mức tăng GDP, nguồn thu bảo hiểm trên toàn thị trường (gồm cả bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ) năm 2003 tăng trưởng ở mức 29% và đang ở xu hướng ngày càng tăng; doanh thu phí bảo hiểm tăng tới 45,7% so với năm 2002, đạt trên 10.000 tỷ đồng; trong đó bảo hiểm nhân thọ chiếm tới 62%.

Bảng 25: Thị phần phí bảo hiểm năm 2002&2003 theo sở hữu vốn

Các chỉ tiêu	Đơn vị	Phi nhân thọ		Nhân thọ		Toàn thị trường	
		2002	2003'	2002	2003'	2002	2003'
Khối DNNN	%	81	79,3	49	40,8	61	56
Khối CTCP	%	11	13,6	0	0	4	5
Khối DN có vốn đầu tư NNgoài	%	8	7,1	51	59,2	35	39

2.1.3. Các tổ chức trung gian đầu tư

2.1.3.1. Các quỹ đầu tư chứng khoán

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bước đầu có sự hình thành và hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán theo quy định tại Nghị định 144/NĐ-CP. Do quy mô thị trường chứng khoán còn nhỏ bé nên quỹ đầu tư chưa thực sự phát huy được những lợi thế của mình, nhưng đây sẽ là những tổ chức tài chính trung gian đóng vai trò tích cực trong việc thúc đẩy sự phát triển của thị trường trong thời gian tới.

Nghị định 144 qui định hai hình thức quỹ đầu tư chứng khoán là quỹ công chúng và quỹ thành viên. Mô hình quỹ đầu tư chứng khoán hiện hành tại Việt nam là mô hình quỹ tín thác. Các quỹ đầu tư phải thông qua công ty quản lý quỹ quản lý và đầu tư tài sản. Các ngân hàng giám sát thực hiện việc bảo quản, lưu ký tài sản của Quỹ và giám sát công ty quản lý quỹ nhằm bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư.

Quỹ đầu tư chứng khoán do công ty quản lý quỹ cùng với các tổ chức và cá nhân Việt Nam và nước ngoài thành lập với số vốn tối thiểu là 5 tỷ đồng. Nghị định 144 cũng quy định việc lập Quỹ đầu tư chứng khoán có phát hành chứng chỉ ra công chúng (từ 50 nhà đầu tư trở lên) phải được UBCKNN cấp giấy phép còn việc lập Quỹ đầu tư chứng khoán bằng vốn góp của các thành viên phải đăng ký với UBCKNN. Cho đến nay, UBCKNN đã cấp phép cho hai công ty quản lý quỹ hoạt động lập và quản lý quỹ đầu tư chứng khoán là công ty quản lý quỹ Viet Fund Management (VFM) và công ty quản lý quỹ Thành Việt. VFM là công ty liên doanh được thành lập bởi Ngân hàng Sài gòn Thương tín (Sacombank) và Dragon Capital (một công ty quản lý quỹ của Anh), công ty này đã chính thức huy động vốn và thành lập quỹ đầu tư VF1 với vốn điều lệ 300 tỷ đồng, chứng chỉ quỹ đầu tư này đã được niêm yết và giao dịch trên TTGDCK Hồ Chí Minh. Trong khi đó, Thành Việt là công ty quản lý quỹ dạng cổ phần với sự góp vốn của Ngân hàng Phương Nam, Công ty tư vấn đầu tư TVH và một số nhà đầu tư cá nhân. Ngoài việc quản lý quỹ do mình lập, Thành Việt cũng được phép tham gia quản lý và đầu tư quỹ vào các doanh nghiệp trong nước. Theo kế hoạch, Thành Việt sẽ huy động nhà đầu tư thành lập quỹ đầu tư Saigon Fund với tổng số vốn khoảng 100-150 tỷ đồng.

2.1.3.2. Các quỹ đầu tư phát triển của địa phương

Năm 1996, theo đề nghị của Ủy ban nhân dân thành phố Hồ Chí Minh, Thủ tướng Chính phủ cho phép thành lập Quỹ đầu tư phát triển đô thị Thành phố Hồ Chí Minh với mục đích thí điểm một loại mô hình mới, thực hiện chức năng huy động các nguồn vốn trung và dài hạn cho đầu tư phát triển kinh tế-xã hội của thành phố. Từ quỹ đầu tiên đó, đến nay đã có một số quỹ đầu tư của địa phương đang hoạt động với vốn điều lệ ban đầu từ ngân sách địa phương. Các quỹ này là những tổ chức tài chính được thành lập bằng các quyết định của Thủ tướng Chính phủ, do Ủy ban nhân dân địa phương trực tiếp quản lý.

Bảng 26: Các quỹ đầu tư phát triển địa phương của Việt Nam¹

Đơn vị : tỷ đồng

Tên quỹ đầu tư	Thành lập	Cơ quan quản lý	Tổng vốn hoạt động/ vốn điều lệ	Dự kiến 2002
Quỹ đầu tư phát triển đô thị TP.HCM.	6/1997	Ngân sách thành phố	347,5/500	*
Quỹ đầu tư phát triển Bình Định	7/1997	Ngân sách Tỉnh	75/50	*
Quỹ đầu tư Hải Phòng	7/1998	Ngân sách Tỉnh	3,5/40	*
Quỹ đầu tư Bình Dương	6/1999	Ngân sách Tỉnh	64/50	100 tỷ
Quỹ đầu tư Đồng Nai	2/2000	Ngân sách Tỉnh	80/100	200 tỷ
Quỹ đầu tư Đồng Tháp	12/2000	Ngân sách Tỉnh	100	*

* Không có số liệu chính xác.

Chức năng và nhiệm vụ (hoạt động) của mỗi quỹ đầu tư có phần khác nhau tùy thuộc vào đặc điểm kinh tế của từng địa phương, nhưng nhìn chung các QĐTPT có 4 nhóm chức năng nhiệm vụ cơ bản sau:

(1) *Huy động vốn nhân rộng trong công chúng và các tổ chức kinh tế, xã hội trong nước và nước ngoài*, bằng các hình thức phát hành chứng khoán (trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư), nhận tài trợ, quản lý và sử dụng một số nguồn thu thường xuyên của Ngân sách địa phương (thu tiền chuyển quyền sử dụng đất, thanh lý tài sản thuộc sở hữu nhà nước, các loại phí, lệ phí, phụ thu tiền điện, nước, phụ thu xổ số...)

(2) *Quản lý sử dụng nguồn vốn* huy động nói trên và nguồn vốn ngân sách cấp ban đầu để đầu tư trực tiếp vào các dự án, công trình, liên doanh

¹Hội nghị Quỹ đầu tư phát triển địa phương 3/2001 (Bộ Tài Chính)

liên kết, cho vay tín dụng vào các công trình kinh tế mở rộng quy mô, đổi mới công nghệ, cải thiện môi trường sinh thái, chuyển dịch cơ cấu xã hội, đa dạng hoá các ngành nghề, sản phẩm, và công trình công ích, văn hoá-xã hội tại địa bàn.

Hoạt động đầu tư

Về lĩnh vực đầu tư: Tập trung vào các lĩnh vực, ngành nghề ưu tiên trong chiến lược phát triển kinh tế - xã hội của các tỉnh, thành phố như: phát triển cơ sở hạ tầng; chuyển dịch cơ cấu kinh tế; phát triển các ngành công nghiệp mũi nhọn; các chương trình kinh tế lớn của Đảng và Nhà nước..., đặc biệt, Quỹ đầu tư phát triển đô thị Tp. HCM đã tham gia trực tiếp vào thực hiện chủ trương kích cầu của thành phố; các quỹ Bình Dương, Đồng Nai đã khởi xướng và tham gia vào các dự án quy hoạch khu kinh tế và khu dân cư.

Bảng 27: Thực trạng hoạt động của các quỹ đầu tư phát triển

(Thời điểm tháng 3/2001)

	Số dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đ)
Quỹ ĐTPT đô thị Tp. HCM	150	1851,0
Quỹ ĐTPT Bình Định	94	425,8
Quỹ ĐTPT Bình Dương	26	345,0
Quỹ ĐTPT Đồng Nai	32	116,5
Quỹ ĐTPT Hải Phòng	20	60,0
Tổng cộng	322	2.798.3

Hội nghị quỹ đầu tư phát triển địa phương 3/2001 (BTC)

Về hình thức đầu tư: theo Điều lệ của tất cả các Quỹ, hoạt động đầu tư được thực hiện dưới hai hình thức (1) cho vay các dự án; (2) đầu tư trực tiếp thông qua các hình thức mua cổ phần hoặc đầu tư, góp vốn trực tiếp vào các dự án. Tuy nhiên, thực tế đến nay, hình thức đầu tư dưới dạng cho vay các dự án vẫn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong hoạt động đầu tư của các Quỹ.

Cho vay các dự án: Việc cho vay dự án của Quỹ đầu tư phát triển có những đặc điểm sau: (i) Dự án cho vay đều thuộc lĩnh vực, ngành nghề ưu tiên nằm trong chiến lược kinh doanh kinh tế- xã hội của tỉnh, thành phố; (ii) Lãi suất cho vay ưu đãi, thay đổi linh hoạt theo từng dự án và do Ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố quyết định; (iii) Mức vốn vay, thời hạn vay và các điều kiện khác do Ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố quyết định cho từng dự án cụ thể; Dự án cho vay của các Quỹ đầu tư phát triển chủ yếu là dự án

trung và dài hạn (thời hạn cho vay bình quân từ 5-7 năm, không kể các dự án đầu tư trực tiếp có thời hạn dài hơn). Một số quỹ đầu tư phát triển do khả năng hạn chế về vốn và trong giai đoạn đầu mới thành lập chưa tìm kiếm được các dự án đầu tư khả thi nên có thực hiện việc cho vay ngắn hạn.

(ii) Đầu tư trực tiếp: Cho đến nay, hoạt động đầu tư trực tiếp mới chỉ được triển khai ở Quỹ đầu tư phát triển đô thị Tp. HCM, Quỹ Bình Dương và quỹ Đồng Nai thông qua các dự án quy hoạch xây dựng nhà ở dân cư.

Từ năm 1997, quỹ đầu tư phát triển đô thị Tp. HCM, (năm quỹ đi vào hoạt động), đã thực hiện đầu tư trực tiếp dưới cả 2 hình thức (i) mua cổ phần các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá và (ii) đầu tư vốn trực tiếp hoặc góp vốn với các ngân hàng thương mại vào các dự án quy hoạch khu công nghiệp và khu nhà ở của thành phố.

Tuy nhiên, việc triển khai hoạt động đầu tư trực tiếp cũng chỉ diễn ra trong phạm vi hạn chế, còn nhiều vướng mắc cả về quan điểm lẫn cơ chế. Có quan điểm cho rằng Quỹ đầu tư phát triển được xác định là tổ chức tài chính Nhà nước thực hiện các hoạt động đầu tư theo chỉ định của chính quyền địa phương, quyền chủ động về việc sử dụng vốn là hạn chế và không có khái niệm vốn chủ sở hữu và do vậy không nên thực hiện hoạt động đầu tư trực tiếp.

(iii) Vấn đề thu hồi vốn: Phần lớn vốn của các Quỹ đều tập trung đầu tư vào các dự án trung và dài hạn thời hạn bình quân từ 5 -7 năm, không kể các dự án đầu tư trực tiếp có thời hạn dài hơn; vì vậy một vấn đề đặt ra cho các quỹ là trong phạm vi một địa phương, vốn từ ngân sách không nhiều, khả năng huy động có hạn, nếu tập trung đầu tư vào các dự án lớn với thời gian dài thì khả năng cung ứng vốn sẽ không đủ (nhất là trong điều kiện hiện nay tỷ trọng vốn đầu tư là cao - bình quân các quỹ là khoảng trên dưới 70%). Quỹ đầu tư phát triển đô thị Tp. HCM đã triển khai một số hình thức thu hồi vốn như: chuyển nhượng vốn đầu tư trong các dự án, chuyển nhượng dự án... Việc chuyển nhượng này diễn ra chưa nhiều và mang tính chất thử nghiệm. Tuy nhiên, nó cũng mở rộng một hướng mới cho việc sử dụng vốn một cách linh hoạt.

Quản lý vốn uỷ thác

Quản lý vốn uỷ thác từ chủ đầu tư, từ Ngân sách địa phương, thực hiện hợp tác đầu tư với Quỹ hỗ trợ phát triển của Chính phủ là một trong các chức năng của các quỹ đầu tư phát triển. Thực tế, hiện có 3 quỹ: Tp. HCM, Bình Dương, Bình Định thực hiện chức năng này. Việc quản lý vốn uỷ thác của các quỹ chủ yếu được thực hiện đối với vốn từ ngân sách địa phương; riêng quỹ phát triển đô thị Tp. HCM thực hiện thêm việc quản lý vốn uỷ thác từ quỹ giảm thiểu ô nhiễm và quỹ xoay vòng của thành phố.

(3) *Tham gia đầu tư trên TTCK* : Các quỹ đầu tư phát triển hoàn toàn chưa tham gia hoạt động trên TTCK.

(4) *Cung cấp các dịch vụ* tư vấn tài chính, tư vấn cổ phần hoá, tái cơ cấu doanh nghiệp.

Dịch vụ tư vấn tài chính hiện mới chỉ được triển khai thực hiện với Quỹ phát triển đô thị Tp. HCM và Quỹ đầu tư phát triển Đồng Nai. Hoạt động dịch vụ tư vấn cho hoạt động đầu tư của chính Quỹ, tư vấn dàn xếp vốn cho các dự án đầu tư. Phát triển hoạt động tư vấn một mặt giúp cho hoạt động đầu tư của Quỹ có hiệu quả, mặt khác góp phần thúc đẩy sự phát triển thị trường dịch vụ tư vấn tài chính, tư vấn đầu tư đang có nhu cầu lớn.

Một số nhận xét :

Mô hình tổ chức của các quỹ đầu tư hiện nay được mô phỏng theo Luật Công ty, nhưng cấu trúc tổ chức lại không phải là một công ty, mà có cơ cấu bao gồm: Hội đồng quản lý và Ban điều hành. Ngoài ra Quỹ được thành lập các công ty con và các chi nhánh trực thuộc.

Thực chất Quỹ đầu tư phát triển là một định chế tài chính công có tính linh hoạt. Tuy nguồn vốn có gốc từ vốn Ngân sách song các quỹ này lại được huy động vốn từ nhiều chủ thể khác nhau và phạm vi hoạt động khá rộng, ngoài nhiệm vụ chủ yếu là đầu tư cho các dự án của địa phương, quỹ có thể là một tổ chức đầu tư trên thị trường tài chính nếu như có nguồn lực tài chính và bộ máy quản lý đầu tư hiệu quả.

Vì quan điểm còn chưa thống nhất và mô hình còn trong giai đoạn thí điểm - nên hành lang pháp lý cho các hoạt động đầu tư trực tiếp còn chưa rõ ràng - do vậy hoạt động này đang gặp khó khăn trong việc triển khai.

2.1.4. Các công ty chứng khoán

Theo qui định tại các Nghị định 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 trước đây và hiện nay là Nghị định 144/2003/NĐ-CP của Chính phủ về chứng khoán và TTCK công ty chứng khoán hoạt động tại Việt nam bao gồm các loại hình:

- Công ty cổ phần (bao gồm cả vốn cổ phần của tổ chức nước ngoài);
- Công ty TNHH;
- Công ty liên doanh (bên nước ngoài được góp tối đa là 49% vốn điều lệ);

Hiện nay, trong số 13 CTCK được cấp phép hoạt động, có 7 công ty TNHH (là các công ty trực thuộc NHTM) và 6 công ty cổ phần.

Hoạt động kinh doanh chứng khoán hiện nay theo qui định bao gồm 5 loại hình nghiệp vụ. UBCKNN cấp phép hoạt động các nghiệp vụ trên cơ sở quy định mức vốn tối thiểu cho mỗi nghiệp vụ:

- (1) môi giới chứng khoán: 3 tỷ đồng Việt Nam;
- (2) tự doanh chứng khoán: 12 tỷ đồng;
- (3) quản lý danh mục đầu tư chứng khoán: 3 tỷ đồng;
- (4) bảo lãnh phát hành chứng khoán: 22 tỷ đồng;
- (5) tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán: 3 tỷ đồng.

Ngoài ra, các CTCK còn được thực hiện các dịch vụ lưu ký chứng khoán và dịch vụ tài chính khác.

Đến nay, TTCK Việt Nam đã có 13 CTCK trong đó có 9 công ty thực hiện cả 5 nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán, 3 công ty thực hiện 4 nghiệp vụ và 1 công ty thực hiện 2 nghiệp vụ. Tổng vốn điều lệ của các CTCK đạt trên 600 tỷ đồng.

Bảng 28: Các công ty chứng khoán

<i>CTCK</i>	<i>Loại hình công ty</i>	<i>Vốn điều lệ</i>	<i>Hoạt động được cấp phép</i>
CTCK NHĐT&PT (BSC)	TNHH	100 tỷ	Môi giới, Tự doanh, Quản lý danh mục đầu tư, Bảo lãnh phát hành, Tư vấn đầu tư chứng khoán
CTCK Thăng Long (TSC)	TNHH	43 tỷ	Môi giới, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán
CTCK NH á châu (ACBS)	TNHH	43 tỷ	Môi giới, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán
CTCK NHCT (IBS)	TNHH	105 tỷ	Môi giới, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán
CTCK NHNN&PTNT (ARSC)	TNHH	100 tỷ	Môi giới, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán
CTCK NHNT (VCBS)	TNHH	60 tỷ	Môi giới, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán
CTCK Mekong (MSC)	Cổ phần	6 tỷ	Môi giới chứng khoán; Tư vấn đầu tư.
CTCK Bảo Việt (BVSC)	Cổ phần	43 tỷ	Môi giới, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán
CTCK Hải phòng (HASECO)	Cổ phần	21,75 tỷ	Môi giới, Tự doanh, Quản lý danh mục đầu tư, Tư vấn đầu tư
CTCK Sài Gòn (SSI)	Cổ phần	20 tỷ	Môi giới, Tự doanh, Tư vấn đầu tư
CTCK Đệ nhất (FSC)	Cổ phần	43 tỷ	Môi giới, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán
CTCK Tp.HCM (HSC)	Cổ phần	50 tỷ	Môi giới, Tự doanh, Quản lý danh mục đầu tư, Tư vấn đầu tư, Bảo lãnh phát hành
CTCK NH Đông á (EABS)	TNHH	21 tỷ	Môi giới, Tự doanh, Quản lý danh mục đầu tư, Tư vấn đầu tư

Qua 3 năm đầu tiên hoạt động trên TTCK với nhiều khó khăn đến nay hầu hết các công ty chứng khoán đã có tăng trưởng và kết quả kinh doanh khả quan. Giai đoạn đầu các công ty chứng khoán chủ yếu triển khai nghiệp vụ môi giới và tự doanh, hiện nay các công ty đang đẩy mạnh hoạt động bảo lãnh phát hành, triển khai hoạt động quản lý danh mục đầu tư. Hoạt động của công ty chứng khoán không chỉ bó hẹp trong phạm vi TTCK mà còn

phục vụ đặc lực cho tiến trình sắp xếp, đổi mới DNNN đặc biệt là tư vấn cổ phần hóa, định giá doanh nghiệp.

Do yêu cầu phát triển hoạt động, hiện nay các công ty chứng khoán đang có chiến lược tăng qui mô hoạt động mà trước hết là tăng qui mô vốn điều lệ. Các công ty chứng khoán trực thuộc các NHTM có lợi thế lớn so với các công ty cổ phần do có các “ngân hàng mẹ” với tiềm lực tài chính mạnh hỗ trợ.

Sự phát triển của các công ty chứng khoán không chỉ phụ thuộc vào hoạt động và sự phát triển của TTCK nói riêng mà còn phụ thuộc vào sự phát triển của nền kinh tế, đặc biệt là khu vực tài chính nói chung. Song nhân tố quyết định lại chính là sự năng động, tính chuyên nghiệp và chuẩn mực đạo đức, trình độ kỹ thuật công nghệ cao trong cung cấp dịch vụ của các tổ chức này.

2.1.5. Các tổ chức tài chính khác

2.1.5.1. Quỹ Bảo hiểm xã hội

Quỹ Bảo hiểm xã hội Việt nam hoạt động theo điều lệ được ban hành theo Nghị định số 12/CP ngày 26/1/1995 của Chính phủ.

Trên cơ sở quy định đóng BHXH, chính sách BHXH kể từ năm 1995 đã xác lập rõ ràng cơ chế hình thành và sử dụng quỹ BHXH, theo đó quỹ BHXH do BHXH Việt Nam quản lý chỉ chịu trách nhiệm chi trả các chế độ BHXH cho người lao động từ năm 1995 trở đi; NSNN đảm bảo chi trả cho các đối tượng đã nghỉ làm việc để hưởng BHXH trước năm 1995. Trước năm 1995 mới chỉ có 2,6 triệu lao động tham gia BHXH, đến thời điểm cuối năm 2001, con số này đã tăng lên 4,4 triệu lao động (tăng 69,2%) trong đó có tới trên nửa triệu lao động làm việc ở các khu vực kinh tế ngoài quốc doanh.

Nguồn thu của các BHXH

Theo quy định tại Thông tư 49/2003/TT-BTC ngày 16/5/2003 của Bộ Tài chính, nguồn thu quỹ bảo hiểm xã hội bao gồm:

- Tiền đóng bảo hiểm xã hội (BHXH) của chủ sử dụng lao động bằng 15% tổng quỹ tiền lương, trong đó 10% sẽ được phân bổ để trả cho các

khoản trợ cấp hưu trí và các khoản chi phí khi qua đời, còn 5% để trả cho các khoản phí bảo hiểm liên quan đến sức khỏe;

- Tiền đóng BHXH của người lao động bằng 5% tiền lương;
- Tiền đóng bảo hiểm sức khỏe bằng 3% tiền lương (trong đó chủ sử dụng lao động đóng 2%, người lao động đóng 1%);
- Các khoản do ngân sách nhà nước hỗ trợ.

Các khoản đóng góp này được huy động và đầu tư để tạo ra các luồng tiền mặt trong tương lai đảm bảo cho các khoản BHXH gồm các khoản bảo hiểm sức khỏe, các khoản trợ cấp cho người lao động nghỉ hưu.

Đến nay, cả nước có khoảng 4,5 triệu dân tham gia bảo hiểm xã hội với tổng giá trị là 26.700 tỷ đồng. Năm 1996, vốn huy động BHXH mới chỉ là 2.570 tỷ đồng thì đến năm 2002 con số này đã đạt 6.790 tỷ đồng và trong năm 2004 này, vốn huy động đã đạt mức 10.000 tỷ.

Hoạt động đầu tư của quỹ BHXH theo qui định tại Thông tư 49:

- Mua trái phiếu, tín phiếu, kỳ phiếu, công trái của Kho bạc Nhà nước và các NHTM của Nhà nước;
- Ưu tiên cho Ngân sách Nhà nước vay để giải quyết các nhu cầu cần thiết trong cả nước;
- Cho vay đối với Quỹ hỗ trợ đầu tư phát triển, các NHTM của Nhà nước, ngân hàng chính sách của Nhà nước;
- Đầu tư vào một số dự án do Thủ tướng Chính phủ quyết định.

2.1.5.2. Các công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính

Tổ chức tín dụng phi ngân hàng là loại hình tổ chức tín dụng được thực hiện một số hoạt động ngân hàng như là nội dung kinh doanh thường xuyên, nhưng không được nhận tiền gửi không kỳ hạn, không làm dịch vụ thanh toán. Tổ chức tín dụng phi ngân hàng gồm công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính và các tổ chức tín dụng phi ngân hàng khác.

Từ những năm 1996, các công ty cho thuê tài chính và công ty tài chính đã được hình thành và phát triển, tham gia tích cực vào thị trường tài chính, góp phần không nhỏ đối với hoạt động cung cấp vốn của hệ thống các tổ chức tín dụng ở Việt Nam.

Công ty tài chính

Các công ty tài chính hầu hết thuộc các tổng công ty được thành lập trong nỗ lực tích tụ vốn, tập trung chuyên môn hóa để nâng cao sức cạnh tranh cho các tổng công ty và các đơn vị thành viên. Hiện nay có 5 công ty tài chính với tổng vốn điều lệ 330 tỷ đồng. Nhìn chung, các công ty này có nhiều lợi thế cạnh tranh so với các NHTM trong việc thẩm định dự án. Tuy nhiên, do nguồn vốn hạn chế nên các công ty này chỉ đáp ứng được nhu cầu vốn trong nội bộ tổng công ty ở một mức độ nhất định.

Bảng 29: Các công ty tài chính

STT	Tên Công ty	Số và ngày cấp Giấy phép	Vốn điều lệ
1	Cty tài chính Bưu điện	03/1998/GP-NHNN 10/10/1998	70 tỷ Đ
2	Cty tài chính Cao su	02/1998/GP-NHNN 06/10/1998	60 tỷ Đ
3	Cty tài chính Dầu khí	12/2000/GP-NHNN 25/10/2000	100 tỷ Đ
4	Cty tài chính Dệt may	01/1998/GP-NHNN 03/08/1998	50 tỷ Đ
5	Cty tài chính Tàu thủy	04/2000/GP-NHNN 16/03/2000	50 tỷ Đ

Theo quy định tại NĐ79/2002/NĐ-CP ngày 4/10/2002 của Chính phủ về tổ chức và hoạt động của công ty tài chính, các công ty tài chính được thực hiện các hoạt động sau:

- Góp vốn, mua cổ phần của các doanh nghiệp và các tổ chức tín dụng khác;
- Đầu tư cho các dự án theo hợp đồng;

- Tham gia thị trường tiền tệ;
- Thực hiện các dịch vụ kiều hối, kinh doanh vàng;
- Làm đại lý phát hành trái phiếu, cổ phiếu và các loại giấy tờ có giá cho các doanh nghiệp;
- Nhận ủy thác, làm đại lý trong các lĩnh vực liên quan đến tài chính, ngân hàng, bảo hiểm và đầu tư, kể cả quản lý tài sản, vốn đầu tư của các tổ chức, cá nhân theo hợp đồng;
- Cung ứng các dịch vụ tư vấn về ngân hàng, tài chính, tiền tệ, đầu tư cho khách hàng;
- Cung ứng dịch vụ bảo quản hiện vật quý, giấy tờ có giá, cho thuê tủ két, cầm đồ và các dịch vụ khác.

Công ty cho thuê tài chính

Hiện nay có 8 công ty cho thuê tài chính (trong đó có 2 công ty 100% vốn nước ngoài và 1 công ty liên doanh) trong đó có 5 công ty tài chính trực thuộc NHTM với vốn điều lệ trên 900 tỷ đồng, vốn huy động trên 600 tỷ đồng và vốn đầu tư trên 3.000 tỷ đồng.

Theo Nghị định 16/CP của Chính phủ, Thông tư 08 của Ngân hàng Nhà nước các công ty cho thuê tài chính được phép nhận tiền gửi, phát hành trái phiếu, chứng chỉ tiền gửi và giấy tờ có giá khác có kỳ hạn trên 01 năm. Tuy nhiên, trên thực tế, vai trò cung ứng vốn, mở rộng hoạt động và cạnh tranh của các công ty này dường như không được cải thiện do các nghiệp vụ trên hầu như không được thực hiện. Vì vậy, các công ty cho thuê tài chính chỉ tập trung cho thuê đối với các tài sản. Đối với khách hàng, sử dụng phương án cho thuê tài chính thường là lựa chọn cuối cùng nếu không có khả năng vay tiền từ ngân hàng.

Là cánh tay nối dài của ngân hàng thương mại, các công ty cho thuê tài chính đều được ngân hàng cấp vốn điều lệ ban đầu và bổ sung vốn. Trên thực tế, để tăng năng lực cho thuê tài chính, các công ty đều phải đi vay thêm vốn hoặc phát hành các công cụ nợ như trái phiếu công ty, nhận tiền gửi kỳ hạn trên 1 năm. Việc các công ty cho thuê tài chính thực hiện huy động trái phiếu, nhận tiền gửi kỳ hạn bước đầu đã giải quyết được những

khó khăn trước mắt về vốn, nhưng xét về lâu về dài sẽ có nhiều hạn chế bởi chi phí đầu vào tăng cao (huy động vốn ngắn hạn từ các tổ chức tín dụng khác) theo lãi suất của thị trường. Bên cạnh đó, các công ty cho thuê tài chính không được huy động vốn trực tiếp mà phải thông qua một tổ chức tín dụng khác làm phát sinh thêm một lần chi phí huy động vốn.

Hoạt động cho thuê tài chính góp phần làm giảm áp lực cho vay vốn trung và dài hạn (điều mà hiện nay là khó khăn rất lớn của các ngân hàng thương mại); hỗ trợ tích cực trong việc cung cấp các giải pháp tài chính cho DN, đặc biệt là khu vực DN vừa và nhỏ. Tuy nhiên qui mô tài trợ vốn qua hình thức tín dụng – cho thuê tài chính còn hạn chế do năng lực tài chính của các công ty cho thuê tài chính và một mặt khác là do thói quen sử dụng tài trợ vốn từ ngân hàng là chủ yếu của doanh nghiệp

Các tổ chức tín dụng phi ngân hàng được thành lập nhằm đa dạng hóa các dịch vụ tài chính, thực hiện chủ trương phát huy nội lực và nhất là tạo thêm kênh dẫn vốn mới để bổ sung cho các hoạt động ngân hàng truyền thống. Tuy nhiên, với những hạn chế về quy mô, nghiệp vụ và phạm vi hoạt động... các tổ chức tín dụng phi ngân hàng chủ yếu phục vụ nhu cầu vốn của một vài ngành nghề nhất định. Ngoài ra, do hầu hết mới được thành lập trong thời gian gần đây, các tổ chức này chưa có khả năng cạnh tranh trực tiếp và toàn diện với hệ thống các tổ chức ngân hàng.

Việc thành lập và hoạt động các tổ chức tín dụng phi ngân hàng phản ánh tính đa dạng, đan xen của thị trường tài chính trong thời kỳ đầu phát triển, nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của các đối tượng mà hoạt động của NHTM chưa vươn tới. Ngoài ra, áp lực cạnh tranh từ việc huy động vốn với các tổ chức tín dụng phi ngân hàng đặt ra yêu cầu hoàn thiện và nâng cao chất lượng dịch vụ, áp dụng tiến bộ kỹ thuật...trong hoạt động của các NHTM.

2.1.5.3. Quỹ Hỗ trợ phát triển và Công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện

Bên cạnh các tổ chức tài chính phi ngân hàng là các công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính kể trên, các tổ chức tín dụng khác hoạt động ngân hàng song không phải là tổ chức phi ngân hàng là Quỹ hỗ trợ phát triển và Công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện.

Quỹ Hỗ trợ phát triển

“ Quỹ Hỗ trợ phát triển là một tổ chức tài chính nhà nước hoạt động không vì mục đích lợi nhuận, bảo đảm hoàn vốn và bù đắp chi phí” được thành lập và hoạt động theo Nghị định số 50/1999/NĐ-CP ngày 8/7/1999 của Chính phủ. Với vốn điều lệ ban đầu là 3.000 tỷ đồng, hiện nay là 5.000 tỷ đồng được cấp từ ngân sách Nhà nước, Quỹ hỗ trợ phát triển “Các hoạt động của Quỹ hỗ trợ phát triển được Chính phủ qui định là:

- Huy động vốn trung và dài hạn, tiếp nhận các nguồn vốn của Nhà nước (bao gồm cả vốn trong và ngoài nước);
- Cho vay đầu tư, hỗ trợ lãi suất sau đầu tư để thực hiện chính sách hỗ trợ đầu tư phát triển của Nhà nước;
- Bảo lãnh cho các chủ đầu tư vay vốn đầu tư; tái bảo lãnh và nhận tái bảo lãnh cho các quỹ đầu tư;
- Ủy thác, nhận ủy thác cho vay vốn đầu tư.

Hiện nay Quỹ Hỗ trợ phát triển cho vay theo thời hạn phù hợp với đặc điểm sản xuất, kinh doanh của dự án và khả năng trả nợ của chủ đầu tư nhưng tối đa không quá 12 năm; Một số dự án đặc thù như trồng rừng thời hạn vay tối đa không quá 15 năm. Lãi suất cho vay đầu tư được xác định tương đương 70% lãi suất cho vay trung và dài hạn bình quân của các ngân hàng thương mại nhà nước. Bộ trưởng Bộ Tài chính quy định lãi suất cho vay đầu tư trong từng thời kỳ. Danh mục cho vay của Quỹ Hỗ trợ phát triển bao gồm các dự án trồng rừng, nghiên cứu giống mới công nghệ cao, cơ khí, đóng tàu biển, xây dựng nhà máy thủy điện, cung cấp nước sạch cho sinh hoạt, các chương trình đặc biệt của Chính phủ (kiên cố hóa kênh mương, làm nhà trên cọc...)

Theo số liệu của Quỹ Hỗ trợ phát triển, đến cuối tháng 10 năm 2004, số dư nợ tín dụng đầu tư phát triển đạt trên 69.000 tỷ đồng, tăng 3,5 lần so với đầu năm 2000. Theo ước tính của Quỹ Hỗ trợ phát triển, vào cuối năm 2004, tổng dư nợ tín dụng nguồn vốn trong nước đạt khoảng 40.000 tỷ đồng, nếu tính cả dư nợ của 252 dự án ODA cho vay lại thì tổng dư nợ đạt trên 80.000 tỷ đồng.

Tính đến cuối quý III năm 2004, đã có trên 3000 dự án được Quỹ Hỗ trợ phát triển đầu tư, tập trung cho các dự án thuộc các ngành công nghiệp – xây dựng (59,6%), cơ sở hạ tầng ngành nông nghiệp – nông thôn (18,1%), cơ sở hạ tầng ngành giao thông vận tải 17,5%.

Trong điều kiện Nhà nước cần hỗ trợ đầu tư cho một số lĩnh vực thì hoạt động của Quỹ Hỗ trợ phát triển là cần thiết. Tuy nhiên trong một chừng mực nào đó, sự có mặt của Quỹ cũng làm méo mó thị trường tín dụng và khả năng tham gia của Quỹ này vào TTCK là không có.

Công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện

Trên cơ sở Quyết định số 215/1998/QĐ-TTg ngày 4/11/1998 của Thủ tướng Chính phủ, Tổng cục trưởng Tổng cục Bưu điện, nay là Bộ Bưu chính Viễn Thông Việt Nam ban hành Quyết định số 337/1999/QĐ-TCCB ngày 24-5-1999 thành lập Công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện là một đơn vị hạch toán phụ thuộc Tổng Công ty bưu chính Viễn thông Việt Nam. Đây là tổ chức thực hiện “ huy động các nguồn vốn nhàn rỗi trong dân cư để bổ sung nguồn vốn đầu tư phát triển” “dưới hình thức tiết kiệm có kỳ hạn và không kỳ hạn”. Lãi suất huy động tiết kiệm do Tổng Công ty Bưu chính - Viễn thông Việt nam qui định phù hợp với lãi suất thị trường. Số vốn huy động được chuyển vào tài khoản của Tổng Công ty Bưu chính - Viễn thông Việt nam mở tại NHTM và sử dụng như sau:

- Tổng Công ty Bưu chính - Viễn thông Việt nam được giữ lại 1 phần để chi trả thường xuyên, phần còn lại chuyển giao sang Quỹ Hỗ trợ phát triển với lãi suất được xác định trên cơ sở lãi suất trái phiếu kho bạc Nhà nước cùng loại, cùng thời kỳ.

- Trường hợp nguồn vốn sau khi đã chuyển cho Quỹ Hỗ trợ phát triển đủ theo kế hoạch và bảo đảm chi trả thường xuyên được sử dụng để mua trái phiếu Kho bạc Nhà nước, trái phiếu công trình.

Năm năm qua, công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện đã huy động được 26,7 nghìn tỷ đồng, chuyển giao cho Quỹ Hỗ trợ phát triển 8.500 tỷ đồng. Hiện nay công ty đã mở rộng mạng lưới cung cấp dịch vụ tới 803 bưu cục tại 64 tỉnh, thành phố trên toàn quốc.

2.1.5.4. Các quỹ đầu tư mạo hiểm

Quỹ đầu tư mạo hiểm là một khái niệm còn tương đối mới ở Việt Nam. Tuy nhiên, đây là loại hình đầu tư góp phần huy động vốn cho các doanh nghiệp mới, các công ty vừa và nhỏ, các công ty không niêm yết song có tiềm năng tăng trưởng cao và giúp các nhà đầu tư có thể tham gia vào quá trình quản lý doanh nghiệp. Thời hạn hoạt động của một quỹ đầu tư mạo hiểm thông thường là 3-5 năm, mặc dù thời hạn này có thể ngắn hoặc dài hơn tùy từng trường hợp cụ thể. Các chiến lược hiện nay của quỹ đầu tư mạo hiểm bao gồm:

- Bán lại cổ phần cho công ty được đầu tư;
- Bán cổ phần cho bên thứ ba theo hình thức giao dịch trao tay trực tiếp;
- Bán cổ phiếu thông qua chào bán IPO trên TTCK chính thức.

Bảng 30: Các quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

<i>Quỹ</i>	<i>Công ty quản lý quỹ</i>	<i>Loại hình</i>	<i>Năm thành lập</i>	<i>Năm kết thúc</i>	<i>Vốn huy động (triệu USD)</i>
The Vietnam Fund Ltd.	Vietnam Fund Management Co. Ltd	Đóng	1991	2001	61,3
Vietnam Enterprise Investment Keppel (VEIK)	KV Management Pte Limited (Singapore)	Đóng	1995	N/A	90
Beta Vietnam Fund	Indochina Assets Management Ltd.	Đóng	1993	2003	68,3
The Vietnam Frontier Fund	Finansa Investment Advisor (70%) và HG Asia (30%)	Đóng	1994	2004	50
The Vietnam Enterprise Investment Fund (VEIL)	Dragon Capital Ltd.	Đóng	1994	2010	65
Templeton Vietnam Opportunities Fund	Templeton Investment Management Pte. Ltd	Đóng	1994	1998 (Chuyển thành Southeast Asia Frontier Fund)	120
The Lazard Vietnam Fund	Vietnam Vest Ltd	Mở	1994	1998	58,8
Mekong Enterprise Fund	Mekong Capital Ltd.	Đóng	2002	2012	16

Các quỹ đầu tư mạo hiểm đã có mặt tại Việt Nam kể từ năm 1991. Trong hơn một thập kỷ qua, các quỹ này đã hoạt động để tồn tại trong điều kiện một TTCK còn kém phát triển như tại Việt Nam. Hiện nay nền kinh tế của Việt đang trong giai đoạn tăng trưởng cao, cải cách kinh tế đang được tiến hành mạnh mẽ, đây là những nhân tố hấp dẫn thu hút ổn định các nguồn vốn đầu tư nước ngoài trực tiếp và ngày càng tăng số lượng các quỹ đầu tư mạo hiểm đầu tư một phần hoặc toàn bộ vào Việt Nam.

Có 6 quỹ đầu tư mạo hiểm được thành lập chỉ để đầu tư vào Việt Nam với tổng số vốn là trên 400 triệu đôla Mỹ. Đó là các quỹ Vietnam Fund, Vietnam Frontier Fund, Beta Fund, Templeton Vietnam Opportunities Fund, VIEL và Lazard Vietnam Fund. Những quỹ khác có cam kết đầu tư một phần vốn vào Việt Nam là Beta Mekong Fund và Southeast Asia Frontier Fund. Ngoài ra có một số ít quỹ đầu tư tư nhân đang đầu tư vào Việt Nam cũng được thành lập vào đầu những năm 90 như UOB Walden Fund và Keppel Vietnam Fund.

Tất cả các quỹ đầu tư này đều đăng ký ở nước ngoài như Mỹ (Templeton), Ireland (VEIL, Lazard Vietnam Fund, Beta Vietnam Fund, Vietnam Frontier Fund...). Vốn hình thành các quỹ này được huy động bên ngoài Việt Nam và công tác quản lý cũng được thực hiện ở nước ngoài.

Mục tiêu đầu tư của các quỹ mạo hiểm chủ yếu là các dự án FDI được thành lập theo Luật đầu tư nước ngoài ban hành năm 1996, theo đó các nhà đầu tư nước ngoài (ĐTNN) được nắm giữ ít nhất 30% vốn của mỗi dự án được cấp phép. Phải đến cuối những năm 90 khi Luật doanh nghiệp được thông qua, việc đầu tư vào các doanh nghiệp được thành lập theo Luật doanh nghiệp và các doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) cổ phần hóa mới bắt đầu mở rộng. Các lĩnh vực mà các quỹ đầu tư mạo hiểm đầu tư vào bao gồm các dự án khách sạn, khu vui chơi giải trí, các dự án dân dụng và thương mại, các nhà máy xi măng, các công ty thép, tòa nhà cho thuê, nhà máy sản xuất hàng thô và hàng đã qua chế biến, nhà máy sản xuất hàng dệt may, nhà máy đường..... Một số quỹ mạo hiểm cũng đầu tư vào các NHTM cổ phần trong nước như ACB, VP Bank, Sacombank, Phương Nam Bank..... Các tài sản khác trong danh mục đầu tư của các quỹ mạo hiểm bao gồm các công ty niêm yết ở nước ngoài đang hoạt động ở Việt Nam và trái phiếu Brady của Việt Nam. Vào cuối những năm 1990, khu vực quỹ đầu tư mạo hiểm ở Việt

Nam gặp rất nhiều khó khăn. Trong số 6 quỹ đầu tư mạo hiểm được thành lập vào giữa những năm 90 chỉ có hai quỹ là VEIL do Dragon Capital quản lý và Vietnam Frontier Fund do Finansa quản lý là còn tồn tại được. Vietnam Frontier Fund cũng mới kết thúc thời hạn hoạt động trong năm 2004. Hầu hết vốn do các quỹ đầu tư mạo hiểm huy động trong những năm 90 đã ra đi do tìm thấy quá ít các cơ hội đầu tư hấp dẫn tại Việt Nam. Chính vì vậy, các quỹ đầu tư mạo hiểm ở Việt Nam thường đầu tư vào cùng một ngành, thậm chí vào cùng một công ty và các ngân hàng nên danh mục đầu tư của các quỹ này rất tương tự nhau. Đến cuối những năm 90, môi trường kinh tế Việt Nam trở nên thuận lợi hơn đối với các quỹ mạo hiểm, các quy định mới được ban hành cho phép các nhà ĐTNN đầu tư vào các công ty trong nước, mở ra nhiều cơ hội đầu tư cho các quỹ này. Trung tâm giao dịch chứng khoán đi vào hoạt động vào tháng 7 năm 2000 trở thành một kênh đầu tư và rút vốn quan trọng tiềm năng cho các quỹ mạo hiểm. Những thay đổi tích cực trong môi trường đầu tư và kinh tế cũng như triển vọng tăng trưởng kinh tế được cải thiện của Việt Nam hứa hẹn sự tham gia mạnh mẽ hơn của các quỹ mạo hiểm nước ngoài. Các quỹ mạo hiểm mới thành lập và cam kết đầu tư vào Việt Nam bao gồm Mekong Fund (với số vốn 18,5 triệu USD, thành lập tháng 4/2002), IDG Ventures (80 triệu USD), mới đây, VinaCapital Fund cũng mới chính thức đi vào hoạt động với số vốn lên tới 500 triệu đôla.

2.2. Hoạt động đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính

2.2.1. Thực trạng TTCK Việt Nam

2.2.2.1 Kết quả hoạt động TTCK

Với việc khai trương đưa Trung tâm GDCK thành phố Hồ Chí Minh đi vào hoạt động (từ tháng 7/2000) đã đánh dấu sự ra đời của TTCK có tổ chức và là một bước tiến trong quá trình cải cách kinh tế Việt Nam. Cơ quan quản lý nhà nước về hoạt động TTCK là UBCKNN, ban đầu là cơ quan trực thuộc Chính phủ, từ tháng 4/2004 chuyển giao vào Bộ Tài chính.

Khuôn khổ pháp lý điều chỉnh TTCK

Nghị định số 144/2003/NĐ-CP của Chính phủ về chứng khoán và TTCK (thay thế cho Nghị định 48/1998/NĐ-CP trước đây) là văn bản quy

phạm pháp luật cao nhất điều chỉnh các hoạt động liên quan đến chứng khoán và TTCK. Mục tiêu mà Nghị định hướng tới là sự vận hành TTCK minh bạch theo pháp luật và tiến tới chuẩn mực quốc tế, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

Để tăng cường năng lực cưỡng chế và thực thi các quy phạm pháp luật trên TTCK, Chính phủ cũng ban hành Nghị định 161/2004/NĐ-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK (thay thế cho Nghị định 22/2000/NĐ-CP).

Các chính sách phát triển thị trường

Chính phủ, các Bộ, ngành liên quan đã ban hành các chính sách khuyến khích các đối tượng tham gia TTCK như chính sách thuế (QĐ 39/2000/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về tạm thời ưu đãi thuế trong lĩnh vực chứng khoán; Thông tư 100/TT-BTC của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện luật thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế giá trị gia tăng trong lĩnh vực chứng khoán), tham gia của bên nước ngoài vào TTCK (QĐ 146/2003/QĐ-TTg về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài trên TTCK Việt Nam); chế độ quản lý ngoại hối đã được sửa đổi để tạo điều kiện thuận lợi cho việc chuyển vốn và thu nhập từ đầu tư chứng khoán ra nước ngoài (QĐ 1550/QĐ-NHNN về quản lý ngoại hối đối với hoạt động chứng khoán).

Các chủ thể tham gia TTCK Việt nam

Với chỉ 2 công ty niêm yết vào năm 2000, hiện nay TTCK đã có 26 công ty niêm yết với tổng giá trị vốn điều lệ là 1.310 tỷ đồng, 199 loại trái phiếu Chính phủ, 2 loại trái phiếu của Ngân hàng Đầu tư Phát triển, 02 trái phiếu đô thị với tổng giá trị niêm yết trên 23.274 tỷ đồng, tăng 2 lần so với cuối năm 2003. UBCKNN đã cấp phép hoạt động cho 13 công ty chứng khoán, 02 công ty quản lý quỹ đầu tư và 5 ngân hàng lưu ký (trong đó có 3 ngân hàng lưu ký nước ngoài) ; chấp thuận cho 8 công ty kiểm toán độc lập được kiểm toán các công ty niêm yết, công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ đầu tư. Năm 2004, quỹ đầu tư chứng khoán đầu tiên (VF1) đã tiến hành huy động vốn 300 tỷ đồng và đi vào hoạt động. Thị trường đã thu hút được các nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư cá nhân trong và ngoài nước tham gia với hơn 21.000 tài khoản giao dịch, trong đó có 214 nhà đầu tư có tổ chức và 207 nhà đầu tư nước ngoài (tính đến 31/12/2004).

Các Trung tâm giao dịch chứng khoán

Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 10/07/1998 về việc thành lập hai TTGDCK Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh. TTGDCK Thành phố Hồ Chí Minh khai trương hoạt động từ tháng 7/2000 và hơn bốn năm qua đã thực hiện được chức năng cơ bản của một thị trường giao dịch chứng khoán tập trung với 26 loại cổ phiếu, 199 loại trái phiếu Chính phủ, trái phiếu Quỹ hỗ trợ phát triển, trái phiếu Ngân hàng Đầu tư và phát triển được niêm yết và giao dịch đạt tổng giá trị niêm yết hơn 25.000 tỷ đồng bằng 3,5% GDP, thu hút trên 20.000 nhà đầu tư, trong đó có hơn 200 là pháp nhân, tham gia đầu tư chứng khoán (tính đến 31/12/2004). Trên cơ sở Chiến lược phát triển TTCK, Bộ Tài chính đã xác định mô hình TTCK là: (i) Trung tâm GDCK thành phố Hồ Chí Minh là thị trường tập trung, giao dịch cổ phiếu đáp ứng các tiêu chuẩn niêm yết, và sẽ phát triển thành Sở GDCK vào năm 2007 với quy mô hiện đại, giao dịch tự động và có khả năng liên kết với các thị trường trong khu vực; (ii) Trung tâm GDCK Hà Nội là thị trường giao dịch cho doanh nghiệp vừa và nhỏ, với cơ chế giao dịch linh hoạt theo mô hình phi tập trung đơn giản, và sẽ phát triển thành thị trường phi tập trung phù hợp với thông lệ quốc tế sau năm 2010. Dự kiến khai trương vào đầu năm 2005, TTGDCK Hà Nội tổ chức đấu giá cho các DNNN cổ phần hoá và tổ chức giao dịch chứng khoán chưa niêm yết theo phương thức thoả thuận, đơn giản.

Kết quả chung nhất trong hơn 4 năm hoạt động TTCK là đã mở ra một TTCK theo mô hình tập trung với quy mô nhỏ, với các bộ phận cấu thành hoạt động dựa trên nguyên tắc cơ bản của TTCK, tạo tiền đề cho phát triển TTCK trong giai đoạn sắp tới.

2.2.1.2. Những mặt hạn chế và tồn tại

Bên cạnh những kết quả đã đạt được, TTCK Việt Nam còn nhiều hạn chế và tồn tại. Về mặt tổng quát có thể thấy rằng TTCK phát triển chậm, chưa trở thành một kênh huy động vốn dài hạn cho đầu tư phát triển; chưa có các doanh nghiệp, đặc biệt là các tổng công ty lớn tham gia thị trường; môi trường đầu tư còn chưa hoàn chỉnh, chứa đựng nhiều yếu tố rủi ro. Những hạn chế, tồn tại của TTCK Việt Nam được đánh giá trên các mặt chủ yếu sau:

Một là, hạn chế về cung chứng khoán

Hạn chế nổi bật về nguồn cung chứng khoán xét từ góc độ thu hút đầu tư trong nước và nước ngoài là số lượng hàng hoá còn ít ỏi và chất lượng hàng hoá chưa cao. Phần lớn các công ty niêm yết là những doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá có quỹ mô vốn nhỏ, không phải là doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực kinh doanh hấp dẫn đầu tư; một số công ty sau khi niêm yết đã bộc lộ những yếu kém trong quản trị kinh doanh, đầu tư không có hiệu quả gây mất lòng tin của giới đầu tư.

Tuy nhiên, cần phải xác định nguyên nhân sâu xa dẫn đến tình trạng hàng hoá trên TTCK còn thưa thớt và chất lượng chưa cao. Có thể nhận diện một số nguyên nhân chủ yếu như sau:

(i) *Sự bất cập của tiến trình cổ phần hoá.* Từ năm 1992 đến nay, việc thực hiện cổ phần hoá chỉ đạt 63% kế hoạch đặt ra xét về mặt số lượng các doanh nghiệp cần cổ phần hoá; con số 6% số vốn tại DNNN được cổ phần hoá trong suốt thời kỳ này lại càng cho thấy những doanh nghiệp được cổ phần hoá chủ yếu là doanh nghiệp vừa và nhỏ. Sự bất cập này bắt nguồn từ những khó khăn trong định giá tài sản, xử lý nợ quá hạn, những hạn chế về năng lực và những tồn tại về mặt tư tưởng và nhận thức của những người quản lý doanh nghiệp.

(ii) *Các doanh nghiệp chưa có nhận thức đầy đủ về lợi ích của việc ra niêm yết tại TTCK.* Chưa quen với một văn hoá kinh doanh minh bạch, các doanh nghiệp coi việc công bố thông tin và đáp ứng những chuẩn mực về kiểm toán, kế toán, quản trị công ty là một gánh nặng và không muốn ra niêm yết trên TTCK.

(iii) *Xuất phát điểm của nền kinh tế Việt Nam là sở hữu nhà nước, DNNN dựa chủ yếu vào hệ thống ngân hàng thương mại quốc doanh để vay vốn hoạt động.* Mặc dù đã thực hiện sự chuyển đổi sang cơ chế thị trường và cổ phần hóa trong một thời gian đáng kể song cơ chế bao cấp tín dụng, tâm lý lệ thuộc vào tín dụng ngân hàng vẫn còn phổ biến khiến cho các doanh nghiệp chưa thực sự có nhu cầu và nhận thức được lợi ích của việc huy động vốn qua TTCK .

Hai là, hạn chế về cấu trúc vốn

TTCK Việt Nam chưa có được một cơ sở nhà đầu tư hoàn thiện bao gồm các nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư cá nhân. Phần lớn các nhà đầu tư trên thị trường là nhà đầu tư nhỏ lẻ và chưa có nhiều kinh nghiệm cũng như kiến thức về đầu tư chứng khoán. Đây là một vấn đề có tính hai mặt : TTCK chưa hoàn thiện, thiếu các định chế có vai trò trụ cột trong kiến tạo thị trường; hệ thống văn bản pháp quy chưa đầy đủ, hàng hóa ít ỏi là một nguyên nhân khiến cho TTCK chưa hấp dẫn với nhà đầu tư trong nước và nước ngoài.

Các nhà đầu tư nước ngoài tham gia TTCK còn hạn chế do chất lượng các cổ phiếu được niêm yết trên thị trường chưa thực sự hấp dẫn, quy mô thị trường nhỏ, thị phần đầu tư thấp và chưa tiếp cận được với những thông tin doanh nghiệp cần thiết để ra quyết định đầu tư. Trong khi đó, nhà đầu tư trong nước lại gặp phải những trở ngại về mặt kiến thức và kinh nghiệm. Trong hai năm từ 2001- 2003, đã có nhiều đợt biến động giá cổ phiếu trên TTCK theo chiều hướng xấu trong khi tình hình hoạt động của nền kinh tế và các doanh nghiệp niêm yết vẫn đang trên đà phát triển. Nghịch lý này tồn tại chủ yếu là do nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm và hiểu biết về đầu tư tài chính nói chung cũng như trên TTCK nói riêng. Đa số quyết định đầu tư của công chúng mang tính chất đầu cơ giá lên và tâm lý hơn là dựa trên cơ sở đánh giá tình hình tài chính và hoạt động của các công ty niêm yết. Tuy nhiên, từ cuối năm 2003 chính các nhà đầu tư nước ngoài với những quyết định đầu tư chuyên nghiệp hơn đã góp phần định hướng cho nhà đầu tư trong nước và giúp TTCK quay trở lại với nhịp độ phát triển phù hợp với quy luật thị trường. Điều này lại càng cho thấy tầm quan trọng của việc phát triển cơ sở nhà đầu tư trong nước và nước ngoài trong quá trình phát triển TTCK.

Ba là, những hạn chế về mặt thể chế thị trường

Xét từ góc độ thu hút vốn đầu tư thì những hạn chế về mặt thể chế thị trường là một trở ngại đáng kể, không chỉ trên phương diện đảm bảo an toàn cho chu trình lưu chuyển vốn đầu tư mà còn trên phương diện duy trì tính toàn vẹn của thị trường và niềm tin của công chúng đầu tư trong và ngoài nước. Đối với một thị trường mới hình thành và phát triển thì việc chưa có được một thể chế thị trường hoàn chỉnh là điều tất yếu. Sự vắng mặt của các tổ chức tự quản, tổ chức định mức tín nhiệm, trung tâm lưu ký và thanh toán

bù trừ chứng khoán, phạm vi hoạt động còn hạn hẹp và tính chuyên môn hóa chưa cao của các công ty chứng khoán là những điểm yếu khiến cho các nhà đầu tư trong nước cũng như nước ngoài coi việc đầu tư vào TTCK phần nào mang tính chất mạo hiểm.

Bốn là, những hạn chế về mặt khuôn khổ pháp luật và năng lực hoạch định chính sách

Xét trên phương diện khuôn khổ luật pháp, trở ngại lớn nhất hiện nay là TTCK chưa có được một Luật chứng khoán toàn diện và đầy đủ. Lĩnh vực chứng khoán và TTCK còn chịu sự điều chỉnh của các văn bản pháp luật khác như Luật doanh nghiệp, Luật các Tổ chức tín dụng, Luật kinh doanh bảo hiểm, Luật phá sản. Do vị thế pháp lý của Nghị định 144/NĐ-CP thấp hơn các Luật liên quan và môi trường pháp lý hiện hành còn chưa đầy đủ thì những bất cập, xung đột giữa các văn bản pháp luật liên quan đến TTCK là điều khó tránh khỏi. Khuôn khổ pháp lý thiếu đồng bộ, hay thay đổi khiến cho các nhà đầu tư thiếu sự an tâm khi tham gia đầu tư trên TTCK. Điều này cho thấy sự cần thiết và tầm quan trọng của việc xây dựng một luật chứng khoán.

Bên cạnh đó, năng lực hoạch định chính sách và thực thi luật pháp cũng là một vấn đề cần tính đến. Đánh giá một cách khách quan, UBCKNN và những cơ quan quản lý liên quan khác trên thị trường vốn chưa có đủ năng lực cần thiết để thực hiện chức năng giám sát, quản lý và cưỡng chế thực thi các chính sách trên TTCK một cách hiệu quả. Điều này xuất phát từ thực trạng đội ngũ cán bộ quản lý thị trường thiếu kinh nghiệm, khả năng xây dựng và thực thi các chính sách thích hợp nhằm khuyến khích sự phát triển của thị trường, thu hút và bảo vệ nhà đầu tư.

2.2.1.3. Nguyên nhân của hạn chế

Thứ nhất, Đảng và Chính phủ chủ trương phát triển hệ thống thị trường tài chính, trong đó có thị trường vốn, TTCK; tuy nhiên trong điều hành thực tiễn thì hệ thống thị trường bị chia cắt, chưa có một chiến lược phát triển thị trường tài chính nói chung. Vì vậy, định hướng và các giải pháp thực hiện thiếu đồng bộ, chưa coi việc phát triển thị trường vốn, TTCK

là khâu đột phá trong chiến lược phát triển kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa.

Thứ hai, nền kinh tế Việt Nam còn khó khăn, thu nhập của dân chúng thấp (bình quân đầu người năm 2003 chỉ có 470 USD) chưa có chính sách phù hợp để khai thác nguồn lực tài chính trong dân, nguồn vốn bị phân tán để đầu tư vào các tài sản thay thế như tiền gửi ngân hàng, đầu tư bất động sản, ngoại tệ... nên tỷ trọng đầu tư vào chứng khoán còn nhỏ bé.

Thứ ba, tiến trình cải cách khu vực doanh nghiệp nhà nước diễn ra chậm, chưa gắn được cổ phần hoá DNNN với việc phát hành cổ phiếu ra công chúng và niêm yết trên TTCK; việc phát hành cổ phiếu chủ yếu là bán trong nội bộ doanh nghiệp, công tác định giá tài sản còn mang nặng tính hành chính, chưa thực hiện công khai hoá ra công chúng. Mặc dù, đã có các chủ trương, chính sách về cải cách doanh nghiệp tạo điều kiện cho việc tăng cung hàng hoá chứng khoán, nhưng trên thực tế việc triển khai cổ phần hoá và gắn với niêm yết cổ phiếu của các doanh nghiệp có quy mô lớn, các tổng công ty, NHTM nhà nước diễn ra chậm chạp.

Thứ tư, các doanh nghiệp Việt Nam còn mang nặng tư tưởng của cơ chế kế hoạch hoá tập trung, còn trông chờ vào nguồn vay ưu đãi, không muốn huy động vốn trên thị trường. Nhiều doanh nghiệp e ngại kiểm toán và công bố thông tin khi niêm yết TTCK. Ngoài ra, ở một số công ty niêm yết tỷ lệ vốn thuộc sở hữu nhà nước còn khá cao do vậy khối lượng cổ phiếu thực sự đưa vào giao dịch rất thấp.

Thứ năm, hiểu biết về chứng khoán và TTCK của dân chúng còn rất hạn chế. Người Việt Nam, các doanh nghiệp Việt Nam còn chưa được tiếp cận nhiều với TTCK cả về mặt lý thuyết và thực tiễn. Tư tưởng tiết kiệm, cho vay và huy động vốn qua kênh ngân hàng truyền thống vẫn là phổ biến. Ngay cả các cán bộ, nhân viên làm việc tại các cơ quan quản lý, các công ty chứng khoán vẫn chưa thực sự có kinh nghiệm trong lĩnh vực này. Đây chính là một rào cản cần sớm được khắc phục để thực sự đưa TTCK hòa nhập vào cuộc sống của người dân, vào môi trường kinh doanh của Việt Nam.

2.2.2. Hoạt động đầu tư chứng khoán của các tổ chức tài chính.

2.2.2.1. Các NHTM

Trong các hoạt động kinh doanh của NHTM của Việt Nam thì cho vay luôn là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất và mang lại thu nhập chủ yếu cho ngân hàng. Hoạt động tín dụng của các ngân hàng trong thời gian qua đã đạt được những kết quả nhất định xét về quy mô và tốc độ tăng trưởng của dư nợ cho vay đối với nền kinh tế. Tuy nhiên, với hiện trạng nguồn vốn huy động của các ngân hàng hiện nay chủ yếu là ngắn hạn, tỷ trọng cho vay trung và dài hạn vẫn còn rất thấp. Thông thường, đầu tư là khoản mục lớn thứ hai sau khoản mục cho vay trong tổng tài sản, đồng thời đây cũng là khoản mục mang lại lợi nhuận cao và những lợi ích khác cho các NHTM trong nền kinh tế thị trường. Do vậy, ở các nước trên thế giới, các NHTM có nhiều hình thức đầu tư, nhất là đầu tư vào một số loại chứng khoán được phép. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư của các NHTM Việt Nam chiếm tỷ trọng rất nhỏ, trung bình khoảng 4,8% trong tổng tài sản. Hoạt động đầu tư của các NHTM Nhà nước chủ yếu là mua tín phiếu Kho bạc, trái phiếu Chính phủ và góp vốn liên doanh với các ngân hàng, tổ chức tài chính, tín dụng khác.

Khoản mục tín phiếu, trái phiếu Kho bạc Nhà nước của các ngân hàng ở các nước phát triển thường chiếm một tỷ trọng tương đối lớn – khoảng 19% trong tổng tài sản và chúng mang lại cho các ngân hàng khoảng 15% tổng thu nhập. Hơn nữa, việc đầu tư vào tín phiếu Kho bạc Nhà nước của các NHTM Nhà nước của ta không hoàn toàn mang ý nghĩa đầu tư như của các ngân hàng trên thế giới. Trái lại, các NHTM Nhà nước đang cạnh tranh quyết liệt để mua trái phiếu Chính phủ vì khoản đầu tư này có rủi ro và chi phí đều thấp và có lúc chỉ đơn giản là hạn chế lỗ tiết kiệm. Tuy nhiên, tính thanh khoản của trái phiếu nói chung hiện vẫn còn rất thấp.

Có thể đánh giá về khả năng tham gia đầu tư của các NHTM Việt Nam vào TTCK như sau:

- Luật pháp hiện nay chưa cho phép các NHTM tham gia thị trường giao dịch chứng khoán như những nhà đầu tư có tổ chức, song nếu như được phép thì khả năng tham gia của các tổ chức này cũng rất hạn chế. Với quy mô nguồn vốn và chất lượng tín dụng thấp hiện nay, các NHTM khó có thể đáp ứng nhu cầu vốn tín dụng của doanh nghiệp và chống chọi với rủi ro của chính hoạt động ngân hàng khi mức độ thị trường hóa tài chính cao hơn. Vì

vậy, nếu mất đi sự “bảo trợ” của Nhà nước, các NHTM Nhà nước sẽ khó có khả năng tham gia đầu tư trên TTCK.

- Năng lực quản trị của các NHTM Việt nam còn yếu kém, hiệu quả kinh doanh thấp, hạn chế khả năng sử dụng vốn hiệu quả để đầu tư vào TTCK.

- Hoạt động đầu tư hiện còn chiếm tỷ trọng nhỏ, chủ yếu đầu tư bị động vào tín phiếu và trái phiếu Chính phủ, vì vậy chưa góp phần đa dạng hóa tài sản ngân hàng, hạn chế rủi ro và nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh.

- Bên cạnh việc được hưởng nhiều chế độ ưu đãi của Nhà nước, việc có quá nhiều sự can thiệp của Chính phủ và NHNN vào hoạt động của các NHTM đã khiến cho các ngân hàng này mất dần đi tính tự chủ, độc lập sáng tạo trong việc đưa ra các quyết định kinh doanh.

- Các văn bản pháp lý của NHNN hướng dẫn và quản lý các mặt hoạt động của các NHTM một cách quá cụ thể nhưng thiếu tính đồng bộ. Đây là một rào cản khá lớn mà chưa thể được giải quyết trong thời gian ngắn.

Tóm lại, hoạt động đầu tư vào TTCK của các NHTM như những nhà đầu tư có tổ chức hiện này không những bị hạn chế bởi luật pháp mà còn do chất lượng và khả năng hoạt động, điều hành của các NHTM.

2.2.2.2. Các công ty bảo hiểm

Theo quy định tại Nghị định 43/2001/NĐ-CP ngày 1/8/2001 của Chính phủ hướng dẫn thực hiện Luật Kinh doanh bảo hiểm quy định chế độ tài chính đối với doanh nghiệp bảo hiểm và doanh nghiệp môi giới bảo hiểm, đầu tư vốn nhân rồi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm của doanh nghiệp bảo hiểm chỉ được đầu tư ở Việt Nam trong các lĩnh vực sau:

a. Đối với doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm phi nhân thọ:

- Mua trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp có bảo lãnh, gửi tiền tại các tổ chức tín dụng không hạn chế;

- Mua cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp không có bảo lãnh, góp vốn vào các doanh nghiệp khác tối đa 35% vốn nhân rồi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm;

- Kinh doanh bất động sản, cho vay, ủy thác đầu tư qua các tổ chức tài chính - tín dụng tối đa 20% vốn nhân rồi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm.

b. Đối với doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm nhân thọ:

- Mua trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp có bảo lãnh, gửi tiền tại các tổ chức tín dụng không hạn chế;

- Mua cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp không có bảo lãnh, góp vốn vào các doanh nghiệp khác tối đa 50% vốn nhân rồi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm;

- Kinh doanh bất động sản, cho vay, ủy thác đầu tư qua các tổ chức tài chính - tín dụng tối đa 40% vốn nhân rồi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm.

Việc đầu tư vốn của các doanh nghiệp bảo hiểm ngày càng được cải thiện và đi vào chiều sâu nhằm đảm bảo lựa chọn được các dự án đầu tư thích hợp, an toàn cho nguồn vốn và mang lại hiệu quả kinh tế cao như góp vốn liên doanh, tham gia thành lập công ty cổ phần, cho vay, tham gia các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng, mua trái phiếu Chính phủ, tín phiếu Kho bạc nhà nước, mua cổ phiếu, gửi tiết kiệm ngân hàng. Năm 2003 tổng số vốn đầu tư trở lại nền kinh tế của toàn ngành bảo hiểm là **12.500 tỷ đồng**.

Tổng số vốn điều lệ của ngành bảo hiểm tăng trên 30 lần từ 50 tỷ đồng năm 1993 lên 1.515 tỷ đồng năm 2002. Tổng dự phòng nghiệp vụ tăng 42 lần từ 200 tỷ đồng năm 1993 lên 8.400 tỷ đồng năm 2002. Năng lực đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm được nâng cao từ 150 tỷ đồng năm 1993 (chủ yếu dùng đầu tư gửi tiền tại các ngân hàng), đến năm 2002 tổng số tiền đầu tư đã tăng lên 6.700 tỷ đồng, phạm vi đầu tư được mở rộng đa dạng bao gồm các lĩnh vực: Sản xuất, kinh doanh, đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng.

Mức phí bảo hiểm giữ lại đầu tư trở lại nền kinh tế qua Công ty Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam tăng từ 26 tỷ đồng năm 1995 (là năm đầu tiên thành lập Công ty Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam) lên 300 tỷ đồng năm 2002. Mức giữ lại toàn thị trường đạt 40% tổng phí bảo hiểm của các dịch vụ có tái bảo hiểm (trước năm 1993, ngành bảo hiểm hầu như phải chuyển hầu hết phí bảo hiểm cho các công ty tái bảo hiểm nước ngoài đối với các dịch vụ có tái bảo hiểm).

Cơ cấu sản phẩm bảo hiểm đã chuyển dần từ ngắn hạn (các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ) sang dài hạn (các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ). Thể

hiện năm 1998, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ chỉ chiếm 10% tổng doanh thu phí bảo hiểm toàn thị trường, đến năm 2002 tỷ trọng này đã tăng lên là 62%.

Phí bảo hiểm của các sản phẩm có thời hạn dưới 10 năm chiếm 70% trên tổng phí bảo hiểm nhân thọ (năm 2002), trong đó: doanh thu phí bảo hiểm của các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ có thời hạn dưới 5 năm chiếm 38% tổng phí bảo hiểm nhân thọ (tỷ lệ này năm 1998 là 90%). Việc chuyển đổi cơ cấu sản phẩm này sẽ làm tăng nguồn vốn đầu tư dài hạn của doanh nghiệp bảo hiểm cho nền kinh tế.

Mặc dù đến năm 2002, tổng nguồn vốn đầu tư của các doanh nghiệp lên tới 6.700 tỷ đồng, nhưng tỷ trọng đầu tư dưới hình thức gửi tiền tại các tổ chức tín dụng và ngân hàng vẫn chiếm tới 80%. Tỷ trọng các nguồn vốn đầu tư ngắn hạn còn ở mức cao, chiếm 70% trên tổng nguồn vốn đầu tư.

Bảng 31 : Quy mô hoạt động đầu tư của các công ty bảo hiểm

Đơn vị : tỷ đồng

TT	Chỉ tiêu	2003		KH 2004		KH 2005	
		Số tiền	Tỷ trọng	Số tiền	Tỷ trọng	Số tiền	Tỷ trọng
1	Gửi tại các tổ chức tín dụng	8.055	57,44%	7.263	43,58%	7.389	33,47%
2	Mua kỳ phiếu, trái phiếu của TCTD	250	1,78%	162	0,97%	246	1,11%
3	Mua trái phiếu Chính phủ	4.740	33,80%	8.086	48,52%	12.017	54,44%
4	Mua công trái	394	2,81%	55	0,33%	55	0,25%
5	Mua cổ phiếu trái phiếu DN	230	1,64%	638	3,83%	1.202	5,45%
6	Đầu tư khác	356	2,54%	464	2,78%	1.165	5,28%
	Tổng cộng	14.024	100%	16.667	100%	22.074	100%

Danh mục trên cho thấy đầu tư vào chứng khoán của các doanh nghiệp bảo hiểm trong những năm gần đây tăng lên rất rõ rệt và tương ứng là sự giảm đi của tiền gửi, mua kỳ phiếu của TCTD, mua công trái. So sánh năm 2004 với năm 2003 cho thấy tăng mạnh nhất là đầu tư vào trái phiếu Chính phủ, giá trị đầu tư gấp 1,7 lần; tỷ trọng đầu tư đã tăng từ 33,8% lên 48,52% trong cơ cấu vốn đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm ; Giá trị đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp tăng 2,8 lần, tuy nhiên giá trị đầu tư cũng như tỷ trọng trong danh mục đầu tư còn nhỏ.

Chiến lược bảo hiểm đến 2010 đã đặt ra mục tiêu : Nâng tổng vốn đầu tư trở lại nền kinh tế hơn 3 lần, từ 6.700 tỷ đồng năm 2002 lên 23.000 tỷ đồng năm 2005 và tăng khoảng 14 lần trong giai đoạn 2002 - 2010 từ 6.700 tỷ đồng lên 90.000 tỷ đồng năm 2010. Nếu doanh nghiệp bảo hiểm hoàn thành chỉ tiêu trên thì đây thực sự là một nguồn lực đáng kể cho đầu tư phát triển của Việt nam.

Đánh giá:

- Các doanh nghiệp bảo hiểm là tổ chức tài chính thực sự có tiềm năng đầu tư lớn nhất trên TTCK Việt nam. Nhận định này xuất phát từ các yếu tố sau: Sự tăng trưởng kinh tế kéo theo sự tăng trưởng kinh doanh bảo hiểm và hệ quả là tăng khả năng đầu tư trở lại nền kinh tế của các doanh nghiệp bảo hiểm; Hiện nay pháp luật cho phép doanh nghiệp bảo hiểm đầu tư vào chứng khoán rất linh hoạt, bao gồm trực tiếp đầu tư từ nguồn vốn dự trữ nghiệp vụ hay thành lập quỹ đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp bảo hiểm; Là tổ chức tài chính mà đầu tư là bộ phận cấu thành tất yếu của hoạt động kinh doanh, các doanh nghiệp bảo hiểm có những điều kiện nội tại thuận lợi để đầu tư trên TTCK.

- Loại hình doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ tỏ ra có lợi thế hơn để tham gia đầu tư trên TTCK do hợp đồng bảo hiểm thường có thời hạn dài ổn định theo từng loại hình bảo hiểm, dự tính phần doanh thu để bù đắp rủi ro thuận lợi hơn so với lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ.

- Loại chứng khoán các doanh nghiệp bảo hiểm có nhiều khả năng đầu tư là các loại trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu Chính phủ do độ rủi ro thấp.

2.2.2.3. Các tổ chức trung gian đầu tư

Quỹ đầu tư chứng khoán

Hiện tại, quỹ đầu tư VF1 do VFM quản lý được cấp phép và đi vào hoạt động từ tháng 8/2004, với tổng số vốn huy động 300 tỷ đồng. Tỷ trọng đầu tư vào chứng khoán trong tổng tài sản của quỹ này luôn đạt trên mức quy định 60% đối với quỹ đầu tư chứng khoán. Những tháng đầu hoạt động, đầu tư vào trái phiếu vẫn chiếm tỷ trọng lớn, nhưng đến cuối năm 2004, tỷ lệ đầu tư vào trái phiếu giảm đi một nửa từ 60% xuống chỉ còn 30%. Việc dịch

chuyển danh mục đầu tư chủ yếu chuyển sang cổ phiếu có thể nhằm thu được lợi nhuận đầu tư cao hơn với rủi ro cao hơn trong điều kiện lãi suất thị trường có xu hướng thấp đi so với năm trước đây.

Tỷ lệ tiền mặt trong tổng tài sản quỹ vẫn còn lớn, tuy hoạt động mới hơn 4 tháng nhưng tỷ lệ này tăng từ gần 4% lên khoảng 30% là điều không bình thường, điều đó nói lên khó khăn của quỹ trong tìm kiếm danh mục đầu tư tốt.

Bảng 32: Một số chỉ tiêu hoạt động của VF1

<i>Chỉ tiêu</i>	<i>31/8/2004</i>	<i>30/9/2004</i>	<i>31/10/2004</i>	<i>30/11/2004</i>
I. Các chỉ tiêu về tình hình hoạt động đầu tư				
1. Tỷ lệ các loại chứng khoán trong tổng tài sản quỹ	94.65	91.47	65.98	72.45
a. Tỷ lệ các loại cổ phiếu trong tổng tài sản quỹ	34.62	36.57	40.95	42.40
Tỷ lệ các loại cổ phiếu niêm yết trong tổng tài sản quỹ	18.73	20.62	22.48	23.62
Tỷ lệ các loại cổ phiếu không niêm yết trong tổng tài sản quỹ	15.89	15.95	18.47	18.78
b. Tỷ lệ các loại trái phiếu trong tổng tài sản quỹ	60.03	54.9	25.03	30.05
c. Tỷ lệ các loại chứng khoán khác trong tổng tài sản quỹ	0.00	0.00	0.00	0.00
2. Tỷ lệ tiền mặt trong tổng tài sản quỹ	3.85	7.08	32.98	26.22
3. Tỷ lệ bất động sản trong tổng tài sản quỹ	0.00	0.00	0.00	0.00
Tỷ lệ thu nhập bình quân trong tổng tài sản quỹ	0.00	0.54	0.78	-0.02
Tỷ lệ chi phí bình quân trong tổng tài sản quỹ	0.20	0.2	0.2	0.21
II. Các chỉ số thị trường				
1. Tổng số chứng chỉ quỹ đang lưu hành cuối tháng	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000
2. Tỷ lệ nắm giữ chứng chỉ quỹ của nhân viên cty QLQ	0.99	0.96	0.73	
3. Tỷ lệ nắm giữ chứng chỉ quỹ của 10 NĐT lớn nhất	49.67	49.67	49.67	
4. Tỷ lệ nắm giữ chứng chỉ quỹ của NĐT nước ngoài	22.01	22.01	22.01	
5. Tỷ lệ giao dịch chứng chỉ quỹ so với tổng số chứng chỉ quỹ	NA	NA	NA	NA
6. Giá trị đơn vị quỹ cuối tháng	10,021	10,056	10,115	10,092

Các quỹ đầu tư phát triển địa phương

Cho đến thời điểm hiện tại, chưa có quỹ đầu tư phát triển địa phương nào tham gia với tư cách nhà đầu tư trên TTCK. Quỹ đầu tư phát triển đô thị Tp. HCM đã góp vốn thành lập Công ty chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh kinh doanh chứng khoán .

Đánh giá

- Trong các loại hình quỹ đầu tư chỉ có quỹ đầu tư chứng khoán thực sự sẽ đóng vai trò là tổ chức đầu tư rất quan trọng trên TTCK. Hiện nay khung pháp lý, mô hình hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán đã được định hình tương đối rõ. Tuy nhiên đây là hình thức tham gia đầu tư mới trên một TTCK mới như Việt Nam thì cần phải có thời gian thực tiễn để hoạt động, thích nghi và phát triển. Đây là tổ chức đầu tư chuyên nghiệp đặc thù do hoạt động đầu tư của quỹ được ủy thác cho một tổ chức dịch vụ tài chính. Vì vậy hiệu quả đầu tư, lợi ích của những người góp vốn phụ thuộc vào hoạt động của công ty quản lý quỹ. Điều này đặt ra yêu cầu cao về khung pháp lý, cơ chế quản lý, tính chuyên nghiệp và đạo đức nghề nghiệp của công ty quản lý quỹ mới có thể phát triển được loại hình tổ chức đầu tư này.

- Đối với các quỹ đầu tư phát triển của các địa phương : đặc điểm hoạt động của quỹ cho phép khả năng huy động vốn rộng rãi trong công chúng, tuy nhiên khả năng tham gia của các quỹ này với tư cách nhà đầu tư trên TTCK không cao do *mô hình hoạt động* không định rõ cơ chế vận hành như là doanh nghiệp hay tổ chức tín dụng hoặc một dạng nào khác đã gây ra một số bất cập và không thống nhất về quan điểm chỉ đạo điều hành cũng như trong quá trình triển khai các chức năng của Quỹ. Hầu hết chính quyền địa phương, can thiệp quá sâu vào hoạt động của quỹ, đã quyết định phần lớn những vấn đề quan trọng trong điều hành, quản lý quỹ. Do vậy, tính chủ động, sáng tạo, hiệu quả và tính tự chịu trách nhiệm về kinh tế bị hạn chế. *Về chức năng*, trên thực tế các Quỹ đều không triển khai được đầy đủ các chức năng. Hầu hết các quỹ chỉ tập trung vào các hoạt động tiếp nhận các nguồn vốn và thực hiện đầu tư thông qua hình thức cho vay dự án. *Hành lang pháp lý cho hoạt động của Quỹ* chưa được ban hành một cách hoàn chỉnh, đồng bộ. Đến nay, các văn bản pháp lý cho hoạt động của Quỹ mới chỉ bao gồm (1) Quyết định thành lập, (2) Điều lệ tổ chức và hoạt động, (3) Cơ chế quản lý tài chính; còn toàn bộ các cơ chế nghiệp vụ, cơ chế vận hành

tổ chức chưa được quy định chính thức mà các quỹ đều phải tự nghiên cứu vận dụng. *Về hoạt động đầu tư:* Tính linh hoạt trong việc sử dụng vốn bị hạn chế, hình thức đầu tư của Quỹ chưa được mở rộng, còn quá tập trung vào hoạt động cho vay dự án; Thời gian đầu tư kéo dài, mức độ đầu tư lớn cho mỗi dự án, trong điều kiện khả năng về vốn có hạn.

2.2.2.4. Các công ty chứng khoán

Cùng với các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán khác, nghiệp vụ tự doanh cũng được các CTCK chú trọng thực hiện. Nhiều công ty đã tăng vốn điều lệ để được thực hiện nghiệp vụ này như CTCK Sài Gòn tăng vốn 2 lần lên 20 tỷ đồng, CTCK Thăng Long tăng vốn từ 9 tỷ lên 43 tỷ đồng, CTCK Ngân hàng ĐT&PT và CTCK Ngân hàng NN&PTNN tăng vốn lên 100 tỷ đồng để gia tăng tiềm lực tài chính, có điều kiện mở rộng các loại hình kinh doanh chứng khoán.

Tổng giá trị giao dịch và doanh thu tự doanh chứng khoán của các CTCK đã tăng mạnh qua các năm, mặc dù với mức độ khác nhau ở từng công ty. Hiện nay đã có sự thay đổi về kết cấu danh mục đầu tư chứng khoán tự doanh ở các CTCK. Nếu như trong 2 năm đầu đi vào hoạt động, các công ty tập trung vào tự doanh cổ phiếu chưa niêm yết thì bắt đầu từ nửa cuối năm 2002 đến nay, các công ty tập trung vào tự doanh trái phiếu và cổ phiếu niêm yết.

Các CTCK tự doanh nhiều cổ phiếu nhất là CTCK Đệ Nhất, CTCK Ngân hàng ACB. Các CTCK tự doanh trái phiếu là CTCK Ngân hàng NN&PTNT, CTCK Ngân hàng Ngoại thương, CTCK Ngân hàng Công thương, CTCK Ngân hàng ĐT&PT. Sự gia tăng về giá trị trái phiếu tự doanh trong thời gian gần đây đã góp phần kích hoạt thị trường thứ cấp về trái phiếu, điều mà hơn 2 năm trước đây không có được.

**Bảng 33: Tình hình hoạt động tự doanh của
các công ty chứng khoán**

Đơn vị: nghìn đồng

Năm	Cổ phiếu				
	Mua	Bán	Tổng	Toàn thị trường	Tỷ trọng
2000	4,598,260	2,285,550	6,883,810	90,205,660	3.82%
2001	21,050,390	19,901,110	40,951,500	958,093,833	2.14%
2002	43,874,480	13,224,020	57,098,500	958,114,066	2.98%
2003	19,642,987	18,390,707	38,033,694	503,534,100	3.78%
2004	103,411,616	140,109,182	243,520,798	1,970,969,393	6.18%
	Trái phiếu				
	Mua	Bán	Tổng	Toàn thị trường	Tỷ trọng
2000	1,328,283	35,556	1,363,839	2,151,824	31.69%
2001	12,373,402	4,332,171	16,705,573	76,627,231	10.90%
2002	8,020,267	78,719,438	86,739,705	122,777,010	35.32%
2003	700,919,902	1,893,591,246	2,594,511,148	2,494,787,386	52.00%
2004	7,851,348,699	11,095,383,399	18,946,732,098	17,883,281,803	52.97%
	Chứng chỉ quỹ				
	Mua	Bán	Tổng	Toàn thị trường	Tỷ trọng
2000	0	0	0	0	
2001	0	0	0	0	
2002	0	0	0	0	
2003	0	0	0	0	
2004	567,806	2,919,220	3,487,026	32,899,099	5.30%
	Tổng cộng				
	Mua	Bán	Tổng	Toàn thị trường	Tỷ trọng
2000	5,926,543	2,321,106	8,247,649	92,357,484	4.47%
2001	33,423,792	24,233,281	57,657,073	1,034,721,064	2.79%
2002	51,894,747	91,943,458	143,838,205	1,080,891,076	6.65%
2003	720,562,889	1,911,981,953	2,632,544,842	2,998,321,486	43.90%
2004	7,955,328,121	11,238,411,801	19,193,739,922	19,887,150,295	48.26%

*Tỷ trọng được tính trên giao dịch hai chiều (cả mua và bán)

Đánh giá:

- Bảng số liệu trên cho thấy vai trò tạo lập thị trường của các CTCK đã ngày càng rõ nét. Hoạt động tự doanh của các CTCK trên TTCK Việt nam nhằm “kích hoạt” thị trường giao dịch trong trường hợp số lượng hoặc giá cổ phiếu giao dịch sụt giảm liên tục. Còn giao dịch tự doanh trái phiếu mới thực sự mang lại cho các CTCK lợi nhuận lớn. Điều đó lý giải vì sao giá trị tự doanh trái phiếu của các CTCK trong 2 năm 2003, 2004 là trên 52% so với tổng giá trị giao dịch (2 chiều) toàn thị trường đồng thời doanh thu tự doanh

của các công ty chứng khoán trong năm 2004 gấp 8 lần năm 2003; Về cơ cấu giá trị tự doanh trái phiếu chiếm 90%.

- Các CTCK về thực chất chỉ đóng vai trò cung cấp các dịch vụ liên quan đến đầu tư chứng khoán song hoạt động đầu tư của họ rõ ràng có ảnh hưởng lớn đến qui mô giao dịch của thị trường, một phần định hướng đầu tư cho các cá nhân đầu tư. Với một TTCK mới như Việt nam, trong điều kiện thiếu vắng các tổ chức đầu tư, vai trò của các CTCK cần được khuyến khích nhằm tạo tính thanh khoản cao hơn cho thị trường.

2.2.2.5. Các tổ chức tài chính khác

Công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính, quỹ đầu tư mạo hiểm

Thực tế hiện nay, các tổ chức tài chính khác như công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính hay các quỹ đầu tư mạo hiểm theo chiến lược hoạt động và do năng lực tài chính hạn chế chủ yếu hướng đầu tư trực tiếp vào doanh nghiệp (góp vốn, mua cổ phần) hay các dự án, hầu như không tham gia đầu tư trên TTCK với vai trò nhà đầu tư chiến lược. Do đó tiềm năng của các tổ chức này đóng vai trò là nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK trong thời gian trước mắt chưa khả quan.

Đầu tư của các công ty tài chính theo bảng dưới đây cho thấy sử dụng vốn của công ty tài chính hiện nay chủ yếu để cho vay các đối tượng trong các tổng công ty hoặc tổ chức tín dụng (gần 55% năm 2003), hoặc dưới dạng tiền gửi (20%). Nói chung, các công ty tài chính cũng không phải là đối tượng tham gia đầu tư tiềm năng trên TTCK.

Bảng 34 : Tổng hợp tình hình hoạt động của các công ty tài chính

Đơn vị : triệu đồng

<i>Thời điểm</i>	<i>31/12/2002</i>		<i>31/12/2003</i>		<i>Tăng/giảm</i>	
<i>Khoản mục</i>	<i>Giá trị</i>	<i>Tỷ trọng</i>	<i>Giá trị</i>	<i>Tỷ trọng</i>	<i>Giá trị</i>	<i>%</i>
I. Tổng nguồn vốn	2.863.644	100%	5.286.460	100%	2.422.816	84,61
1. Vốn tự có	310.067	10,83%	331.096	6,26%	21.029	6,78
2. Vốn huy động trên 12T	52.433	1,83%	598.771	11,33%	546,338	1041,97
3. Vay TCTD khác	407.107	14,22%	1.119.022	21,17%	711,915	174,87

4. Vốn ủy thác	1.981.719	69,20%	1.497.684	28,33%	-484.035	-24,43
5. Nguồn vốn khác	111.728	39,02%	1.739.887	32,91%	1.628.159	1457,25
II. Sử dụng vốn	2.863.644	100%	5.286.460	100%	2.422.816	84,61
1. CTTC & cho vay	2.162.853	75,53%	1.986.682	37,58%	-176.171	-8,15
2. Tổng dư nợ quá hạn	0	0	5.321	0,10%	5.321	
3. Tiền gửi tại các TCTD khác	315.491	11,02%	1.100.471	20,82%	784.980	248,81
4. Tiền mặt, tiền gửi NHNN	3.001	0,10%	11.986	0,23%	8.985	299,40
5. Đầu tư chứng khoán	36.919	1,29%	79.937	1,51%	43.018	116,52
6. Góp vốn mua cổ phần	32.386	1,13%	75.015	1,42%	42.629	131,63
7. Cho các TCTD vay	164.805	5,76%	922.029	17,44%	757.224	459,47
8. Sử dụng khác	148.209	5,18%	1.110.340	21,00%	962.131	649,17
III. Kết quả kinh doanh	9.100		11.455			

Nguồn : Ngân hàng Nhà nước

Quỹ Bảo hiểm xã hội Việt nam

Từ khi quỹ được thành lập và có nguồn thu thì lãi từ hoạt động đầu tư có thu nhập cố định là 4.000 tỷ đồng. Ước tính tổng doanh thu/tổng vốn trung bình trong các năm qua chỉ khoảng 3%, đây là một tỷ lệ còn quá thấp cho việc duy trì an toàn thanh toán ròng cho một đội ngũ lao động đông đảo và lương thấp như hiện nay.

Bảng 35 : Số tiền thu BHXH và hoạt động đầu tư tăng trưởng quỹ BHXH từ năm 1995-2001

Đơn vị : triệu đồng

Năm	Tiền thu BHXH	% so với năm trước	Tiền đầu tư	% so với năm trước	Lãi từ đầu tư	% so với năm trước
1995	788.486*					
1996	2.569.733	100	1.078.636	100	18.151	100
1997	3.445.611	34,08	4.072.069	277,52	209.792	1055,82
1998	3.875.956	12,48	7.493.161	84,01	467.166	122,68
1999	4.186.064	8,00	10.628.002	41,84	659.675	41,21
2000	5.198.221	24,10	15.662.942	47,37	816.214	23,73
2001	6.348.184	22,10	21.052.000	34,41	1.100.000	34,77

Nguồn : Báo cáo quyết toán hàng năm của BHXH Việt Nam

*788.486 triệu đồng là số tiền thu BHXH của quý IV năm 1995

Có thể dễ dàng nhận thấy, cùng với sự tăng lên trong tiền thu BHXH, số tiền dành cho đầu tư cũng ngày càng tăng lên, với tỷ trọng ngày càng lớn hơn.

Bảng 36 : Hoạt động đầu tư, tăng trưởng quỹ BHXH năm 2001

Đơn vị : tỷ đồng

<i>Đối tượng đầu tư</i>	<i>Tiền đầu tư</i>	<i>Lãi suất đầu tư</i>	<i>Tiền thu lãi đầu tư</i>
NHĐT&PT Việt Nam	3.200	5,1%	163
Các NHTM	6.374	6,6%	400
Quỹ hỗ trợ phát triển	7.700	5,4%	415
Bộ Tài chính (NSNN)	2.078	3,6%	74
Mua Công trái Chính phủ	700	10%	70
Mua trái phiếu kho bạc	1.000	5,4%	54
Tổng cộng	21.052		1.100

Tuy nhiên, do quỹ không được chủ động trong việc quyết định đầu tư nên tỷ trọng đầu tư vào các tài sản có tính sinh lời cao còn rất thấp (chỉ có 3,33% được dành để mua Công trái của Chính phủ), các khoản mục đầu tư tập trung vào chi cho NSNN (qua Bộ Tài chính) và trái phiếu lãi suất thấp, vì vậy, làm giảm đáng kể hiệu quả đầu tư.

Bảng 37 : Thực trạng đầu tư của BHXH Việt Nam

(Tính đến ngày 25/11/2004)

Đơn vị : triệu đồng

STT	Đối tượng đầu tư	Giá trị đầu tư
1	Hệ thống Ngân hàng Đầu tư	5.440.000
2	Hệ thống Ngân hàng Chính sách	750.000
3	Hệ thống Ngân hàng Công thương	4.950.000
4	Hệ thống Ngân hàng Nông nghiệp	7.980.000
5	Ngân sách Nhà nước	8.079.000
6	Quỹ Hỗ trợ Phát triển	9.650.000
7	Công trái	700.000
8	Trái phiếu Chính phủ	3.000.000
	Tổng cộng	40.549.000

Đặc tính của khoản mục đầu tư từ BHXH là chủ yếu đầu tư theo chỉ định của Chính phủ, lãi suất thấp, dẫn đến hiệu quả đầu tư thấp. Tính đến

cuối tháng 11/2004, tổng thu của BHXH đạt **57.943 tỷ (đầu tư 40.549 tỷ đồng)**, trong đó BHXH là **53.563 tỷ**, BHYT (chỉ trong năm 2003 & 2004) là **4.380 tỷ**. Tổng chi của BHXH là **78.238 tỷ**, trong đó chỉ có **17.071 tỷ** lấy từ nguồn thu của BHXH, phần còn lại lấy từ NSNN. Vì vậy cần có cơ chế tự chủ hơn cho BHXH để có thể phát huy tối đa nguồn lực, tiến tới tự cân đối thu chi, đảm bảo cho các khoản thanh toán BHXH.

Đánh giá:

Trên thế giới quỹ bảo hiểm xã hội là nhà đầu tư lớn trên TTCK, song ở Việt Nam hiện nay quỹ BHXH đang dùng nguồn vốn nhàn rỗi để đầu tư với hiệu quả không cao hoặc để phục vụ cho nhu cầu theo chỉ định của Nhà nước. Ngoài thực tế loại hình quỹ hưu trí tư nhân chưa phát triển, bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế là những tổ chức tài chính có tiềm năng rất lớn trên thị trường chứng khoán Việt Nam một khi vấn đề hiệu quả quản lý tài sản của các tổ chức này được đặt ra. Vấn đề hiện nay đối với hoạt động của quỹ còn là thất thu rất lớn do người sử dụng lao động không chấp hành nghiêm qui định đóng bảo hiểm cho người lao động. Để quỹ bảo hiểm xã hội có thể tham gia đầu tư trên TTCK nói riêng và tăng năng lực tài chính nói chung phục vụ ngày càng hiệu quả hơn vì lợi ích của những người tham gia bảo hiểm cần thiết phải giải quyết các vấn đề về địa vị pháp lý, chức năng hoạt động hay nói cách khác cần có Luật Bảo hiểm xã hội để quỹ có thể hoạt động với tư cách tổ chức tài chính độc lập.

2.2.3. Đánh giá hoạt động đầu tư của các tổ chức tài chính trên TTCK Việt Nam.

2.2.3.1. Vai trò của các nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK

Nói chung các nhà đầu tư có tổ chức có xu hướng giao dịch chứng khoán trên TTCK có tổ chức. Hiện tại, tuy số lượng nhà đầu tư có tổ chức vẫn còn chiếm tỷ trọng thấp song xét cả về phương diện nắm giữ chứng khoán và giao dịch chứng khoán, các nhà đầu tư có tổ chức luôn giữ vai trò chủ đạo. Tuy số lượng chỉ chiếm 1% nhưng giá trị giao dịch chứng khoán trên TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh của các pháp nhân và tổ chức đầu tư trong năm 2004 là gần 40%.

Bảng 38: Số Tài khoản mở tại các Công ty chứng khoán

(thời điểm cuối năm)

	2000	2001	2002	2003	2004
Nhà đầu tư cá nhân	2,870	8,703	13,398	15,569	21,402
Nhà đầu tư có tổ chức	38	71	122	166	214
Tổng cộng	2,908	8,774	13,520	15,735	21,616
Tỷ lệ nhà đầu tư có tổ chức	1.31%	0.81%	0.90%	1.05%	0.99%

Đặc biệt, nhà đầu tư nước ngoài, tuy chỉ chiếm trên 1% về số lượng nhà đầu tư song lại chiếm đến 7% tỷ trọng giao dịch chứng khoán trên TTGD.

Bảng 39: Tình hình các nhà đầu tư vào TTCK

Việt Nam (thời điểm 30/6/2004)

	Trong nước		Nước ngoài		Tổng cộng	
	Số lượng	Tỷ trọng	Số lượng	Tỷ trọng	Số lượng	Tỷ trọng
Cá nhân	17.921	98,01%	178	0,97%	18099	98,98%
Tổ chức	161	0,88%	25	0,14%	186	1,02%
Tổng cộng	18.082	98,89%	203	1,11%	18.285	100%

Trong số 15 nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài nắm giữ chứng khoán tại thời điểm 30/6/2004, có 6 quỹ đầu tư, chiếm tỷ trọng 52,13% về giá trị đầu tư (trên 89% tỷ trọng đầu tư trái phiếu), các nhà đầu tư còn lại chủ yếu là các công ty quản lý quỹ nước ngoài.

Đối với các nhà đầu tư trong nước, tuy số lượng tài khoản được mở khá nhiều song tại thời điểm 30/6/2004, chỉ có 36 tổ chức tài chính (gồm 1 công ty tài chính, quỹ đầu tư phát triển thành phố Hồ Chí Minh, công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện, 26 NHTM và 7 công ty bảo hiểm) nắm giữ chứng khoán, trong đó tỷ trọng giá trị đầu tư chiếm đến 98,77%, đặc biệt trên 99% được đầu tư vào trái phiếu.

Tuy thị trường mới đi vào hoạt động được hơn 4 năm, có thể nhận thấy quy mô và tỷ trọng đầu tư trên TTCK của các nhà đầu tư có tổ chức gia tăng qua các năm cùng với sự phát triển của thị trường (sự xuất hiện

của quỹ đầu tư chứng khoán đầu tiên, sự tham gia của các công ty bảo hiểm và các công ty chứng khoán do ngân hàng thành lập).

Có thể dễ dàng nhận thấy vai trò nổi bật của quỹ đầu tư chứng khoán (chỉ riêng VF1 đã huy động được 300 tỷ đồng vốn đầu tư, gần bằng 1/10 giá trị thị trường của cổ phiếu, trên 1/5 giá trị cổ phiếu niêm yết tại thời điểm 31/12/2004), quỹ bảo hiểm xã hội và các công ty bảo hiểm (đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ) với nguồn vốn huy động lớn và dài hạn.

Cũng giống như tại thị trường các nước đi trước, các nhà đầu tư có tổ chức chính là những người *tạo nên qui mô cung – cầu lớn* cho TTCK ; *tạo lập, định hướng thị trường*, tuy chưa đạt được mức chuyên nghiệp nhưng bước đầu đã dẫn dắt được hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK và là tác nhân *tạo ra tính thanh khoản* cho thị trường trong giai đoạn thị trường nhiều khi rơi vào trạng thái trầm lắng.

2.2.3.2. Tiềm năng tham gia đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính

Về đối tượng tổ chức tài chính, như đã đánh giá ở trên, các quỹ đầu tư chứng khoán, các công ty kinh doanh bảo hiểm - đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ, Quỹ bảo hiểm xã hội với lợi thế về quy mô và kỳ hạn nguồn vốn, với chức năng hoạt động vốn có là những tổ chức có điều kiện thuận lợi để đầu tư vào TTCK, đang và sẽ là những nhà đầu tư tiềm năng nhất trên thị trường.

Các NHTM, công ty tài chính, các công ty cho thuê tài chính, quỹ đầu tư phát triển địa phương và các tổ chức tài chính khác, do đặc thù hoạt động của mình, có thể tham gia đầu tư tích cực hơn vào TTCK khi có một khung pháp lý hoàn chỉnh hơn để hoạt động theo hướng linh hoạt, đúng chức năng, ít chịu sự can thiệp hành chính hơn .

Về danh mục đầu tư, nói chung các tổ chức tài chính sẽ tham gia đầu tư vào các chứng khoán được phát hành theo qui định pháp luật chặt chẽ, công khai, chuẩn mực và giao dịch trên TTCK có tổ chức, đặc biệt là các chứng khoán niêm yết hoặc chứng khoán của chính phủ. Quỹ đầu tư chứng khoán sẽ là nhà đầu tư lớn trên thị trường cổ phiếu, tiếp đó có thể là các công ty bảo hiểm, hoặc có thể các quỹ BHXH. Các tổ chức tài chính

khác chủ yếu tập trung vào trái phiếu nhằm mục tiêu bảo toàn vốn và tránh rủi ro cao. Ngoài ra các NHTM có thể cũng tham gia đầu tư vào trái phiếu để hạn chế lỗ do dư thừa nguồn vốn huy động hoặc thay vì cấp tín dụng thì đầu tư vào trái phiếu để tránh rủi ro.

2.2.3.3. Nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính

Các nhân tố khách quan

- *Môi trường kinh tế vĩ mô* ngày càng ổn định, nền kinh tế phát triển nhanh và vững chắc (tăng trưởng GDP trung bình ở mức 7,5%) đã một mặt tạo đà cho sự mở rộng và phát triển của các công ty, tạo ra nhu cầu huy động vốn ngày càng lớn (theo dự kiến, vốn cần huy động cho đầu tư phát triển năm 2005 là 300.000 tỷ đồng); mặt khác góp phần tăng thu nhập và tỷ trọng tiết kiệm của các nhà đầu tư, cả cá nhân và tổ chức, tạo ra nguồn vốn đầu tư trở lại nền kinh tế.

Chính sách tiền tệ hiện nay được NHNN theo đuổi là sử dụng công cụ lãi suất, tỷ giá nhằm ổn định giá trị đồng tiền, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế tuy chưa hoàn toàn theo hướng thị trường song tạo sự ổn định tương đối cho đầu tư tài chính.

- *Thị trường tài chính của Việt Nam đang trong quá trình xây dựng và hoàn thiện*, nhưng vẫn ở trình độ thấp không được vận hành như một chỉnh thể mà bị phân đoạn - thị trường tiền tệ do NHNN quản lý, thị trường bảo hiểm, TTCK do Bộ Tài chính quản lý ; trong khi Chính phủ chưa có một chiến lược xây dựng và phát triển thị trường tài chính tổng thể. Điều này hạn chế sự tham gia đầu tư của các tổ chức tài chính trên TTCK do kém linh hoạt trong điều chuyển vốn, chi phí cao, thủ tục hành chính phức tạp, nhất là sự e ngại của các tổ chức tài chính nước ngoài.

- *Các chính sách liên quan đến đầu tư trên TTCK* (miễn thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài, ưu đãi thuế thu nhập cho các dự án tái đầu tư tại Việt Nam và quản lý ngoại hối) đã dần dần được thay đổi theo chiều hướng tích cực, hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên điều mà nhà đầu tư có tổ chức cần hơn chính là sự ổn định

lâu dài và rõ ràng của các chính sách được ban hành. Về khía cạnh này Việt nam còn nhiều hạn chế.

- *Khung pháp lý* điều chỉnh hoạt động của TTCK và các định chế đầu tư có tổ chức trên TTCK đã tương đối đầy đủ song vẫn còn những chồng chéo, bất cập và có cả những bất hợp lý cản trở nhà đầu tư tham gia thị trường, thiếu cơ chế bảo vệ nhà đầu tư, hạn chế rủi ro. Hầu như mỗi loại hình tổ chức tài chính lại chịu sự điều chỉnh của các văn bản pháp lý riêng rẽ ở những mức độ rất khác nhau. Hiện nay Việt nam cần có khung pháp lý điều chỉnh hoạt động của các quỹ đầu tư nhằm ‘quy chuẩn’ mô hình, phạm vi hoạt động, quản lý giám sát hoạt động của các quỹ này. Điều này không chỉ cần thiết để mở đường cho các quỹ đầu tư tham gia TTCK mà quan trọng hơn là để tăng cường huy động vốn cho đầu tư phát triển nói chung và bảo vệ lợi ích các nhà đầu tư.

- *Sự phát triển của bản thân TTCK* còn quá chậm chạp, qui mô thị trường nhỏ, tính minh bạch và kỷ luật thị trường chưa cao sẽ là nhân tố cản trở sự hiện hữu của các tổ chức tài chính với tư cách nhà đầu tư trên TTCK.

- Hiểu biết chung của xã hội hiện nay về TTCK, về đầu tư trên TTCK còn hạn chế ảnh hưởng đến huy động vốn đầu tư của tổ chức tài chính.

Các nhân tố chủ quan :

- Các tổ chức tài chính tham gia đầu tư trên TTCK hiện nay tuy có quy mô vốn lớn hơn so với các nhà đầu tư khác trên thị trường song nguồn vốn thực sự có thể được sử dụng cho đầu tư trên TTCK cũng không cao do các ràng buộc về mô hình, chức năng hoạt động, quy mô và cơ cấu vốn huy động. Các ngân hàng thương mại là tổ chức trung gian có thể huy động lượng vốn lớn song mục tiêu chính là đi vay để cho vay và bảo toàn vốn, vốn huy động phần nhiều lại là ngắn hạn, theo quy định không được đầu tư nhiều vào các tài sản rủi ro như cổ phiếu trên TTCK. Các quỹ đầu tư phát triển, các công ty tài chính thì chủ yếu phải dành vốn đầu tư theo chỉ định, không thể tự chủ về vốn để sử dụng có hiệu quả nhất nguồn vốn của mình.

- Tính chuyên nghiệp trong đầu tư của các tổ chức tài chính trên TTCK chưa cao. Điều này một phần do TTCK mới đi vào hoạt động chưa

được 5 năm, các tổ chức đầu tư đang trong quá trình phát triển nguồn nhân lực cũng như cần thời gian để thích ứng với thị trường.

CHƯƠNG III

CÁC GIẢI PHÁP THÚC ĐẨY CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH THAM GIA ĐẦU TƯ VÀO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

3.1. Quan điểm định hướng về đầu tư của các tổ chức tài chính trên TTCK

Như đã trình bày tại chương 2 của đề tài, các tổ chức tài chính với tư cách là nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường giao dịch chứng khoán Việt nam hiện nay tuy chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ về số lượng song đã thể hiện vai trò quan trọng đối với thị trường ở giá trị giao dịch chứng khoán, tính chiến lược trong hoạt động đầu tư, tính định hướng trong giao dịch chứng khoán.

Tại Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg ngày 5/1/2003 của Thủ tướng Chính phủ Phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt nam đến năm 2010 đã nêu rõ mục tiêu phát triển TTCK: “ Phát triển TTCK cả về quy mô và chất lượng hoạt động nhằm tạo ra kênh huy động vốn trung và dài hạn cho đầu tư phát triển, góp phần phát triển thị trường tài chính Việt Nam; duy trì trật tự, an toàn, mở rộng phạm vi, tăng cường hiệu quả quản lý, giám sát thị trường nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế”.

Để đạt được mục tiêu đã đề ra một trong những định hướng mang tính giải pháp để phát triển cơ sở nhà đầu tư là: “Thiết lập hệ thống các nhà đầu tư có tổ chức bao gồm các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán, các công ty tài chính, công ty bảo hiểm, các quỹ bảo hiểm, quỹ đầu tư..., tạo điều kiện cho các tổ chức này tham gia thị trường với vai trò là các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và thực hiện chức năng của nhà tạo lập thị trường. Mở rộng và phát triển các loại hình quỹ đầu tư chứng khoán; tạo điều kiện cho các nhà đầu tư nhỏ, các nhà đầu tư cá nhân tham gia vào TTCK thông qua góp vốn vào các quỹ đầu tư.”

Trên cơ sở thực tiễn hoạt động của các tổ chức tài chính và thực trạng TTCK hiện nay, kết hợp với chủ trương của Nhà nước về phát triển TTCK, chúng tôi đề xuất quan điểm định hướng về phát triển và quản lý hoạt động đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính ở Việt nam như sau:

3.1.1. Định hướng vĩ mô

3.1.1.1 Phát triển thị trường tài chính Việt nam trong tổng thể chiến lược phát triển kinh tế xã hội là tiền đề quan trọng để các tổ chức tài chính phát triển và gia tăng tham gia đầu tư trên TTCK

Một thị trường tài chính (bao hàm cả TTCK) phát triển thể hiện ở sự phát triển về qui mô ; hoàn thiện về cấu trúc, phong phú về công cụ đặc biệt là các công cụ phòng ngừa rủi ro ; vận hành thị trường trên cơ sở các quan hệ thị trường thực sự đảm bảo các nguyên tắc cơ bản là giảm thiểu sự can thiệp hành chính, tăng cường cạnh tranh và giá cả phản ánh đúng quan hệ cung cầu trên thị trường.

3.1.1.2. Tăng cường hiệu lực và hiệu quả quản lý nhà nước Nhà nước đối với TTCK tạo điều kiện cho các tổ chức tài chính hoạt động và phát triển

Nhà nước thực hiện chức năng quản lý của mình là đảm bảo cho thị trường hoạt động minh bạch, công bằng trên cơ sở khung pháp lý ngày càng hoàn thiện (có dựa trên những chuẩn mực quốc tế). Nhà nước cần xây dựng cơ chế giám sát, sử dụng chế tài thích hợp và hiệu quả, tăng cường sự phối hợp và nâng cao năng lực và xác định rõ vai trò của các cơ quan quản lý nhà nước. Thực hiện tốt chức năng quản lý nhà nước có nghĩa là thực hiện được việc thúc đẩy các tổ chức tài chính nói riêng, các chủ thể tham gia thị trường nói chung hoạt động ngày càng chuyên nghiệp, có trách nhiệm và phát triển.

3.1.2. Định hướng phát triển các tổ chức đầu tư trên TTCK

3.1.2.1. Tăng nhanh qui mô đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính thông qua hình thức lập Quỹ đầu tư chứng khoán, có chính sách khuyến khích phù hợp đối với đầu tư trên TTCK của các tổ chức này và mở rộng phạm vi được phép đầu tư của tổ chức tài chính.

3.1.2.2. Đảm bảo sự bình đẳng khi tham gia đầu tư trên TTCK Việt nam của các tổ chức đầu tư trong và ngoài nước trên cơ sở luật pháp rõ ràng; cơ chế quản lý, giám sát hiệu quả.; Hướng tới quản lý TTCK nói chung, các nhà đầu tư có tổ chức nói riêng theo những thông lệ và chuẩn mực quốc tế.

3.1.2.3. Đảm bảo và tăng cường tính tự chủ của các tổ chức tài chính trong quyết định đầu tư bao gồm cả hoạt động đầu tư trên TTCK thông qua các qui định pháp luật có tính nguyên tắc về hoạt động đầu tư và cơ chế quản lý, giám sát đảm bảo tính linh hoạt, hiệu quả trong thực hiện đầu tư của các tổ chức tài chính.

3.1.2.4. Tăng cường tính minh bạch và kỷ luật của TTCK, tính minh bạch và chuyên nghiệp trong hoạt động đầu tư của các tổ chức tài chính mà giải pháp quyết định là tăng cường năng lực của các tổ chức tài chính giám sát và cưỡng chế thực thi pháp luật nghiêm ngặt trên TTCK trong đó chú trọng thực hiện tốt chế độ công bố thông tin đặc biệt là những thông tin có ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư trên thị trường,.

3.2. Các giải pháp thúc đẩy các tổ tài chính chức tài chính tham gia đầu tư vào TTCK.

Nhà đầu tư có vai trò quyết định đến sự phát triển của TTCK. Lòng tin của công chúng đầu tư là yếu tố quyết định đối với khả năng thu hút nguồn vốn và việc xã hội hoá hoạt động đầu tư chứng khoán. Việc mở rộng cơ sở nhà đầu tư nói chung và thu hút nhà đầu tư có tổ chức có một ý nghĩa chiến lược đối với sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam trong giai đoạn tới.

3.2.1. Các giải pháp chung

3.2.1.1. Tạo lập môi trường kinh tế vĩ mô ổn định.

Kinh nghiệm quốc tế cho thấy môi trường kinh tế vĩ mô có tác động vô cùng quan trọng tới sự hình thành và phát triển của các thể chế kinh tế thị trường trong đó có TTCK. Sự ổn định về chính trị, tính nhất quán trong chính sách phát triển kinh tế và sự tăng trưởng bền vững là yếu tố vô cùng quan trọng cho sự hình thành và phát triển TTCK. Duy trì tốc độ tăng trưởng GDP ở mức hợp lý, lạm phát được kiểm soát, ổn định giá trị đồng nội tệ sẽ tạo được sự tin tưởng của các nhà đầu tư tham gia vào TTCK. Ngược lại khi nền kinh tế có những biểu hiện sa sút, mất ổn định sẽ ảnh hưởng rất mạnh đến khả năng sinh lời của việc đầu tư chứng khoán, các nhà đầu tư sẽ dừng hoạt động đầu tư vào chứng khoán và như vậy số lượng đầu tư giảm làm cho

TTCK hoạt động kém hiệu quả. Thực tế đã chứng minh rằng nhân tố đóng góp vào sự phát triển mạnh mẽ của các thị trường mới nổi trong những thập kỷ qua, phần lớn là các nước đang phát triển có sự kết hợp linh hoạt giữa định hướng phát triển nền kinh tế thị trường với vai trò quản lý vĩ mô của Nhà nước trong hoạt động của TTCK. Ngoài ra vấn đề này còn cần được sự hỗ trợ mạnh mẽ bởi việc gia tăng các định chế tài chính trung gian tham gia vào các hoạt động trên thị trường vốn như công ty chứng khoán, Quỹ đầu tư, quỹ dự phòng, bảo hiểm.v.v.

Trong hoàn cảnh nền kinh tế Việt Nam như hiện nay, mục tiêu đặt ra cho hoạt động của TTCK Việt Nam là huy động tối đa các nguồn vốn trong và ngoài nước vào công việc phát triển nền kinh tế. Để đạt được điều đó đòi hỏi phải có hệ thống chính sách đồng bộ cho việc phát triển thị trường vốn và xây dựng hệ thống cơ sở hạ tầng cho các khu vực tài chính liên quan. Đây là một vấn đề khó khăn trong bối cảnh những điều kiện căn bản làm tiền đề cho việc hình thành và phát triển thị trường vốn ở nước ta còn trong trạng thái sơ khai. Vì vậy, vấn đề đặt ra cho việc hoạch định chiến lược phát triển thị trường vốn hiệu quả trước tiên là phải có hệ thống chính sách hoàn chỉnh để thúc đẩy kinh tế phát triển. Các giải pháp cần đạt tới là củng cố, phát triển các thành phần kinh tế trên cơ sở qui hoạch lại khu vực DNNN, thông qua việc sử dụng các công cụ của thị trường vốn để huy động mọi nguồn vốn nhằm khuyến khích phát triển khu vực tài chính liên quan, trên cơ sở phân bổ có hiệu quả các nguồn vốn đầu tư đến những nơi có nhu cầu về vốn. Thông qua việc thúc đẩy phát triển khu vực kinh tế dân doanh, nhằm tạo ra hệ thống tài chính lành mạnh cho phép các lực lượng tham gia thị trường có sự cạnh tranh tích cực, tạo động lực thúc đẩy phát triển thị trường, qua đó huy động tối đa các nguồn lực của xã hội vào phát triển kinh tế.

Như chúng ta đã biết, chính sách tài chính và chính sách tiền tệ là hai công cụ quan trọng chủ yếu trong hệ thống các công cụ, chính sách kinh tế chủ yếu của Nhà nước để điều tiết vĩ mô đối với nền kinh tế. Tài chính - tiền tệ có mối quan hệ mật thiết với nhau trong nền kinh tế cũng như trong việc hình thành và phát triển thị trường vốn ở Việt Nam, được thể hiện trong việc phối hợp và điều hành chính sách tài chính và chính sách tiền tệ trong tổng thể thống nhất của hệ thống chính sách kinh tế vĩ mô của Nhà nước. Chính sách vĩ mô này cần sự hỗ trợ của các chính sách kinh tế vĩ mô khác và ngược lại nó cũng tác động tới tất cả các chính sách kinh tế vĩ mô khác. Vấn đề ở

đây là sự lựa chọn mục tiêu cho mỗi giai đoạn. Chẳng hạn, kế hoạch phát triển đặt ra sẽ không thể thực hiện được nếu không có chính sách tài chính phù hợp. Giá cả không thể ổn định nếu chính sách tài khoá mở rộng quá mức, thu nhập tăng nhanh hơn năng suất lao động. Các chính sách kinh tế vĩ mô cơ bản tác động tới tổng cung, tổng cầu của nền kinh tế, thông qua đó tác động tới tăng trưởng kinh tế, ổn định kinh tế vĩ mô (kiểm soát lạm phát và cân bằng cán cân thanh toán quốc tế), tạo công ăn việc làm. Chính vì vậy, việc phối hợp tốt các chính sách vĩ mô là yêu cầu tiên quyết nhằm tạo ra sức mạnh tổng hợp trong thực hiện các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội. Nếu không được phối hợp tốt các chính sách kinh tế vĩ mô có thể triệt tiêu tác dụng tích cực của nhau hay ít nhất cũng kìm hãm khả năng phát huy tác dụng của từng chính sách. Thực tế và lý thuyết đã chứng minh tầm quan trọng của việc phối hợp nói lỏng hay thắt chặt chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ - công cụ điều hành kinh tế vĩ mô cơ bản của Chính phủ đối với nền kinh tế thị trường. Mỗi động thái của chính sách này đều tác động tích cực hay tiêu cực đến nền kinh tế; Điều đó hoàn toàn phụ thuộc vào sự lựa chọn mục tiêu của chúng ta ở mỗi giai đoạn.

Thực tiễn hơn 15 năm đổi mới có thể khẳng định rằng vận dụng cơ chế thị trường đòi hỏi phải nâng cao năng lực quản lý vĩ mô của Nhà nước, đồng thời xác lập đầy đủ chế độ tự chủ của các đơn vị sản xuất kinh doanh, nhằm phát huy tác động tích cực to lớn đi đôi với ngăn ngừa, hạn chế, khắc phục những mặt tiêu cực của thị trường. Nhà nước quản lý thị trường bằng pháp luật, kế hoạch, cơ chế, chính sách, các công cụ đòn bẩy kinh tế và vai trò của khu vực kinh tế Nhà nước. Để tiếp tục đổi mới cơ chế quản lý kinh tế với mục tiêu xoá bỏ triệt để cơ chế tập trung quan liêu bao cấp, hình thành tương đối đồng bộ cơ chế thị trường có sự quản lý của Nhà nước theo định hướng XHCN Nhà nước cần phải tiến hành đồng bộ các bước sau:

Hoàn chỉnh hệ thống pháp luật về kinh tế: Trên cơ sở ban hành các đạo luật mới, kết hợp với hoàn thiện, bổ sung các đạo luật hiện hành để tiếp tục thể chế hoá cương lĩnh, chiến lược và các chủ trương, chính sách của Đảng, hình thành khuôn khổ pháp lý đồng bộ, cần thiết cho các hoạt động kinh tế.

Đổi mới chính sách tài chính tiền tệ, giá cả: Chính sách tài chính phải nhằm mục tiêu thúc đẩy sản xuất phát triển, huy động và sử dụng có hiệu

quả các nguồn lực; tăng tích lũy từ nội bộ nền kinh tế để tạo vốn cho đầu tư phát triển; đáp ứng những nhu cầu chi thường xuyên thật sự cần thiết, cấp bách; bảo đảm quản lý thống nhất nền tài chính quốc gia; giảm bội chi ngân sách, khống chế và kiểm soát lạm phát. Xử lý đúng đắn các mối liên hệ: tích lũy, tiêu dùng; tài chính Nhà nước và tài chính doanh nghiệp, tài chính dân cư, ngân sách trung ương và ngân sách địa phương, chi thường xuyên và chi cho đầu tư phát triển, chi bảo đảm quốc phòng - an ninh; huy động vốn trong nước và vốn bên ngoài...

Để tạo được vốn đầu tư phát triển, giải pháp cơ bản và lâu dài là phải làm ăn có hiệu quả, phát triển kinh tế, thực hành triệt để tiết kiệm trong chi tiêu của Nhà nước, trong SXKD và trong tiêu dùng, nâng cao hiệu quả của đầu tư, đẩy mạnh hơn nữa xuất khẩu hàng hoá và đa dạng hoá các kênh huy động vốn. Đổi mới chính sách thuế theo hướng đơn giản, ổn định, công bằng, khuyến khích làm ăn hợp pháp; thực hiện chính sách ưu đãi hơn nữa về thuế đối với đầu tư phát triển và đối với những khu vực còn khó khăn.

Nâng cao năng lực hiệu quả quản lý kinh tế của Nhà nước: Nhà nước thực hiện tốt các chức năng như: định hướng sự phát triển của nền kinh tế; trực tiếp đầu tư vào một số lĩnh vực để dẫn dắt nỗ lực phát triển theo định hướng XHCN; thiết lập khuôn khổ luật pháp, có hệ thống chính sách nhất quán để tạo môi trường ổn định, thuận lợi cho giới kinh doanh; khắc phục hạn chế và kiểm soát toàn bộ hoạt động kinh tế - xã hội. Thực hiện đúng chức năng quản lý Nhà nước về kinh tế và chức năng chủ sở hữu tài sản công của Nhà nước. Các Bộ và các cấp chính quyền không nên can thiệp sâu vào chức năng quản trị kinh doanh và quyền tự chủ hạch toán của doanh nghiệp.

3.2.1.2. Chính sách tiền tệ ổn định, kiểm chế lạm phát

Môi trường tài chính tiền tệ được coi là cơ sở hạ tầng, là huyết mạch của nền kinh tế. Đặc biệt, môi trường tài chính tiền tệ có một vai trò vô cùng quan trọng đối với môi trường đầu tư, sự ổn định của đồng tiền, kiểm chế lạm phát hợp ở mức hợp lý, nhằm đảm bảo khuyến khích đầu tư (cả đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp) sẽ giúp cho nhà đầu tư an tâm hơn khi bỏ đồng vốn vào kinh doanh, mà không sợ mất vốn do lạm phát hoặc biến động về tỷ giá của đồng nội tệ so với các đồng tiền mạnh (chuyển đổi). Để có một môi trường tài chính ổn định, trước hết phải một nền tài chính quốc gia lành

mạnh. Tiếp theo, cần phải có một đồng tiền ổn định thông qua sự điều tiết chính sách tiền tệ và lãi suất của Ngân hàng Trung ương.

Chính sách tài chính và chính sách tiền tệ là hai công cụ quan trọng chủ yếu trong hệ thống các công cụ chính sách kinh tế chủ yếu của Nhà nước để điều tiết vĩ mô đối với nền kinh tế. Hai chính sách này vừa có tính đồng nhất vừa có tính khác biệt đối với nhau. Do vậy, việc phối hợp chính sách tài chính và chính sách tiền tệ sẽ góp phần quan trọng vào việc ổn định nền kinh tế.

Có thể nói, điểm đồng nhất xuất phát bao trùm và cơ bản nhất của cả hai công cụ này là: chúng đều là những chính sách - công cụ của Nhà nước để quản lý vĩ mô đối với nền kinh tế. Trong thực tế, cả chính sách tài chính và chính sách tiền tệ đều chỉ là những công cụ chủ yếu và trực tiếp gây nên những ảnh hưởng ở mặt cầu của nền kinh tế, làm thay đổi những điều kiện cân bằng ngắn hạn thông qua việc tác động làm thay đổi mức cung tiền hoặc thông qua thay đổi lãi suất (chính sách tiền tệ) hoặc bằng cách thay đổi thu chi và cơ cấu của ngân sách Nhà nước (chính sách tài chính). Tác động của cả hai chính sách này đều có thể làm thay đổi mức giá, sản lượng, hướng nền kinh tế tới những mục tiêu mong muốn.

Mặc dù có những điều thống nhất như đã nêu ở trên, nhưng các chính sách thông thường và phổ biến luôn khác biệt nhau. Chính sự khác biệt này mới là tất yếu khách quan cho sự tồn tại của mỗi một chính sách như chính nó đang và sẽ tồn tại trong hiện thực.

Đây là vấn đề quan trọng đối với sự phát triển của toàn nền kinh tế nói chung và TTCK nói riêng, do đó cần có một số chính sách quản lý thích hợp, cụ thể như sau:

- **Thứ nhất**, bên cạnh việc tạo lập một môi trường kinh tế và pháp lý cần thiết, Nhà nước cần phải duy trì một chính sách tài chính quốc gia lành mạnh. Trong những năm gần đây, việc giảm thâm hụt ngân sách nhà nước và giảm sự tài trợ thâm hụt thông qua nguồn tín dụng ngân hàng đã đánh dấu một bước chuyển biến tích cực trong chính sách quản lý tài chính quốc gia. Tuy nhiên, nhà nước cần phải thực hiện các chính sách quản lý tài chính và quản lý nợ chặt chẽ và hiệu quả hơn thông qua các chế độ tài chính thích hợp. Trước hết, nhà nước cần chú trọng hơn đến việc cân đối thu chi ngân sách, bảo đảm nguyên tắc chi tiêu ngân sách dựa vào nguồn thu mà chủ yếu

là thu thuế. Để đạt được điều này, chính sách thuế cần tiếp tục được cải tổ và hoàn thiện để tận thu hết các nguồn thuế cho ngân sách nhà nước; đồng thời phát huy vai trò điều tiết vĩ mô của chính sách thuế, chú trọng hơn các vấn đề tác động của thuế tới tích lũy và tiêu dùng thông qua việc điều chỉnh giảm tỷ lệ điều tiết thu nhập công ty để chuyển dần và mở rộng thuế thu nhập cá nhân. Vấn đề đặt ra là nhà nước cần điều chỉnh các mức thuế suất phù hợp cho từng giai đoạn phát triển cụ thể, để đảm bảo có được một mức huy động hợp lý, cân đối trong mối quan hệ giữa khuyến khích tích lũy đầu tư và tiêu dùng; giữa nguồn thu và chi của ngân sách nhà nước. Mặt khác, việc vay nợ để bổ sung cho thiếu hụt ngân sách tạm thời cũng như thường xuyên cần được xác lập trên cơ sở kế hoạch ngân sách hàng năm một cách chủ động; chuyển dần từ hình thức phát hành trái phiếu bán lẻ sang các hình thức đấu thầu, bán buôn qua bảo lãnh phát hành và đại lý để giảm chi phí vay và quản lý nợ, đồng thời tạo điều kiện cho thị trường tiền tệ và TTCK phát triển.

- *Thứ hai*, Nhà nước cần phải duy trì một chính sách tiền tệ quốc gia hợp lý, linh hoạt, nhằm giữ vững sức mua đồng tiền để tạo lòng tin cho công chúng yên tâm khi đầu tư vào trái phiếu và cổ phiếu.

Từ những cơ sở và thực tế ở Việt nam hiện nay, định hướng xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ quốc gia là kết hợp sử dụng những tác động cùng chiều các biện pháp kinh tế với vai trò quản lý Nhà nước để hoạch định và điều hành chính sách tiền tệ quốc gia hữu hiệu; từng bước hoà nhập với thông lệ quốc tế trong xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ quốc gia tự chủ.

Với vai trò điều tiết khối lượng tiền tệ nhằm mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền, chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương cần phải được độc lập ở một mức độ nhất định, nhất là không được có các sức ép chính trị. Từ những năm trước đây, chính sách tiền tệ chủ yếu của ngân hàng trung ương được thực hiện thông qua các công cụ kiểm soát trực tiếp như ấn định khung lãi suất tiền gửi, tiền vay của các ngân hàng; kiểm soát chính sách tín dụng của các ngân hàng thương mại và yêu cầu dự trữ bắt buộc. Gần đây, chính sách tiền tệ có một động thái mới là mở thêm hình thức tái chiết khấu, bỏ quy định lãi suất tiền gửi và bắt đầu xây dựng thị trường mở, song việc sử dụng hình thức này còn rất hạn chế và chưa thực sự hiệu quả. Để thực hiện

chính sách tiền tệ một cách hiệu quả và phù hợp với thông lệ quốc tế, ngân hàng trung ương cần chuyển hướng áp dụng chính sách tiền tệ theo xu hướng thị trường, tức là: chuyển sang điều tiết lượng tiền cung ứng một cách gián tiếp thông qua điều tiết lãi suất cơ bản, từng bước phát triển hoạt động thị trường mở, mà chủ yếu là mua bán tín phiếu ngân hàng nhà nước và tín phiếu Kho bạc.

Với chủ trương của Chính phủ phát hành trái phiếu Chính phủ làm mặt hàng chính cho TTGDCK hoạt động thời kỳ đầu, thì việc ngân hàng trung ương điều tiết mua bán tín phiếu Kho bạc sẽ thúc đẩy các hoạt động trái phiếu Chính phủ, giúp cho lãi suất trái phiếu Chính phủ thể hiện được các điều kiện thị trường, từ đó tạo nên một khung lãi suất chuẩn cho các loại trái phiếu khác. Đồng thời, nếu việc mua bán TPCP được thực hiện đều đặn thì giúp nâng cao tính thanh khoản cho TPCP, do đó cũng giúp nâng cao nguồn vốn khả dụng cho các tổ chức tài chính trung gian nắm giữ các loại trái phiếu này.

Những biến động trong chính sách lãi suất của NHNN tất yếu sẽ ảnh hưởng lớn đến việc phát hành trái phiếu, từ đó tác động dây chuyền đến giá cả cổ phiếu và cả thị trường nói chung. Lãi suất phải thể hiện được đầy đủ các yếu tố rủi ro về lạm phát, rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, rủi ro khả năng thanh toán, và rủi ro kỳ hạn. Vì vậy, NHNN nên điều chỉnh mức lãi suất phù hợp với tỷ lệ lạm phát để có mức lãi suất thực không quá cao. Thông qua lãi suất và các công cụ trực tiếp khác (như dự trữ bắt buộc, hạn mức tín dụng). Chính sách tín dụng của NHNN đóng một vai trò quan trọng đối với sự phát triển của TTCK sơ cấp. Nếu NHNN thắt chặt tín dụng thì sẽ khuyến khích các tổ hợp doanh nghiệp vay vốn bằng cách phát hành chứng khoán. Trên cơ sở đó, các tiêu chuẩn lãi suất được hình thành căn cứ vào quan hệ cung - cầu. Doanh nghiệp thường huy động vốn thông qua vay nợ tín dụng hoặc phát hành chứng khoán trên TTCK. Để doanh nghiệp có thể huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu và trái phiếu thì chi phí cho việc phát hành phải thấp hơn chi phí vay vốn từ ngân hàng. Đồng thời, có như vậy thì giá cả trái phiếu cũng như lãi suất trái phiếu mới được quyết định theo tín hiệu của thị trường trong mối quan hệ với các khả năng đầu tư khác.

Tương tự, người đầu tư cũng sẽ so sánh giữa hai hình thức là tiết kiệm và đầu tư chứng khoán. Nếu lãi suất của ngân hàng trả cho nguồn tiết kiệm

cao, người tiết kiệm sẽ thích gửi tiền vào ngân hàng để hưởng lãi suất cao và rủi ro thấp, hơn là mua chứng khoán với lãi suất thấp và rủi ro cao.

Mặt khác, NHNN cần tích cực mở rộng các hình thức thanh toán vốn cho nền kinh tế. Trong những năm gần đây, thị trường vốn liên ngân hàng nội tệ và ngoại tệ, thị trường đấu thầu tín phiếu và trái phiếu, thị trường hối đoái đã được thành lập và bắt đầu đi vào quỹ đạo hoạt động. Các thanh toán này tạo ra giao lưu và thu hút các luồng vốn hình thành ở thanh toán sơ cấp của TTCK. Hệ thống thanh toán bù trừ giữa các ngân hàng cũng đã được thiết lập và đã đạt được những tiến bộ đáng kể trong việc rút ngắn quy trình thanh toán. Tuy nhiên, NHTƯ cần tập trung hơn nữa cho việc phát triển mạng lưới thanh toán giữa các hệ thống NHTM với nhau theo hình thức nối mạng. Có như vậy mới thúc đẩy các giao dịch thanh toán nhanh chóng giúp giảm bớt những chi phí động vốn không cần thiết cho các doanh nghiệp do phải chờ vốn lưu chuyển trên đường; đồng thời giảm thiểu rủi ro cho hệ thống thanh toán trước tình trạng gian lận và chiếm dụng vốn. Đặc biệt, vấn đề này cũng có phần quan trọng lớn đối với hoạt động chứng khoán vì hệ thống ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc tổ chức hệ thống thanh toán giao dịch chứng khoán an toàn, hữu hiệu.

3.2.1.3. Phát triển TTCK trong mối tương quan chặt chẽ với các khu vực khác của thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường bảo hiểm và thị trường tiền tệ, nhằm tạo ra sự cân đối vững chắc trong cấu trúc tài chính để huy động các nguồn lực cho đầu tư phát triển. Từng bước hoàn thiện các thể chế của thị trường tài chính để có thể tham gia vào tiến trình hội nhập vào thị trường vốn quốc tế và khu vực. Thực tiễn trong thời gian qua cho thấy, Đảng và Chính phủ chủ trương phát triển hệ thống thị trường tài chính, trong đó có thị trường vốn, thị trường bảo hiểm, TTCK; tuy nhiên trong việc hoạch định, xây dựng chính sách phát triển và điều hành thực tiễn thì hệ thống thị trường bị chia cắt, thị trường tiền tệ do Ngân hàng Nhà nước quản lý, thị trường bảo hiểm do Bộ Tài chính quản lý, TTCK do UBCKNN quản lý (nay được chuyển vào Bộ Tài chính) nên chưa có một chiến lược phát triển thị trường tài chính nói chung. Vì vậy, định hướng và các giải pháp thực hiện thiếu đồng bộ, chưa coi việc phát triển thị trường vốn, TTCK là khâu đột phá trong chiến lược phát triển kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Việc

người nội bộ hoặc người có liên quan; thông tin sai sự thật gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động giao dịch chứng khoán; các hành vi thâu tóm doanh nghiệp không công khai từ các nhà đầu tư lớn; hoặc những hành vi gây tổn hại đến lợi ích khách hàng từ phía các công ty chứng khoán và nhân viên hành nghề). Tuy nhiên, các văn bản quy phạm này đều là văn bản dưới Luật, vì vậy trong quá trình hoạt động của thị trường các chủ thể tham gia còn chịu sự điều chỉnh bởi các văn bản Luật khác, như Luật Doanh nghiệp, Luật các tổ chức tín dụng, Luật kinh doanh bảo hiểm, Luật phá sản..vv.. nên sự xung đột xảy ra giữa các văn bản pháp luật này với pháp luật về TTCK là điều không tránh khỏi. Điều này làm hạn chế đến bảo đảm lòng tin của nhà đầu tư. Các nhà đầu tư trong và ngoài nước chỉ có thể đầu tư vào TTCK nếu họ nhận thấy rằng vốn đầu tư cũng như kỳ vọng sinh lời của họ được bảo vệ bởi một khuôn khổ luật pháp minh bạch và an toàn. Điều này cho thấy sự cần thiết và tầm quan trọng phải xây dựng một Luật Chứng khoán. Do đó, để tạo sự đồng bộ giữa các văn bản pháp quy và có hiệu lực cao hơn trong việc khuyến khích và bảo vệ nhà đầu tư tham gia thị trường, các quy định này cần được thể chế hoá bằng các điều trong Luật chứng khoán.

Hiện nay, Luật chứng khoán hiện đang được xúc tiến xây dựng và trình Quốc hội thông qua vào năm 2006 để có hiệu lực vào năm 2007 trên tinh thần xây dựng một sân chơi bình đẳng cho các thành viên tham gia thị trường, thiết lập một kênh huy động vốn hiệu quả cho doanh nghiệp và tạo những cơ chế giảm thiểu rủi ro, bảo vệ tối đa lợi ích của nhà đầu tư. Quy định các tiêu chí cụ thể về công bố thông tin công khai, minh bạch, kịp thời để công chúng có cơ sở đánh giá hợp lý về cơ hội đầu tư để đưa ra quyết định đúng đắn. Sự phát triển bền vững của môi trường đầu tư hiệu quả đòi hỏi không ngừng nâng cao các chuẩn mực về công bố thông tin, tạo điều kiện thu hút và bảo vệ nhà đầu tư. Bên cạnh đó pháp luật về chứng khoán cần có những chế tài phát hiện và xử lý kịp thời, nghiêm khắc và công minh những hành vi vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK, nâng cao hiệu quả công tác thanh tra, giám sát và cưỡng chế thực thi. Cùng với quá trình xây dựng luật chứng khoán, việc ban hành các cơ chế chính sách cho phát triển thị trường cần dựa trên các tiêu chí phân tích, đánh giá, dự báo và kế hoạch cụ thể qua từng năm cũng như từng giai đoạn nhất định và phải gắn với các chuẩn mực quốc tế và phù hợp với tình hình thực tiễn của Việt Nam.

Ngoài ra, Luật Chứng khoán cần hướng tới sự đồng bộ với các văn bản luật điều chỉnh liên quan như ngân hàng, doanh nghiệp, đầu tư. Đặc biệt là Luật kinh doanh bảo hiểm, nhằm khuyến khích thành lập các định chế đầu tư chuyên nghiệp như công ty quản lý quỹ từ các tổ chức bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ. Cần thiết nghiên cứu xây dựng khung pháp lý điều chỉnh riêng cho hoạt động của quỹ đầu tư.

3.2.2.2. Có chính sách khuyến khích các tổ chức tài chính tham gia đầu tư trên thị trường

Trong giai đoạn đầu phát triển TTCK, các TTCK quốc tế thường sử dụng các chính sách tài chính (trong đó chủ yếu là chính sách thuế) nhằm thu hút các chủ thể tham gia thị trường. Trong đó, đối tượng nhà đầu tư (bao gồm cả nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư cá nhân) là nhân tố tạo ra sức cầu cho thị trường luôn được các thị trường quan tâm đặc biệt và có những cơ chế, chính sách ưu đãi thích hợp nhằm kích cầu (nhất là vào thời điểm cầu yếu) để tạo ra sức bật cho thị trường.

Nhận thức được vấn đề nêu trên, trong thời gian qua TTCK Việt Nam mặc dù mới đưa vào hoạt động, nhưng Chính phủ đã có những chính sách nhằm ưu đãi về thuế, phí cho các đối tượng tham gia thị trường nói chung và các nhà đầu tư nói riêng. Thủ tướng Chính phủ đã ban hành quyết định số 39/2000/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ngày 27 tháng 3 năm 2000 về ưu đãi tạm thời thuế cho các đối tượng tham gia TTCK, trong đó đối tượng nhà đầu tư cá nhân được miễn thuế thu nhập các khoản thu từ cổ tức, trái tức và chênh lệch mua bán chứng khoán; các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán như công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong vòng 01 năm và giảm 50% trong vòng 02 năm tiếp theo; được miễn thuế giá trị gia tăng.

Nhằm từng bước hoàn chỉnh chính sách thuế cho các đối tượng tham gia thị trường, mới đây Luật thuế giá trị gia tăng và Luật thuế thu nhập doanh nghiệp có hiệu lực từ 1/1/2004 đã đưa đối tượng nhà đầu tư vào điều chỉnh tại 2 đạo luật này. Theo đó, quy định hiện hành tại Thông tư 100/2004/TT-BTC hướng dẫn về thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập doanh nghiệp của các đối tượng tham gia TTCK, trong đó quy định về thuế cho các đối tượng nhà đầu tư có tổ chức như sau: (i) công ty chứng khoán, công ty

quản lý quỹ không thuộc diện điều chỉnh của thuế giá trị gia tăng; về thuế thu nhập doanh nghiệp, công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ được nâng mức ưu đãi lên thành miễn 2 năm và giảm 50% trong vòng 3 năm; hết thời hạn ưu đãi nói trên, công ty phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp với mức thuế suất 20% trong vòng 10 năm (thay vì phải nộp thuế suất thông thường 28% như các doanh nghiệp khác); (ii) các nhà đầu tư có tổ chức khác được sử dụng lựa chọn các phương thức nộp thuế theo hướng khoán thu (0,1% trên doanh thu bán cổ phiếu) hoặc chịu thuế suất 20% trên phần thu nhập sau khi đã trừ chi phí (trong đó, các khoản thu nhập từ cổ tức, chênh lệch mua bán trái phiếu không phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp); (iii) các quỹ đầu tư chứng khoán thành lập theo pháp luật Việt Nam không thuộc đối tượng điều chỉnh thuế giá trị gia tăng và không phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp.

Các chính sách về phí, lệ phí hiện hành được thực hiện theo hướng miễn thu gián tiếp cho nhà đầu tư thông qua cơ chế chưa thực hiện các khoản phí, lệ phí phải nộp cho ngân sách từ các tổ chức cung cấp dịch vụ cho nhà đầu tư, qua đó gián tiếp làm giảm các khoản phí phải nộp của nhà đầu tư, như: TTGDCK chưa thực hiện thu lệ phí giao dịch, phí thanh toán bù trừ, phí lưu ký của các công ty chứng khoán.

Trong thời gian tới, ngoài việc thực hiện các ưu đãi về thuế, phí và lệ phí đối với các tổ chức tham gia TTCK như hiện nay, các chính sách khuyến khích về thuế, phí cần tính đến những ưu đãi mang tính dài hơi hơn nhằm tăng cung và khuyến cầu cho thị trường. Giai đoạn đầu như hiện nay ta đang áp dụng hình thức tạm thời miễn thu các loại phí đối với các công ty chứng khoán. Tuy nhiên, khi thị trường đi vào hoạt động ổn định, cơ chế khuyến khích cần dựa nguyên tắc hợp lý, không kéo dài và áp dụng đối tượng tràn lan, có xem xét thỏa đáng cân đối tài chính chung. Việc nghiên cứu các quy định ưu đãi về thuế và phí cho các tổ chức tham gia vào hoạt động của TTCK một cách lành mạnh là cần thiết và cần phù hợp với diễn biến cụ thể của thị trường, tránh sự bảo hộ của nhà nước thông qua công cụ thuế khi chúng ta từng bước tham gia vào các tổ chức quốc tế và hội nhập vào các nền kinh tế khu vực.

Với điều kiện và hoàn cảnh kinh tế Việt Nam hiện tại thì các tổ chức trung gian và các nhà hoạt động thị trường chuyên nghiệp rất quan trọng đối

với hoạt động của TTCK. Vì vậy, điều đặc biệt quan tâm là xây dựng chính sách thuế hợp lý nhằm khuyến khích đầu tư thông qua cơ chế quỹ đầu tư tập thể (theo khuyến cáo của tổ chức IOSCO) trên cơ sở áp dụng nguyên tắc thuế bậc cầu, xem quỹ đầu tư là một công cụ chuyển vốn trung gian của các kênh huy động vốn thay vì các hoạt động kinh doanh thông thường, đơn lẻ của các cá nhân. nên việc miễn thuế thu nhập và thuế giá trị gia tăng cho quỹ đầu tư cũng như là miễn thuế cho các cá nhân đầu tư vào quỹ. Ngoài ra, cần xem xét thêm việc đánh thuế thu nhập đối với các nhà đầu tư có tổ chức khác như ngân hàng thương mại, quỹ bảo hiểm xã hội, các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí... đối với các khoản thu nhập có được khi tham gia đầu tư vào TTCK. Hiện tại, các nhà đầu tư cá nhân trong và ngoài nước đã được miễn thuế thu nhập cá nhân từ việc đầu tư vào TTCK, do đó nó sẽ không công bằng cho các nhà đầu tư có tổ chức phải nộp thuế thu nhập từ việc đầu tư chứng khoán. Theo kinh nghiệm của một số thị trường mới phát triển cho thấy, nhà đầu tư có tổ chức với số vốn dài hạn và ổn định, có kỹ năng đầu tư và chiến lược đầu tư dài hạn sẽ đóng góp hiệu quả hơn cho sự phát triển ổn định và vững chắc của TTCK hơn là nhà đầu tư cá nhân.

Bên cạnh đó do yêu cầu phát triển của nền kinh tế, quá trình chuẩn bị các điều kiện cho sự hình thành TTCK Việt Nam được diễn ra trong một thời gian ngắn, vì vậy để nâng cao tính thanh khoản, đảm bảo tính liên tục của các hoạt động trên thị trường, thông qua đòn bẩy công cụ thuế, phí, Nhà nước sẽ khuyến khích được sự hình thành và tham gia của các định chế tài chính trung gian vào TTCK.

3.2.2.3. Hoàn thiện các thể chế TTCK và tăng cường năng lực cho các định chế trung gian thị trường

Xét từ góc độ thu hút vốn đầu tư thì những hạn chế về mặt thể chế thị trường là một trở ngại đáng kể, không chỉ trên phương diện bảo đảm an toàn cho chu trình lưu chuyển vốn đầu tư mà còn trên phương diện duy trì tính toàn vẹn của thị trường và niềm tin của công chúng đầu tư trong và ngoài nước. Đối với một thị trường mới hình thành và phát triển thì việc chưa có được một thể chế thị trường hoàn chỉnh là điều tất yếu. Sự vắng mặt của các tổ chức tự quản, tổ chức định mức tín nhiệm, trung tâm lưu ký, phạm vi hoạt động hạn hẹp và tính chuyên môn hoá chưa cao của công ty chứng khoán, sự

hạn chế trong tư cách độc lập của cơ quan quản lý chứng khoán là những điểm yếu khiến cho các nhà đầu tư coi việc đầu tư vào TTCK phần nào mang tính mạo hiểm. Bên cạnh đó, sự thiếu hoàn thiện thể chế thị trường cũng khiến cho nhà đầu tư trong nước và nước ngoài gặp phải những khó khăn trong việc ra quyết định đầu tư và phải đối mặt với những rủi ro.

Để đảm bảo một môi trường đầu tư ổn định, giảm thiểu rủi ro thị trường, hấp dẫn các nhà đầu tư trong và ngoài nước, thể chế TTCK cần được hoàn thiện thông qua củng cố và hiện đại hoá các định chế thị trường đã có như các Trung tâm giao dịch chứng khoán, các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ.

Năng lực hoạt động của công ty chứng khoán cần được hoàn thiện trên các phương diện năng lực tài chính và năng lực hoạt động nghiệp vụ. Bên cạnh việc nâng cao quy mô vốn hoạt động để tham gia thị trường với vai trò điều tiết và định hướng đầu tư đối với các nhà đầu tư nhỏ lẻ, đặc biệt là khi thị trường có những biến động về cung-cầu đầu tư, công ty chứng khoán cần chú trọng nâng cao chất lượng đội ngũ người hành nghề chứng khoán về mặt kiến thức và chuyên môn nghiệp vụ để có thể tư vấn cho doanh nghiệp cũng như khách hàng trong hoạt động phát hành và đầu tư chứng khoán. Ngoài ra, công ty chứng khoán cần được tăng cường năng lực để có thể thực hiện chức năng tự doanh và góp phần vào định hướng đầu tư với chức năng nhà tạo lập thị trường, đảm bảo cơ chế xác định giá hợp lý, duy trì luồng giao dịch liên tục cho các chứng khoán niêm yết và tính lưu hoạt cho thị trường.

Các quỹ đầu tư chứng khoán với vai trò là những định chế đầu tư chuyên nghiệp với quy mô tài chính lớn và kỹ năng chuyên sâu cần được khuyến khích hoạt động mạnh mẽ hơn nhằm chuyên môn hoá hoạt động đầu tư chứng khoán và tạo định hướng cho nhà đầu tư nhỏ lẻ. Với năng lực quy tụ các tập hợp tiền từ các nhà đầu tư cá nhân, quỹ đầu tư thông qua những nhà quản trị quỹ chuyên nghiệp không những lựa chọn những cơ hội đầu tư hợp lý nhằm thúc đẩy cầu đầu tư trên thị trường, mà còn tạo ra khả năng cung hàng hoá chứng chỉ quỹ đầu tư trong bối cảnh thị trường còn khan hiếm về hàng hoá chứng khoán.

Các định chế mang tính thiết yếu trong cấu trúc thị trường như tổ chức định mức tín nhiệm, Trung tâm lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán độc lập cần được xây dựng và sớm đi vào hoạt động sẽ tạo ra cơ sở

cung cấp các dịch vụ hoàn hảo và đáng tin cậy cho nhà đầu tư sử dụng để qua đó tăng khả năng đầu tư an toàn và giảm thiểu rủi ro trên thị trường. Ngoài ra, vai trò của các tổ chức tự quản như Hiệp hội ngành chứng khoán và Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính cần được phát huy để có thể thực hiện được các chức năng tự quản đối với các thành viên tham gia thị trường, giảm nhẹ gánh nặng quản lý cho cơ quan quản lý nhà nước và tăng cường hiệu quả quản lý thị trường thông qua cơ chế tự kiểm tra và tự điều chỉnh.

3.2.2.4. Khuyến khích các tổ chức bảo hiểm tham gia thành lập định chế công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán

Nhằm khuyến khích sử dụng các nguồn vốn hình thành từ các khoản thu được từ phí bảo hiểm (bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm phi nhân thọ, bảo hiểm xã hội...) đầu tư vào TTCK, cần có cơ chế khuyến khích các công ty bảo hiểm trong nước, công ty bảo hiểm có vốn đầu tư nước ngoài, tổ chức bảo hiểm xã hội thành lập công ty quản lý quỹ với chức năng đầu tiên là quản lý việc đầu tư từ tiền đóng bảo hiểm, đặc biệt là tiền đóng bảo hiểm nhân thọ là nguồn tài chính dài hạn và ổn định, sau đó thu hút các nguồn vốn khác bằng việc sử dụng hệ thống kinh doanh, tiếp thị và phân phối của chính các tổ chức này để tạo ra nguồn vốn đầu tư lớn, dài hạn để đầu tư vào TTCK.

Ngoài ra, để đảm bảo tăng khả năng quy mô vốn đầu tư vào TTCK, các quy định về mức an toàn đầu tư khi sử dụng các nguồn bảo phí thu được để đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu trên TTCK cần được điều chỉnh theo hướng nới lỏng các tỷ lệ đầu tư, trên cơ sở phân loại các chứng khoán niêm yết và chứng khoán chưa niêm yết.

Theo đánh giá của các nhà chuyên môn, thị trường bảo hiểm tại Việt Nam hiện có một tiềm năng tăng trưởng rất lớn, và là cơ sở vững chắc cho sự phát triển thị trường vốn dài hạn. Theo số liệu của Bộ Tài chính, ước tính đến năm 2010, ngành bảo hiểm sẽ huy động được khoảng 79.377 tỷ đồng, trong đó nguồn bảo phí thu được để đầu tư vào chứng khoán là khoảng 39.000 tỷ đồng. Hiện tại con số đầu tư vào các loại chứng khoán là 6.000 tỷ đồng (chủ yếu là trái phiếu), đầu tư vào các lĩnh vực khác 6.700 tỷ đồng (chủ yếu là tiền gửi ngân hàng).

Những con số nêu trên cho thấy không thể phủ nhận là ngành bảo hiểm sẽ đóng vai trò chủ yếu trong việc tăng cường đầu tư tổ chức trên TTCK nếu được khuyến khích và định hướng vào thị trường. Nhận thấy được nguồn vốn to lớn của ngành bảo hiểm, khả năng chủ động đầu tư dài hạn vào TTCK, trong khi hiện trạng đầu tư là thiếu chủ động (đầu tư thụ động thông qua tiền gửi ngân hàng thương mại) ngày 29/8/2003 Thủ tướng Chính phủ đã ký quyết định 175/QĐ-TTg quy hoạch về chiến lược cho ngành bảo hiểm đến năm 2010, quyết định này cho phép các công ty bảo hiểm thành lập các công ty quản lý quỹ để quản lý các quỹ đầu tư hình thành từ nguồn vốn quỹ bảo hiểm, và các quỹ tín thác để các công ty bảo hiểm thực hiện có hiệu quả hoạt động đầu tư của mình. Bằng việc tham gia TTCK, các công ty bảo hiểm nước ngoài sẽ cũng được phép đầu tư những khoản huy động vốn tại Việt Nam vào các công ty cổ phần với cùng một cơ chế đầu tư áp dụng cho các nhà đầu tư trong nước. Cùng với các chính sách của Chính phủ để thúc đẩy và nâng cao chất lượng các chứng khoán của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá cho TTCK Việt Nam, quyết định này sẽ tạo ra một nguồn lực mạnh mới cho việc ổn định vốn dài hạn cho sự tăng trưởng của TTCK.

Việc các công ty bảo hiểm thành lập các công ty quản lý quỹ sẽ không chỉ nâng cao chất lượng và việc chuyên môn sâu về quản lý tài sản hiện nay của các công ty quản lý quỹ mà còn hấp dẫn các nhà quản lý quỹ nước ngoài và các nhà quản lý quỹ trong nước được đào tạo các kỹ năng chuyên sâu và kinh nghiệm về phân tích đầu tư và tài chính mà hiện nay các nhà quản lý quỹ trong nước đang thiếu. Các công ty quản lý quỹ một mặt phải tạo ra một lượng vốn đủ lớn cho hoạt động đầu tư của mình, mặt khác phải huy động nguồn vốn mới thông qua việc thành lập các quỹ đầu tư phát hành chứng chỉ ra công chúng để thu hút các nhà đầu tư cá nhân. Hoạt động kinh tế về các lĩnh vực của các công ty này gắn liền với các khoản đóng bảo hiểm sẵn có và kinh doanh quỹ đầu tư mới sẽ đảm bảo thành công của các công ty trong hiện tại và khả năng phát triển trong tương lai, điều này sẽ có đóng góp lớn vào nhu cầu nâng cao chất lượng trên TTCK.

Chính vì vậy, Chính phủ cần cho phép các tổ chức quản lý đầu tư chuyên nghiệp (có thể dưới dạng liên doanh giữa các công ty dịch vụ tài chính trong nước và nước ngoài) quản lý đầu tư tiền của Quỹ BHXH để nâng cao lợi tức đầu tư, mang lại lợi ích cao hơn cho những người đóng bảo hiểm

xã hội và giảm phần nào việc dùng tiền Ngân sách cho mục tiêu cải thiện mức sống của người về hưu.

Một hướng khác là ta có thể bắt đầu nới lỏng các giới hạn lĩnh vực đầu tư hiện hành, mở rộng lĩnh vực hoạt động đầu tư hợp pháp cho quỹ BHXH để cho phép các khoản đầu tư này được dùng vào việc mua các tài sản đem lại lợi nhuận cao hơn (ví dụ các cổ phiếu niêm yết có chất lượng). Làm được điều này sẽ hỗ trợ một cách tích cực và đúng hướng cho sự phát triển TTCK, đồng thời tạo nguồn vốn ổn định đầu tư cho các doanh nghiệp làm ăn hiệu quả, góp phần cải thiện tình hình quản trị công ty.

3.2.2.5. Xây dựng và phát triển các tổ chức quản lý đầu tư, công ty quản lý quỹ, hình thành mô hình ngân hàng đầu tư chứng khoán.

Từng bước hoàn thiện và phát triển các định chế công ty quản lý quỹ hiện có theo mô hình quỹ đầu tư phát hành chứng chỉ ra công chúng để niêm yết trên TTCK và mô hình quỹ đầu tư thành viên dưới dạng vốn góp của các nhà đầu tư để tham gia thị trường, cần xem xét mở rộng diện nghiệp vụ được tham gia của các định chế quản lý quỹ trong việc quản lý tài sản và tư vấn đầu tư trên thị trường. Tuy nhiên, cần nghiên cứu, xem xét về khả năng cho phép công ty quản lý quỹ được thực hiện các hoạt động tư vấn định giá doanh nghiệp và tư vấn trong bảo lãnh phát hành chứng khoán. Các mặt hoạt động này nếu không tách biệt sẽ làm xung đột và ảnh hưởng tới lợi ích đầu tư của quỹ và nhà đầu tư thông qua quỹ (bởi lẽ lúc này công ty quản lý quỹ vừa là tổ chức định giá phát hành chứng khoán đồng thời vừa đóng vai trò là nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường).

Bên cạnh thúc đẩy thành lập các công ty quản lý quỹ trong nước từ các định chế tài chính ngân hàng, bảo hiểm, nên có cơ chế khuyến khích thành lập các công ty quản lý quỹ liên doanh, công ty quản lý quỹ cổ phần với vốn góp hạn chế (dưới 30% vốn điều lệ) để tranh thủ kinh nghiệm từ các chuyên gia nước ngoài trong ngành quản lý quỹ.

Ngoài ra, cần có chương trình đào tạo đội ngũ chuyên gia phân tích, có trình độ thực hiện quản lý quỹ đầu tư chuyên sâu với kỹ năng cao và đạo đức nghề nghiệp thực hiện quản lý quỹ hiệu quả nhằm tạo tiền đề và niềm tin cho công chúng vào sự phát triển của ngành quản lý quỹ.

Để đẩy mạnh việc phát hành chứng khoán ra công chúng thông qua các nhà bảo lãnh chuyên nghiệp với quy mô vốn lớn, khả năng tư vấn định giá chuyên sâu và đóng vai trò chủ chốt khi thực hiện bảo lãnh phát hành lần đầu, cần nghiên cứu cho phép thí điểm thành lập mô hình ngân hàng đầu tư chứng khoán (Investment Bank). Đây là loại hình ngân hàng đầu tư không phải là nhận tiền gửi rồi cho vay theo kiểu ngân hàng thương mại, mà là ngân hàng đóng vai trò là nhà bảo lãnh phát hành chứng khoán và tổ chức đầu tư chứng khoán trên TTCK. Tại các TTCK phát triển, hoạt động của thị trường không thể vắng vai trò của các ngân hàng đầu tư với kỹ năng và kinh nghiệm chuyên nghiệp. Ngân hàng đầu tư sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc tư vấn cho các tổ chức phát hành loại chứng khoán phát hành, thời điểm phát hành, và mức giá phát hành. Đồng thời ngân hàng đầu tư giúp đỡ tổ chức phát hành chuẩn bị hồ sơ đăng ký phát hành để nộp cho cơ quan quản lý nhà nước (UBCK), trên cơ sở chấp thuận phát hành từ cơ quan quản lý, ngân hàng đầu tư thực hiện việc phân phối chứng khoán thông qua mạng lưới các công ty chứng khoán và được hưởng các khoản phí bảo lãnh phát hành.

3.2.2.6. Tạo môi trường và điều kiện thuận lợi cho việc tham gia của nhà đầu tư nước ngoài

Với chủ trương của Chính phủ tăng cường thu hút vốn đầu tư nước ngoài thì việc mở cửa TTCK cho người đầu tư nước ngoài là điều tất yếu. Về lâu dài, để thu hút được dòng vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK Việt nam, cần phải tạo lập môi trường đầu tư hấp dẫn như: môi trường kinh tế - xã hội ổn định, kiểm chế lạm phát, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ổn định giá trị tiền tệ, tăng cường khả năng sinh lợi lâu bền của nền kinh tế quốc dân..vv.

Cần thực hiện chính sách mở cửa thị trường ở mức độ thích hợp để khuyến khích đầu tư nước ngoài vào thị trường trái phiếu và cổ phiếu của Việt nam. Hiện nay, mức khống chế tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài là 30% vốn điều lệ của công ty cổ phần và giới hạn ở một số ngành nghề kinh doanh tỏ ra không còn phù hợp với xu hướng mở cửa và hội nhập vào các nền kinh tế khu vực. Trong thời gian tới, Chính phủ cần nghiên cứu, xem xét để mở rộng giới hạn đầu tư gián tiếp của nhà đầu tư nước ngoài theo hướng quy định thành 3 nhóm đầu tư khác nhau: (i) nhóm ngành nghề kinh

doanh có ảnh hưởng đến an ninh, quốc phòng, chủ quyền quốc gia không cho phép nhà đầu tư nước ngoài tham gia; (ii) nhóm ngành, nghề kinh doanh nhạy cảm, tác động đến đời sống kinh tế, chính trị xã hội cần hạn chế, như ngân hàng, xuất bản, in ấn..., cần hạn chế ở mức độ hợp lý (dưới 49% vốn điều lệ); (iii) nhóm ngành, nghề không ảnh hưởng đến đời sống kinh tế, chính trị-xã hội thì không cần quy định giới hạn tỷ lệ nắm giữ. Việc mở rộng giới hạn nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài sẽ tạo ra cơ hội tham gia quản trị doanh nghiệp của các nhà đầu tư chiến lược dài hạn, có kỹ năng phân tích và quản lý đầu tư vào các doanh nghiệp tiềm năng ở Việt Nam.

Ngoài ra, cần khuyến khích thành lập các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán có vốn nước ngoài dưới nhiều hình thức sở hữu khác nhau như công ty liên doanh, công ty cổ phần và công ty 100% vốn nước ngoài. Đặc biệt là việc cho phép tham gia của bên nước ngoài đầu tư vào các quỹ mạo hiểm thành lập theo mô hình quỹ thành viên hoặc mô hình quỹ mạo hiểm thành lập theo pháp luật nước ngoài. Sự tham gia và đầu tư của nước ngoài vào các quỹ này dưới hình thức vốn mồi (seed capital) sẽ thu hút được các nhà đầu tư khác cùng tham gia và tạo điều kiện chuyển giao các kinh nghiệm quản lý đầu tư cho các nhà quản lý đầu tư trong nước.

3.2.2.7. Đào tạo, tuyên truyền và nâng cao kiến thức cho các nhà đầu tư.

Việc tăng cường công tác tuyên truyền, giáo dục và thông tin cho các nhà đầu tư có thể nói là một trong những chính sách được đặc biệt quan tâm đối với hầu hết các TTCK trên thế giới, đặc biệt là trong giai đoạn đầu thành lập TTCK. Chúng ta cần phải phổ biến kiến thức về chứng khoán và TTCK nhằm tăng cầu chứng khoán. Việc tuyên truyền phổ biến kiến thức về chứng khoán và TTCK nhằm tăng cầu chứng khoán là một công tác rất quan trọng. Khác với các quốc gia phát triển, khi TTCK tập trung được thành lập thì công chúng đầu tư đã có những kiến thức cơ bản về chứng khoán và TTCK thông qua các giao dịch tự phát đã hình thành trước đó. Đối với nước ta, đại bộ phận công chúng vẫn còn ít hiểu biết về TTCK, rất nhiều người không hiểu được bản chất của TTCK vẫn coi TTCK như là một nơi đánh bạc, nên sẽ không nhiệt tình tham gia vào thị trường khi các TTGDCK được thành lập. Các tổ chức đầu tư tài chính vận hành theo cơ chế thị trường mới được hình thành, nên trong quá trình tham gia thị trường còn gặp nhiều khó khăn về

nhận thức, kỹ năng đầu tư và khả năng cung cấp các dịch vụ đầu tư tài chính trên TTCK. Do vậy, để công chúng tham gia vào đầu tư trên TTCK cần phải tiến hành mạnh mẽ mọi hình thức tuyên truyền trên mọi phương tiện thông tin đại chúng.

Bên cạnh đó, cần phải có những chính sách tăng cường lòng tin của các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Hiện nay, ở nước ta do chưa có thị trường vốn công khai nên công chúng phải đầu tư vào các hình thức đem lại hiệu quả thấp như gửi tiết kiệm hoặc tham gia thị trường không chính thức có nhiều rủi ro. Vì vậy, việc ra đời TTCK sẽ giúp cho đồng vốn của họ có nơi đầu tư tin cậy. Thế nhưng, TTCK chỉ có thể ra đời và hoạt động an toàn trên cơ sở công khai hoá thông tin, công khai các chủ trương, chính sách của Nhà nước và sự ổn định trong chính sách đối với doanh nghiệp. Nhờ đó, TTCK hoạt động ổn định, tránh được những biến động gây đảo lộn thị trường.

Để thúc đẩy các nhà đầu tư tham gia TTCK, công tác đào tạo và phổ biến kiến thức về chứng khoán và TTCK cho nhà đầu tư cần được chú trọng và củng cố về chất lượng và số lượng nhằm vào hai đối tượng là công chúng đầu tư và các chuyên gia quản lý đầu tư. Hiện nay, chúng ta đang thiếu các cán bộ có chuyên môn cao và kinh nghiệm thực tiễn trong quản lý đầu tư. Vì vậy, cần phải có nguồn lực tài chính và chính sách đào tạo hợp lý trên cơ sở phối hợp giữa UBCKNN với các tổ chức trung gian, Hiệp hội kinh doanh chứng khoán, Hiệp hội đầu tư tài chính để đào tạo nguồn nhân lực tốt cho lĩnh vực phân tích dự án và quản lý đầu tư./.

KẾT LUẬN

TTCK đóng vai trò quan trọng trong huy động và phân bổ nguồn lực tài chính trong nền kinh tế thị trường. Cũng như bất cứ một loại thị trường nào khác, cung - cầu trên TTCK đóng vai trò quyết định cho sự tồn tại và cần thiết của bản thân thị trường. Mục tiêu phát triển TTCK Việt nam hiện nay là tăng nhanh qui mô thị trường thông qua giải pháp tăng cung hàng hóa có qui mô và chất lượng cao ; như một tất yếu chúng ta cũng phải giải quyết được 'bài toán cầu', đặc biệt là cầu có tính chiến lược cả về qui mô và định hướng, cách thức đầu tư trên thị trường.

Đề tài *Giải pháp thúc đẩy các tổ chức tài chính đầu tư vào TTCK Việt Nam* với mong muốn nghiên cứu, đóng góp những giải pháp xây dựng cơ sở nhà đầu tư, một trong những giải pháp hàng đầu để phát triển TTCK Việt nam, đã đạt những kết quả cơ bản sau:

Một là, nghiên cứu có tính lý luận kết hợp với thực tiễn của một số nước trên thế giới về các loại hình tổ chức tài chính để thấy được vai trò, đặc trưng và những nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính.

Hai là, trên cơ sở thực trạng hoạt động và tham gia đầu tư trên TTCK của các tổ chức tài chính Việt nam đề tài đánh giá vai trò, tiềm năng và nêu lên những nhân tố ảnh hưởng cần xem xét, giải quyết nhằm thúc đẩy các tổ chức tài chính có thể trở thành nhà đầu tư trên TTCK Việt nam.

Ba là, căn cứ định hướng phát triển TTCK trong giai đoạn từ nay đến 2010 đề tài đề xuất những giải pháp cơ bản nhằm thúc đẩy các tổ chức tài chính tham gia TTCK với tư cách nhà đầu tư có tổ chức.

Tuy nhiên, đây là vấn đề tương đối phức tạp trong điều kiện thị trường tài chính nói chung, TTCK nói riêng và các tổ chức tài chính Việt nam đang trong quá trình hình thành, phát triển; mặt khác thời gian và khả năng có hạn không thể tránh khỏi những hạn chế, các tác giả đề tài mong nhận được ở độc giả sự thông cảm và ý kiến đóng góp để hoàn thiện thêm sản phẩm nghiên cứu của mình./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu tiếng Việt.

1. Bộ Tài chính (2004). *Luật Kinh doanh bảo hiểm và các văn bản hướng dẫn thi hành*, Nhà xuất bản Tài chính.
2. Bùi Viết Thuyên (2000), *Cẩm nang nhà kinh doanh chứng khoán tại Việt Nam*, Nhà xuất bản Khoa học và Kỹ thuật.
3. Các quy định pháp luật về đầu tư nước ngoài tại Việt Nam (2001), Nhà xuất bản Chính trị quốc gia.
4. Các văn bản pháp luật về Luật Tài chính, Nhà xuất bản Chính trị quốc gia.
5. Luật chứng khoán nước Cộng hòa nhân dân Trung Hoa (1999).
6. Luật giao dịch chứng khoán Mỹ (1934).
7. Luật Doanh nghiệp và các văn bản hướng dẫn thi hành (2001), Nhà xuất bản Chính trị quốc gia.
8. Ngân hàng phát triển châu á (2002), *Lộ trình phát triển thị trường vốn Việt Nam – Báo cáo đệ trình lên Ủy ban chứng khoán Nhà nước*.
9. Phan Văn Thường (1996), “Ngân hàng thương mại với vai trò định chế tài chính trung gian trên TTCK”, *Tạp chí thị trường tài chính tiền tệ*, (số 3), trang 31 -32.
10. Quốc hội nước CHXHCN Việt Nam (1998), *Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*, Nhà xuất bản Chính trị quốc gia.
11. Quốc hội nước CHXHCN Việt Nam (1998), *Luật Các tổ chức tín dụng*, Nhà xuất bản Chính trị quốc gia.
12. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (2002), *Báo cáo thường niên 2002*.
13. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (2003), *Báo cáo thường niên 2003*.
14. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh. *Bản tin TTCK*, (các số).

15. Ủy ban chứng khoán Nhà nước, *Báo cáo tổng kết Ủy ban chứng khoán Nhà nước năm 2004*.
16. Ủy ban chứng khoán Nhà nước, *Báo cáo tổng kết TTCK sau 4 năm hoạt động*.
17. Ủy ban chứng khoán Nhà nước (2004), *Hệ thống văn bản pháp luật về chứng khoán và TTCK*, Nhà xuất bản Tài chính.
18. Ủy ban chứng khoán Nhà nước, *Tạp chí chứng khoán Việt Nam*, (các số).
19. Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương (2004), *Kinh tế Việt Nam 2003*, Nhà xuất bản Chính trị quốc gia.

Tài liệu tiếng Anh

20. Downes J., and Goodman J., E., 2003. *Dictionary of Finance and Investment Term* 7th ed. Barron Educational Series.
21. Korean Stock Exchange (KSE) and Korean International Cooperation Agency (KOICA), 1998. *Final Report on the Technical Assistance for the Establishment of a Stock Exchange in Vietnam*. (Unpublished).
22. World Federation of Exchange, 2001. *Annual Report 2001*.
23. World Federation of Exchange, 2002. *Annual Report 2002*.