

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan bản luận án này là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các số liệu, kết quả nêu trong luận án là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng.

TÁC GIẢ LUẬN ÁN

Bùi Văn Thạch

MỤC LỤC

Trang

Trang phụ bìa	
Lời cam đoan	
Mục lục	
Danh mục các chữ viết tắt	
Danh mục các bảng	
Danh mục các biểu đồ	
Danh mục các sơ đồ	
LỜI MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG I: NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRONG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TRONG NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG	7
1.1. Tổng quan về thị trường tài chính	7
1.1.1. Khái niệm thị trường tài chính	7
1.1.2. Chức năng của thị trường tài chính	9
1.1.3. Phân loại thị trường tài chính	12
1.1.4. Các công cụ của thị trường tài chính	17
1.1.5. Các chủ thể tham gia thị trường tài chính	23
1.1.6. Những điều kiện cần thiết để phát triển thị trường tài chính	26
1.2. Vai trò của nhà nước trong phát triển thị trường tài chính	31
1.2.1. Cơ sở lý luận về vai trò của Nhà nước trong nền kinh tế thị trường	31
1.2.2. Cơ sở lý luận về vai trò của Nhà nước trong phát triển TTTC	36
1.2.3. Vai trò của nhà nước đối với thị trường tiền tệ	44
1.2.4. Vai trò của nhà nước đối với thị trường chứng khoán	48
1.2.5. Các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quản lý Nhà nước đối với TTTC	52
1.3. Kinh nghiệm về quản lý nhà nước đối với sự phát triển TTTC của một số nước trên thế giới	54
1.3.1. Vai trò quản lý nhà nước đối với sự phát triển TTTC Trung Quốc	54
1.3.2. Vai trò quản lý nhà nước đối với sự phát triển TTTC Nhật Bản	62
1.3.3. Vai trò quản lý nhà nước đối với sự phát triển TTTC ở các nước trong khu vực Đông Nam Á	66
1.3.4. Một số bài học rút ra từ việc nghiên cứu kinh nghiệm về quản lý nhà nước trong phát triển TTTC của một số nước trên thế giới	71

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRONG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH Ở VIỆT NAM	75
2.1. Khái quát chung về thị trường tài chính Việt Nam	75
2.1.1. Thị trường tiền tệ của Việt Nam	75
2.1.2. Thị trường vốn Việt Nam	88
2.2 Vai trò của Nhà nước trong quá trình hình thành và phát triển của thị trường tài chính Việt Nam	95
2.2.1 Vai trò của Nhà nước trong việc hình thành và phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam	95
2.2.2 Vai trò của Nhà nước trong việc hình thành và phát triển thị trường vốn ở Việt Nam	122
CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP NÂNG CAO VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRONG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM THỜI GIAN TỚI	160
3.1 Quan điểm và phương hướng phát triển thị trường tài chính Việt Nam	160
3.1.1 Quan điểm phát triển thị trường tài chính Việt Nam	160
3.1.2 Phương hướng phát triển thị trường tài chính Việt Nam	162
3.1.3 Cơ hội và thách thức đối với thị trường tài chính Việt Nam	164
3.2 Giải pháp nhằm nâng cao vai trò của Nhà nước trong việc phát triển thị trường tài chính Việt Nam	166
3.2.1. Những giải pháp nhằm nâng cao vai trò của Nhà nước trong phát triển thị trường tiền tệ	166
3.2.2 Những giải pháp nhằm nâng cao vai trò của Nhà nước trong phát triển thị trường chứng khoán	181
3.2.3 Giải pháp tạo sự gắn kết, đồng bộ giữa TTTT và TTCK	195
KẾT LUẬN	197
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ	
TÀI LIỆU THAM KHẢO	

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

CBTT	Công bố thông tin
CCQĐT	Chứng chỉ quỹ đầu tư
CK&TTCK	Chứng khoán và thị trường chứng khoán
CPH	Cổ phần hoá
CSTT	Chính sách tiền tệ
CtyCK	Công ty chứng khoán
CtyCP	Công ty cổ phần
CtyNY	Công ty niêm yết
CtyQLQ	Công ty quản lý quỹ
DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước
ĐKGD	Đăng ký giao dịch
ĐTCK	Đầu tư chứng khoán
ĐTNN	Đầu tư nước ngoài
GDCK	Giao dịch chứng khoán
GTCG	Giấy tờ có giá
HĐQT	Hội đồng Quản trị
LNH	Liên ngân hàng
NHTW	Ngân hàng Trung ương
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NHTM	Ngân hàng thương mại
NHTM NN	Ngân hàng thương mại nhà nước
NHTMCP	Ngân hàng thương mại cổ phần
NSNN	Ngân sách nhà nước
PHCK	Phát hành chứng khoán
QLNN	Quản lý Nhà nước
TCNY	Tổ chức niêm yết
TCPH	Tổ chức phát hành

TCTD	Tổ chức tín dụng
TNHH	Trách nhiệm hữu hạn
TPCP	Trái phiếu Chính phủ
TPKB	Tín phiếu kho bạc
TPCQĐP	Trái phiếu chính quyền địa phương
TTCK	Thị trường chứng khoán
TTGDCK	Trung tâm giao dịch chứng khoán
TTGDCK HN	Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội
TTGDCK Tp.HCM	Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
TTTC	Thị trường tài chính
TTTT	Thị trường tiền tệ
TTLKCK	Trung tâm lưu ký chứng khoán
SGDCK	Sở giao dịch chứng khoán
SGDCK.HN	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
SGDCK Tp.HCM	Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
UBCKNN	Ủy ban chứng khoán Nhà nước

DANH MỤC CÁC BẢNG

<u>SỐ HIỆU</u>	<u>TÊN BẢNG</u>	<u>Trang</u>
1.1	Tỉ lệ tiết kiệm ở một số nước Đông Nam Á	67
1.2	Tổng giá trị trái phiếu trong nước bằng nội tệ năm 2001 (% GDP)	68
2.1	Nguồn vốn huy động của các NHTM giai đoạn 2004-2007	76
2.2	Tổng số phiên và doanh số giao dịch trên thị trường mở từ 2000-2008	87
2.3	Quy mô khối lượng niêm yết và giá trị giao dịch chứng khoán niêm yết trên toàn thị trường năm 2007	90
2.4	Tổng hợp kết quả trúng thầu tín phiếu Kho bạc từ 2000 - 2009	100
2.5	Danh mục giấy tờ có giá được giao dịch trên thị trường mở	103
2.6	Số lượng các thành viên tham gia thị trường mở	105
2.7	Một số chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động của các NHTMNN giai đoạn 2000 - 2008	119

DANH MỤC CÁC BIỂU ĐỒ

<u>SỐ HIỆU</u>	<u>TÊN BIỂU ĐỒ</u>	<u>Trang</u>
2.1	Tình hình huy động vốn của các NHTM từ năm 2004-2009	77
2.2	Tăng trưởng tín dụng của các NHTM từ năm 2004-2009	78
2.3	Tăng trưởng của doanh số giao dịch ngoại tệ trên TTLNH	81
2.4	Biến động của tỷ giá USD/USD trong 2 năm 2008-2009	82
2.5	Tổng hợp kết quả trúng thầu tín phiếu Kho bạc từ 2001 - 2009	85
2.6	Diễn biến chỉ số VN-Index từ ngày 03/01/2006 đến 6/8/2008	91
2.7	Diễn biến lãi suất của NHNN Việt Nam thời gian qua (2002-2009)	109
2.8	Tổng giá trị chứng khoán đăng ký theo mệnh giá tại TTLKCK từ năm 2006-2009	138

DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ

<u>SỐ HIỆU</u>	<u>TÊN SƠ ĐỒ</u>	<u>Trang</u>
1.1	Chức năng dẫn chuyển vốn của TTTC	10
2.1	Mô hình ban đầu về tổ chức bộ máy QLNN và tổ chức TTCK	124
2.2	Mô hình hiện nay về tổ chức bộ máy QLNN và tổ chức TTCK.	126

LỜI MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Từ sau Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ VI đến nay, Việt Nam được xem là một trong những quốc gia chuyển đổi thành công và sau hơn 2 thập kỷ đổi mới đã đạt được nhiều thành tựu quan trọng trong phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, trong đó có thị trường tài chính (TTTC). Đến nay TTTC Việt Nam đã được hình thành về cơ bản và có thể khẳng định sự phát triển của TTTC là động lực quan trọng góp phần phát triển các loại thị trường khác trong nền kinh tế như thị trường hàng hoá, dịch vụ; thị trường sức lao động; thị trường bất động sản; thị trường khoa học, công nghệ,... Thực tiễn quá trình hình thành các thị trường trên thế giới và ở nước ta cho thấy TTTC là một trong những yếu tố cấu thành không thể thiếu được trong nền kinh tế thị trường, có vai trò đặc biệt quan trọng đối với việc huy động tiết kiệm và phân bổ các nguồn vốn. TTTC phát triển lành mạnh là nhân tố thiết yếu đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, nâng cao khả năng cạnh tranh của nền kinh tế và thúc đẩy kinh tế phát triển bền vững.

Tuy nhiên, nhìn một cách tổng thể và nghiêm túc về quá trình hình thành và sự phát triển nhanh chóng vừa qua của TTTC Việt Nam, chúng tôi cho rằng còn có nhiều vấn đề tồn tại, hạn chế. TTTC Việt Nam đặt trong tổng thể phát triển các loại thị trường trong nền kinh tế, vẫn chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển nhanh và bền vững của nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt là trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế. Trong các thị trường bộ phận của TTTC, đặc biệt là TTCK, các yếu tố cấu thành thị trường (cung, cầu, hàng hoá, giá cả, cơ chế thanh toán - giao dịch, môi trường thể chế..) cũng chưa được hình thành và vận hành một cách đồng bộ. Vì vậy, sự phát triển nhanh chóng về quy mô của TTCK Việt Nam trong vài năm trở lại đây đã và đang có nhiều mâu thuẫn với cơ chế điều hành còn nhiều bất cập, nặng về hành chính của các cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực này. Có thể khẳng định, sự hình thành và phát triển của TTTC cần có sự tác động của nhiều nhân tố, nhất là vai trò đặc biệt quan trọng của Nhà nước để từng bước thiết lập và vận hành thị trường theo đúng nghĩa của nó, nhằm khai thác tính ưu việt của TTTC phục vụ sự nghiệp công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước.

Lý thuyết kinh tế và kinh nghiệm của các nước, nhất là các nước có nền kinh tế chuyển đổi, cho thấy phát triển TTTC là một công việc rất phức tạp và ẩn chứa nhiều rủi ro. Vì vậy, nhà nước phải nỗ lực để thường xuyên hoàn chỉnh khuôn khổ pháp lý và cơ chế quản lý; tổ chức bộ máy điều hành hoạt động, quản lý thị trường để điều chỉnh và tạo điều kiện thúc đẩy sự vận hành thông thoáng của thị trường, đáp ứng yêu cầu phát triển kinh tế đất nước trong từng thời kỳ theo mục tiêu đã đề ra.

Xuất phát từ những lý do trên tác giả đã chọn vấn đề: "**Vai trò của nhà nước trong việc phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam**" làm đề tài nghiên cứu luận án tiến sĩ.

2. Mục đích nghiên cứu

Luận án tập trung nghiên cứu những vấn đề sau :

- Nghiên cứu những vấn đề lý luận cơ bản về TTTC và vai trò của nhà nước đối với sự phát triển của TTTC.

- Đánh giá đúng những kết quả đạt được, phân tích và làm rõ những hạn chế, bất cập của các cơ quan nhà nước trong việc thực hiện chức năng quản lý nhà nước đối với TTTC ở nước ta.

- Đề xuất, kiến nghị các chính sách, giải pháp để xây dựng cơ chế quản lý thông thoáng, luật pháp đồng bộ, liên kết chặt chẽ bảo đảm nhà nước thực hiện tốt vai trò của mình tạo điều kiện cho TTTC nước ta phát triển ngày càng hoàn thiện.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Luận án tập trung nghiên cứu *vai trò của nhà nước đối với thị trường tài chính ở Việt Nam* nói chung và các thị trường bộ phận bao gồm: *thị trường tiền tệ (TTTT)* và *thị trường chứng khoán (TTCK)* nói riêng trong giai đoạn từ năm 2000 (thời điểm TTCK Việt Nam chính thức đi vào hoạt động) đến năm 2009.

Luận án chỉ bàn về những vấn đề chung, mang tính vĩ mô mà không đi sâu vào các vấn đề có tính chất kỹ thuật.

4. Phương pháp nghiên cứu

Để nghiên cứu vai trò của nhà nước trong việc phát triển TTTC ở Việt Nam, tác giả sử dụng những phương pháp nghiên cứu sau:

Phương pháp kế thừa: trong quá trình nghiên cứu, tác giả sẽ khai thác số liệu từ nhiều nguồn như: các Báo cáo thường niên của NHNN, UBCKNN; các kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội của Chính phủ và Niên giám thống kê hàng năm của Tổng cục Thống kê. Ngoài ra, tác giả cũng khai thác và sử dụng thêm các kết quả nghiên cứu, đánh giá trong và ngoài nước về phát triển thị trường tài chính của Việt Nam trong thời gian qua để đối chiếu, so sánh... phục vụ cho mục tiêu nghiên cứu của luận án.

Phương pháp nghiên cứu định lượng: được sử dụng để đánh giá quy mô của TTTT và TTCK. Cơ sở dữ liệu chủ yếu thu thập từ kết quả hoạt động giao dịch của các thị trường từ năm 2000 đến năm 2009.

Phương pháp phân tích, tổng hợp: sử dụng trong quá trình nghiên cứu lý thuyết và hoàn thiện luận án. Kết quả từ việc thu thập thông tin, từ các mô hình xử lý số liệu sẽ được diễn giải và phân tích thực trạng TTTT và TTCK; đánh giá vai trò nhà nước trong phát triển TTTC nói chung TTTT và TTCK nói riêng. Dựa trên những kết quả phân tích, tổng hợp để đề xuất phương hướng, mục tiêu, cơ chế, giải pháp nhằm bảo đảm nhà nước thực hiện tốt vai trò của mình trong phát triển TTTC ở Việt nam trong thời gian tới.

5. Tình hình nghiên cứu

Phát triển TTTC là vấn đề sống còn đối với sự phát triển kinh tế, xã hội mỗi quốc gia, nhưng đây là vấn đề hết sức nhạy cảm, phức tạp, do đó đã thu hút được sự quan tâm nghiên cứu của nhiều nhà quản lý, nhà khoa học trong và ngoài nước.

5.1. Tình hình nghiên cứu ngoài nước

Trong tác phẩm *Financial markets and institutions*, tác giả Anthony Saunders đã phân tích những bộ phận cấu thành của TTTC và mối quan hệ giữa các bộ phận. Anthony cho rằng các trung gian tài chính (gồm ngân hàng và các định chế tài chính khác) có vai trò rất quan trọng đối với sự phát triển của TTTC. Tuy vậy TTTC cũng không thể thiếu sự tham gia của các chủ thể khác như nhà đầu tư, người tiết kiệm. Đặc biệt, ông nhấn mạnh vai trò quan trọng của Nhà nước đối với sự phát triển của thị trường, nhất là trong giai đoạn đầu. Tuy nhiên, Anthony lại không đề cập đến một cách cụ thể các phương thức điều chỉnh và tác động thị trường của Nhà nước.

Tác giả của luận án tiến sỹ Engstrom, Eric Capen với đề tài “*Essays on financial market risk premiums*” tại đại học COLUMBIA, Mỹ lại đề cập đến vai trò của nhà nước trong việc điều tiết và hạn chế những rủi ro chính trị, rủi ro đạo đức và rủi ro thông tin có nguy cơ làm sụp đổ TTTC, đặc biệt là ở các quốc gia có nền kinh tế chuyển đổi như Mexico, Brazil, Hungary...vv. Tác giả Terada, Akiko trong luận án tiến sỹ bảo vệ tại Đại học GEORGE WASHINGTON với tiêu đề *Imperfect financial market, macroeconomic volatility, and 'sudden stop' of capitalinflows* lại cho rằng sự thiếu hoàn thiện của TTTC là nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự dịch chuyển đột ngột của các dòng vốn luân chuyển ra-vào nền kinh tế, từ đó gây nên những khủng hoảng nghiêm trọng về sản xuất, đầu tư và xuất nhập khẩu. Trong phần khuyến nghị, tác giả cũng cho rằng nếu Chính phủ các nước Đông Nam Á có một hệ thống “cảnh báo sớm” thì cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ năm 1997 đã không để lại những di chứng nặng nề đối với nền kinh tế.

Nikiforos T. Laopodis trong bài báo *Financial market liberalization and stock market efficiency: the case of Greece* đăng trên tạp chí Managerial Finance (số 29 - kỳ 4 năm 2003) lại cho rằng, sự cam kết của Chính phủ về mức độ tự do hoá của TTTC là nhân tố quan trọng quyết định hiệu quả của thị trường cổ phiếu. Nó không những làm tăng tính thanh khoản cho các cổ phiếu giao dịch trên thị trường mà còn giúp cho các dòng vốn quốc tế luân chuyển, kích thích sự phát triển của các nền kinh tế.

Nhìn chung, các công trình nghiên cứu ở nước ngoài, dưới nhiều góc độ khác nhau đều nhấn mạnh vai trò quan trọng của Nhà nước đối với sự phát triển của TTTC. Tuy nhiên, đa phần các nghiên cứu kể trên là nghiên cứu định lượng nên các khuyến nghị và đề xuất chính sách không nhiều. Trong bối cảnh Việt Nam, TTTC đang trong giai đoạn đầu hình thành và phát triển, cơ sở dữ liệu chưa đảm bảo độ tin cậy để có thể đưa ra những bằng chứng định lượng thì việc áp dụng những kết quả nghiên cứu trên tỏ ra không phù hợp.

5.2. Về tình hình nghiên cứu trong nước

TTTC đã thu hút được sự quan tâm của không chỉ các nhà quản lý, nhà đầu tư mà kể cả các nhà nghiên cứu trong nước. Không kể những bài viết tản mạn trên các báo và tạp chí, đã có khá nhiều công trình nghiên cứu công phu vấn đề này ví dụ:

Đề tài khoa học cấp nhà nước KX01.07 thuộc chương trình khoa học cấp nhà nước giai đoạn 2001-2005 KX.01 “*Phát triển đồng bộ các loại thị trường trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa*” do GS.TS. Nguyễn Đình Hương chủ nhiệm đã nghiên cứu khá sâu về TTTC như là một bộ phận cấu thành hệ thống các loại thị trường ở Việt Nam. TTTC ở Việt Nam được đánh giá là còn khá sơ khai và nhiều khiếm khuyết. Các tác giả cho rằng sự can thiệp của Nhà nước là nhân tố quyết định sự ra đời của TTCK Việt Nam năm 2000. Tuy nhiên sự can thiệp của Nhà nước trong thời gian qua lại tỏ ra không hiệu quả đối với sự phát triển của thị trường.

Đề tài khoa học cấp Bộ năm 2001, mã số B2001.38.17 do PGS.TS Lê Đức Lữ chủ nhiệm “*Giải pháp phát triển đồng bộ thị trường tài chính ở Việt Nam hiện nay*” lại cho rằng việc ra đời của TTCK năm 2000 là quá sớm. Các điều kiện cần thiết cho thị trường hoạt động là chưa đủ, trong khi đó các cơ quan quản lý thị trường lại thiếu kinh nghiệm và yếu trong công tác điều hành, sử dụng quá nhiều các biện pháp hành chính để can thiệp và thị trường. Chính vì vậy, TTCK ở Việt Nam có dấu hiệu không ổn định và thiếu minh bạch.

Trong cuốn sách “*Thị trường tài chính Việt Nam - Thực trạng, vấn đề và giải pháp chính sách*” xuất bản năm 2004 do TS Võ Trí Thành chủ biên đã khái quát những vấn đề lý luận cơ bản về TTTC; trình bày những mẫu hình cấu trúc tài chính trên thế giới, kinh nghiệm phát triển TTTC của một số nước đang phát triển và chuyển đổi. Các tác giả đã mô tả bức tranh tổng thể về TTTC Việt Nam, đặc trưng của sự phát triển các thị trường cấu thành của TTTC gồm: thị trường tiền tệ, thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường tín dụng ngân hàng, từ đó chỉ ra những bất cập, yếu kém của TTTC Việt Nam. Đồng thời, đưa ra một số quan điểm và giải pháp chính sách nhằm phát triển và hoàn thiện TTTC Việt Nam.

Đề tài Khoa học Cấp bộ “*Thực trạng và giải pháp hoàn thiện hệ thống pháp luật cho sự phát triển của thị trường tài chính và dịch vụ tài chính*” do tác giả Nguyễn Trọng Nghĩa làm chủ nhiệm đã đề cập một số giải pháp xây dựng hệ thống pháp luật để thúc đẩy sự phát triển của TTTC ở Việt Nam. Tuy nhiên chưa đề cập nhiều về vai trò của Nhà nước đối với sự phát triển của TTTC. Can thiệp đến mức độ nào và như thế nào vẫn đang là một câu hỏi chưa có lời giải đáp.

Đề tài Khoa học Cấp bộ "*Giải pháp phát triển dịch vụ tài chính - kế toán trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế*" của tác giả TS Đặng Thái Hùng và Nguyễn Thị Mùi làm chủ nhiệm đã nghiên cứu được một khía cạnh của phát triển TTTC, đó là phát triển sản phẩm dịch vụ tài chính.

Các công trình nghiên cứu trên, hoặc nghiên cứu một cách toàn diện về chiến lược phát triển TTTC của Việt Nam, hoặc nghiên cứu sâu về các thành tố khác nhau của TTTC như: TTTT và ngân hàng, TTCK... Tuy nhiên, chưa thấy đề tài nào nghiên cứu chuyên sâu về vai trò của Nhà nước trong việc phát triển TTTC, vấn đề này chỉ được đề cập như là một phần không thể thiếu được của các đề tài nghiên cứu.

6. Ý nghĩa của việc nghiên cứu

- Thông qua việc nghiên cứu, Luận án góp phần làm sáng tỏ một số vấn đề cơ bản về TTTC và nhất là vai trò của nhà nước trong phát triển TTTC.

- Từ sự phân tích có hệ thống thực trạng vai trò của nhà nước trong phát triển TTTC Việt Nam thời gian qua, Luận án sẽ đưa ra những đánh giá khách quan về những kết quả đã đạt được cũng như những hạn chế, tồn tại và nguyên nhân của những hạn chế, tồn tại cần khắc phục để phát huy vai trò của nhà nước trong phát triển TTTC Việt Nam thời gian tới.

- Xuất phát từ thực tiễn vai trò của nhà nước trong phát triển TTTC Việt Nam trong thời gian qua, Luận án đã đề xuất các giải pháp gắn với quan điểm, định hướng và chiến lược phát triển TTTC Việt Nam đến năm 2015, tầm nhìn 2020, nhằm góp phần nâng cao vai trò và hoàn thiện cơ chế quản lý, điều hành của nhà nước trong phát triển TTTC Việt Nam thời gian tới.

7. Kết cấu của Luận án

Ngoài phần mục lục, danh mục chữ viết tắt, lời nói đầu, nội dung của Luận án được chia thành 3 chương. Cụ thể là :

Chương 1: Những vấn đề cơ bản về thị trường tài chính và vai trò của nhà nước trong phát triển thị trường tài chính trong nền kinh tế thị trường

Chương 2: Thực trạng vai trò của nhà nước trong phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam

Chương 3: Giải pháp nâng cao vai trò của nhà nước trong phát triển thị trường tài chính Việt Nam trong thời gian tới

Chương 1

NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRONG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TRONG NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG

1.1 TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

1.1.1 Khái niệm thị trường tài chính

Kinh tế hàng hoá ngày càng phát triển, sự phân công lao động xã hội ngày càng sâu sắc, trong xã hội xuất hiện hai nhóm người: nhóm những người thiếu vốn, cần tìm nguồn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh hoặc tiêu dùng và nhóm người tiết kiệm có vốn dư thừa muốn tìm cách sinh lợi. Như vậy, trong nền kinh tế lúc này đã xuất hiện cung và cầu về vốn. Nền kinh tế nói chung và các chủ thể kể trên nói riêng sẽ không có cơ hội phát triển nếu cung và cầu về vốn chưa gặp được nhau. Lúc đầu người thừa vốn và người thiếu vốn sẽ tìm cách gặp nhau một cách trực tiếp và tự phát. Họ thoả thuận với nhau, qua đó một người sẽ sử dụng vốn của người kia trong một thời gian nhất định với điều kiện hoàn trả đúng thời hạn khoản vốn ban đầu và một khoản “hoa hồng” tương xứng, được gọi là lãi. Với phương thức này, nhu cầu của hai bên sẽ được thoả mãn. Tuy nhiên, theo cách này chi phí giao dịch (exchange cost) sẽ rất cao bởi cả người cần vốn và người có vốn đều có thể mất rất nhiều chi phí như: chi phí thời gian, chi phí đợi chờ và tìm kiếm đối tác, thậm chí mất đi cả những cơ hội trong kinh doanh để gặp được nhau [31].

Nhược điểm trên được khắc phục với sự xuất hiện của một nhóm người đứng ra làm trung gian giữa người cần vốn và người có vốn. Họ giúp cho người cần vốn và người có vốn gặp nhau dễ dàng hơn lúc đó xuất hiện các trung gian tài chính (ngân hàng thương mại, quỹ tín dụng...). Tuy nhiên, nhu cầu vốn của nền kinh tế ngày càng cao, nhất là nguồn vốn trung và dài hạn. Trong khi đó, các trung gian tài chính không thể chủ động đáp ứng đầy đủ nhu cầu này. Mặt khác vì phạm vi lựa chọn phương án cho vay của chủ thể cung ứng vốn còn hạn hẹp. Lãi suất ngân hàng không phải lúc nào cũng hấp dẫn người có tiền gửi tiền vào ngân hàng. Về phía người cần vốn cũng không phải luôn luôn dễ dàng vay vốn của ngân hàng, nhất là khi thực hiện các phương án đầu tư có sự rủi ro và mạo hiểm cao.

Trong hoàn cảnh đó, bằng cách tạo ra những công cụ tài chính, người cần vốn đã tìm cách gặp trực tiếp những người thừa vốn. Đó có thể là giấy nợ hoặc giấy chứng nhận quyền sở hữu mà sau này được gọi là chứng khoán. Bản thân những người nắm giữ chứng khoán đầu tiên chưa nghĩ đến chuyện mua đi bán lại chúng. Nhưng sau này, cùng với sự phát triển của nền kinh tế, một thị trường diễn ra các hoạt động mua đi bán lại những giấy tờ có giá đã được hình thành. Thị trường tài chính theo đúng nghĩa của nó xuất hiện từ đó [31]. Vậy thị trường tài chính (TTTC) là gì?

Hiện nay có nhiều khái niệm khác nhau về TTTC:

TTTC cũng được hiểu theo nghĩa chung nhất là: tất cả những nơi mà tại đó diễn ra các hoạt động trao đổi liên quan tới nguồn lực tài chính (financial resources). TTTC là thị trường trong đó nguồn tài chính được chuyển từ người có vốn dư thừa sang người thiếu vốn thông qua một phương thức thị trường nào đó. TTTC là tổng hoà các mối quan hệ cung cầu về vốn, là môi trường trong đó hệ thống tài chính vận động [31].

Nhà kinh tế học FREDERIC S.MISHKIN cho rằng: "TTTC là thị trường trong đó vốn được chuyển từ những người hiện có dư thừa vốn sang những người thiếu vốn" [20, tr.35]. Theo nghĩa đó, TTTC tồn tại ở tất cả các nền kinh tế mà ở đó tồn tại các quan hệ tiền tệ. Đối tượng mua bán trên TTTC là một loại hàng hoá đặc biệt - đó là vốn.

Từ những cách hiểu khác nhau về TTTC, chúng ta có thể thấy rằng khi đề cập đến TTTC không chỉ đề cập tới phương thức giao dịch, công cụ tài chính được trao đổi mà còn đề cập tới các chủ thể tham gia thị trường và cơ chế giám sát. Việc chuyển đổi quyền sở hữu và sử dụng các nguồn tài chính trên TTTC được thực hiện thông qua các phương thức giao dịch và các công cụ tài chính nhất định. TTTC là nơi phát hành, mua bán, trao đổi và chuyển nhượng các công cụ tài chính theo các quy tắc, luật lệ đã được quy định. Vì vậy, có thể hiểu:

Thị trường tài chính là nơi diễn ra việc chuyển giao các nguồn tài chính một cách trực tiếp hoặc gián tiếp giữa các chủ thể kinh tế với nhau thông qua những phương thức giao dịch và công cụ tài chính nhất định nhằm thoả mãn quan hệ cung cầu về vốn và mục đích kiếm lời.

Như vậy, đối tượng mua bán trên TTTC là các nguồn tài chính ngắn hạn hay dài hạn, chúng được chuyển từ chủ thể thừa vốn sang chủ thể thiếu vốn thông qua các công cụ tài chính, đó là các chứng khoán. Trước đây, chứng khoán được hiểu là loại giấy tờ có giá, tức là một giấy chứng nhận khoản tiền mà người ta đã ứng ra và có quyền được hưởng những khoản lợi tức nhất định theo kỳ hạn. Ví dụ: công trái do Nhà nước phát hành; các loại cổ phiếu, trái phiếu do các doanh nghiệp hay tổ chức tài chính phát hành và các dạng kỳ phiếu, chứng chỉ tiền gửi,... Tuy nhiên, với sự phát triển của TTCK, chứng khoán không chỉ thể hiện dưới dạng các giấy tờ có giá mà còn có thể ghi lại trên hệ thống thiết bị điện tử, các quyền được mua cổ phiếu, trái phiếu theo những điều kiện nhất định đã được thỏa thuận trước (chứng khoán phái sinh). Do vậy, chứng khoán được hiểu rộng hơn, đó là các chứng từ dưới dạng giấy tờ hoặc ghi trên hệ thống điện tử xác nhận các quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu chứng từ đó với người phát hành [10].

Chứng khoán là phương tiện huy động, tập trung nguồn tài chính đối với những chủ thể cần nguồn tài chính, là phương tiện đầu tư để thu lời đối với những chủ thể có thừa nguồn tài chính. Thu nhập mà nhà đầu tư chứng khoán thu được bao gồm cả lợi tức thu được do bán quyền sử dụng nguồn tài chính và khoản lãi do bán lại chứng khoán cao hơn giá mua.

Chủ thể tham gia TTTC là những pháp nhân hay thể nhân đại diện cho những nguồn cung và cầu về vốn nhân rồi tham gia trên TTTC, chủ yếu là người tiết kiệm, các NHTM, công ty tài chính, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, công ty môi giới, các doanh nghiệp, chính phủ, hộ gia đình.v.v.

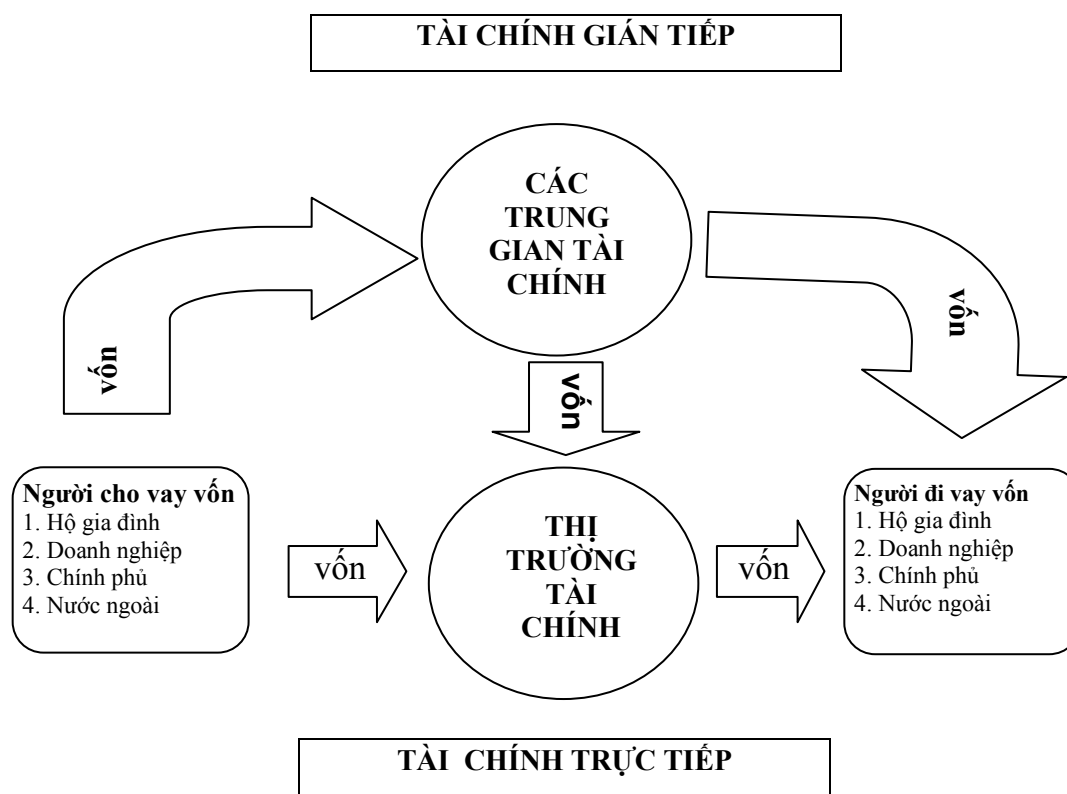
1.1.2 Chức năng của thị trường tài chính

Trong nền kinh tế thị trường, TTTC có các chức năng cơ bản sau đây:

1.1.2.1 Dẫn nguồn tài chính từ những chủ thể có khả năng cung ứng nguồn tài chính đến những chủ thể cần nguồn tài chính

TTTC đóng vai trò là kênh dẫn chuyển vốn từ nhà đầu tư đến nhà sản xuất; từ người cho vay - người tiết kiệm tới người vay - người chi tiêu. Vì vậy, TTTC là nơi gặp gỡ giữa cung và cầu nguồn tài chính, là nơi thu hút mạnh mẽ mọi nguồn tài chính nhân rồi, chuyển giao những nguồn này cho các nhu cầu đầu tư phát triển nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh, hoặc thỏa mãn nhu cầu khác nhau của chủ thể

cần nguồn tài chính. TTTC được xem như cầu nối giữa tích lũy và đầu tư, giữa người cung nguồn tài chính và người cần nguồn tài chính. Nó giúp họ gặp nhau cung ứng nguồn tài chính cho nhau dưới hình thức mua bán các chứng khoán, thông qua hai kênh tài trợ, đó là: tài chính trực tiếp và tài chính gián tiếp [20].



Sơ đồ 1.1. Chức năng dẫn chuyển vốn của TTTC

Nguồn: [20] FREDERIC S.MISHKIN (2001), *Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính* - NXB Khoa học và Kỹ thuật, Hà Nội.

Ở kênh tài chính trực tiếp: người đi vay, vay vốn trực tiếp từ người cho vay bằng cách bán chứng khoán (còn gọi là công cụ tài chính -financial instruments). Chứng khoán là những trái quyền (quyền được hưởng) đối với thu nhập hoặc tài sản tương lai của người vay. Chứng khoán là tài sản có đối với người mua chúng, chúng lại là tài sản nợ đối với người hay doanh nghiệp phát hành.

Ở kênh tài chính gián tiếp: vốn được chuyển từ người cho vay tới người vay thông qua trung gian tài chính. Trung gian tài chính chuyển vốn từ người cho vay - người tiết kiệm sang người vay - người sử dụng và họ kiếm lời bằng cách đưa ra mức lãi suất cao hơn mức lãi suất mà họ phải trả cho người gửi tiền.

1.1.2.2 Cung cấp khả năng thanh khoản cho các chứng khoán

TTTC là nơi các chứng khoán được mua bán, trao đổi. Bởi vậy, nhờ có TTTC (cụ thể là thị trường thứ cấp), các nhà đầu tư có thể dễ dàng chuyển đổi các chứng khoán họ sở hữu thành tiền hoặc thành các chứng khoán khác khi họ muốn. Khả năng thanh khoản (khả năng chuyển đổi thành tiền) là một trong những yếu tố quyết định tính hấp dẫn của chứng khoán đối với các nhà đầu tư. Chức năng cung cấp khả năng thanh khoản cho các chứng khoán đảm bảo cho TTTC hoạt động năng động, hiệu quả.

1.1.2.3 Cung cấp thông tin kinh tế và đánh giá giá trị doanh nghiệp

Bằng những phương tiện kỹ thuật và thông tin hiện đại, TTTC là nơi cung cấp kịp thời, chính xác những nguồn thông tin cần thiết có liên quan đến việc mua bán các chứng khoán cho mọi thành viên của thị trường (thông tin về tình hình cung cầu từng loại chứng khoán trong những thời điểm nhất định, về tình hình phát triển kinh tế, về sự thay đổi chính sách tài chính-tiền tệ...). Mặt khác, TTTC (cụ thể là trên thị trường chính thức) bắt buộc các doanh nghiệp phải công bố các báo cáo tài chính, những thông tin về doanh nghiệp và phải đảm bảo tính chính xác của các thông tin đó.

TTTC phản ánh “sức khỏe” của nền kinh tế quốc dân, phản ánh các xu hướng phát triển kinh tế... Điều này có thể thấy được thông qua sự biến động của *chỉ số giá chứng khoán*. Do đó, chỉ số giá chứng khoán được coi là “hàng thử biểu” của một nền kinh tế. Với xu hướng quốc tế hóa, TTTC còn phản ánh xu hướng phát triển của kinh tế thế giới.

Mặt khác, do giá trị của công ty cổ phần phụ thuộc vào tổng giá trị thị trường của các cổ phiếu đang lưu hành. Vì vậy, thông qua giá cổ phiếu của một công ty người ta có thể đánh giá được tình hình hoạt động, kết quả kinh doanh và giá trị của doanh nghiệp đó.

1.1.2.4 Là môi trường để nhà nước thực hiện chính sách tiền tệ và tài khóa

TTTC là nơi cung cấp các dữ liệu, giúp cho nhà nước có biện pháp điều hoà, lưu thông tiền tệ thông qua cơ chế thị trường mở.

Chức năng này được thể hiện thông qua việc mua bán các trái phiếu, tín phiếu và các giấy tờ có giá khác của NHTƯ trên TTTC. Việc nhà nước mua chứng khoán vào có tác dụng “bơm” thêm tiền vào chu chuyển kinh tế và ngược lại, việc bán chứng khoán sẽ rút bớt lượng tiền khỏi chu chuyển kinh tế. Nhà nước cũng có

thể thay đổi lãi suất tiền gửi, tỷ lệ dự trữ bắt buộc hoặc lãi suất tái chiết khấu để thực hiện điều hoà lưu thông tiền tệ. Ngoài ra, NHTU cũng có thể mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối để điều chỉnh lượng cung và cầu ngoại tệ nhằm giúp chính phủ ổn định tỷ giá hối đoái

Mặt khác, trong điều kiện có bội chi NSNN, thì TTTC là nơi mà nhà nước tiến hành vay nợ dân chúng trong nước và vay các tổ chức và cá nhân nước ngoài một cách dễ dàng nhất để giải quyết thâm hụt ngân sách. Bằng cách phát hành các trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ hoặc ngoại tệ, chính phủ sẽ thu hút được nguồn tài chính to lớn để bù đắp bội chi NSNN. Đây cũng là giải pháp tích cực để cân đối ngân sách, bởi vì Nhà nước không phải phát hành tiền để bù đắp bội chi ngân sách. Điều này sẽ góp phần giảm bớt nguy cơ lạm phát.

1.1.3 Phân loại thị trường tài chính

TTTC rất đa dạng và phong phú về công cụ, thời gian cung ứng sử dụng nguồn tài chính, cơ chế hoạt động. Để nghiên cứu cấu trúc cụ thể của TTTC, chúng ta cần nghiên cứu một vài cách phân loại TTTC theo các góc độ khác nhau.

1.1.3.1 Phân loại theo thời hạn của các công cụ tài chính

Dựa vào thời hạn sử dụng nguồn tài chính, TTTC bao gồm: *thị trường tiền tệ* (thị trường ngắn hạn) và *thị trường vốn* (thị trường dài hạn).

(i) *Thị trường tiền tệ (TTTT)*, là thị trường phát hành và mua bán các công cụ tài chính ngắn hạn, thông thường dưới 1 năm như tín phiếu kho bạc, các khoản vay ngắn hạn giữa các ngân hàng, hợp đồng mua lại, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu.

Theo nghĩa cổ điển, TTTT là thị trường liên ngân hàng thuần túy. Tuy nhiên, từ thập kỷ 70 trở đi, TTTT đã mở rộng với sự tham gia của nhiều tác nhân kinh tế [34]. Do vậy, TTTT ngày nay được hiểu như là nơi thực hiện toàn bộ những khoản vay giữa các chủ thể, trên cơ sở một hợp đồng hay giấy tờ có giá nhất định nhằm tạo ra sự cân bằng cung cầu tiền tệ theo một giá nhất định và theo một thời hạn cụ thể (thường là dưới 1 năm). Do tính chất ngắn hạn đó nên TTTT cung ứng nguồn tài chính có khả năng thanh toán cao và người tham dự ít bị rủi ro. Lãi suất trên TTTT được hình thành từ cung và cầu vốn trên thị trường và lãi suất này bị ảnh hưởng bởi sự can thiệp của NHTU.

TTTT được cấu thành bởi các thị trường bộ phận sau đây:

- *Thị trường tín dụng ngắn hạn*, là thị trường truyền thống đóng vai trò quan trọng trong TTTT, là nguồn cung ứng vốn ngắn hạn chủ yếu cho nền kinh tế. Hoạt động trên thị trường chủ yếu là đi vay - huy động vốn và cho vay - sử dụng vốn của các NHTM. Vì vậy chính sách và cơ chế điều hành lãi suất của NHNN có vai trò đặc biệt quan trọng trong việc mở rộng hay thu hẹp đối với thị trường này.

- *Thị trường tiền tệ liên ngân hàng (nội tệ và ngoại tệ)*, là thị trường vốn ngắn hạn do NHTU tổ chức để giải quyết nhu cầu của các NHTM muốn trao đổi với nhau các khoản vốn tạm thời thừa ở một số ngân hàng này với các khoản vốn tạm thời thiếu ở một số ngân hàng khác thông qua các tài khoản của họ ở NHTU nhằm bù đắp số thiếu hụt quỹ dự trữ bắt buộc, đáp ứng nhu cầu thanh toán của khách hàng, bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ giữa các ngân hàng... Do đó, việc tham gia thị trường này chỉ hạn chế dành cho các ngân hàng và các tổ chức tài chính tín dụng hoạt động theo quy chế của thị trường.

Trong TTTT, thị trường liên ngân hàng được coi là hạt nhân của TTTT. Trên thị trường này, lãi suất thị trường được hình thành trên cơ sở cung - cầu vốn, với tính chất bán buôn. Các mức lãi suất trên thị trường liên ngân hàng được coi là các mức lãi suất tham chiếu cho việc định giá các công cụ nợ khác.

- *Thị trường tiền tệ mở rộng (thị trường mở)*, là thị trường mà các chủ thể tham gia được mở rộng hơn so với thị trường tiền tệ liên ngân hàng, bao gồm các NHTM, các tổ chức tài chính phi ngân hàng, các doanh nghiệp, người môi giới và công chúng... Đặc trưng của thị trường là mua bán qua trung gian môi giới tiền tệ. Giá cả có thể là giá đấu thầu hoặc giá thoả thuận. Thị trường này là thị trường của những nhà kinh doanh, nghĩa là họ bán ra chứng khoán theo từng lô nhỏ, lẻ với giá định trước hoặc bán ra những loại chứng khoán lớn bằng cách đấu giá. So với thị trường liên ngân hàng thì thị trường này có chủ thể tham gia mua bán rộng hơn còn cách thức mua bán cũng tương tự. Do có các chủ thể được mở rộng và nghiệp vụ trên thị trường mở đã trực tiếp tác động đến khả năng cung ứng tiền cho nền kinh tế nên đây là môi trường thuận lợi cho NHTU can thiệp để điều tiết lượng cung ứng tiền tệ thông qua việc mua, bán các giấy tờ có giá ngắn hạn trên thị trường này.

(ii) *Thị trường vốn*, là thị trường phát hành và mua bán các công cụ tài chính có kỳ hạn trên một năm, hay chính là nơi giải quyết quan hệ cung cầu về vốn dài

hạn. Trong nền kinh tế thị trường phát triển, thị trường vốn được cấu thành bởi các bộ phận chủ yếu sau đây:

- *Thị trường cho vay dài hạn*, là bộ phận thị trường vốn diễn ra hoạt động cho vay các nguồn tài chính dài hạn giữa chủ thể cung ứng nguồn tài chính dài hạn và chủ thể cần nguồn tài chính dài hạn mà không cần phát hành các chứng khoán.

- *Thị trường tín dụng thuê mua hay cho thuê tài chính*, là một bộ phận của thị trường vốn, trong đó: Người cung nguồn tài chính đóng vai trò là người cho thuê cam kết mua tài sản thiết bị theo yêu cầu của người thuê (người sử dụng nguồn tài chính) và nắm giữ quyền sở hữu đối với tài sản cho thuê. Người cần nguồn tài chính sử dụng tài sản thuê và thanh toán tiền thuê trong suốt thời hạn đã được thỏa thuận trong hợp đồng. Thời hạn này phải chiếm phần lớn thời gian hữu dụng của tài sản (thấp nhất là 60% hoặc 75% vòng đời của tài sản tùy theo quy định của mỗi nước). Tổng số tiền người thuê phải trả cho người cho thuê phải bằng hoặc lớn hơn giá thị trường của tài sản cho thuê vào thời điểm ký hợp đồng. Khi kết thúc thời hạn thuê, bên thuê có quyền chọn mua tài sản thuê với giá thấp hơn giá trị tài sản thuê tại thời điểm mua lại.

- *Thị trường chứng khoán*, là bộ phận chủ yếu của thị trường vốn, là nơi diễn ra hoạt động mua bán các loại chứng khoán trung và dài hạn.

- Xét về mặt hình thức, các hoạt động trao đổi mua bán, chuyển nhượng các chứng khoán chỉ là việc thay đổi các chủ thể sở hữu chứng khoán.

- Xét về một bản chất, đây chính là quá trình chuyển giao nguồn tài chính từ chủ thể này sang chủ thể khác. Các chủ thể kinh tế huy động nguồn tài chính bằng cách phát hành các chứng khoán là cổ phiếu, trái phiếu... trên TTCK.

Cần phải lưu ý rằng, trong các bộ phận nói trên của thị trường vốn, TTCK là hình thức vận động điển hình với khối lượng giao dịch và sức thu hút mạnh mẽ đối với các nhà đầu tư. Ở hầu hết các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, TTCK luôn giữ vị trí chủ yếu trong kết cấu của thị trường vốn các nước. Mặt khác, nếu nhìn trên góc độ bao quát thì thị trường vốn và TTCK chỉ là hai tên gọi khác nhau của cùng một định nghĩa về thị trường tư bản (capital), trong đó thị trường vốn biểu hiện bản chất bên trong của quá trình mua bán các nguồn tài chính dài hạn, còn tên gọi TTCK là biểu hiện bên ngoài, là hình thức của các giao dịch vốn cụ thể thông

qua các công cụ là các chứng khoán dài hạn. Vì những lý do nói trên, khi nói đến thị trường vốn dài hạn người ta thường tập trung chủ yếu vào *thị trường chứng khoán*.

1.1.3.2. Dựa theo phương thức huy động nguồn tài chính

Dựa trên tiêu thức này, TTTC được chia thành: *thị trường nợ* và *thị trường vốn cổ phần*.

(i) *Thị trường nợ*, là thị trường trong đó người cần vốn huy động dựa trên việc phát hành các công cụ nợ như trái phiếu, tín phiếu, kỳ phiếu. Thực chất của việc phát hành các công cụ nợ này là nhà phát hành đứng ra đi vay theo phương thức có hoàn trả cả gốc và lãi. Người cho vay không chịu bất cứ trách nhiệm nào về kết quả hoạt động sử dụng vốn của người vay và trong mọi trường hợp, nhà phát hành phải có trách nhiệm hoàn trả theo các cam kết đã được xác định trong hợp đồng vay. Các công cụ nợ có thời hạn xác định, có thể là ngắn hạn, trung hạn hay dài hạn. Đặc điểm của công cụ nợ là dựa trên quan hệ vay mượn; có thời hạn, lãi suất được ấn định trước, người sở hữu công cụ nợ không có vai trò quản lý trong công ty.

(ii) *Thị trường vốn cổ phần*, là thị trường trong đó người cần vốn huy động vốn bằng cách phát hành các cổ phiếu bán cho những người có vốn. Người nắm giữ cổ phiếu gọi là các cổ đông, họ chính là các chủ sở hữu công ty phát hành, vì vậy họ có quyền được chia phần lãi ròng và tài sản ròng của công ty. Khác với công cụ nợ, cổ phiếu không có lãi cố định, mà cổ tức phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của các công ty phát hành. Các cổ phiếu này được coi là những chứng khoán dài hạn, vì chúng không quy định thời gian mãn hạn. Người nắm giữ cổ phiếu chỉ có thể lấy lại tiền bằng cách bán lại cổ phiếu đó trên thị trường thứ cấp.

1.1.3.3. Căn cứ vào sự luân chuyển các nguồn tài chính

Dựa vào tiêu thức này, TTTC được chia thành: *thị trường sơ cấp* và *thị trường thứ cấp*.

(i) *Thị trường sơ cấp*, là nơi các chứng khoán mới phát hành và được mua bán lần đầu tiên. Do vậy, thị trường này còn được gọi là *thị trường cấp một*.

Trên thị trường sơ cấp, vốn từ nhà đầu tư được chuyển sang nhà phát hành thông qua việc nhà đầu tư mua các chứng khoán (gồm cổ phiếu, trái phiếu) mới phát hành. Do vậy, thông qua thị trường này nguồn vốn vận động một cách trực tiếp từ người đầu tư sang chủ thể phát hành chứng khoán. Thị trường sơ cấp ít quen thuộc

với công chúng đầu tư vì việc bán chứng khoán tới những người mua đầu tiên được tiến hành theo những phương thức và đặc thù riêng, thông thường chỉ giới hạn ở một số thành viên nhất định, thường là: Kho bạc Nhà nước, NHTU, các công ty phát hành, tập đoàn bảo lãnh phát hành. Giá cả ban đầu của chứng khoán mang tính quy định nhiều hơn là do thị trường xác định, thường là do tổ chức phát hành quyết định.

Nhờ có thị trường sơ cấp mà nguồn vốn cần huy động của các công ty được chứng khoán hoá, vốn của công ty được huy động thông qua việc phát hành chứng khoán. Sự hoạt động của thị trường sơ cấp chính là huy động nguồn tài chính trong xã hội chuyển thành vốn đầu tư cho nền kinh tế.

(ii) *Thị trường thứ cấp*, là thị trường giao dịch các chứng khoán sau khi chúng đã được phát hành trên thị trường sơ cấp. Thị trường thứ cấp còn được gọi là *thị trường cấp hai*.

Hoạt động trên thị trường thứ cấp diễn ra trong phạm vi rộng hơn với tổng mức lưu chuyển vốn lớn hơn nhiều so với thị trường sơ cấp. Tuy nhiên, việc mua bán chứng khoán trên thị trường này không làm thay đổi nguồn vốn của tổ chức phát hành mà thực chất chỉ là quá trình luân chuyển vốn từ nhà đầu tư này sang nhà đầu tư khác trên thị trường. Giao dịch trên thị trường thứ cấp phản ánh nguyên tắc cạnh tranh tự do, giá chứng khoán trên thị trường thứ cấp do cung và cầu quyết định. Thị trường thứ cấp là thị trường hoạt động liên tục, các nhà đầu tư có thể mua và bán các chứng khoán nhiều lần trên thị trường này. Thị trường thứ cấp có thể được tổ chức theo hai hình thức cơ bản là sở giao dịch tập trung (các sở giao dịch chứng khoán) và thị trường phi tập trung (OTC).

Giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Trong đó, thị trường sơ cấp đóng vai trò là thị trường cơ sở, tạo ra hàng hóa cho thị trường thứ cấp và ngược lại thị trường thứ cấp làm tăng tính thanh khoản của các chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp, do đó tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát hành trên thị trường sơ cấp. Do vậy, thị trường thứ cấp đóng vai trò là động lực, thúc đẩy thị trường sơ cấp phát triển.

1.1.3.4. Căn cứ vào tính chất pháp lý

Căn cứ vào tính chất pháp lý, TTTC được chia thành hai bộ phận: *thị trường tài chính chính thức* và *thị trường tài chính không chính thức*.

(i) *Thị trường chính thức*, là thị trường trong đó các chủ thể chính thức hoạt động và được điều chỉnh theo luật về TTTC, và thường được cơ quan chủ quản (như Ủy ban chứng khoán) giám sát. Ví dụ, sở giao dịch chứng khoán, thị trường tiền tệ liên ngân hàng. Thị trường chính thức là biểu nhiệt độ để đo lường "sức khoẻ" của nền kinh tế, vì hầu hết các công cụ tài chính được trao đổi trên thị trường chính thức đều là các công cụ "mạnh". Thị trường này còn là cơ sở để thị trường phi chính thức xác định phương hướng và giá cả của mình.

(ii) *Thị trường phi chính thức*, là thị trường trong đó các chủ thể không chịu sự điều chỉnh của bất kỳ luật chính thức nào, chỉ hoạt động theo sự thỏa thuận giữa người mua và người bán theo quy luật cung cầu trên thị trường. Thị trường này mặc dù không được công nhận chính thức, nhưng vẫn luôn luôn tồn tại và hoạt động cùng với thị trường chính thức. Đây là thị trường rất linh hoạt và mang tính thích nghi cao. Thị trường phi chính thức là nơi đáp ứng những nhu cầu mà thị trường chính thức không đáp ứng được.

1.1.4 Các công cụ của thị trường tài chính

1.1.4.1 Công cụ của thị trường tiền tệ

Để chuyển giao quyền sử dụng các nguồn tài chính ngắn hạn, TTTT sử dụng nhiều công cụ khác nhau. Bao gồm:

(i) *Tín phiếu kho bạc (Treasury bills)*, là loại chứng nhận nợ ngắn hạn của Chính phủ do Kho bạc nhà nước phát hành nhằm bù đắp thiếu hụt tạm thời cho NSNN và là một công cụ quan trọng để NHTƯ điều hành chính sách tiền tệ qua nghiệp vụ thị trường mở. Chúng không mang lãi suất, mang tính vô danh, được phát hành với thời hạn thông thường là 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng, 1 năm và thường được phát hành bằng phương thức đấu thầu.

Các tín phiếu kho bạc thường có mức độ rủi ro thấp đối với người đầu tư, nó là loại công cụ an toàn nhất trong toàn bộ các công cụ của TTTT vì Chính phủ có khả năng thực hiện nghĩa vụ trả nợ. Do đó lãi suất áp dụng cũng thường thấp hơn so với các công cụ TTTT khác.

(ii) *Chứng chỉ tiền gửi ngân hàng có thể chuyển nhượng được (Negotiable bank certificates of deposit)*, là công cụ vay nợ do NHTM bán cho người gửi tiền với lãi suất được quy định cho từng kỳ hạn nhất định, phần lớn là từ

30 ngày đến 12 tháng. Các chứng chỉ tiền gửi cũng tương tự như các loại tiền gửi có kỳ hạn khác, điểm khác biệt cơ bản là ở chỗ chứng chỉ tiền gửi thường là vô danh và có thể được chuyển nhượng cho một bên thứ ba mà không bị phạt bởi các ngân hàng phát hành. Chứng chỉ tiền gửi thường được sử dụng để huy động các nguồn vốn lớn, vì vậy các ngân hàng thường được đặt mức tối thiểu đối với mệnh giá chứng chỉ tiền gửi nhưng không có hạn chế tối đa các mệnh giá chứng chỉ tiền gửi.

Chứng chỉ tiền gửi thường có lãi suất cao hơn lãi suất của các tín phiếu kho bạc ngắn hạn, trong khi có khả năng thanh khoản khá cao, do vậy chúng rất hấp dẫn đối với các nhà đầu tư. Lãi suất của chứng chỉ tiền gửi do ngân hàng phát hành quy định, chủ yếu là chịu sự ảnh hưởng của thị trường, có tính đến mức lãi suất ngắn hạn cũng như uy tín tín dụng của ngân hàng phát hành ra chúng.

Chứng chỉ tiền gửi có thể được phát hành theo hai phương thức: (1) Phát hành theo mệnh giá, là hình thức người mua trả tiền theo mệnh giá đã được ghi trên phiếu. Khi đến hạn ngân hàng sẽ hoàn trả vốn gốc và thanh toán lãi cho người mua; (2) Phát hành dưới hình thức chiết khấu, nghĩa là người mua sẽ trả số tiền mua bằng mệnh giá trừ đi khoản lãi mà họ được hưởng. Khi đến hạn, ngân hàng sẽ hoàn trả cho khách hàng theo mệnh giá.

(iii) *Thương phiếu (commercial paper)*, là chứng chỉ có giá ghi nhận lệnh yêu cầu thanh toán hoặc cam kết thanh toán không điều kiện một số tiền nhất định trong một thời gian xác định. Thương phiếu có thể được chiết khấu ở NHTM để thu vốn về cho người sở hữu thương phiếu trước kỳ hạn thanh toán. Các thương phiếu được phát hành không chỉ trong quan hệ mua bán chịu hàng hoá mà còn được phát hành để vay vốn bằng tiền trên TTTT.

Thời hạn của thương phiếu tối đa có thể là 270 ngày. Nhưng phần lớn thương phiếu được bán có thời hạn 30 ngày hay nhỏ hơn. Lãi suất của thương phiếu phụ thuộc vào thời hạn thanh toán, khối lượng vay, vào mức lãi suất chung của TTTT và vào sự xếp loại tín nhiệm của người phát hành. Thông thường lãi suất chiết khấu của thương phiếu cao hơn lãi suất tín phiếu kho bạc do mức độ rủi ro của nó cao hơn tín phiếu kho bạc.

Thương phiếu bao gồm hai loại chủ yếu sau: Hối Phiếu (Bill of exchange) là một phiếu ghi nợ do người bán hàng trả chậm (chủ nợ) ký phát trao cho người mua

hàng trả chậm (người thiếu nợ), trong đó yêu cầu người này phải trả một số tiền nhất định khi đến hạn tại một địa điểm nhất định cho người hưởng lợi trong hối phiếu hoặc theo lệnh của người này trả cho một người khác. *Lệnh phiếu (Promissory Note)* ngược lại với hối phiếu, lệnh phiếu là phiếu nhận nợ do người thiếu nợ (thường là người mua hàng trả chậm) ký phát trao cho người chủ nợ (người bán hàng trả chậm), trong đó người thiếu nợ cam kết trả một số tiền nhất định khi đến hạn cho người chủ nợ hoặc một người nào đó do người chủ nợ chỉ định.

(iv) *Các phiếu chấp nhận thanh toán của ngân hàng - chấp phiếu của ngân hàng (Banker's acceptance)*, là một hối phiếu do công ty kinh doanh (thường trong lĩnh vực xuất nhập khẩu) ký phát, trong đó ghi rõ thanh toán vào một ngày nhất định trong tương lai, thường phát hành trong 90 ngày và được một ngân hàng đảm bảo thanh toán bằng cách đóng dấu "chấp nhận" lên hối phiếu đó.

Muốn được ngân hàng chấp nhận, bên ký phát hối phiếu phải gửi tiền vào tài khoản ở ngân hàng hoặc ngân hàng đồng ý cho họ vay khi thanh toán và ngân hàng sẽ được hưởng lệ phí bảo đảm. Trong trường hợp công ty nợ bị phá sản, hối phiếu vẫn được ngân hàng chấp nhận thanh toán khi đến hạn. Do được ngân hàng đảm bảo thanh toán nên uy tín của nó tương đối cao và được chuyển nhượng dễ dàng trên TTTT.

(v) *Hợp đồng mua lại (Repurchase agreement- ReP)*, là những món vay ngắn hạn (kỳ hạn thanh toán ngắn hơn 2 tuần), trong đó có một lượng trái phiếu chính phủ - thường là tín phiếu kho bạc, được dùng làm vật đảm bảo cho khoản vay đó. Tuy nhiên người đi vay cam kết sẽ mua lại trái phiếu này theo giá cũ, cộng thêm một khoản lãi quy định. Kỳ hạn của hợp đồng mua lại có thể được ấn định hoặc thoả thuận tự do, trong cả hai trường hợp cả người đi vay và cho vay đều có thể kết thúc thoả thuận này bất kỳ lúc nào.

(vi) *Các khoản vay liên ngân hàng*, là các khoản vay ngắn hạn giữa các ngân hàng hay còn gọi là tín dụng ngắn hạn liên ngân hàng. Nó gồm các khoản vay không kỳ hạn và có kỳ hạn từ 1 ngày cho đến 1 năm giữa các ngân hàng với nhau, không có thể chấp hoặc thế chấp bằng các loại trái phiếu ngắn hạn. Các khoản vay này có thể là vay mượn giữa các NHTM với nhau như vay để bù đắp nhu cầu vốn thiếu hụt, đáp ứng nhu cầu thanh toán của khách hàng, bù đắp thiếu hụt dự trữ bất

buộc tại NHTU..., hoặc có thể là vay của NHTU trong trường hợp các NHTM thiếu hụt dự trữ bắt buộc hoặc quá thiếu tiền mặt hoặc để bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ liên ngân hàng. Các khoản vay này một mặt vừa đáp ứng nhu cầu thanh khoản của các NHTM, mặt khác tạo điều kiện để các NHTM dư thừa vốn ngắn hạn có điều kiện kiếm lời một cách đảm bảo, an toàn.

(vii) *Tín phiếu Ngân hàng trung ương hay tín phiếu ổn định tiền tệ*, là tín phiếu có thể giao dịch mua bán, do NHTU phát hành nhằm điều hoà lượng tiền cung ứng vào lưu thông.

Các tín phiếu này chỉ áp dụng ở một số nước mà NSNN bội chi rất ít hoặc dư thừa nên Chính phủ không phát hành hoặc phát hành rất ít tín phiếu kho bạc, khi đó NHTU sẽ phát hành để thực hiện thắt chặt tiền tệ, chống lạm phát. Còn lại đa số các nước có bội chi ngân sách lớn và nhu cầu vay nợ cao thì chỉ cần phát hành tín phiếu kho bạc sẽ tối ưu và tiết kiệm hơn. Nếu phát hành tín phiếu NHTU song song với tín phiếu kho bạc thì không những gây thêm tổn kém cho NSNN, mà còn tạo ra sự cạnh tranh vốn không cần thiết.

Ngoài các công cụ trên, tùy từng nước mà còn có thêm một số công cụ khác được giao dịch trên TTTT như: Quỹ liên bang, Đô la Châu Âu, Trái phiếu đô thị chính quyền địa phương, Quỹ tương trợ thị trường tiền tệ,... thị trường tiền tệ càng phát triển thì càng có nhiều loại công cụ mới được ra đời.

1.1.4.2 Công cụ của thị trường vốn

Công cụ của thị trường vốn là các chứng khoán dài hạn. Các loại chứng khoán trên thị trường vốn rất phong phú và đa dạng như: cổ phiếu, trái phiếu dài hạn, chứng chỉ đầu tư, chứng khoán phái sinh..., trong đó chủ yếu là trái phiếu và cổ phiếu.

(i) *Cổ phiếu (Stock)*, là chứng khoán chứng nhận số vốn đã góp vào công ty cổ phần và quyền lợi của người sở hữu chứng khoán đó đối với công ty cổ phần.

Người sở hữu cổ phiếu gọi là cổ đông. Các cổ đông không phải là chủ nợ của công ty mà là người sở hữu một phần vốn (tài sản) của công ty. Mệnh giá cổ phiếu là số tiền in trên tờ cổ phiếu. Nó được tính bằng tổng số vốn góp bằng cổ phiếu chia cho lượng cổ phiếu phát hành. Thị giá cổ phiếu là giá của cổ phiếu trên thị trường, được xác định theo quan hệ cung cầu trên thị trường và thường cao hơn hay thấp hơn mệnh giá của cổ phiếu. Thị giá cổ phiếu lại rất nhạy cảm trên thị

trường, không chỉ phụ thuộc vào lợi nhuận công ty mà còn rất nhiều nhân tố khác như: môi trường kinh tế, thay đổi lãi suất, hay nói cách khác tuân theo quy luật cung cầu. Lợi tức mà công ty cổ phần trả cho cổ đông gọi là lợi tức cổ phần hay còn gọi là cổ tức. Các cổ đông có thể thu lợi từ các cổ phiếu mà họ nắm giữ từ hai nguồn: giá cổ phiếu tăng lên và cổ tức mà công ty chia cho cổ đông.

Cổ phiếu có 2 loại là cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi. Trong đó:

- *Cổ phiếu thường (Common Stock)*, là loại cổ phiếu mang lại cho người sở hữu nó những quyền lợi thông thường, đó là quyền được nhận cổ tức theo kết quả hoạt động của công ty và theo tỷ lệ phần vốn góp. Quyền bỏ phiếu bầu ra hội đồng quản trị. Quyền bỏ phiếu cho những vấn đề ảnh hưởng đến toàn bộ hoạt động của công ty như sát nhập công ty, giải thể... Quyền kiểm tra sổ sách của công ty. Quyền được chia tài sản khi công ty giải thể, sau khi đã thanh toán hết các khoản nợ và các khoản ưu đãi khác.

- *Cổ phiếu ưu đãi (Preferred Stock)*, là cổ phiếu mang lại cho người sở hữu nó được hưởng những khoản ưu đãi nhất định so với cổ phiếu thường, đó là: Quyền nhận lợi tức trước các cổ đông có cổ phiếu thường. Quyền được chia tài sản ròng của công ty trước các cổ đông có cổ phiếu thường. Cổ tức của cổ phiếu ưu đãi được xác định trước mà không phụ thuộc vào kết quả hoạt động của công ty.

(ii) *Trái phiếu (Bond)*, là một loại chứng khoán nợ, chứng nhận khoản vay do người đi vay phát hành cam kết trả lợi tức và hoàn trả vốn vay theo một thời hạn nhất định cho người sở hữu chứng khoán.

Trái phiếu buộc người phát hành phải trả một khoản tiền nhất định vào một ngày đã định trước và thường trả lãi theo thời hạn. Giá trị danh nghĩa, mệnh giá hay giá trị ngày đến hạn của trái phiếu là số tiền mà người phát hành phải trả khi đến hạn. Tỷ lệ lãi suất mà người phát hành phải trả thường được ấn định trong suốt thời hạn thời hạn của trái phiếu và không biến động theo lãi suất trên thị trường. Nếu các khoản thanh toán của một trái phiếu không được đáp ứng thì người nắm giữ trái phiếu có quyền tịch thu tài sản của người phát hành. Trái phiếu dài hạn có nhiều loại khác nhau.

Thông thường các loại trái phiếu sử dụng trên thị trường vốn gồm:

- *Trái phiếu Chính phủ*: loại trái phiếu này do Chính phủ, các chính quyền địa phương và các tổ chức của Chính phủ phát hành để có nguồn tài chính tài trợ cho việc phát triển kinh tế - xã hội, xây dựng các công trình công cộng.

- *Trái phiếu công ty*: là loại trái phiếu do các công ty phát hành để vay vốn trong nền kinh tế để tài trợ cho các nhu cầu kinh doanh lớn, có tính chất dài hạn.

- *Trái phiếu của ngân hàng và các tổ chức tài chính phát hành*: là loại trái phiếu được các NHTM hay các tổ chức trung gian tài chính phát hành nhằm huy động nguồn tài chính dài hạn để mở rộng quy mô kinh doanh của mình.

(iii) *Các chứng khoán phái sinh (Derivative documents)*

Trên TTCK, bên cạnh các giao dịch mua bán cổ phiếu, trái phiếu còn có các giao dịch mua bán các chứng từ có giá có nguồn gốc từ các chứng khoán đang lưu hành như: chứng quyền, bảo chứng phiếu, hợp đồng quyền lựa chọn, hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn. Các chứng từ có giá này, ngày nay còn được gọi là các *chứng khoán phái sinh (Derivative documents)*.

- *Chứng quyền (Right certificate)*, là một chứng thư do công ty phát hành cho các cổ đông, trong đó quy định quyền của cổ đông được mua một số lượng cổ phiếu mới do công ty phát hành theo một giá quy định trong một thời hạn nhất định. Quá thời hạn đó, nếu người có quyền không thực hiện thì công ty sẽ phát hành cổ phiếu ra công chúng.

- *Bảo chứng phiếu (warrants)*, là một chứng thư phát hành cùng với trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi cho phép trái chủ hoặc cổ đông được quyền mua các chứng khoán mới phát hành theo mức giá đăng ký thấp hơn giá thị trường vào thời điểm phát hành trong một thời hạn tương đối dài (5 đến 10 năm sau) hoặc có thể là vĩnh viễn.

- *Hợp đồng quyền chọn (option contract)*, là một sự thoả thuận mua bán chứng khoán với một giá quy định trong tương lai. Hợp đồng quyền lựa chọn có hai loại:

+ Hợp đồng quyền lựa chọn mua (call option contract) là hợp đồng cho phép người mua được quyền mua một loại chứng khoán nhất định với số lượng và giá cả đã được ấn định trong một thời hạn xác định.

+ Hợp đồng quyền chọn bán (put option contract) là hợp đồng cho phép người mua hợp đồng được quyền bán một loại chứng khoán với số lượng và giá cả được ấn định trong một thời hạn xác định.

- *Hợp đồng kỳ hạn (Forward contract)*, là một thoả thuận trong đó một người mua và một người bán chấp thuận thực hiện một giao dịch chứng khoán với khối lượng xác định, tại một thời điểm xác định trong tương lai với một mức giá được ấn định vào ngày ký hợp đồng.

- *Hợp đồng tương lai (Futures contract)*, là hợp đồng được ký kết giữa người mua và người bán các chứng khoán có giá theo một giá nhất định và việc thực hiện hợp đồng sẽ xảy ra trong một tương lai được thoả thuận trước. Người ta mua bán hợp đồng chứ không mua bán chứng khoán. Giá cả mua bán hợp đồng này được thực hiện theo nguyên tắc đấu giá công khai.

1.1.5 Các chủ thể tham gia thị trường tài chính

1.1.5.1 Các chủ thể tham gia thị trường tiền tệ

Có nhiều chủ thể tham gia TTTT với những mục đích khác nhau, bao gồm:

(i) *Ngân hàng trung ương, (NHTU)* là chủ thể quan trọng và đặc biệt trên TTTT. Trên thế giới, mỗi thị trường có từng loại công cụ đặc trưng và mức độ tham gia của NHTU cũng có khác nhau, song nhìn chung TTTT đều được đặt dưới sự kiểm tra giám sát của NHTU. NHTU thường là người đưa ra các chính sách tiền tệ, các thiết chế nhằm ổn định giá trị đồng tiền và bảo đảm một TTTT hoạt động năng động, có hiệu quả và có tổ chức. NHTU can thiệp vào hoạt động của thị trường bằng cách tác động đến lượng cung, cầu tiền tệ và làm thay đổi lãi suất thị trường, thông qua các công cụ quản lý quản lý trực tiếp và gián tiếp như: hạn mức tín dụng, kiểm soát tín dụng chọn lọc, cung ứng tiền mặt pháp định, mức dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở... Ngoài ra, NHTU còn đóng vai trò là người môi giới trung gian ở TTTT, giúp các NHTM trong việc thanh toán bù trừ những món nợ với nhau mà không phải di chuyển tiền bạc bằng cách thiết lập phòng giao hoán tại trụ sở của NHTU, do đó tiết kiệm nhiều chi phí cho các NHTM.

NHTU còn thực hiện cấp tín dụng cho các NHTM dưới các hình thức như cho vay theo hồ sơ tín dụng; chiết khấu, tái chiết khấu đối với các giấy tờ có giá ngắn hạn; cho vay có đảm bảo bằng cầm cố thương phiếu và các giấy tờ có giá ngắn

hạn khác. Trong trường hợp các NHTM đứng trước nguy cơ khủng hoảng thanh khoản thì NHTU sẽ đóng vai trò là "người cứu cánh cho vay cuối cùng".

(ii) *Ngân hàng thương mại*, (NHTM) là những trung gian hoạt động chính trên TTTT. NHTM tham gia thị trường này nhằm duy trì khả năng thanh toán hay khả năng chi trả của ngân hàng, tận dụng vốn tạm thời nhàn rỗi để kiếm lời ở mức tối đa cũng như vay vốn cần thiết với mức phí thấp nhất phục vụ mục tiêu trên. Trên TTTT, NHTM thường sử dụng các công cụ như chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng, chấp phiếu, khoản vay ngắn hạn giữa các ngân hàng... nhằm phục vụ cho các hoạt động tín dụng của mình. Các NHTM là yếu tố quan trọng để luồng vốn luân chuyển có hiệu quả trên TTTT, vì đó là trung gian tài chính lớn nhất, nhận một số lượng khổng lồ tiền gửi và dùng tiền gửi này để cho khách hàng vay. Hơn nữa, các NHTM còn có khả năng "tạo tiền", tức là tạo ra tiền gửi thanh toán. Vì với chức năng trung gian thanh toán và trung gian tín dụng, NHTM có khả năng tạo ra tiền ghi sổ thể hiện trên tài khoản tiền gửi thanh toán của khách hàng tại NHTM. Đây chính là một bộ phận quan trọng của lượng tiền giao dịch.

NHTM là thành viên đặc biệt của TTTT, vừa là người cho vay, vừa là người đi vay để cải thiện tình hình dự trữ tiền mặt hoặc để tạm thời đầu tư số vốn nhàn rỗi hoặc tăng vốn khi họ dự đoán được nhu cầu về vốn sẽ tăng lên. Họ là chủ thể quan trọng nhất, thu hút tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn. Sự có mặt của các NHTM với các tính năng hoạt động riêng của nó là động lực chính để thúc đẩy sự hoạt động của TTTT.

(iii) *Kho bạc Nhà nước*, tham gia TTTT chủ yếu để vay nợ, để bù đắp thiếu hụt tạm thời của ngân sách bằng cách phát hành tín phiếu kho bạc. Đối tượng thường xuyên mua tín phiếu kho bạc là các NHTM, các tổ chức tài chính phi ngân hàng, các doanh nghiệp, các tầng lớp dân cư... Qua việc vay nợ và trả nợ dần, Kho bạc nhà nước có tác động tích cực đến quá trình hình thành và phát triển TTTT, vì thị trường tín phiếu kho bạc là thị trường lớn trong các bộ phận TTTT, hơn nữa, tín phiếu kho bạc là một trong những công cụ quan trọng để NHNN điều hành chính sách tiền tệ.

(iv) *Người đầu tư*, gồm các nhà đầu tư tổ chức và các nhà đầu tư tư nhân. Trong đó chủ yếu là các tổ chức tài chính phi ngân hàng như: Hiệp hội tiết kiệm và

cho vay, quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm, quỹ tương trợ TTTT..., họ tham gia thị trường với mục đích: Duy trì và khả năng thanh toán. Cho vay khoản vốn dư thừa để kiếm lãi. Đi vay nguồn vốn cần thiết. Họ không tham gia vào quá trình tạo tiền.

(v) Người môi giới và người kinh doanh (Brokers và Dealers)

- *Người kinh doanh tiền tệ (Dealers)*, họ mua và bán cho những tài khoản thuộc sở hữu của họ, ngoài ra, họ còn tiến hành những hoạt động đa dạng khác như hoạt động môi giới. Vai trò của người kinh doanh trên TTTT là tạo thị trường, điều này thể hiện: họ mua chứng khoán ngắn hạn được phát hành với số lượng lớn ở phiên đấu giá và sau đó bán lẻ lại cho các nhà đầu tư; ở thị trường thứ cấp, họ thông báo thường xuyên giá chào mua và giá chào bán cho những người kinh doanh khác. Nguồn lợi nhuận của những người kinh doanh tiền tệ có thể từ vài nguồn như: chênh lệch giá mua với giá bán hoặc chênh lệch môi giới hoa hồng.

- *Người môi giới tiền tệ (Brokers)*, là người thực hiện việc đưa người mua và người bán gặp nhau để hưởng “hoa hồng”. Chức năng của họ là cung cấp thông tin mua, bán cho những người tham gia thị trường. Phần lớn người môi giới phục vụ cho khách hàng của họ về dịch vụ thông tin nhanh, họ báo với người kinh doanh biết thị trường ở đâu, lời chào mua và chào bán như thế nào và họ có bao nhiêu hàng hóa.

1.1.5.2 Các chủ thể tham gia trên thị trường vốn

Nếu nhìn tổng quát, tham gia trên thị trường vốn bao gồm các chủ thể sau:

(i) *Người phát hành chứng khoán*, đây là những chủ thể có nhu cầu về vốn đầu tư và được Nhà nước cho phép phát hành chứng khoán để huy động vốn. Họ đại diện cho nguồn cung ứng chứng khoán vào lưu thông và đó là các công ty, các tổ chức tài chính và Nhà nước...

(ii) *Người đầu tư*, đó là những người có vốn nhàn rỗi và họ muốn mua chứng khoán trên thị trường để kiếm lời. Với mục đích đầu tư lâu dài họ thường nắm giữ chứng khoán của những công ty lớn có uy tín. Những người đầu tư trên thị trường là những pháp nhân kinh tế và các thể nhân.

(iii) *Người môi giới chứng khoán*, chỉ nhận lệnh mua hoặc bán hộ chứng khoán cho khách hàng để được hưởng “hoa hồng”, họ không được mua bán chứng khoán cho chính mình. Người môi giới có thể hoạt động với tư cách là thể nhân hay

pháp nhân (công ty môi giới). Để hành nghề, người môi giới phải hội đủ các điều kiện về nghề môi giới theo luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán quy định và phải được nhà nước cấp giấy phép hành nghề.

(iv) *Người kinh doanh chứng khoán*, không giống như người môi giới, người kinh doanh chứng khoán chỉ mua bán chứng khoán cho bản thân nhằm kiếm lợi nhuận. Tuy nhiên hoạt động của họ cũng có ý nghĩa nhất định khi luật chứng khoán của một số nước qui định người kinh doanh chứng khoán phải giành một tỷ lệ phần trăm trong giao dịch của mình vào mục đích điều tiết giá chứng khoán trên thị trường.

(v) *Người tổ chức thị trường*, là Ban điều hành của các sở giao dịch giữ nhiệm vụ tổ chức các khâu hoạt động trên thị trường, là người tạo ra địa điểm và phương tiện để phục vụ cho việc mua, bán chứng khoán. Đó là các sở giao dịch chứng khoán.

(vi) *Chủ thể quản lý và giám sát các hoạt động thị trường*, là người được chính phủ uỷ quyền để quản lý và giám sát các hoạt động của thị trường vốn nhằm bảo vệ lợi ích của người đầu tư, đảm bảo thị trường hoạt động công bằng, công khai, trôi chảy và có hiệu quả nhất, tránh tiêu cực có thể xảy ra.

Ngoài các đối tượng trên, trong hoạt động của thị trường vốn còn có các tổ chức hỗ trợ khác tham gia như: Tổ chức lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán, tổ chức làm dịch vụ chuyển tên và đăng ký lại quyền sở hữu chứng khoán, trung tâm đào tạo, hiệp hội các nhà đầu tư, hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán,...

1.1.6 Những điều kiện cần thiết để phát triển thị trường tài chính

Để TTTC phát triển được đầy đủ các yếu tố của thị trường và phát huy đầy đủ các chức năng vốn có của nó thì cần có các *điều kiện cần thiết* sau đây:

1.1.6.1. Nền kinh tế hàng hoá phát triển, tiền tệ ổn định với mức độ lạm phát có thể kiểm soát được

Khi nền kinh tế hàng hoá ngày càng phát triển, sự phân công lao động xã hội ngày càng sâu sắc đã làm nảy sinh nhu cầu và khả năng cung ứng nguồn tài chính trong nền kinh tế. Sự hình thành TTTC liên quan chặt chẽ với sự phát triển của kinh tế hàng hoá tiền tệ. Đó là tiền đề cần thiết cho sự hình thành TTTC, nơi mà cung cầu nguồn tài chính có thể gặp nhau dễ dàng. Một TTTC cũng không thể hình thành, phát triển khi mà tiền tệ mất ổn định với lạm phát không thể kiểm soát được.

Bởi vì, người có nguồn tài chính chỉ trao quyền sử dụng nguồn đó cho người khác khi có niềm tin là nguồn tài chính đó sẽ được bảo toàn về giá trị thực tế và thu được một khoản lãi thực sự chứ không phải là khoản lãi danh nghĩa.

Nếu nền kinh tế rơi vào lạm phát ngày càng cao, sức mua đồng tiền giảm sút nhanh chóng, giá cả các loại hàng hóa, dịch vụ tăng lên, tiền lãi của người cung nguồn tài chính sẽ không đủ bù đắp trượt giá do lạm phát gây ra. Do vậy, họ sẽ không trao quyền sử dụng nguồn tài chính của mình cho người khác mà sẽ mua vàng, ngoại tệ, bất động sản để dự trữ. Như vậy, không có hoặc rất ít người cung cấp nguồn tài chính, TTTC sẽ không thể hoạt động bình thường được.

1.1.6.2 Xây dựng, hoàn thiện hệ thống pháp luật và tổ chức quản lý nhà nước để làm cơ sở hoạt động và kiểm soát TTTC

TTTC hoạt động sẽ làm nảy sinh hàng loạt các quan hệ và lợi ích kinh tế giữa các chủ thể tham gia vào thị trường, đó là: lợi ích của người bán quyền sử dụng nguồn tài chính, lợi ích của người mua quyền sử dụng nguồn tài chính và lợi ích của các trung gian tài chính. Không những thế, hoạt động của TTTC còn tác động đến những vấn đề kinh tế vĩ mô, vấn đề tài chính tiền tệ ảnh hưởng rất lớn đến sự phát triển kinh tế - xã hội. Ngoài những tác động tích cực, TTTC còn có những tác động tiêu cực đến nền kinh tế. Do vậy, cần phải có hệ thống các quy định pháp luật để xác lập vị trí pháp lý của các chủ thể khác nhau tham gia TTTC và cơ chế pháp lý bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp cũng như xác định nghĩa vụ và trách nhiệm của các chủ thể tham gia trên thị trường, đồng thời điều chỉnh các quan hệ trong TTTC và đảm bảo sự quản lý của Nhà nước đối với hoạt động của thị trường.

Ở tất cả các nước có TTTC đều có hệ thống pháp luật rất chặt chẽ để điều chỉnh loại thị trường này. Có thể khái quát hệ thống pháp luật này thành ba nhóm:

- Nhóm các văn bản pháp luật điều chỉnh hành vi của người đầu tư. Thuộc nhóm này có: luật đầu tư, luật tín thác, luật hợp đồng, luật dân sự, luật hình sự.

- Nhóm các văn bản pháp luật điều chỉnh hành vi của người phát hành. Thuộc nhóm này có: luật công ty, luật phá sản, luật đầu tư, luật hợp đồng.v.v.

- Nhóm các văn bản pháp luật điều chỉnh hành vi của người trung gian. Thuộc nhóm này có: luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán, luật ngân hàng, luật bảo hiểm.v.v.

Việc tạo ra hệ thống pháp luật để điều chỉnh TTTC là cần thiết, tuy nhiên để hệ thống luật pháp đó đi vào cuộc sống, được các chủ thể tham gia TTTC tuân thủ nghiêm túc thì phải có tổ chức quản lý của nhà nước thực hiện chức năng quản lý, điều khiển, giám sát mọi hoạt động của TTTC. Các cơ quan quản lý nhà nước về TTTC tùy theo mỗi nước mà tổ chức này có tên gọi khác nhau, thông thường tổ chức này được biết đến dưới các tên gọi như: NHNN, NHTU, Cục dự trữ liên bang, UBCKQG, UBCKNN, Cục chứng khoán, Ủy ban các nghiệp vụ TTCK.v.v.

1.1.6.3 Các công cụ của TTTC phải đa dạng, tạo ra các phương tiện chuyển giao quyền sử dụng các nguồn tài chính

Để thu hút, chuyển giao quyền sử dụng các nguồn tài chính cần phải có các công cụ phong phú và đa dạng như: cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp, công trái, tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, chứng chỉ đầu tư... Các công cụ tài chính có thể được phân loại thành các công cụ của từng thị trường, gồm những công cụ lưu hành trên TTTC và các công cụ của thị trường vốn.

Các công cụ này cần phải được phát hành và tự do mua bán chuyển nhượng trên TTTC. Các công cụ càng đa dạng về hình thức, thời gian sử dụng và mệnh giá bao nhiêu thì càng phù hợp với nhu cầu của chủ thể sử dụng nguồn tài chính, phù hợp với khả năng của chủ thể cung cấp nguồn tài chính bấy nhiêu. Từ đó tạo điều kiện cho nhiều chủ thể có thể tham gia trao đổi quyền sử dụng nguồn tài chính. Phạm vi giao dịch và quy mô giao dịch của TTTC phụ thuộc rất nhiều vào các loại và số lượng các chứng khoán được phát hành và lưu thông trên thị trường. Sự phát hành và lưu thông rộng rãi các chứng khoán là cơ sở hình thành Sở giao dịch chứng khoán - một thị trường giao dịch tập trung, một bộ phận quan trọng của TTCK, khẳng định sự hiện diện thực sự của TTTC.

1.1.6.4 Hình thành và phát triển hệ thống các trung gian tài chính

Nếu người cần nguồn tài chính phải đi tìm người cung nguồn tài chính và ngược lại thì chi phí cho việc tìm kiếm, chi phí cho việc nghiên cứu phân tích thông tin cho cả người cung và người cầu nguồn tài chính sẽ tăng lên. Các rủi ro do sự bất trắc liên quan đến tình trạng đáng tin về tín dụng, rủi ro về yếu tố không thể thanh khoản được của chứng khoán sẽ tăng lên làm giảm khả năng cung ứng nguồn tài chính. Sự tồn tại và hoạt động của hệ thống trung gian tài chính với tư

cách là người kinh doanh trong lĩnh vực tài chính - tiền tệ, nhờ vào chuyên môn hoá và lợi thế về quy mô hoạt động, nắm bắt nhanh chóng, chính xác các thông tin liên quan đến TTTC sẽ tạo được sự tin cậy, sự tín nhiệm đối với công chúng.

Hệ thống trung gian cần hình thành và phát triển trên TTTC bao gồm: các NHTM, các công ty tài chính, các liên hiệp tín dụng, công ty bảo hiểm, các quỹ tiết kiệm, các quỹ tương trợ, các quỹ đầu tư, các công ty chứng khoán... Điểm chung nhất của các trung gian tài chính là ở chỗ chúng tập trung nguồn tài chính bằng cách phát hành các chứng khoán thứ cấp để thu hút nguồn tài chính rồi sử dụng nguồn tài chính huy động được mua các chứng khoán khởi thủy. Riêng các công ty chứng khoán thực hiện các nghiệp vụ: môi giới, bảo lãnh phát hành, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư và tư vấn đầu tư.

Nhờ vào sự hoạt động của các trung gian trên TTTC, người có nguồn tài chính sẽ tin tưởng hơn vào sự an toàn của nguồn tài chính mà họ bỏ ra, sự chắc chắn của phần lợi tức thu được nên sẽ có nhiều nguồn tài chính nhàn rỗi trong xã hội được huy động để cung ứng cho sự phát triển kinh tế - xã hội.

Các tổ chức trung gian cùng hoạt động trên TTTC và cạnh tranh lẫn nhau sẽ thúc đẩy tăng nhanh sự luân chuyển các nguồn tài chính và hạ thấp các chi phí cho các trung gian làm cho lợi ích của người cung, cầu các nguồn tài chính tăng lên.

1.1.6.5 Phải tạo được cơ sở vật chất kỹ thuật và có được hệ thống thông tin kinh tế phục vụ cho hoạt động của TTTC

Không giống như thị trường hàng hoá thông thường, TTTC muốn hoạt động được và hoạt động tốt cần có những cơ sở vật chất kỹ thuật nhất định, bao gồm: hệ thống thiết bị kỹ thuật in chứng khoán, hệ thống chuyển lệnh, khớp lệnh, hệ thống ký gửi và thanh toán bù trừ... đảm bảo cho hoạt động giao dịch và kiểm soát chứng khoán, phát hành chứng khoán được nhanh chóng, an toàn và có hiệu quả.

Mặt khác, để tham gia TTTC một cách hiệu quả các chủ thể tham gia thị trường đều cần có thông tin. Người cung cấp nguồn tài chính cần nắm thông tin để lựa chọn và đi đến quyết định có bỏ vốn đầu tư vào TTTC hay không? Nếu có thì nên đầu tư vào loại chứng khoán nào? Do chủ thể nào phát hành? Người cần nguồn tài chính cần nắm vững thông tin để biết khả năng cung ứng nguồn tài chính của thị trường, từ đó quyết định hình thức và thời gian huy động nguồn tài chính. Nhà nước

cần nắm những thông tin liên quan đến hoạt động của TTTC để kiểm soát, quản lý đối với thị trường. Như vậy hệ thống thông tin là điều kiện không thể thiếu được để hình thành phát triển TTTC.

Để có được hệ thống thông tin cung cấp kịp thời công khai những thông tin chính xác, đáng tin cậy về chủ thể phát hành cho công chúng., ngay từ khi chuẩn bị phát hành chứng khoán ra công chúng, trong hồ sơ xin cấp giấy phép phát hành của các công ty phải có bản cáo bạch và báo cáo tài chính trong hai năm liên tục gần nhất? có xác nhận của tổ chức kiểm toán. Trong quá trình các chứng khoán lưu thông trên thị trường, các tổ chức phát hành phải kịp thời báo cáo định kỳ và báo cáo đột xuất về tình hình tài chính và hoạt động kinh doanh cho UBCKNN. Các báo cáo này đều phải được cơ quan kiểm toán xác nhận. Các thông tin do tổ chức phát hành báo cáo sẽ được công khai ở Sở giao dịch hoặc Trung tâm giao dịch chứng khoán. Việc công khai thông tin của các tổ chức phát hành là vấn đề cần thiết để đảm bảo tính công bằng trong mua bán và hình thành giá chứng khoán hợp lý.

1.1.6.6 Cần có đội ngũ chuyên gia, các nhà quản lý giỏi trong lĩnh vực tài chính-tiền tệ và lực lượng đông đảo các nhà đầu tư có kiến thức, dám đương đầu với rủi ro

Cơ chế hoạt động của TTTC là cơ chế hết sức phức tạp đòi hỏi phải có đội ngũ chuyên gia thông thạo về lý thuyết và nghiệp vụ của thị trường mới có thể đảm bảo điều khiển và vận hành thị trường đạt kết quả.

Lực lượng phục vụ cho khâu gắn nối giữa người mua và người bán trên thị trường, đảm bảo sự vận hành của thị trường là các môi giới viên, các nhà tư vấn đầu tư, người bảo lãnh phát hành, kiểm toán viên... Nếu những lực lượng này không đủ trình độ sẽ gây trục trặc cho hoạt động của thị trường.

Đội ngũ quản lý nhà nước về hoạt động của thị trường có nhiệm vụ định ra luật chơi và tổ chức giám sát, kiểm soát các hoạt động của thị trường, phát hiện và xử lý các vụ vi phạm, tranh chấp... nhằm duy trì sự hoạt động có trật tự của TTTC. Đội ngũ này phải có các kiến thức chuyên sâu về lĩnh vực tài chính, tiền tệ, chứng khoán mới có thể định ra các quy định phù hợp với tình hình của thị trường, điều khiển được sự hoạt động của thị trường.

TTTC không thể vận hành tốt nếu thiếu một lực lượng đông đảo các nhà đầu tư có kiến thức, có khả năng phân tích tình hình và đương đầu với rủi ro có thể xảy ra trên thị trường. Đội ngũ các nhà đầu tư càng đông đảo, càng chuyên nghiệp bao nhiêu thì hoạt động của thị trường càng sôi động và hoàn thiện bấy nhiêu; vì lúc ấy quyết định mua bán, giao dịch của các nhà đầu tư đều có cơ sở vững chắc từ sự phân tích thực trạng và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tham gia thị trường; hạn chế tối đa vấn đề rủi ro đạo đức và hành vi “bầy đàn”.

1.2 VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRONG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

1.2.1 Cơ sở lý luận về vai trò của Nhà nước trong nền kinh tế thị trường

Khi xã hội loài người xuất hiện thì nhu cầu quản lý xã hội cũng hình thành. Trình độ quản lý phát triển theo sự phát triển của xã hội qua các phương thức sản xuất khác nhau. Quản lý là sản phẩm của tiến trình phân công lao động và chuyên môn hoá, là một hình thức đặc biệt của hoạt động điều hành xã hội.

Quản lý là sự tác động của chủ thể quản lý lên các khách thể chịu sự quản lý làm cho các khách thể vận động theo hướng mà chủ thể mong muốn. Bản chất của hoạt động quản lý là quá trình đề ra các luật lệ, quy tắc, quy định và thực hiện việc giám sát, cưỡng chế thực thi các luật lệ, quy tắc, quy định đó nhằm kích thích và phát triển các yếu tố tích cực, đồng thời loại bỏ những yếu tố tiêu cực không mong muốn. Hoạt động có sự quản lý là hoạt động phải tuân thủ các luật lệ, quy tắc do chủ thể quản lý đặt ra.

Quy mô của quản lý có thể khác nhau: toàn cầu, khu vực, quốc gia, ngành, đơn vị.. Quản lý ở phạm vi quốc gia được coi là quản lý Nhà nước, quản lý ở một đơn vị kinh doanh được coi là quản lý kinh doanh (quản trị kinh doanh)...

Nhà nước với tư cách là bộ máy quyền lực cao nhất quản lý xã hội. Vì vậy vai trò của nhà nước trong nền kinh tế thị trường cũng là một trong những vấn đề trọng tâm và cũng phức tạp nhất. Có nhiều quan điểm và cách tiếp cận khác nhau về vai trò của nhà nước trong nền kinh tế thị trường. Trong học thuyết “*Bàn tay vô hình*” của mình, Adam Smith chỉ giới hạn vai trò của nhà nước trong một nền kinh tế thị trường với chức năng: Xây dựng và bảo đảm môi trường hoà bình, không để

xảy ra nội chiến, ngoại xâm. Thực hiện được vai trò là trọng tài, đem lại quyền tự do, bình đẳng cho mọi thành viên. Cung cấp, duy trì và phát triển hàng hoá công cộng. Ngoài chức năng cơ bản đó, theo A. Smith, tất cả các vấn đề còn lại đều có thể được giải quyết một cách ôn hoà và nhịp nhàng bởi *bàn tay vô hình*. Do quá đề cao vai trò của bàn tay vô hình đã có một thời gian dài quan điểm *nhà nước tối thiểu, thị trường tối đa* được coi là tiêu chuẩn và mô hình của một nền kinh tế thị trường thuần túy. Chỉ sau khi xuất hiện các cuộc khủng hoảng kinh tế triền miên mang tính chất chu kỳ trong thế kỷ 19 và đỉnh cao của nó là cuộc Đại suy thoái vào những năm 1929-1930, gây nên những thất bại và hậu quả lớn lao cho nền kinh tế thế giới và các quốc gia thì các nhà kinh tế mới nghiêm túc xem xét lại sự thần kỳ của bàn tay vô hình.

Câu hỏi đặt ra là nếu thị trường tự do cho phép phân bổ các nguồn lực một cách hiệu quả nhất thì tại sao lại xuất hiện những thất bại của thị trường. Trả lời câu hỏi này, các nhà kinh tế mà đại diện là J. M. Keynes đã khẳng định, tuy bàn tay vô hình của thị trường tự do thường tỏ ra có ưu thế vượt trội so với bàn tay hữu hình của nhà nước trong việc phân bổ các nguồn lực khan hiếm của xã hội. Nhưng trong một số trường hợp, bàn tay vô hình không vận hành tốt nên đã tạo ra môi trường cạnh tranh không hoàn hảo do xuất hiện độc quyền; do trong xã hội xuất hiện sự phân hóa giàu nghèo ngày càng sâu sắc đẩy mâu thuẫn xã hội lên cao vì mọi hoạt động kinh tế đều xuất phát từ lợi ích riêng... làm cho nền kinh tế rơi vào trạng thái lạm phát cao thì bản thân giá cả đóng vai trò là công cụ phát tín hiệu thị trường cũng bị sai lệch, dẫn tới việc phân bổ nguồn lực thiếu hiệu quả và làm cho cả hệ thống ăn khớp với nhau gây bất ổn định kinh tế vĩ mô...

Những vấn đề trên các nhà kinh tế gọi là *thất bại thị trường*. Khi đó, cần có sự can thiệp của nhà nước vào thị trường để nâng cao được hiệu quả hoạt động chung của nền kinh tế. Thực tiễn cho thấy, ngay cả các nền kinh tế thị trường phát triển nhất, khi sở hữu tư nhân chiếm ưu thế tuyệt đối thì nhà nước cũng vẫn có một vai trò rất quan trọng; mặc dù không thể thay thế thị trường, nhưng trong nhiều trường hợp, sự can thiệp trực tiếp của nhà nước vào thị trường là cần thiết và hiệu quả, thậm chí là giải pháp duy nhất có tính khả thi. Những trường hợp chủ yếu về thất bại thị trường cần có sự can thiệp của nhà nước là:

1.2.1.1 Cạnh tranh không hoàn hảo

Thị trường được coi phương thức tốt nhất phân phối và sử dụng các nguồn lực có hiệu quả, thúc đẩy mục tiêu tăng trưởng và phát triển kinh tế. Tuy nhiên cơ chế thị trường là cơ chế tạo động lực chạy theo lợi nhuận tối đa bằng mọi cách, vì vậy luôn xuất hiện nguy cơ tồn tại các thế lực độc quyền, tức là có một hoặc một số tập đoàn chiếm phần lớn thị phần của một hay một số loại hàng hóa, dịch vụ nên chúng thống trị và chi phối thị trường bằng cách tự định giá độc quyền để hưởng lợi nhuận siêu ngạch (nâng giá cả của mình lên trên chi phí cận biên và giảm sản lượng xuống dưới mức hiệu quả nhất), gây tổn hại cho lợi ích xã hội.

Trong trường hợp này nhà nước phải can thiệp để ngăn chặn nguy cơ độc quyền bằng cách xác lập những điều kiện cần thiết về thể chế và pháp lý cho việc sản xuất và trao đổi hàng hoá và dịch vụ, bao gồm cả khuôn khổ pháp luật để ngăn ngừa và đấu tranh với các nguy cơ xuất hiện hành vi độc quyền trên thị trường. Đồng thời kiểm soát chặt chẽ thị trường, kiểm tra việc định giá và cung ứng sản lượng của các hãng để đánh thuế thu nhập công ty, kiểm soát giá, điều tiết độc quyền hoặc dùng sở hữu nhà nước nhằm tăng sản lượng lên mức tối ưu về mặt xã hội, giảm giá đến mức cận biên và giảm lợi nhuận độc quyền v.v... Mặt khác, có thể mở cửa thị trường trong nước bằng cách hạ thấp các hàng rào cản sự xâm nhập thị trường và có chính sách thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp vừa và nhỏ để bảo đảm rằng các lực lượng tham gia thị trường đều có điều kiện theo đuổi lợi ích tối đa trong môi trường luật pháp bảo đảm cạnh tranh bình đẳng, chống được độc quyền và lũng đoạn thị trường.

1.2.1.2 Hàng hoá công cộng

Trong nhiều trường hợp, thị trường không thể cung cấp những hàng hóa hoặc hữu ích cho xã hội, vì không thể hoặc rất khó để chia nhỏ chúng ra thành từng đơn vị tiêu dùng. Lợi ích tiêu dùng của hàng hóa, dịch vụ này chỉ có thể được hưởng thụ chung giữa tất cả mọi người - đó là hàng hóa công cộng. Hàng hóa công cộng là loại hàng hóa khi một người tiêu dùng thì không làm giảm mức tiêu dùng hàng hóa đó của người khác, hàng hóa này khi đã được sản xuất ra không thể ngăn cản một số người dân tiêu dùng hàng hóa đó. Luật pháp và trật tự trong nước, quốc phòng, bảo

vệ môi trường, phòng chống lụt bão, dịch vụ hải đăng, dọn rác trên đường phố,... là những ví dụ điển hình về hàng hóa công cộng.

Những hàng hóa công cộng khó có thể được cung cấp đầy đủ cho mọi người thông qua khu vực tư nhân, thứ nhất do tính chất sử dụng không trả tiền của nó, thứ hai do lợi ích riêng của người sản xuất hàng hóa công cộng ít hơn nhiều so với lợi ích xã hội. Vì vậy, nhà nước phải thông qua các cơ quan và doanh nghiệp của mình để cung cấp trực tiếp các hàng hóa công cộng hoặc khuyến khích tư nhân cung cấp thông qua chính sách trợ cấp hoặc mua lại.

1.2.1.3 Ngoại ứng

Ngoại ứng xảy ra khi các hoạt động kinh tế có các tác động đối với bên ngoài nhưng không được tính đến. Ví dụ, một nhà máy gây ô nhiễm có ảnh hưởng tiêu cực đối với những người sống xung quanh nhưng những tác hại về môi trường đó không được tính vào chi phí đối với nhà máy. Ngược lại, một công ty nuôi ong có tác dụng tích cực đối với năng suất của những nông trại trồng cây ăn quả, nhưng công ty ong không được hưởng lợi ích do mình mang lại cho nông trại. Những tác động ngoại ứng không được phản ánh trong các giao dịch trên thị trường. Giá cả chỉ phản ánh chi phí và lợi ích của từng cá nhân, từng đơn vị cụ thể, chưa phản ánh hết chi phí và lợi ích của toàn xã hội. Do vậy, các nhà sản xuất và tiêu dùng ra quyết định dựa trên lợi ích và chi phí của chính cá nhân, đơn vị họ, dù lợi ích đó có ảnh hưởng đến lợi ích chung hay không [26].

Để dung hòa giữa lợi ích cá nhân của các chủ thể trên thị trường và lợi ích xã hội cần phải có sự can thiệp của nhà nước để buộc các bên khi tiến hành các hoạt động kinh tế phải tính đến tác động mà mình gây ra cho đối tượng khác thông qua việc ban hành luật pháp, quy định về cách đánh thuế, trợ cấp... để hạn chế tác động ngoại ứng không đạt hiệu quả xã hội, để từng bước điều chỉnh hoạt động của thị trường ngày càng tối ưu hơn.

1.2.1.4 Thông tin bất cân xứng

Một thị trường hoạt động hiệu quả là thị trường hoạt động dựa trên những thông tin chính xác về nhu cầu mua sắm, năng lực sản xuất hàng hóa, số lượng chủng loại, chất lượng hàng hóa, dịch vụ... từ đó xác định được chính xác cung, cầu của thị trường. Nói cách khác, phải tạo được tính công khai, minh bạch của thị

trường cũng như việc quản lý tốt các rủi ro. Do vậy, thông tin quyết định rất lớn đến tính hiệu quả của thị trường.

Tuy nhiên trên thực tế tính hiệu quả của thị trường thường bị một rào cản là tình trạng thông tin bất cân xứng trên thị trường. Vậy thông tin bất cân xứng là gì? Thông tin bất cân xứng được hiểu là tình trạng các bên tham gia vào giao dịch không có các lượng thông tin cân xứng nhau. Một bên có lợi thế về thông tin (informed party), còn bên kia bất lợi thế về thông tin (uninformed party). Nó tạo điều kiện cho bên có lợi thế thông tin lợi dụng lợi thế này để thu lợi cho mình trên sự thiệt thòi của bên kia. Khó khăn trong việc tiếp cận và thu thập đầy đủ thông tin đã ảnh hưởng tiêu cực đến nhiều thị trường. Đặc biệt hiện tượng thông tin bất cân xứng trên TTTC có nguy cơ dễ xảy ra hơn, xảy ra ở mức độ sâu sắc hơn và gây hậu quả trầm trọng hơn đối với thị trường hàng hóa đơn thuần khác [26].

Trong trường hợp này nhà nước phải can thiệp để bổ sung thông tin cho thị trường hoặc kiểm soát hành vi của các đối tượng có lợi thế về thông tin để bảo đảm thị trường hoạt động suôn sẻ, công bằng hơn.

1.2.1.5 Sự mất ổn định nền kinh tế

Nền kinh tế thị trường vận động mang tính chất chu kỳ khiến lạm phát và thất nghiệp trở thành những căn bệnh kinh niên, gây các cú sốc tác động đến tổng cầu và tổng cung, phá vỡ sự ổn định kinh tế, đẩy sản lượng và việc làm ra khỏi mức tự nhiên của nó.

Trong trường hợp đó nhà nước phải can thiệp bằng cách sử dụng hệ thống các chính sách ổn định kinh tế vĩ mô nhằm giữ cho sản lượng và việc làm ở mức tự nhiên của nó. Các chính sách được sử dụng là chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ, chính sách công nghiệp, chính sách thu nhập, chính sách đối ngoại... Trong đó chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ giữ vai trò chủ đạo trong việc giảm tác động tiêu cực của các cú sốc và giúp thị trường hoạt động có hiệu quả hơn.

1.2.1.6 Sự mất công bằng xã hội

Trong nền kinh tế thị trường, do sự không hoàn hảo của thị trường nên việc phân bổ nguồn lực không phải lúc nào cũng có hiệu quả như xã hội mong muốn và ngay cả lúc thị trường có hiệu quả thì nó vẫn có thể tạo ra sự phân phối thu nhập rất bất bình đẳng. Do những người có kỹ năng và sở hữu tài sản thì nhận được thu

nhập cao và ngày càng nắm giữ lượng tài sản lớn hơn. Trong khi đó các đối tượng dễ bị tổn thương như người già, người nghèo, trẻ em, người tàn tật... lại rất khó khăn để có thu nhập duy trì cuộc sống. Như vậy nếu chỉ dựa vào thị trường không thể phân phối thu nhập một cách hợp lý, công bằng. Muốn thực hiện được mục tiêu bảo đảm công bằng xã hội, nhà nước cần can thiệp bằng cách thông qua công cụ thuế, trợ cấp, điều tiết giá cả, khuyến khích đầu tư vào đào tạo nhân lực và các chương trình chi tiêu cho người nghèo để giúp cho họ thoát khỏi cảnh nghèo đói; cũng như sử dụng quyền lực nhà nước để tạo ra sự bình đẳng về cơ hội cho mọi công dân khi tham gia thị trường [26].

Tóm lại, việc khắc phục các nhược điểm, những hạn chế và khuyết tật của cơ chế thị trường không thể thiếu vai trò của nhà nước với tư cách là chủ thể của toàn bộ nền kinh tế quốc dân. Vì vậy, hiện nay hầu hết các nước trên thế giới đều vận hành theo mô hình kinh tế hỗn hợp, tức là cả nhà nước và thị trường cùng điều tiết các hoạt động kinh tế.

1.2.2 Cơ sở lý luận về vai trò của Nhà nước trong phát triển thị trường tài chính

TTTC là bộ phận quan trọng trong nền kinh tế thị trường, đóng vai trò to lớn đối với sự phát triển kinh tế - xã hội của các quốc gia; những thay đổi, biến động trên TTTC có tác động rất nhanh chóng, nhạy cảm đối với các chủ thể trong nền kinh tế. Mặc dù có vai trò quyết định trong phân bổ một cách hiệu quả các nguồn lực tài chính, nhưng TTTC vẫn luôn ẩn chứa trong nó những khiếm khuyết mang tính cố hữu và rủi ro cao luôn có thể phát sinh. Đó gọi là *thất bại thị trường* trên TTTC, thể hiện cụ thể ở các yếu tố: sự bất cân xứng về thông tin; chi phí giao dịch cao; những bất ổn định mang tính hệ thống; các rủi ro liên quan đến tự do hóa tài chính và khủng hoảng tài chính - tiền tệ. Đó chính là cơ sở khách quan về sự can thiệp của nhà nước nhằm khắc phục những thất bại thị trường để TTTC hoạt động mạnh mẽ, ổn định, hiệu quả.

1.2.2.1 Ảnh hưởng của thông tin bất cân xứng

Một TTTC hoạt động hiệu quả là thị trường hoạt động dựa trên những thông tin chính xác về tình trạng thanh khoản, độ rủi ro của các công cụ tài chính, từ đó xác định được cung cầu chính xác của thị trường. Nói cách khác, "sức hút" của TTTC được tạo ra dựa trên tính công khai, minh bạch của thị trường cũng như việc

quản lý tốt các rủi ro. Do vậy, thông tin quyết định rất lớn đến tính hiệu quả của TTTC hơn là các thị trường hàng hoá hữu hình khác. Tuy nhiên, trên thực tế tính hiệu quả của TTTC thường bị một rào cản là tình trạng thông tin bất cân xứng trên thị trường. Đặc biệt hiện tượng thông tin bất cân xứng trên TTTC có nguy cơ dễ xảy ra hơn, xảy ra ở mức độ sâu sắc hơn và gây hậu quả trầm trọng hơn. Điều này thể hiện ở hai hiệu ứng tiêu cực của nó là: lựa chọn đối nghịch và hiểm hoạ đạo đức.

(1) Lựa chọn đối nghịch của nhà đầu tư

Lựa chọn đối nghịch là vấn đề do thông tin bất cân xứng tạo ra trước khi diễn ra cuộc giao dịch : "nó nảy sinh vì thông tin riêng mà người thực hiện giao dịch có trước khi họ ký hợp đồng, trong lúc đang tính toán xem việc thực hiện giao dịch có lợi hay không" [20]. Hiện tượng này xảy ra trên các TTTC khi những nhà đầu tư có nhiều khả năng tạo ra một kết cục không mong muốn (đối nghịch) - tức là tiềm ẩn nhiều rủi ro, họ có thể quyết định ngừng giao dịch mặc dù vẫn có những trường hợp giao dịch hoàn toàn có lợi.

Thông tin bất cân xứng có thể tồn tại giữa nhiều chủ thể: giữa các nhà đầu tư với công ty phát hành chứng khoán, hoặc giữa các nhà đầu tư với nhau. Một khi hiệu ứng lựa chọn đối nghịch xảy ra, dù do nguyên nhân giữa các chủ thể nào, cũng đều dẫn đến việc số lượng nhà đầu tư trên thị trường giảm sút, thị trường hoạt động kém hiệu quả. Cụ thể :

- Thông tin bất cân xứng giữa các nhà đầu tư với các công ty phát hành chứng khoán. Về mặt lý thuyết, sự xuất hiện của thông tin bất cân xứng trên TTTC làm nhà đầu tư do dự trước việc lựa chọn chứng khoán do không thể biết được đâu là công ty tốt, có lợi tức dự tính cao, rủi ro thấp, và đâu là công ty tồi có lợi tức dự kiến thấp, rủi ro lại cao. Điều này thể hiện ở những mặt sau:

Trên thị trường cổ phiếu, trong tình trạng này, nhà đầu tư chỉ có thể trả một giá phản ánh chất lượng trung bình của những cổ phiếu phát hành, đó là mức giá nằm giữa giá trị cổ phiếu của những công ty tốt, và giá trị cổ phiếu của những công ty tồi. Như vậy ở địa vị những công ty tốt, họ sẽ không bao giờ chấp nhận mức giá như vậy bởi họ cho rằng giá trị cổ phiếu của mình phải có giá cao hơn. Vậy những hãng sẵn lòng bán cổ phiếu cho các nhà đầu tư là những hãng mà cổ phiếu có giá trị thấp hơn mức giá nhà đầu tư sẵn sàng trả và đó là những công ty tồi. Khi đó nhà đầu

tư có hai phương án: (i) nhà đầu tư mua phải cổ phiếu của những công ty tồi. Khi đó thị trường tồn tại hiện tượng là những cổ phiếu tồi được mua nhiều hơn là cổ phiếu tốt. Luồng vốn đầu tư sẽ bị hướng vào các hoạt động đầu tư không sinh lời, hoặc mang tính rủi ro cao dễ dẫn tới khả năng khủng hoảng; (ii) nếu người mua không mua cổ phiếu của các hãng tồi. Xét trên tổng thể thị trường sẽ hoạt động không hiệu quả do các công ty không bán được chứng khoán để tăng vốn, đầu tư vào hoạt động sản xuất kinh doanh. Như vậy, dù nhà đầu tư lựa chọn phương án nào, thị trường cổ phiếu cũng có nguy cơ bị ngưng trệ hoạt động do vấn đề lựa chọn đối nghịch nếu thông tin trở nên không tương xứng giữa các bên giao dịch.

Trên thị trường trái phiếu, nhà đầu tư sẽ chỉ mua một trái khoán nếu lãi suất của nó đủ cao để bù cho anh ta mức rủi ro vỡ nợ trung bình của món hàng của các công ty tồi đang cố gắng bán món nợ này. Các chủ nhân của những công ty có dự án tốt nhận ra rằng họ sẽ phải trả một lãi suất cao hơn mức là đáng ra họ phải trả và do vậy, họ có thể không muốn phát hành trái phiếu để vay trên thị trường này. Chỉ những hãng tồi sẵn lòng vay và do các nhà đầu tư không muốn mua những trái phiếu do các công ty tồi phát hành, có khả năng họ sẽ không đầu tư vào thị trường trái phiếu nữa. Kết quả, có rất ít trái phiếu được mua bán trên thị trường và như vậy thị trường trái phiếu hoạt động không tốt. Trên thực tế, tình trạng bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư và công ty phát hành chứng khoán có thể bắt nguồn từ nhiều nguyên nhân: công ty che giấu các thông tin bất lợi, thổi phồng thông tin có lợi; cơ quan truyền thông cung cấp thông tin sai lệch; các trung gian tài chính cung cấp và xử lý thông tin không chính xác; hiện tượng lừa đảo.v.v. Điều này, khiến cho các nhà đầu tư đưa ra những quyết định không chính xác, thậm chí khi đẩy thị trường thành thị trường bong bóng và tiềm ẩn nguy cơ sụp đổ.

- Thông tin bất cân xứng giữa các nhà đầu tư với nhau. Việc các nhà đầu tư nắm giữ những lượng thông tin khác nhau sẽ dẫn đến những giao dịch bất thường trên TTCK: giao dịch nội gián, giao dịch hót tay trên, giao dịch lũng đoạn thị trường. Cụ thể:

+ Giao dịch nội gián: là việc tổ chức hoặc cá nhân sử dụng các thông tin nội bộ chưa được công bố công khai của tổ chức niêm yết để thực hiện việc mua hoặc bán chứng khoán của tổ chức đó. Ví dụ : khi có sự rò rỉ thông tin có lợi cho công ty

như các quyết định liên quan đến việc chia cổ tức, tăng quy mô vốn, ... một số nhà đầu tư nhờ có quan hệ cá nhân mà biết trước thông tin đã tranh thủ mua cổ phiếu chờ giá lên. Đến khi các nhà đầu tư còn lại biết được thông tin thì đã quá muộn.

+ Giao dịch “hót tay trên”: là giao dịch dựa trên lợi thế về thông tin của các tổ chức kinh doanh trong đó có sự hiện diện của mâu thuẫn quyền lợi giữa tổ chức và đại diện của một bên giao dịch khiến cho các tổ chức này hoạt động vì lợi ích cá nhân công ty đó thay vì ưu tiên cho quyền lợi khách hàng.

+ Giao dịch lũng đoạn thị trường: được hiểu theo các đơn giản nhất là việc giao dịch một chứng khoán nào đó để tạo ra hình ảnh giả tạo về giao dịch sôi động với chứng khoán đó, từ đó tác động đến hành vi mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư khác Chủ thể giao dịch này gây nhiễu loạn thông tin về thị trường khiến cho quyết định của các nhà đầu tư khác sai lầm qua đó kiếm lời cho bản thân.

Khi xảy ra những giao dịch bất thường trên, trên TTCK sẽ xảy ra những biến cố ảnh hưởng đến cung cầu và giá trị chứng khoán. Các nhà đầu tư gặp nhiều khó khăn trong việc phân biệt các loại chứng khoán tốt và không tốt. Tình huống lựa chọn đối nghịch do đó có nhiều khả năng xảy ra hơn. Hơn thế, do thông tin giữa các nhà đầu tư có sự chênh lệch nên trên TTCK thường xảy ra “hành vi bày đàn”, tức là dòng chảy quy mô lớn các hoạt động, giao dịch theo cùng một hướng của một số rất ít các hoạt động, giao dịch có trước. Vì tin rằng một số nhà đầu tư có nhiều thông tin hơn nên nhiều nhà đầu tư có xu hướng đầu tư vào các chứng khoán mà một số người khác đã lựa chọn thay vì dựa trên những đánh giá hợp lý của mình. Kết quả có thể đẩy giá chứng khoán của các công ty đó lên cao quá mức giá trị thật của nó, dẫn đến tình trạng “bong bóng” chứng khoán. Trong dài hạn, “hành vi bày đàn” tạo ra sức ép gây ra khủng hoảng tài chính một khi các TTTC chưa hoàn toàn phát triển và vững mạnh với tính thanh khoản cao. Cũng do tâm lý bày đàn mà hệ quả của những giao dịch nội gián, hót tay trên và lũng đoạn thị trường ảnh hưởng tới TTCK càng trở nên nghiêm trọng hơn.

(2) Hiểm họa đạo đức của các công ty phát hành chứng khoán

Nếu như lựa chọn đối nghịch ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư trong việc lựa chọn nguồn vốn nơi đầu tư và kênh đầu tư thì hiểm họa đạo đức ảnh hưởng đến việc sử dụng nguồn vốn huy động được trên thị trường đúng mục đích hay

không và ảnh hưởng rất nhiều đến lòng tin của nhà đầu tư - nguồn cung vốn chính trên TTCK.

Nếu một công ty phát hành chứng khoán ra thị trường, nhận được lượng vốn như mong đợi nhưng lại đầu tư lượng vốn đó vào một kế hoạch kinh doanh đầy rủi ro mà xác suất thành công rất thấp hoặc đầu tư lượng vốn đó với mục đích cá nhân. Ngược lại, thông tin đến với các nhà đầu tư - những người sở hữu đa số lượng vốn đó - về kế hoạch kinh doanh của công ty thường rất chênh lệch so với những nhà hoạch định và tổ chức thực hiện dự án đầu tư, nên các nhà đầu tư khó có thể kiểm soát các hoạt động của công ty để có thể đảm bảo, nguồn vốn đầu tư của mình sẽ sinh lời.

Đặc biệt trên thị trường cổ phiếu, thường nảy sinh một ví dụ riêng về hiểm hoạ đạo đức: vấn đề giữa người uỷ thác - người đại lý, hay vấn đề người sở hữu - người quản lý. Những người quản lý công ty chỉ sở hữu một phần nhỏ, trong khi những cổ đông sở hữu phần lớn cổ phần của những công ty này (người uỷ thác) lại tách khỏi những người quản lý. Tuy nhiên, chính những người quản lý lại là những người có nhiều thông tin về hoạt động của họ và về những lợi ích thực tế hơn là các cổ đông. Sự tách biệt giữa sự sở hữu và quản lý dẫn đến rủi ro trong đó những người quản lý công việc có thể hành động vì lợi ích cá nhân họ hơn là vì lợi ích của toàn thể các cổ đông. Điều này dẫn đến một thực tế là các luồng vốn nhiều khả năng không được sử dụng hiệu quả, các nhà đầu tư mất lòng tin thị trường vốn do đó mất chức năng điều hoà vốn hiệu quả, luân chuyển vốn không đến được những nơi thực sự cần vốn dẫn đến lãng phí tài sản xã hội và cũng là nguyên nhân đầu tư không hiệu quả.

Trong trường hợp này, các giải pháp của nhà nước thường là: Tăng cường tính công khai, minh bạch của thị trường; thực hiện giám sát và cưỡng chế thực thi nghiêm ngặt; áp dụng nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ quốc tế đối với các công ty niêm yết, công ty đại chúng... Tăng mức độ xử phạt với các hành vi lợi dụng ưu thế về thông tin, giao dịch nội gián, CBTT sai lệch để thao túng, gây rối loạn thị trường. Tăng cường bồi dưỡng, nâng cao trình độ nghiệp vụ giám sát TTCK cho các cán bộ, nhân viên chuyên trách; phối hợp chặt chẽ giữa NHNN, UBCKNN, các SGDCK với các cơ quan quản lý doanh nghiệp như Thuế, thanh tra... để nhanh chóng

phát hiện kịp thời phát hiện, ngăn ngừa và xử lý vi phạm, hạn chế ở mức thấp nhất tình trạng thông tin bất cân xứng trên TTTC, tạo niềm tin cho công chúng.

1.2.2.2 Chi phí giao dịch cao

Trên TTTC điều rất dễ nhận thấy là, những người đầu tư nhỏ lẻ thường bất lợi hơn những nhà đầu tư lớn hay các hãng kinh doanh, mà lý do chính là chi phí cho các giao dịch tài chính thường cao (cả về thời gian và tiền bạc) làm ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích của các nhà đầu tư nhỏ lẻ.

Trong trường hợp này tiền lãi thu được từ các khoản cho vay nhỏ có thể không bù đắp được các chi phí để ký kết các khế ước vay vốn, hoặc người tiết kiệm, người vay vốn nhỏ lẻ sẽ phải trả chi phí giao dịch lớn trong trường hợp mua chứng khoán do số tiền không nhiều chỉ để đủ để mua một lượng nhỏ chứng khoán và vì vậy họ không có khả năng đa dạng hóa các khoản đầu tư nên phải đối mặt với nhiều rủi ro hơn đối với những nhà đầu tư lớn trên thị trường [51].

Điều này đồng nghĩa với việc thị trường không khuyến khích được hầu hết những người có món tiết kiệm nhỏ, những người đi vay món nợ nhỏ tham gia đầu tư vào TTTC. Hiện tượng này đã hạn chế cơ hội tham gia đầu tư kinh doanh trên TTTC của hầu hết những nhà đầu tư nhỏ lẻ trong xã hội, đồng thời không khai thông được lượng tiền tiết kiệm rất lớn của dân cư trong xã hội tham gia vào TTTC.

Để khắc phục nhược điểm này, nhà nước thường có chính sách ưu đãi đối với các nhà đầu tư nhỏ lẻ; đa dạng hóa hàng hóa trên thị trường và thúc đẩy sự phát triển nhanh của các hoạt động dịch vụ tài chính, tiền tệ nhằm tạo cơ hội thuận lợi cho công chúng đầu tư tham gia TTTC.

1.2.2.3 Sự bất ổn định mang tính hệ thống

Như chúng ta đã biết, TTTC là tổng hoà các mối quan hệ cung cầu về vốn, là môi trường trong đó hệ thống tài chính vận động (các phương thức giao dịch, công cụ tài chính, các chủ thể tham gia thị trường và cơ chế giám sát), nguồn tài chính được chuyển từ người có vốn dư thừa sang người thiếu vốn thông qua phương thức giao dịch trực tiếp hay gián tiếp trên thị trường để thực hiện việc chia sẻ, phân phối lợi nhuận và rủi ro giữa các chủ thể giao dịch. Thông qua TTTC các luồng vốn trong xã hội vận động không ngừng, như hệ thống tuần hoàn của nền kinh tế mỗi quốc gia và thế giới. Chính sự vận hành phức tạp của TTTC lại mang

trong lòng nó một căn bệnh trầm kha là sự bất ổn định mang tính hệ thống mà hậu quả của nó dẫn tới những hoảng loạn, đổ vỡ của hệ thống tài chính mang tính cục bộ, hoặc lan chuyễn hệ thống. Sự bất ổn này thường xảy ra khi một ngân hàng, một công ty tài chính... có khó khăn về khả năng thanh khoản các nghĩa vụ tài chính của mình đối với khách hàng (nhiều khi chỉ mang tính tạm thời do những nguyên nhân khách quan), điều này có thể làm cho toàn bộ các khách hàng có vốn gửi tại các định chế tài chính này lo sợ mất tiền, nên cùng đồng loạt rút vốn của mình ra bằng mọi giá, làm cho các định chế tài chính này lập tức rơi vào trạng thái mất khả năng thanh khoản tất cả các nghĩa vụ tài chính của mình đối với khách hàng và buộc phải tuyên bố phá sản.

Thông tin này có thể dẫn đến tình trạng hoảng loạn chung trong toàn bộ hệ thống tài chính, khi mà nhiều người lo sợ rằng các tổ chức ngân hàng, tài chính khác cũng không có khả năng thực hiện các cam kết tài chính của mình, số vốn, tài sản tài chính của họ sẽ bị mất và họ đổ xô đến các định chế tài chính để rút vốn. Trong trường hợp này thì ngay cả bản thân những định chế tài chính hoạt động tốt có hiệu quả cũng bị rơi vào tình trạng nguy hiểm [51]. Một cuộc khủng hoảng tài chính có thể xảy ra bất cứ lúc nào, do đó có thể làm đổ vỡ cả nền kinh tế.

Để hạn chế những rủi ro phát sinh trên TTTC, trong điều hành nền kinh tế nhà nước phải kết hợp chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá; kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý đảm bảo mục tiêu ổn định tiền tệ và tăng trưởng kinh tế, điều tiết lãi suất và tỷ giá phù hợp với cung cầu vốn, ngoại tệ. Thắt chặt hơn nữa những biện pháp duy trì an toàn của hệ thống NHTM, tập trung vào quản lý rủi ro liên quan đến TTCK đối với các NHTM. Đồng thời thiết lập hệ thống xếp loại các tổ chức tín dụng theo CAMELS, xây dựng hệ thống cảnh báo sớm và hệ thống thông tin quản lý để kịp thời chấn chỉnh hoạt động của các TCTD cũng như hệ thống tài chính.

1.2.2.4 Các rủi ro liên quan đến tiến trình tự do hóa tài chính và khủng hoảng tài chính - tiền tệ

Tự do hóa tài chính được hiểu là quá trình dỡ bỏ những kiểm chế trong hệ thống tài chính như loại bỏ việc kiểm soát lãi suất; giảm yêu cầu dự trữ bắt buộc của các ngân hàng; giảm thiểu sự can thiệp của chính phủ vào các quyết định cho vay

của ngân hàng; cổ phần hóa ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước; cho phép ngân hàng nước ngoài tham gia thị trường tài chính; dỡ bỏ kiểm soát các luồng vốn vào và ra khỏi nền kinh tế [51].

Trong bối cảnh toàn cầu hóa hiện nay, tự do hóa tài chính là điều cần thiết đối với các nước đang phát triển và các nước có nền kinh tế chuyển đổi, vì tự do hóa tài chính góp phần tăng trưởng kinh tế do tiết kiệm gia tăng và hiệu quả phân bổ vốn đầu tư trong nền kinh tế được cải thiện nhanh và tạo thuận lợi cho các nước đang phát triển và chuyển đổi hội nhập vào thị trường tài chính quốc tế.

Tuy nhiên đối với các nước này tự do hóa tài chính, nhất là tự do hóa tài khoản vốn đặc biệt nguy hiểm trong trường hợp kinh tế bất ổn định do thiếu chính sách quản lý vĩ mô hiệu quả; các yếu kém trong chuẩn mực kế toán, kiểm toán và công bố thông tin trong khu vực tài chính và doanh nghiệp... nên tiềm ẩn nhiều rủi ro do dẫn đến đổ vỡ hệ thống tài chính trong nước và bùng phát khủng hoảng. Ngay cả các nước phát triển như Mỹ, Nhật, Tây Âu có một hệ thống tài chính hiện đại, nhưng việc tự do hóa tài khoản vốn trong nhiều trường hợp đã dẫn đến luồng vốn đổ vào ồ ạt, vượt quá mức thâm hụt cán cân vãng lai đã khiến cán cân thanh toán thặng dư và dự trữ ngoại hối tăng, làm bành trướng tín dụng, đầu tư và tiêu dùng trong nước. Điểm mấu chốt là việc đầu tư quá mức (dư thừa năng lực sản xuất), đầu tư kém hiệu quả nhất là lĩnh vực bất động sản... dẫn đến nền “kinh tế bong bóng” và mức cung dư thừa, báo hiệu sự bùng phát của một cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ.

Điều này được minh chứng bằng những thất bại của các nước Mỹ La tinh trong ba thập niên qua, cũng như cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ Châu Á những năm 1997-1998 [51] và cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính hiện nay trên thế giới đã để lại nhiều bài học đắt giá về việc không chú ý đúng mức đến tiến trình thích hợp của vấn đề tự do hóa tài chính.

Vì vậy đối với các nước đang phát triển và các nước có nền kinh tế chuyển đổi, để thực hiện tự do hóa tài chính thì nhà nước cần phải tiến hành cải cách toàn diện nhưng vấn đề nội tại của hệ thống tài chính trong nước theo những chuẩn mực của nền tài chính hiện đại, tạo ra một TTTC hoạt động lành mạnh, an toàn, được quản lý tốt trước khi tiến hành tự do hóa tài chính với những bước đi phù hợp.

Tự do hóa tài chính phải nằm trong sự kiểm tra, giám sát chặt chẽ của nhà nước bằng pháp luật, bằng các công cụ điều tiết về kinh tế nhằm đảm bảo an ninh tiền tệ quốc gia. Tự do hóa tài chính phải tiến hành theo lộ trình, bước đi chủ động, thận trọng và hiệu quả, duy trì và góp phần ổn định kinh tế vĩ mô.

Tóm lại, những thất bại thị trường trên TTTC như đã nêu trên chính là cơ sở khách quan để xác định vai trò của nhà nước can thiệp vào TTTC nhằm khắc phục và nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực tài chính trong nền kinh tế. Sự can thiệp của nhà nước chính là việc nhà nước thực hiện vai trò tổ chức, quản lý TTTC để bảo đảm thị trường vận hành đúng với quy luật vận động của nó; đồng thời ngăn ngừa, hạn chế những khiếm khuyết do chính bàn tay vô hình của thị trường tạo ra.

Tuy nhiên, TTTC bao gồm nhiều thị trường bộ phận, để hiểu rõ trong thực tiễn, nhà nước thực hiện vai trò của mình trên TTTC như thế nào thì cần phải đi sâu nghiên cứu vai trò của nhà nước trong xây dựng, tổ chức, quản lý và vận hành hai thị trường chủ yếu của TTTC là: thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán.

1.2.3 Vai trò của nhà nước đối với thị trường tiền tệ

1.2.3.1 Vai trò của các cơ quan Nhà nước (Quốc hội, Chính phủ, bộ, ngành)

(1) Xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp luật, thể chế đảm bảo nền kinh tế hàng hóa phát triển, tiền tệ ổn định với mức lạm phát có thể kiểm soát được.

Đây là vai trò quan trọng nhất. Trên TTTC có rất nhiều thành viên tham gia và đều có những lợi ích kinh tế riêng, muốn quản lý tốt thị trường, xử lý hài hòa các quyền lợi này, làm cho thị trường hoạt động sôi nổi mà không rối loạn thì các hoạt động trên thị trường phải được giám sát bằng hệ thống pháp luật hoàn chỉnh.

Mặt khác trong thế giới hiện nay, hội nhập tài chính là điều kiện tiên quyết để có thể thu hút nhiều hơn nữa nguồn vốn đầu tư nước ngoài. Muốn vậy, những quy định và thể chế của TTTC trong nước phải được xây dựng theo hướng có khả năng tương thích với các chuẩn mực quốc tế. Trong điều kiện nước ta là thành viên của Tổ chức thương mại thế giới (WTO), TTTC là một thị trường mở, gắn bó chặt chẽ với TTTC quốc tế. Quy mô lớn, tính phức tạp và độ rủi ro cao của thị trường này đòi hỏi phải có môi trường luật pháp chặt chẽ và đầy đủ; các thể chế đảm bảo quyền bình đẳng của các đối tượng tham gia thị trường và giảm thiểu rủi ro. Vì vậy nhà nước phải xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp luật kinh tế, tài chính, nhằm

quy định rõ quyền sở hữu, quyền kinh doanh, thể chế hóa các hoạt động giao dịch ngân hàng, tài chính, tiền tệ, chống độc quyền... nhằm lành mạnh hóa hoạt động của TTTT, ổn định sức mua đồng tiền, kiềm chế lạm phát; kích thích quá trình huy động và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực tài chính; ngăn ngừa, chống các hiện tượng tiêu cực trong hoạt động tài chính, tiền tệ trong nền kinh tế quốc dân.

(2) Tổ chức quản lý, giám sát hoạt động của TTTT.

Nhà nước với vai trò điều hành và quản lý vĩ mô nền kinh tế phải tạo những điều kiện cần thiết để TTTT phát triển bền vững, thực sự phát huy vai trò tích cực của nó. Vì vậy nhà nước phải thực hiện việc tổ chức quản lý và giám sát đối với các hoạt động xây dựng, vận hành và phát triển của TTTT; đặc biệt là đối với hoạt động của hệ thống NHTM vì đây là hệ thống quan trọng nhất của TTTT.

Các cơ quan nhà nước như Quốc hội, chính phủ, các bộ, ngành kinh tế có liên quan đều có chức năng tham gia tổ chức quản lý và giám sát đối với TTTT. Trong đó Quốc hội với tư cách là cơ quan lập pháp vừa phải ban hành hệ thống luật pháp chặt chẽ, đầy đủ và các thể chế đảm bảo quyền bình đẳng, giảm thiểu rủi ro cho các đối tượng tham gia TTTT và vừa phải thực hiện việc giám sát tối cao đối với các tổ chức, cơ quan nhà nước quản lý TTTT.

Chính phủ có vai trò quan trọng nhất trong điều hành vĩ mô đối với hoạt động của TTTT và trong những tình thế khẩn cấp sử dụng những công cụ chính sách can thiệp trực tiếp nhằm điều tiết thị trường rất có hiệu quả và thường được áp dụng bao gồm thuế, lãi suất, tín dụng, chi tiêu công... Tuy nhiên, việc sử dụng trực tiếp nguồn lực hiện có để “tăng, giảm nhiệt” trên TTTT cần hết sức hạn chế [2]. Ngoài ra các bộ, ngành như Bộ Kế hoạch & Đầu tư, Bộ Tài chính, Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia, Thanh tra Chính phủ, Kiểm toán nhà nước... đều có chức năng tham mưu cho Chính phủ hoặc tham gia quản lý nhà nước, giám sát đối với TTTT.

(3) Hỗ trợ cho sự phát triển của TTTT

Xuất phát từ vai trò của mình, đòi hỏi nhà nước phải chủ động hỗ trợ cho sự phát triển của TTTT trên một số mặt sau :

- Nhà nước phải có các chính sách phù hợp để đa dạng hoá các công cụ của thị trường tiền tệ, giúp nhà đầu tư có nhiều cơ hội lựa chọn công cụ phù hợp. Bất kỳ thị trường nào muốn phát triển thì đều phải có hàng hóa đa dạng với số lượng lớn

đáp ứng được nhu cầu mua bán trên thị trường. Đối với TTTT, chủng loại và số lượng công cụ trên thị trường quyết định mức độ phát triển của thị trường.

- Hình thành và phát triển hệ thống các trung gian tài chính. Các trung gian tài chính là những chủ thể chủ yếu tham gia TTTT. Với những ưu thế về quy mô hoạt động, tính chuyên nghiệp và các dịch vụ tài chính đặc thù, các trung gian tài chính có khả năng khắc phục khá hiệu quả những hạn chế của kênh tài chính trực tiếp, và do đó ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút và lưu chuyển vốn trong nền kinh tế. Vì vậy Nhà nước phải tạo điều kiện và khuyến khích hệ thống trung gian tài chính phát triển mạnh là điều kiện cần thiết để TTTT hoạt động sôi động, phát huy tốt vai trò của mình.

- Tạo điều kiện về cơ sở vật chất kỹ thuật và yếu tố con người, là một trong những điều kiện quyết định để phát triển TTTT. TTTT là một thị trường phức tạp đòi hỏi có cơ sở vật chất kỹ thuật hiện đại, đặc biệt là hệ thống thông tin trên thị trường phải thực sự hiệu quả, giảm thiểu những rủi ro trên thị trường và tạo niềm tin cho các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, nghiệp vụ trên TTTT rất cần các chuyên gia phân tích, dự báo trên cơ sở thông hiểu các quan hệ kinh tế vĩ mô. Vì vậy, Nhà nước phải ưu tiên nguồn lực cần thiết để đầu tư cơ sở vật chất kỹ thuật cho thị trường; đồng thời phải có chính sách khuyến khích việc đào tạo và thu hút nguồn nhân lực trình độ cao đáp ứng yêu cầu phát triển của TTTT.

1.2.3.2 Vai trò của Ngân hàng trung ương [30]

Ngân hàng trung ương (NHTU) thực hiện chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ, tín dụng, ngân hàng, ngoại hối. Với nhiệm vụ cơ bản là thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia nhằm ổn định tiền tệ; quản lý, kiểm soát các hoạt động của các NHTM, các tổ chức tín dụng theo đúng quy định của pháp luật, nhằm phát triển một hệ thống ngân hàng cũng như các trung gian tài chính là những trung tâm phân phối lớn nhất của các luồng vốn trong nền kinh tế, có đủ năng lực cạnh tranh trong điều kiện hội nhập, NHTU được coi là nhân tố quan trọng nhất bảo đảm sự phát triển bền vững của TTTT trong điều kiện kinh tế hiện nay.

(1) Vai trò điều tiết khối lượng tiền trong lưu thông

TTTT chịu ảnh hưởng rất lớn của các chính sách tiền tệ của NHTU. Với tư cách một cơ quan đầu não trong điều hòa lưu thông tiền tệ, NHTU sử dụng các công cụ thị trường mở, lãi suất tái cấp vốn và tỷ lệ dự trữ bắt buộc để điều tiết thị

trường thực thi chính sách tiền tệ, điều phối mức cung ứng tiền, mở rộng tín dụng, kiểm soát được tỷ lệ dự trữ của các NHTM. Bằng việc mua bán chứng khoán trên thị trường, NHTU đã tác động đến khối lượng tiền cung ứng, qua đó mở rộng hoặc thu hẹp tín dụng, khuyến khích hoặc hạn chế đầu tư và tiêu dùng xã hội, kết quả là kích thích tăng trưởng kinh tế hoặc làm chậm đà tăng trưởng kinh tế. Do vậy, điều tiết khối lượng tiền trong lưu thông phù hợp với yêu cầu ổn định và phát triển kinh tế là nhiệm vụ quan trọng nhất của NHTU.

(2) Vai trò ổn định sức mua của đồng tiền quốc gia

TTTT chỉ có thể phát triển trong một nền kinh tế phát triển, ổn định giá trị đồng tiền và mức lạm phát nằm trong tầm kiểm soát, đây là điều kiện quan trọng tạo được niềm tin và sự an tâm cho các thành viên thị trường khi tham gia vào các giao dịch. Với chức năng của mình NHTU góp phần cân đối tổng cầu và tổng cung của toàn xã hội thông qua việc ổn định sức mua đối nội của đồng tiền quốc gia. Đồng thời tác động mạnh vào cân đối cung cầu ngoại tệ để giữ vững tỷ giá hối đoái để góp phần ổn định sức mua đối ngoại của đồng tiền quốc gia. Để ổn định và nâng cao sức mua của đồng tiền quốc gia, NHTU phải kiểm soát được tiền tệ, bảo đảm sự phù hợp giữa khối lượng tiền với mức tăng tổng sản phẩm quốc dân danh nghĩa, giữa tổng cung và tổng cầu tiền tệ, giữa tiền và hàng, không gây thừa hoặc thiếu tiền so với nhu cầu của lưu thông.

(3) Vai trò chỉ huy đối với toàn bộ hệ thống ngân hàng và đảm bảo cho các ngân hàng tránh khỏi sự đổ vỡ mang tính hệ thống

Hệ thống NHTM đóng vai trò chủ lực trên TTTT, chúng tham gia thị trường nhằm duy trì khả năng thanh toán và huy động vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế để kiếm lời hoặc lúc cần vay vốn với chi phí thấp để phục vụ cho mục đích kinh doanh. Sự tham gia của NHTM với các nghiệp vụ tổng hợp sẽ là động lực chính thúc đẩy TTTT phát triển. Vì vậy sự hoạt động mạnh mẽ, an toàn của chúng quyết định sự thành bại của TTTT. NHTU với chức năng ngân hàng của các ngân hàng thực hiện vai trò chỉ huy hệ thống NHTM để thúc đẩy sự phát triển ổn định của TTTT. Trong cơ chế thị trường việc chỉ huy của NHTU đối với hệ thống ngân hàng phải thực hiện một các khoa học, dựa vào một hành lang pháp lý nghiêm ngặt, trên cơ sở nắm bắt nhanh các tín hiệu của thị trường, phân tích sâu sắc những diễn biến trên

TTTT để đưa ra các giải pháp điều chỉnh phù hợp. Ngoài ra, trong vai trò là “*người cứu cánh cho vay cuối cùng*” đối với hệ thống các NHTM và tổ chức tín dụng, NHTU đảm bảo cho hệ thống ngân hàng tránh khỏi sự đổ vỡ mang tính hệ thống, thúc đẩy TTTT hoạt động hiệu quả hơn.

1.2.4 Vai trò của nhà nước đối với thị trường chứng khoán (TTCK)

Mục tiêu của Nhà nước trong quản lý TTCK là hướng tới việc tạo lập một thị trường *công bằng, công khai, minh bạch và hiệu quả*:

- *Tính công bằng* trong hoạt động của TTCK được đảm bảo bằng các biện pháp quản lý chống độc quyền và bảo vệ sự cạnh tranh lành mạnh trong kinh doanh chứng khoán, đầu tư chứng khoán (ĐTCK), đặc biệt là công bằng với các nhà đầu tư nhỏ.

- *Tính công khai* trong hoạt động của TTCK được đảm bảo bằng các biện pháp quản lý bắt buộc các đối tượng tham gia thị trường công khai thông tin của mình nhằm tránh các hoạt động lạm dụng, không lành mạnh.

- *Tính minh bạch* trong hoạt động của TTCK được đảm bảo bằng các hoạt động quản lý nhằm làm hạn chế những rủi ro phát sinh từ những hoạt động không đúng đắn, rủi ro lây lan do mất lòng tin của công chúng đầu tư.

- *Tính hiệu quả* của thị trường cần phải được xem xét cả về khía cạnh tiết kiệm chi phí và lợi ích thu được. Tính hiệu quả tỷ lệ thuận với kết quả và tỷ lệ nghịch với chi phí. Kết quả được đánh giá chủ yếu thông qua việc thực hiện chức năng huy động vốn thuận tiện, rẻ, luân chuyển vốn, phân bổ và sử dụng nguồn vốn một cách hợp lý. Chi phí chủ yếu được tính đến là chi phí cho bộ máy quản lý và những chi phí thất thoát, mất mát do quản lý kém. Việc quản lý thái quá hoặc không đầy đủ có thể dẫn đến làm tăng chi phí, làm giảm hiệu quả của thị trường.

Như vậy, vai trò của nhà nước đối với TTCK là duy trì sự hoạt động ổn định của thị trường; tạo điều kiện để phát triển thị trường, làm cho thị trường có thể cạnh tranh và thích ứng với mọi thay đổi trong xã hội. Điều này thể hiện:

1.2.4.1. Vai trò của các cơ quan Nhà nước (Quốc hội, Chính phủ, bộ, ngành)

(1) *Tạo khuôn khổ pháp lý cho sự ra đời, hoạt động và thực hiện giám sát đối với hoạt động của TTCK.*

Lịch sử hình thành và phát triển TTCK ở các nước cho thấy, TTCK ở những nước phát triển ra đời và hoạt động tự do nhiều năm trước khi có sự quản lý

về lĩnh vực này. Việc quản lý TTCK xuất hiện với mục đích chống lại những hành vi thao túng, lừa đảo, chống lại sự lạm dụng trong hoạt động chứng khoán. Cùng với sự phát triển với quy mô ngày càng rộng lớn và đa dạng, phức tạp của TTCK thì phương thức, nội dung, chức năng của quản lý ngày càng được hoàn thiện và phát triển. Nếu như trong thời kì sơ khai của TTCK, việc quản lý TTCK chủ yếu do các tổ chức tự nhiên đảm trách, không có sự tham gia của các tổ chức quản lý nhà nước và pháp luật, thì cho đến ngày nay, ở hầu hết các nước đã có sự tham gia quản lý của Nhà nước để tăng cường hiệu quả của quản lý. Nếu như trước đây, chức năng chủ yếu của các chủ thể quản lý là duy trì sự ổn định kỷ luật của thị trường thì ngày nay, ngoài các chức năng đó, các chủ thể quản lý còn phải thực hiện chức năng phát triển thị trường và ngăn ngừa những rủi ro lây lan của toàn bộ hệ thống. Có thể khẳng định rằng, xu thế của tất cả các quốc gia là đưa TTCK vào quỹ đạo quản lý nhà nước có kết hợp với chế độ tự quản.

Nhà nước xây dựng ban hành hệ thống pháp luật tạo khuôn khổ pháp lý cho sự ra đời và hoạt động của TTCK. Hệ thống pháp luật do nhà nước ban hành là cơ sở pháp lý xác định vị trí, vai trò, chức năng và những quyền cũng như nghĩa vụ và trách nhiệm của các pháp nhân kinh tế tham gia vào thị trường; điều chỉnh các hành vi của người phát hành, người đầu tư và các tổ chức trung gian tài chính, giải quyết các tranh chấp và xử lý các vi phạm trong hoạt động của TTCK.

Việc Nhà nước tạo ra khuôn khổ pháp lý rõ ràng cụ thể cho hoạt động của TTTC và duy trì một chế độ chính trị xã hội ổn định sẽ đảm bảo cho sự an toàn trong môi trường đầu tư trên TTCK. Điều đó tạo ra sức hút để hấp thụ các nguồn tài chính không chỉ trong nước mà còn từ nước ngoài, thúc đẩy sự phát triển TTTC ở phạm vi rộng lớn hơn. Những quy định của Nhà nước cho phép các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào TTCK sẽ thúc đẩy quá trình quốc tế hóa TTCK.

Nhà nước cũng thông qua hệ thống pháp luật đã ban hành và các cơ quan chuyên trách thực hiện chức năng quản lý giám sát thị trường để quản lý, giám sát, điều chỉnh sự hoạt động của TTCK. Cơ quan chuyên trách quản lý, giám sát TTCK là Ủy ban chứng khoán Quốc gia, sẽ thực hiện chức năng quản lý, thanh tra giám sát việc thực hiện chính sách pháp luật và hoạt động của sở giao dịch chứng khoán, các

tổ chức cá nhân có liên quan đến hoạt động phát hành, kinh doanh, dịch vụ chứng khoán theo những quy định cụ thể của pháp luật.

(2) Tạo môi trường kinh tế cho sự hình thành và phát triển của TTCK.

Khác với các loại thị trường khác, TTCK chỉ có thể ra đời và phát triển ổn định trong điều kiện nền kinh tế hàng hóa đã phát triển và vận hành tốt.

Vì vậy, để thúc đẩy kinh tế hàng hóa phát triển, đảm bảo lưu thông tiền tệ ổn định, Nhà nước phải có chính sách khuyến khích phát triển nền kinh tế nhiều thành phần, chính sách mở cửa nền kinh tế, đa dạng hóa, đa phương hóa các quan hệ kinh tế đối ngoại. Chính sách thuế phải được áp dụng thống nhất, không phân biệt thành phần kinh tế tạo môi trường cạnh tranh bình đẳng giữa các thành phần kinh tế, tận dụng mọi thế mạnh của các thành phần kinh tế phục vụ cho sự phát triển của nền kinh tế. Nhà nước phải đầu tư xây dựng các công trình kinh tế then chốt, công trình hạ tầng cơ sở tạo môi trường thuận lợi cho đầu tư, làm tăng nhu cầu huy động nguồn tài chính. Các chính sách tài chính, chính sách ngân sách phải nhằm tận dụng các nguồn tài chính và sử dụng các nguồn tài chính tiết kiệm, có hiệu quả và các biện pháp huy động nguồn vay để bù đắp bội chi ngân sách vừa góp phần kiềm chế lạm phát, vừa góp phần tạo công cụ cho TTCK.

Nhà nước còn định hướng cho sự phát triển của TTCK bằng việc vạch ra chính sách phát triển dài hạn cho thị trường. Đối với TTCK hình thành không theo con đường tự phát, Nhà nước đóng vai trò quan trọng trong việc xây dựng những cơ sở vật chất cho thị trường, tạo ra hệ thống may móc thiết bị, trụ sở làm việc, nơi giao dịch của TTCK tập trung.

(3) Đào tạo nguồn nhân lực cung cấp cho TTCK

Để TTCK hình thành, hoạt động và phát triển không thể thiếu được yếu tố con người. Với cơ chế hoạt động phức tạp, TTCK đòi hỏi phải có một đội ngũ những người kinh doanh chứng khoán, môi giới chứng khoán, nhân viên làm việc tại sở giao dịch chứng khoán, đội ngũ cán bộ quản lý, giám sát thị trường... Đội ngũ này phải được trang bị đầy đủ kiến thức về kinh tế, thương mại, luật pháp, ngoại ngữ và thông thạo thực hành. Để có được đội ngũ đó, cần có kế hoạch đào tạo bài bản, khoa học. Những kế hoạch này sẽ do Nhà nước lập ra và tổ chức thực

hiện, còn nguồn tài chính cung cấp cho hoạt động sẽ được huy động từ nhiều nguồn khác nhau, trong đó nguồn ngân sách đóng vai trò quan trọng.

1.2.4.2 Vai trò của Ủy ban chứng khoán Quốc gia (UBCKQG)

UBCKQG là cơ quan quản lý điều tiết vĩ mô về TTCK do Chính phủ thành lập, tuy nhiên không phải uỷ UBCKQG ra đời khi bắt đầu xuất hiện TTCK. Quá trình phát triển TTCK thế giới cho thấy rằng UBCKQG được hình thành sau một thời gian dài hoạt động của TTCK phi tập trung; thị trường này hình thành một cách tự phát khi xuất hiện cổ phiếu, trái phiếu và có nhu cầu mua bán lại các chứng khoán này. Ở Anh, TTCK xuất hiện từ thế kỷ 18 nhưng đến năm 1968 mới có Ủy Ban giám sát chứng khoán và đầu tư. Ở Mỹ có TTCK từ năm 1792 nhưng đến năm 1933, Ủy Ban giám sát Chứng Khoán và giao dịch mới ra đời. Ở Thái Lan, SGDCK được phục hồi lại năm 1975 nhưng đến năm 1992 mới có UBCKQG...

UBCKQG thực hiện chức năng quản lý nhà nước về CK&TTCK; trực tiếp quản lý, giám sát hoạt động CK&TTCK; quản lý các hoạt động dịch vụ công thuộc lĩnh vực CK&TTCK theo quy định của pháp luật với các nhiệm vụ sau :

- Tổ chức thực hiện các văn bản quy phạm pháp luật, chiến lược, quy hoạch, kế hoạch về CK&TTCK sau khi được phê duyệt;

- Tổ chức thực hiện việc thành lập, đình chỉ hoạt động hoặc giải thể TTGDCK, SGDCK, TTLKCK, các tổ chức khác có liên quan đến hoạt động chứng khoán và giao dịch chứng khoán theo quy định của pháp luật;

- Ban hành tiêu chuẩn, quy phạm, quy trình chuyên môn nghiệp vụ, định mức kinh tế - kỹ thuật để áp dụng trong các tổ chức, đơn vị trực thuộc theo quy định của pháp luật;

- Cấp, gia hạn, đình chỉ hoặc thu hồi giấy chứng nhận đăng ký phát hành, đăng ký giao dịch, giấy phép niêm yết, giấy phép kinh doanh, chứng chỉ hành nghề kinh doanh và dịch vụ chứng khoán theo quy định của pháp luật;

- Tổ chức, quản lý TTGDCK, SGDCK và các thị trường giao dịch chứng khoán có tổ chức, trung tâm lưu ký, đăng ký, thanh toán bù trừ chứng khoán;

- Quản lý việc thực hiện các quy định về chứng khoán và TTCK đối với các tổ chức phát hành chứng khoán ra công chúng, tổ chức niêm yết chứng khoán, tổ chức kinh doanh chứng khoán và tổ chức phụ trợ theo quy định của pháp luật;

- Quản lý đối với hoạt động phát hành chứng khoán (Quản lý đối với việc phát hành Trái phiếu Chính phủ, Trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh; trái phiếu chính quyền địa phương và chứng khoán của các doanh nghiệp); đối với hoạt động niêm yết và đăng ký giao dịch; hoạt động giao dịch chứng khoán; hoạt động công bố thông tin; hoạt động đăng kí, lưu kí, bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán; hoạt động kinh doanh và đầu tư chứng khoán

- Thanh tra, kiểm tra và giám sát các tổ chức và cá nhân tham gia hoạt động tại thị trường chứng khoán và xử lý các vi phạm về chứng khoán và thị trường chứng khoán theo quy định của pháp luật;

- Hướng dẫn, tạo điều kiện cho các tổ chức hiệp hội chứng khoán thực hiện mục đích, tôn chỉ và Điều lệ hoạt động của hiệp hội; kiểm tra thực hiện các quy định của Nhà nước, xử lý hoặc kiến nghị cơ quan nhà nước có thẩm quyền xử lý các vi phạm pháp luật của hiệp hội chứng khoán theo quy định của pháp luật.

- Tổ chức công tác phân tích dự báo, thông tin, tuyên truyền, phổ cập kiến thức, đào tạo và bồi dưỡng về chứng khoán và thị trường chứng khoán cho các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động trên thị trường chứng khoán;

1.2.5 Các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính

1.2.5.1 Các nhân tố kinh tế

Quá trình quản lý nhà nước đối với TTTC chịu ảnh hưởng chi phối của các yếu tố kinh tế như : quy mô kinh tế, trình độ phát triển nền kinh tế,... Sự đa dạng về hình thức tồn tại, tính phức tạp trong hoạt động của các thành phần kinh tế tham gia TTTC và cơ cấu kinh tế theo vùng, miền phản ánh vị thế và xu hướng phát triển của các vùng, miền sẽ đặt ra yêu cầu đối với công tác quản lý nhà nước là phải có các chính sách, biện pháp phù hợp để dung hoà lợi ích của các thành phần này và khai thác tối đa lợi thế của các yếu tố này. Quy mô và trình độ phát triển của nền kinh tế vừa là xuất phát điểm để xây dựng các chính sách quản lý nhà nước đối với TTTC, vừa ảnh hưởng đến mục tiêu và định hướng chiến lược phát triển TTTC của một quốc gia.

1.2.5.2 Các nhân tố về chính trị và thể chế Nhà nước

Thế chế chính trị và đường lối lãnh đạo của đảng cầm quyền của một nước chi phối đến mục tiêu, phương hướng xây dựng và phát triển TTTC nước đó. Bên cạnh đó, sự ổn định hay bất ổn về mặt chính trị sẽ có ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực đến quá trình phát triển của TTTC, từ đó có tác động đến nội dung và biện pháp quản lý nhà nước đối với TTTC, cấu trúc và chức năng của hệ thống. Cơ quan quản lý về TTTC được thiết lập theo mô hình nào và đặt ở vị trí nào thường chịu ảnh hưởng bởi mô hình hệ thống tổ chức thiết chế Nhà nước.

1.2.5.3 Môi trường pháp lý

Công tác quản lý nhà nước đối với TTTC bị chi phối và phụ thuộc vào năng lực hoạt động của các cơ quan lập pháp, hành pháp và tư pháp. Bên cạnh đó, vấn đề này còn phụ thuộc cả vào tính chặt chẽ, đầy đủ, nhất quán của các quy định pháp luật cũng như ý thức chấp hành pháp luật của các chủ thể tham gia vào nền kinh tế.

1.2.5.4 Thực trạng phát triển TTTC

Trong mỗi hệ thống quản lý, chủ thể quản lý sử dụng các công cụ và phương thức quản lý tác động nên đối tượng quản lý theo mục tiêu đề ra. Ngược lại, đối tượng và khách thể của quản lý cũng phản ứng trở lại đối với chủ thể quản lý. TTTC là đối tượng quản lý nhà nước cho nên thực trạng phát triển của TTTC có tác động đến việc ban hành và triển khai các chính sách quản lý phát triển thị trường này. Thực trạng TTTC vừa là cơ sở để Nhà nước ban hành các chính sách, biện pháp khắc phục những tồn tại của TTTC, vừa là căn cứ để Nhà nước đề ra các biện pháp thúc đẩy thị trường phát triển theo định hướng và mục tiêu đề ra.

1.2.5.5 Xu thế hội nhập kinh tế quốc tế

Hiện nay thì hội nhập kinh tế quốc tế đang diễn ra mạnh mẽ, trong đó có TTTC. Việc mở cửa TTTC hội nhập kinh tế quốc tế sẽ đem lại những lợi ích thiết thực cho một quốc gia, song cũng nảy sinh những rủi ro và thách thức không nhỏ. Điều này tác động đến các chính sách quản lý và phát triển TTTC của các nước. Chính sách quản lý nhà nước không chỉ phải giải quyết các vấn đề nảy sinh do có sự xuất hiện của các yếu tố quốc tế trên TTTC, mà còn phải tìm ra cách thức, biện pháp hội nhập sao cho vừa đảm bảo an toàn, vừa khai thác tốt nhất các lợi ích mà hội nhập kinh tế mang lại.

1.2.5.6 Các nhân tố khác

Hoạt động quản lý nhà nước đối với TTTC còn chịu tác động bởi các nhân tố khác như: trình độ ứng dụng tin học trong quản lý, truyền thống bản sắc văn hoá dân tộc, trình độ và kinh nghiệm của đội ngũ cán bộ quản lý trong ngành tài chính, chứng khoán và các ngành có liên quan, lịch sử phát triển kinh tế và TTTC... Trong đó yếu tố lịch sử thường đặt ra các vấn đề về cải cách và hoàn thiện mô hình và tổ chức quản lý đối với TTTC.

1.3 KINH NGHIỆM VỀ QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CỦA MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI

Khi nghiên cứu kinh nghiệm về quản lý Nhà nước đối với thị trường tài chính của một số nước trên thế giới, tác giả luận án đã lựa chọn mô hình của Trung Quốc, Nhật bản và các nước Đông Nam Á. Việc lựa chọn này xuất phát từ các lý do sau: *Thứ nhất*, Trung Quốc là nước có thể chế chính trị, cơ chế quản lý nhà nước, điều kiện xã hội tương đồng với Việt Nam và đã có những thành công lớn trong việc chuyển đổi, phát triển TTTC. Việc nghiên cứu mô hình quản lý nhà nước đối với TTTC của Trung Quốc sẽ cho phép rút ra những bài học kinh nghiệm thiết thực đối với Việt Nam; *Thứ hai*, Nhật Bản là một nước châu Á có nền kinh tế thị trường và thị trường tài chính phát triển, việc nghiên cứu mô hình của Nhật bản sẽ gợi ý cho Việt nam mạnh dạn đưa ra những giải pháp mang tính “đi tắt, đón đầu” để phát triển TTTC; *Thứ ba*, các nước Đông Nam Á nhìn chung là những nước đang phát triển, có trình độ kinh tế, điều kiện địa lý tương đồng với Việt Nam và cũng có những thành công nhất định trong phát triển TTTC. Việc nghiên cứu mô hình quản lý Nhà nước đối với TTTC của các nước này, sẽ gợi ý cho Việt nam có những bước đi thận trọng, phù hợp với trình độ của một nước đang phát triển như Việt nam.

1.3.1 Vai trò quản lý nhà nước đối với sự phát triển TTTC Trung Quốc

Sau hơn 30 năm tiến hành cải cách, mở cửa và hội nhập kinh tế quốc tế đã đem lại cho Trung Quốc những biến đổi lịch sử quan trọng, những thành tựu rực rỡ trên nhiều mặt, trong đó cải cách hệ thống tài chính và phát triển TTTC có vai trò đặc biệt quan trọng. Điều này được thể hiện qua một số chỉ tiêu cơ bản như tốc độ tăng GDP bình quân của Trung Quốc từ năm 1978 đến 2005 là 9,4%/năm; năm 2005 GDP tăng là 9,1%; năm 2006 GDP tăng là 10,2%; năm 2007 tăng 13%, tỷ lệ tăng trưởng

nhanh nhất kể từ năm 1994; năm 2008 GDP tăng 10,7%, nền kinh tế Trung Quốc vượt qua Đức và Nhật Bản để trở thành nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới, tính đến cuối năm 2008 dự trữ ngoại tệ của Trung Quốc là 1950 tỷ USD; năm 2009 GDP của Trung Quốc vẫn tăng trưởng 8,7%, tính đến cuối năm 2009, dự trữ ngoại tệ của Trung Quốc 2.400 tỷ USD [78] cao nhất thế giới.

Vai trò quản lý nhà nước đối với sự phát triển TTTC Trung Quốc được nhìn nhận ở những cải cách của Nhà nước đối với thị trường tiền tệ và TTCK. Cụ thể:

1.3.1.1 Những cải cách đối với thị trường tiền tệ Trung Quốc [51,53]

(1) *Về cải cách hệ thống ngân hàng:* Trước khi cải cách, hệ thống ngân hàng Trung Quốc là một cấp bao gồm: Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa (PBC) có chức năng quản lý hầu hết các giao dịch tài chính và chịu trách nhiệm về việc in tiền và quản lý ngoại hối và hai ngân hàng chuyên doanh thuộc PBC là Ngân hàng Trung Hoa (BOC) và Ngân hàng Kiến thiết nhân dân Trung Hoa (PCBC) hoạt động với chức năng tài trợ vốn cho các kế hoạch kinh tế và được coi là các "kho bạc nhà nước của các chính quyền địa phương".

Trong thời kỳ đầu của cải cách hệ thống tài chính, từ năm 1979 đến 1984, Trung Quốc từng bước chuyển đổi hệ thống ngân hàng một cấp sang hai cấp. Trong Chỉ thị về cải cách hệ thống tài chính năm 1979, Hội đồng Nhà nước đã tuyên bố việc thương mại hoá từng bước hoạt động của các ngân hàng, và chuyển đổi các khoản trợ cấp ngân sách thành các khoản vay trung, dài hạn cho các doanh nghiệp nhà nước, được thực hiện chủ yếu qua các ngân hàng chuyên doanh. Vì vậy, hầu hết các hoạt động thương mại của PBC được thực hiện bởi hai ngân hàng chuyên doanh là PCBC (cho vay các công trình xây dựng) và BOC (thực hiện các giao dịch ngoại tệ). Hai ngân hàng chuyên doanh khác cũng được thành lập là Ngân hàng Nông nghiệp Trung Hoa (ABC) (hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp) và Ngân hàng Công thương Trung Hoa (ICBC) (hoạt động thương mại ở khu vực thành thị). Năm 1984, PBC chính thức đi vào hoạt động như một NHTU' và về nguyên tắc, việc chuyển đổi sang hệ thống ngân hàng hai cấp cũng được hoàn tất.

Từ năm 1994, Trung Quốc thực hiện phân tách về vốn và nghiệp vụ giữa NHTM và ngân hàng chính sách, trong đó, các ngân hàng chính sách được thành lập để chuyên thực hiện các khoản cho vay chính sách, không lấy kết quả kinh

doanh làm mục đích. Đồng thời, đẩy mạnh cải cách cơ chế hoạt động của các NHTM bằng các giải pháp sau: (i) Tiến hành phân loại các ngân hàng yếu kém để dễ kiểm soát và giám sát hơn. Đóng cửa, giải thể các tổ chức tài chính lập ra mà không được sự chấp thuận của Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa (PBC). (ii) Xử lý nợ khó đòi của các NHTM thông qua việc cải cách quản lý nợ và phân loại nợ thành 5 cấp dựa trên đánh giá mức độ rủi ro. (iii) Buộc các NHTM phải thực hiện kiểm tra tỷ lệ các khoản tiền gửi và các khoản tiền cho vay. (iv) Xây dựng cơ chế tự chịu trách nhiệm quản lý các khoản vay của mình.

Quý I/1998, trong bối cảnh khủng hoảng tài chính - tiền tệ Châu Á, Chính phủ Trung Quốc đã áp dụng một số cải cách mạnh mẽ hệ thống ngân hàng. Một trong những bước cải cách quan trọng là cải cách cơ cấu tổ chức của PBC; theo đó 31 chi nhánh cấp tỉnh được chuyển thành 9 chi nhánh cấp quốc gia. Việc tái cơ cấu tổ chức các chi nhánh là nhằm giảm thiểu sự can thiệp của các chính quyền địa phương và cải thiện hiệu quả của chính sách tiền tệ. Đồng thời, phát động chiến dịch 3 năm chống tham nhũng và làm trong sạch hệ thống ngân hàng.

Song song với hệ thống ngân hàng hai cấp, Trung Quốc cho phép các ngân hàng nước ngoài được mở chi nhánh tại Trung Quốc và hàng loạt các quỹ đầu tư, các công ty tín thác đầu tư và các tổ chức tín dụng được thành lập, trở thành thành viên tham gia TTTC Trung Quốc.

(2) *Về cải cách TTTT và chính sách tiền tệ:* Cải cách TTTT Trung Quốc được thực hiện từng bước, trước hết thử nghiệm trên diện hẹp, sau đó dần thực hiện theo hướng tự do hóa, cụ thể : Khi xuất hiện tình trạng dùng vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho vay dài hạn vào những năm 1990, thì PBC bắt đầu điều tiết thị trường bằng cách ấn định lãi suất tham chiếu đối với lãi suất trên thị trường liên ngân hàng và áp dụng một số qui định tạm thời khác.

Đến năm 1994, đã có 44 thị trường liên ngân hàng đi vào hoạt động, thì khối lượng vay và cho vay trên các thị trường đã tăng gấp bội. Một lượng lớn thanh khoản dư thừa trên TTTT đã được đầu tư vào các tài sản đầu tư cố định và tạo nên một làn sóng đầu cơ chứng khoán và bất động sản trong năm 1993. Để thống nhất và điều tiết có hiệu quả thị trường bị phân đoạn, đầu năm 1996 thị trường liên ngân

hàng quốc gia đã được thành lập và mức lãi suất trên thị trường liên ngân hàng chủ yếu do thị trường xác định, song cũng chịu ảnh hưởng chính sách tiền tệ của PBC.

Do nền kinh tế phát triển quá nóng, nên từ năm 1993 đến 1996, Trung Quốc thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt có điều tiết để đưa nền kinh tế trở lại bình thường. Trung Quốc đã sử dụng các biện pháp thắt chặt tín dụng như: hạn chế các khoản cho vay, nâng lãi suất tiền gửi để hút tiền vào hệ thống ngân hàng. Sau đó, Trung Quốc bắt đầu thay đổi chính sách bằng cách hạ lãi suất tiền gửi và cân bằng lãi suất giữa tiền trong nước và ngoại tệ. Bên cạnh việc huy động vốn trong nước, các ngân hàng Trung Quốc còn tích cực huy động vốn nước ngoài qua các hình thức: vay nợ, vay thế chấp, phát hành kỳ phiếu ra nước ngoài...

Từ năm 1998, PBC đã cải cách chế độ dự trữ bắt buộc với mục đích là điều chỉnh quan hệ vốn giữa PBC và các NHTM, tăng khả năng tự điều chỉnh về vốn của các NHTM, và phát huy đầy đủ tác dụng điều tiết của tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tổng lượng cung ứng tiền tệ. Tuy vậy, cho đến nay vấn đề về tính hợp lý, tỷ lệ tối ưu của chế độ dự trữ bắt buộc vẫn còn là vấn đề được tranh luận.

Cũng trong một thời gian dài Chính phủ Trung Quốc đã ấn định lãi suất rất thấp nhằm hỗ trợ các DNNN và thúc đẩy đầu tư trong nước. Từ năm 1999, Trung Quốc cam kết sẽ tiến hành tự do hoá lãi suất một cách thận trọng, bắt đầu từ khu vực nông thôn, sau đó là khu vực thành thị; tự do hoá lãi suất của các khoản tiền gửi, sau đó mới tự do hoá lãi suất các khoản cho vay và lãi suất đồng ngoại tệ cũng sẽ được tự do hoá.

Nghiệp vụ thị trường mở bắt đầu được thử nghiệm ở Trung Quốc vào tháng 4 năm 1996, nhưng phải đến năm 1998, mới được áp dụng và phát triển. Nghiệp vụ đã trở thành công cụ rất quan trọng để ổn định mức tăng trưởng tiền cơ sở và đảm bảo mục tiêu cung ứng tiền tệ được thực hiện, trong điều hành chính sách tiền tệ của PBC.

- *Về chính sách ngoại hối*: Từ 1/1/1994, Trung Quốc đã huỷ bỏ tỷ giá ấn định của Nhà nước, chuyển sang thực hiện chế độ một tỷ giá và được "thả nổi có quản lý" dựa trên cơ sở cung cầu của thị trường và tỷ giá đồng NDT đã ổn định quanh mức 8,27 - 8,28 NDT/1USD trong thời gian dài. Tháng 7-2005 dưới áp lực của Mỹ và các nước Tây Âu, Trung Quốc đã nâng giá đồng NDT lên mức 8,11NDT/1USD. Bước vào năm 2006, PBC đã bắt đầu trao cho các NHTM thêm quyền ấn định tỷ

giá chuẩn hàng ngày (tỷ giá ngoại hối chủ đạo). Việc định giá đồng NDT so với USD được dựa trên mức giá trung bình do các NHTM lớn của Trung Quốc đưa ra, như vậy Trung Quốc đã sẵn sàng tính đến các yếu tố thị trường trong giao dịch ngoại hối.

Chính sách ngoại hối đã ngăn chặn được nạn chảy máu ngoại tệ, khuyến khích xuất khẩu. Đồng NDT đã chính thức được IMF công nhận là đồng tiền tự do chuyển đổi ở các tài khoản vãng lai ngày 1-12-1996, tức là NDT được tự do chuyển đổi trong các giao dịch liên quan tới XNK hàng hoá, dịch vụ và các khoản lợi nhuận thu được từ các hoạt động đầu tư, kiều hối. NDT đã và đang là một đồng tiền có ảnh hưởng lớn trên thị trường ngoại hối thế giới và ngày càng trở nên hấp dẫn hơn do kinh tế Trung Quốc tăng trưởng cao, đầu tư lớn, lượng dự trữ ngoại hối nhiều, thương mại tăng trưởng ổn định.

1.3.1.2. Những cải cách đối với thị trường chứng khoán Trung Quốc [51,53]

Thị trường chứng khoán (TTCK) của Trung Quốc được hình thành từ đời nhà Thanh nhưng đã bị đóng cửa vào năm 1949. Cho tới năm 1978, sau khi Chính phủ quyết định thực hiện chương trình cải tổ lại nền kinh tế theo hướng "mở cửa", khi đó TTCK được hồi sinh. TTCK Trung Quốc mới được khôi phục lại và bắt đầu có dấu hiệu phát triển mạnh trong hơn một thập kỷ qua. Đến nay, TTCK Trung Quốc đã trải qua bốn giai đoạn cụ thể là :

(1) Giai đoạn I (1981-1985), hình thành TTCK sơ cấp

Từ những năm 1980-1981, ở Trung Quốc đã có sự xuất hiện của chứng khoán dưới dạng công trái Nhà nước, nhưng do cách thức phát hành mang tính bắt buộc và Nhà nước cấm mua đi bán lại trái phiếu nên TTCK thứ cấp hầu như chưa hình thành.

(2) Giai đoạn II (1986-1990), bước đầu hình thành TTCK thứ cấp

Từ năm 1986, Trung Quốc bắt đầu triển khai cổ phần hóa các DNNN. Đặc biệt là từ khi có Quy chế tạm thời về phát hành trái phiếu năm 1987, thì tốc độ phát hành cổ phiếu, trái phiếu của các DNNN mở rộng với quy mô lớn tạo ra khối lượng hàng hóa phong phú cho thị trường; nhu cầu mua đi, bán lại cổ phiếu, trái phiếu cũng như nhu cầu phát hành cổ phiếu, trái phiếu nhằm huy động vốn của các DNNN đòi hỏi TTCK phải ra đời. Nhưng Chính phủ Trung Quốc chưa cho ra đời TTCK. Cũng chính vì vậy mà áp lực của khối lượng chứng khoán trôi nổi khá lớn

trong xã hội đã làm nảy sinh một cách tự phát việc trao đổi chứng khoán trên chợ đen mặc dù thời kỳ đầu hành vi này bị coi là phi pháp. Trước thực tế đó các ngân hàng chuyên doanh địa phương đã xin phép NHTU và chính quyền địa phương thành lập các quầy trao đổi mua bán cổ phiếu, trái phiếu. Hình thức giao dịch ban đầu rất thô sơ, đơn giản. Các quầy giao dịch mua vào khi có người bán và bán ra khi có người mua. Nguyên tắc định giá cũng đơn giản. Do các cổ phiếu thời này thực chất còn mang tính trái phiếu (như quy định thời gian hoàn trả, lãi cố định....) nên cách định giá phổ biến là dựa vào mệnh giá và lãi suất ngân hàng. Ngoài hình thức mua vào, bán ra các quầy giao dịch còn làm người mua bán ủy thác cho khách hàng hoặc cung cấp địa điểm và dịch vụ thẩm định chứng khoán để thu phí. Nhờ có các địa điểm giao dịch có tổ chức như vậy, nên giao dịch chợ đen giảm hẳn và các doanh nghiệp huy động vốn cũng dễ dàng hơn. Đặc điểm nổi bật của giai đoạn này là tình trạng phân tán và thiếu tính chuẩn hóa cả về phương thức giao dịch lẫn hàng hóa.

Mặc dù có những điểm yếu như vậy, nhưng sự tồn tại và tác dụng huy động vốn của TTCK tự phát đã đóng góp to lớn vào việc huy động vốn của các DNNN, giải tỏa tư tưởng e sợ TTCK, cũng như khơi dậy nhu cầu đầu tư trong dân chúng. Chính vì thế vào đầu những năm 90 Trung Quốc đã quyết định đưa TTCK vào quỹ đạo hiện đại.

(3) Giai đoạn III (1990-1994), thành lập Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải và Thẩm Quyển nhằm mở rộng quy mô phát triển thị trường với tốc độ cao.

Sau 10 năm thử nghiệm, TTCK đã được chấp nhận ở Trung Quốc như một yếu tố cấu thành của thị trường có tổ chức. Tại Đại hội VI Đảng Cộng sản Trung Quốc, việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu được đưa vào "Bản phác thảo chương trình 10 năm và kế hoạch 5 năm". Đặc biệt sau chuyến đi của Đặng Tiểu Bình xuống phía Nam năm 1992, thì tư tưởng phát triển TTCK ở Trung Quốc đã được thông thoáng hơn.

Ngày 26/11/1990, Sở giao dịch Chứng khoán (SGDCK) Thượng Hải được thành lập. Hai năm sau SGDCK Thẩm Quyển cũng ra đời. Đây là hai TTCK có tổ chức lớn nhất của Trung Quốc được tổ chức theo mô hình định chế với 100% sở hữu Nhà nước.

Từ khi các SGDCK của Trung Quốc ra đời, TTCK Trung Quốc đã phát triển với nhịp độ rất nhanh. Chúng loại hàng hóa trên TTCK Trung Quốc khá

phong phú. Chiếm khối lượng lớn nhất là trái phiếu. Từ năm 1981 đến 1995 tổng giá trị phát hành trái phiếu Chính phủ đã lên tới 481 tỷ NDT. Chỉ riêng năm 1998 Chính phủ đã phát hành 495 tỷ NDT. Trái phiếu công ty cũng đạt quy mô khá. Từ năm 1981 - 1994 các doanh nghiệp đã huy động 183,8 tỷ NDT. Các loại trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu ngân hàng cũng đạt quy mô 152,7 tỷ NDT trong giai đoạn này. Thị trường cổ phiếu Trung Quốc cũng phát triển rất nhanh, chỉ tính riêng hai năm 1992 và 1993 đã có tới 17,644 tỷ NDT cổ phiếu được phát hành, gấp 17 lần tổng giá trị cổ phiếu được phát hành trong 8 năm trước đó.

(4) Giai đoạn IV (Từ năm 1994 đến nay), thời kỳ quốc tế hoá TTCK.

Tại SGDCK Thượng Hải nếu như năm 1991 giá trị cổ phiếu phát hành là 0,133 tỷ NDT và giá trị cổ phiếu giao dịch là 0,807 tỷ NDT thì năm 1996 số liệu tương ứng là 4,75 tỷ NDT và 911,48 tỷ NDT. Ngay cả trong thời kỳ TTCK của các nước Đông Nam Á bị khủng hoảng nặng nề TTCK của Trung Quốc vẫn có bước phát triển ổn định do Trung Quốc đã thi hành một loạt chính sách quản lý vĩ mô giúp ổn định tỷ giá đồng NDT cũng như có các chính sách lãi suất linh hoạt và cơ cấu vốn nước ngoài chủ yếu là dài hạn. Việc mở cửa TTCK của Trung Quốc khá đặc thù. Trong khi chính quyền rất khuyến khích các doanh nghiệp phát hành trái phiếu dài hạn, nhiều cổ phiếu ở thị trường nước ngoài, thì việc cho phép người nước ngoài kinh doanh ở TTCK mới được thông báo ý định vào năm 1999. Chỉ bằng thông báo này, trong 2 năm 1999 và 2000 TTCK Trung Quốc có bước phát triển ngoạn mục được nhiều chuyên gia kinh tế thán phục. Năm 1999 tổng doanh số của TTCK Trung Quốc đạt 5.230 tỷ NDT với 949 Công ty niêm yết có số vốn điều lệ lên tới 2.650 tỷ NDT, tăng 36% so với năm 1998. Tính riêng năm 2000 các doanh nghiệp đã phát hành 141,7 tỷ NDT (khoảng 17 tỷ USD) tăng 65% so với năm 1999.

Nhiều công ty nước ngoài đang nỗ lực xúc tiến việc thành lập liên doanh với bên Trung Quốc để trở thành nhà đầu tư hoặc trở thành công ty niêm yết trên thị trường này như các công ty International Morgan Stanley Co. Ltd, City Group GLOBAL Transaction Services, UBS Limited... của Mỹ, Nomura Securities Co.Ltd, Kodak... của Nhật, HSBC... của Anh, Alcatel của Pháp hay các công ty đa quốc gia như Unilever NV.... Tính đến hết năm 2002, TTCK Trung Quốc được coi là thị trường lớn thứ ba Châu Á, sau Tokyo và Hong Kong, với trên 5 nghìn tỷ NDT

vốn thị trường (tương đương gần 600 tỷ USD), hơn 1224 công ty niêm yết, 131 công ty chứng khoán, hơn 100.000 người hành nghề kinh doanh chứng khoán và trên 68,82 triệu tài khoản đầu tư.

Tuy nhiên, chính sách của Trung Quốc vẫn ưu tiên cho sở hữu Nhà nước nên các cổ phiếu do Nhà nước sở hữu không được giao dịch trên thị trường. Vì thế các cổ đông cá nhân không có nhiều khả năng kiểm soát công ty niêm yết và việc thôn tính nhau cũng khó khăn. Mặt khác, thị trường trái phiếu của Trung Quốc phát triển nhanh chóng, nhưng các quy định về phát hành và kinh doanh trái phiếu ở Trung Quốc không chặt chẽ. Quản lý phát hành trái phiếu do ít nhất 3 cơ quan (Bộ Tài chính, NHTU và ủy ban Kế hoạch Nhà nước) đảm đương. Ngoài ra, trái phiếu doanh nghiệp địa phương lại do địa phương cấp phép. Do quá nhiều đầu mối nên việc quản lý phát hành kém hiệu quả.

Vì vậy từ năm 2002, TTCK Trung Quốc phát triển chậm lại, giá chứng khoán sụt giảm liên tục; năm 2004, tuy kinh tế Trung Quốc tăng trưởng 9% nhưng hai TTCK của nước này tại Thượng Hải và Thẩm Quyển được coi là hai thị trường hoạt động tồi tệ nhất trên thế giới. Nguyên nhân chủ yếu là do:

- Sự can thiệp hành chính còn bao quát nhiều lĩnh vực, song cơ chế quản lý chưa hợp lý nên tạo kẽ hở cho một số vụ lộn xộn, tham nhũng trên TTCK.
- Cơ chế vận hành TTCK đặt trong tình trạng thử nghiệm quá lâu tìm hãm quá trình đưa ra và hoàn thiện cơ sở pháp lý thống nhất trong cả nước.
- Tình trạng phó mặc cho địa phương thử nghiệm có mặt mạnh là phát huy được tiềm năng rất lớn của TTTC Trung Quốc hơn 1 tỷ dân, song cũng dẫn đến kết cục rất phân tán và khác biệt giữa các địa phương gây tổn kém và khó khăn cho quá trình cơ cấu lại.
- Tình trạng thông tin thiếu, không trung thực, không được giám sát diễn ra khá nhiều, xuất hiện tình trạng đầu cơ, lừa đảo và thao túng cổ phiếu¹.
- Sự bất cập của trình độ cán bộ trước sự phát triển quá nhanh của TTCK mà không có cơ quan đứng ra chịu trách nhiệm tập trung đào tạo.

¹ Theo một số nguồn tin chính thức thì có thể đến 50% công ty niêm yết đã đưa ra thông tin sai lệch trong hồ sơ phát hành.

- Cơ cấu cổ phần phân chia xuất hiện, khi tồn tại một lượng lớn chứng khoán không giao dịch nằm trong tay Nhà nước, hoặc chủ sở hữu là các công ty niêm yết. Thực tế chỉ có 1/3 lượng cổ phiếu của các công ty niêm yết trong nước được đưa ra giao dịch trên thị trường. Trước tình hình đó, Trung Quốc đã thực thi các biện pháp để giải quyết vấn đề tồn tại trên TTCK là tăng cường quản lý và giám sát các công ty niêm yết nhằm tăng niềm tin cho các nhà đầu tư. Thông tin và dữ liệu liên quan đến các công ty niêm yết phải công khai, rõ ràng...

Với những cố gắng trên, từ đầu năm 2006 đến nay TTCK Trung Quốc đã tăng trở lại với chỉ số cao hơn năm ngoái tới 50%. Đợt đi lên của thị trường hiện nay là đợt dài nhất trong vòng 5 năm qua và mang lại hy vọng cho các nhà đầu tư.

Như vậy, sau hơn 20 năm tồn tại, TTCK Trung Quốc đã bước đầu thực hiện được những vai trò cơ bản: thu hút vốn cho nền kinh tế, kích thích các doanh nghiệp làm ăn hiệu quả, thúc đẩy công cuộc cải tổ hệ thống DNNN. Chủ thể thị trường tương đối phong phú đa dạng, được mở rộng với tốc độ tương đối cao, bao gồm các công ty niêm yết, nhà đầu tư, tổ chức trung gian, công ty tư vấn, kiểm toán.... Trong lĩnh vực thu hút vốn đầu tư nước ngoài, mặc dù Luật chứng khoán còn hạn chế nhà đầu tư về nhiều mặt, nhưng TTCK Trung Quốc vẫn thu hút được sự quan tâm đặc biệt của các nhà đầu tư nước ngoài. Hiện nay, TTCK Trung Quốc đã là một trong những thị trường lớn của thế giới.

1.3.2 Vai trò quản lý nhà nước đối với sự phát triển TTTC Nhật Bản [34]

1.3.2.1 Quá trình hình thành và phát triển của thị trường tài chính Nhật bản

Sau khi bại trận trong Đại chiến thế giới lần thứ 2, Nhật Bản đã tập trung vào phát triển kinh tế với sự hậu thuẫn tích cực của Mỹ, tạo ra sự phát triển “thần kỳ” chỉ sau gần 40 năm Nhật Bản đã trở thành nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới sau Mỹ. Với một tiềm lực kinh tế lớn, nhất là từ khi thực hiện tự do hoá tiền tệ (1973), Tokyo đã dần trở thành trung tâm tài chính, tiền tệ lớn thứ ba trên thế giới (sau London và New York). Vào cuối những năm 1980, đã có 81 ngân hàng nước ngoài và 60 công ty buôn bán chứng khoán nước ngoài mở văn phòng hoặc đặt chi nhánh tại Tokyo. Đồng thời, với sự có mặt của các ngân hàng và các công ty chứng khoán Nhật Bản tại các trung tâm tài chính quan trọng của thế giới như

New York, London, Hongkong và lục địa Châu Âu đã chứng tỏ TTTC Nhật Bản là một TTTC quốc gia nhưng mang tính quốc tế điển hình của khu vực Châu Á.

Trong suốt một thời gian dài, kinh tế tăng trưởng nhanh, dự trữ ngoại hối lớn, cán cân thanh toán vãng lai luôn thặng dư, những khoản lợi thu được từ sự lên giá đồng Yên đã nâng vị trí của hệ thống ngân hàng Nhật Bản lên ngang tầm thứ bậc cùng các ngân hàng có đẳng cấp quốc tế của Mỹ, Anh, Pháp. Trong tổng tài sản của các ngân hàng thế giới, ngân hàng Nhật Bản chiếm 35%, hơn hai lần của Ngân hàng Mỹ (15,8%), gấp 4 lần ngân hàng Pháp (8,3%). Tuy nhiên thật trớ trêu, tất cả sự giàu sang ấy phần lớn lại được dựa trên hoạt động đầu cơ, bắt nguồn từ sự chênh lệch giữa trình độ phát triển cao của công nghiệp và sự yếu kém, không theo kịp của hệ thống tài chính Nhật Bản, mà nguyên nhân chủ yếu là do :

- Trong điều kiện quốc tế hoá nền kinh tế và tự do cạnh tranh đã trở thành một xu thế tất yếu của thời đại, thì nền kinh tế, trong đó có hệ thống tài chính, ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán, lại luôn bị đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ, mà đại diện là Bộ Tài chính.

- Do sự chi phối của Chính phủ và sự câu kết chặt chẽ giữa giới tài chính và Chính phủ, nên suốt hàng chục năm lãi suất tiền gửi của các ngân hàng Nhật Bản thuộc loại thấp nhất thế giới (chưa đầy 1% một năm, bằng 1/10 của Mỹ) nhưng khách hàng không có lựa chọn nào khác là phải gửi tiết kiệm bằng tiền Yên vào các ngân hàng hoặc mua cổ phiếu trong nước. Từ sự hạn chế của các đạo luật ngân hàng và quản lý ngoại hối bảo thủ đã khiến cho các ngân hàng Nhật Bản được hưởng những khoản vốn giá rẻ không lồ và nhờ đó họ luôn chiếm được những vị trí hàng đầu (7/10) trong danh sách các ngân hàng lớn nhất thế giới.

Dựa vào nguồn vốn lớn, giá rẻ mà trong nhiều năm, các ngân hàng Nhật Bản đã cho vay để đầu tư một cách ồ ạt vào thị trường bất động sản và chứng khoán, khiến cho giá cả mặt hàng này tăng lên đến mức chóng mặt, và tạo ra một nền kinh tế "bong bóng" vào cuối những năm 80. Đáng tiếc là "chiếc bóng bóng" kinh tế này phồng lên quá nhanh bất chấp mọi quy luật, đã không thể trụ được và đã nổ tung vào đầu những năm 90, thể hiện bằng việc giá bất động sản và chứng khoán sụt đột ngột tới gần một nửa, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế Nhật thấp chưa từng có và chỉ dao động trên dưới 1%, hàng loạt công ty bị phá sản, thất nghiệp liên tục tăng tới

mức kỷ lục và các ngân hàng cũng như các tổ chức tài chính bị tê liệt, do bị ngập trong đồng tài sản thế chấp chẳng còn mấy giá trị dưới dạng chứng khoán và bất động sản đang bị mất giá và số nợ khó đòi không có cơ lấy lại được lên tới hàng trăm tỷ đô la. Từ năm 1991 nước Nhật lâm vào suy thoái kinh tế. Sự đổ vỡ của nền kinh tế "bong bóng" đặt dấu chấm hết cho giai đoạn "thần kỳ" của kinh tế Nhật Bản. Ngay trong giai đoạn này, TTTC Nhật Bản đã chứa đựng trong nó những dấu hiệu bất ổn, nhưng chỉ sau những cuộc công phá dữ dội của sóng gió khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997, TTTC Nhật Bản mới thực sự lộ rõ những điểm yếu. Hệ thống ngân hàng và các tổ chức tài chính ở trong tình trạng gần như bị tê liệt hoàn toàn sau khủng hoảng, cụ thể :

- Đến khi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997, hệ thống ngân hàng Nhật Bản chiếm tới 80% tổng số dư nợ quốc tế. Do khủng hoảng, nhiều doanh nghiệp Châu Á bị thua lỗ, phá sản hay đang bị đe dọa phá sản đã khiến 10-12% trong số tiền các ngân hàng Nhật Bản cho các nước Đông Nam Á vay đã trở nên mất khả năng thanh toán, tạo thêm gánh nặng cho hệ thống ngân hàng Nhật Bản.

- Hai mươi ngân hàng lớn nhất tại Nhật Bản đã phải tuyên bố xoá nợ khó đòi với tổng số nợ lên tới 7.000-8.000 tỷ Yên (tương đương khoảng 58-67 tỷ USD). Làn sóng phá sản buộc một số ngân hàng khác phải thu hẹp phạm vi hoạt động ở nước ngoài. Các ngân hàng tên tuổi như Nippon Credit, Sumitomo, Sakura, Sanwa và Fuji ở nước ngoài, nhất là ở Hồng Kông và Trung Quốc đã phải phát mại tài sản để rút vốn về nước. Tình hình trong nước cũng chẳng mấy sáng sủa hơn. Một số ngân hàng Nhật Bản cũng đã phải chấp nhận cho vay với lãi suất cực thấp, thậm chí lỗ vốn để có thể duy trì một số hoạt động kinh doanh cơ bản của mình.

TTCK Nhật Bản cũng chịu số phận tương tự. Giá chứng khoán luôn trong xu hướng giảm kể từ quý IV năm 1997. Chỉ số giá chứng khoán giảm tới mức kỷ lục vào tháng 10 năm 1998, ở mức 46,9% so với chỉ số giá chứng khoán năm 1990, giảm 29,89% so với tháng 11/1997. Chỉ số Nikkei 255 cũng giảm mạnh. Quý III năm 1998 chỉ số Nikkei 255 chỉ ở mức 13.406,39 điểm, mức thấp nhất trong 20 năm. Đây là hậu quả tất yếu của suy thoái kinh tế do sự đổ vỡ của nền kinh tế "bong bóng".

Để khắc phục tình trạng suy thoái kinh tế Chính phủ Nhật Bản đã thực hiện chính sách một đồng Yên yếu, điều có lợi duy nhất cho nước Nhật là đẩy mạnh xuất khẩu, nhưng do đồng tiền các nước trong khu vực cũng giảm giá thậm chí còn vượt xa mức giảm của đồng Yên cộng với một số yếu tố khác làm cho xuất khẩu của Nhật không tăng thêm. Trong tháng 11/1998, lần đầu tiên trong gần 2 năm, mức thặng dư thương mại của Nhật Bản đã giảm 15,1%, trong đó xuất khẩu giảm 12,7%. Những năm gần đây, tỷ giá của đồng Yên Nhật so với đồng Đô la Mỹ luôn luôn dao động và trở nên khó dự đoán, Do sự biến động thất thường của đồng Yên trên thị trường ngoại hối, nên cho tới nay nó vẫn chưa có được sức mạnh ngang tầm với nền kinh tế Nhật Bản.

Có thể nói, khủng hoảng tài chính - tiền tệ Nhật Bản là một tất yếu khi mà chính khu vực tài chính - tiền tệ Nhật Bản chứa đựng trong mình những nhân tố bất ổn ngày càng trầm trọng. Cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ khu vực Châu Á tạo nên một "cú hích" từ bên ngoài khiến cho sự sụp đổ thêm nhanh chóng. Người Nhật đã phải trả giá đắt cho sai lầm của mình. Những thiệt hại mà nền kinh tế phải gánh chịu là vô cùng to lớn.

1.3.2.2 Một số giải pháp chống khủng hoảng tài chính của Nhật Bản

Trước những bất cập của nền kinh tế nói chung và TTTC nói riêng, chính phủ Nhật Bản đã đề ra nhiều phương sách giải quyết, trong đó nổi bật lên là 6 chương trình cải cách quan trọng của thủ tướng R. Hashimoto năm 1996 bao gồm: cải cách hành chính; cải tổ cơ cấu kinh tế; cải cách hệ thống tài chính; phúc lợi xã hội; cơ cấu ngân sách và cải cách giáo dục. Tâm điểm của chương trình cải cách tài chính là kế hoạch "Big Bang". Nội dung chủ yếu của kế hoạch này gồm 8 điểm chính sau:

- 1- Thả nổi hoàn toàn giá cả các dịch vụ tài chính.
- 2- Mở cửa thị trường hối đoái.
- 3- Xoá bỏ biên giới phân chia ba ngành: ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán.
- 4- Cho phép các dòng vốn tự do luân chuyển trong cũng như ngoài nước.
- 5- Buộc các cơ quan tài chính phải công bố những dữ liệu chính xác về hoạt động của mình dù lời hay lỗ.
- 6- Giảm bớt hoặc xoá hẳn các loại thuế có tác dụng giới hạn việc mua bán, sang nhượng địa ốc và chứng khoán.

7- Cùng cố tính độc lập của ngân hàng quốc gia trước đây bị Nhà nước khống chế.

8- Cho phép nước ngoài được tự do cạnh tranh trên thị trường nội địa không phân biệt đối xử.

Mục tiêu của kế hoạch “Big Bang” là làm cho TTTC Nhật Bản năng động, linh hoạt, tự do, công bằng và minh bạch hơn. Nâng cao các chuẩn mực, hiệu quả và khả năng cạnh tranh ngang tầm các trung tâm tài chính quốc tế như New York và London, tạo cơ hội cho các tổ chức tài chính nước ngoài có mặt lớn hơn tại thị trường Nhật và buộc các tổ chức tài chính Nhật Bản phải chấp nhận cạnh tranh theo nguyên tắc "tự do kinh tế". Những kết quả bước đầu của kế hoạch Bigbang thể hiện:

Thứ nhất, hệ thống Ngân hàng Nhật Bản đang dần dần từng bước khôi phục lại vị thế của mình sau nhiều năm chao đảo. Nhiều ngân hàng lớn đã bắt đầu công bố lợi nhuận sau nhiều năm thua lỗ. Trong 10 ngân hàng lớn nhất thế giới hiện nay đã có tới 4 ngân hàng của Nhật.

Thứ hai, chính sách tiền tệ siêu lỏng mà đỉnh điểm là chính sách lãi suất 0% (0,03%/năm vào tháng 4 năm 1999 - đúng bằng mức chi phí quản lý nên thực chất lãi suất bằng 0) đã có những tác động mạnh tới sự phát triển kinh tế của Nhật Bản. Nhờ việc giảm lãi suất, lượng vốn trên thị trường đã tăng lên mạnh mẽ, kích thích khả năng luân chuyển vốn trong sản xuất, góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp.

Thứ ba, TTCK Tokyo dần nóng lại do nâng cao các chuẩn mực, hiệu quả và khả năng cạnh tranh ngang tầm các trung tâm tài chính quốc tế như New York và London. Đáng chú ý, do thông tin kinh tế Nhật Bản đang tăng trưởng mạnh mẽ (*tăng trưởng 2,6% năm 2007*) là động lực chính cho các nhà đầu tư nước ngoài ngày càng quan tâm nhiều hơn tới cổ phiếu của các doanh nghiệp Nhật Bản. Do họ nhận thấy đầu tư cho cổ phiếu ở thị trường Nhật Bản sẽ có lợi hơn ở Mỹ hay Châu Âu, nên giá cổ phiếu trên TTCK Nhật Bản 2007 tăng vọt, điển hình là chỉ số Nikkei đã tăng 200,54 điểm lên 13.389,90 điểm trong những ngày cuối năm 2007. Chỉ số Topix cũng tăng lên 1.299,64 điểm, cao nhất trong vòng 4 năm qua.

Những kết quả của kế hoạch cải cách BigBang cũng chính là những bài học kinh nghiệm quý báu cho Việt Nam và các nước có TTTC kém phát triển.

1.3.3 Vai trò quản lý nhà nước đối với sự phát triển TTTC ở các nước trong khu vực Đông Nam Á [51]

1.3.3.1 Đặc trưng của các hệ thống tài chính các nước Đông Nam Á trước khủng hoảng tài chính - tiền tệ.

Trước khủng hoảng tài chính - tiền tệ Châu Á, hệ thống tài chính của các nước Đông Nam Á vẫn được mô tả như một hệ thống với ba đặc trưng chủ yếu:

(1) *Tỷ lệ tiết kiệm trong nước cao* : Theo số liệu công bố của Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB), thì tỷ lệ tiết kiệm trong nước của các nước Đông Nam Á rất cao, thường trên 30% GDP, thậm chí tỷ lệ này ở Singapo và Malaysia là trên dưới 40% GDP, chỉ có Philippene là dưới 20%.

Bảng 1.1: Tỷ lệ tiết kiệm ở một số nước Đông Nam Á

Nước	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002
Xingapo	43,3	50,2	53,3	50,1	48,1	42,0	44,7
Malaysia	34,4	39,7	48,7	47,8	47,1	42,2	48,1
Thái lan	34,4	37,3	35,2	32,9	33,1	32,0
Indonesia	32,3	30,6	26,5	19,5	25,6	24,9	21,1

Nguồn: [51] Võ Trí Thành (2004), *Thị trường tài chính Việt Nam - Thực trạng, vấn đề và giải pháp chính sách*. NXB Tài chính Hà Nội.

Tuy nhiên, trước khủng hoảng tài chính - tiền tệ Châu Á, tại nhiều nước, nguồn tiết kiệm trong nước dồi dào vẫn không đủ đáp ứng nhu cầu đầu tư, nên các nước này vẫn tăng cường vay nước ngoài để đáp ứng nhu cầu đầu tư của nền kinh tế. Vì vậy, nhịp độ tăng trưởng kinh tế cao và nhiều đặc trưng kinh tế vĩ mô được đánh giá tương đối tốt đã che lấp nguy cơ khủng hoảng tiềm ẩn đằng sau luồng vốn vay nước ngoài (ngắn hạn), các khoản đầu tư kém hiệu quả, sự yếu kém của hệ thống tài chính và tính không nhất quán trong thực thi chính sách vĩ mô, như các chính sách tỷ giá và lãi xuất... đã là một trong những nguyên nhân quan trọng dẫn tới khủng hoảng. Sau khủng hoảng, tỷ lệ tiết kiệm của các nước này vẫn cao, tuy nhiên mức đầu tư ở nhiều nước trở nên thấp hơn nhiều so với mức tiết kiệm trong nước, ví dụ như Malaysia nếu năm 1990 tỷ lệ đầu tư là 32,4% thì đến năm 2002 chỉ ở mức 24,4%, Thái lan từ 41,4% năm 1990 xuống còn 23,9% năm 2001, Indonesia từ 30,7% năm 1990 xuống còn 14,3% năm 2002.

(2) *Cấu trúc tài chính với vai trò nổi trội của hệ thống ngân hàng :*

Tuy một số ít nước ở Đông Nam Á có TTCK tương đối phát triển, nhưng có thể khẳng định về cơ bản, cấu trúc tài chính ở các nước Đông Nam Á là dựa vào hệ thống ngân hàng. Vì dù nhìn nhận dưới góc độ nào thì trên thực tế ở Đông Nam Á, ngân hàng vẫn là một khu vực nổi trội trong hệ thống tài chính và xu hướng kinh doanh vẫn chủ yếu dựa vào tín dụng ngân hàng. Xu thế này còn tiếp tục sau khủng hoảng 1997-1998. Công chúng cũng ưa chuộng hình thức tiết kiệm qua tiền gửi ngân hàng hơn là dưới dạng các tài sản tài chính như trái phiếu, cổ phiếu, bảo hiểm nhân thọ,...

(3) *Thị trường vốn, nhất là thị trường trái phiếu chưa phát triển :*

Sau khủng hoảng, các nước ở Đông Nam Á càng nhận thức đầy đủ hơn về sự bất cập trong phát triển thị trường vốn và những rủi ro có thể phát sinh do lệ thuộc quá đáng vào hệ thống ngân hàng. Đối với nhiều nước Đông Nam Á, thị trường cổ phiếu đã tương đối phát triển, song vẫn chưa đủ lớn mạnh để cung cấp nguồn tài chính ổn định. Trong khi đó, thị trường vốn, thị trường trái phiếu, chưa phát triển, đặc biệt là thị trường trái phiếu công ty còn kém phát triển. Nhìn chung, các thị trường trái phiếu ở Đông Nam Á có qui mô tương đối nhỏ, tính thanh khoản thấp, cụ thể :

Bảng 1.2: Tổng giá trị trái phiếu trong nước bằng nội tệ năm 2001 (% GDP)

Nước	Tổng giá trị	Khu vực nhà nước	Các định chế tài chính	Khu vực công ty	Tỷ lệ giao dịch trên thị trường thứ cấp
Xingapo	37,4	32,9	0,0	4,6	8,2
Malaysia	93,4	35,0	7,9	50,6	0,3
Thái lan	33,7	26,2	2,5	5,0	0,4
Indonesia	1,5	-	-	-	0,4

Nguồn: [51] Võ Trí Thành (2004), *Thị trường tài chính Việt Nam - Thực trạng, vấn đề và giải pháp chính sách*. NXB Tài chính Hà Nội.

Nguyên nhân khiến thị trường trái phiếu công ty ở Đông Nam Á còn chưa phát triển là do :

- Sự yếu kém về thể chế và cơ sở hạ tầng tài chính. (Các chỉ số phản ánh chất lượng cơ sở hạ tầng tài chính như thực thi hợp đồng, hiệu quả của hệ thống tư pháp, và chuẩn mực kế toán ở các nước này đều thấp hơn nhiều so với ở các nước phát triển).

- Các tiêu chuẩn đối với thông tin thị trường và thông tin công ty không được đáp ứng kịp thời.

- Tại nhiều nước, chính sách tài khoá lành mạnh đi kèm với thặng dư ngân sách (giai đoạn trước khủng hoảng) đã hạn chế việc phát hành thường xuyên trái phiếu với kỳ hạn khác nhau

- Các chính sách đánh thuế giao dịch chứng khoán và điều tiết việc lựa chọn danh mục đầu tư tài sản tài chính... đã làm giảm tính thanh khoản của trái phiếu.

- Cung trái phiếu công ty còn thấp còn do có không nhiều công ty đủ uy tín.

- Thói quen gửi tiền tiết kiệm ngân hàng cũng là một hạn chế đáng kể đối với cầu chứng khoán

1.3.3.2 Những nỗ lực sau khủng hoảng của chính phủ các nước

Bài học đón đầu, song rất hữu ích từ cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ đã “buộc” các nước trong khu vực Đông Nam Á phải nhìn nhận đầy đủ, toàn diện hơn về đặc trưng của hệ thống tài chính trong khu vực. Đây cũng chính là tiền đề để các nước Đông Nam Á suy tính những định hướng và có những nỗ lực cần thiết để cải cách hệ thống tài chính của mình cũng như để tăng cường sự hợp tác về tài chính trong khu vực nhằm ngăn ngừa nguy cơ khủng hoảng tái phát sinh, hỗ trợ phục hồi kinh tế và tạo tiền đề cho sự tăng trưởng bền vững, có ba định hướng chính:

Thứ nhất, cải tổ hệ thống ngân hàng

Lành mạnh hoá và nâng cao hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng được xem là ưu tiên hàng đầu trong chương trình cải tổ hệ thống tài chính vì các NHTM còn giữ vai trò chi phối trong hệ thống tài chính ở các nước Đông Nam Á, nội dung xử lý để cải tổ hệ thống ngân hàng các nước đã tập trung vào các vấn đề:

- Xử lý các khoản nợ quá hạn và tăng cường vốn sở hữu của các NHTM lên một tỷ lệ đủ an toàn (theo thông lệ số quốc tế là 8%);

- Cho phép sự tham gia rộng rãi hơn của các ngân hàng nước ngoài thông qua các biện pháp cổ phần hoá, sáp nhập... Sự tham gia của các ngân hàng nước ngoài được coi là một nhân tố hết sức quan trọng để nâng cao hiệu quả hoạt động của hệ thống NHTM;

- Tăng cường năng lực giám sát và quản trị rủi ro của các NHTM (hạn chế việc cho vay theo chỉ định của chính phủ, cho vay dựa trên quan hệ “cách hầu”, gia đình).

Với những cố gắng trên đến nay, các nước Đông Nam Á đã đạt được những tiến bộ nhất định trong việc cải tổ hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, hệ thống ngân hàng và quản trị công ty vẫn là một điểm yếu, chứa đựng không ít rủi ro ở nhiều nước trong khu vực.

Thứ hai, thúc đẩy sự phát triển thị trường trái phiếu, đặc biệt là thị trường trái phiếu công ty.

Đây là một quá trình đòi hỏi nhiều công sức, trong đó nỗ lực của Chính phủ có vai trò rất lớn. Những nhiệm vụ chủ yếu đặt ra ở đây là:

- Xây dựng lộ trình phát triển thị trường trái phiếu, bao gồm nội dung cơ bản, mục tiêu ưu tiên và các bước đi;

- Tạo dựng đường cong lãi suất chuẩn bằng việc thiết lập thị trường trái phiếu Chính phủ, có cơ chế định giá theo thị trường và xem đây như một điều kiện tiên quyết để phát triển thị trường trái phiếu công ty;

- Khắc phục những nhân tố đang cản trở sự phát triển thị trường trái phiếu công ty (xét về phía cung và phía cầu, khung khổ pháp lý, cơ sở hạ tầng thông tin; động lực và các khuyến khích tài chính)

- Thiết lập những TTTC liên quan nhằm hỗ trợ cho việc nâng cao năng lực quản trị rủi ro (chẳng hạn, các thị trường tiền tệ và thị trường phái sinh).

- Hoàn thiện hệ thống thanh toán để hạn chế rủi ro mang tính hệ thống.

Thứ ba, tăng cường hội nhập và hợp tác khu vực về tài chính.

Sau khủng hoảng các nước trong khu vực đều thấy được lợi ích của sự hợp tác khu vực về tài chính để ngăn ngừa sự tái phát của khủng hoảng, trong đó sự hợp tác dựa trên những thoả thuận chung là :

- Thiết lập công cụ trợ giúp nhau trong khu vực;

- Tăng cường hệ thống thông tin, giám sát khu vực;

- Tạo dựng một cơ chế phối hợp chính sách tiền tệ và tỷ giá;

- Phát triển thị trường trái phiếu khu vực.

Lĩnh vực thứ nhất đã đạt được một số tiến bộ đáng kể, ví dụ như việc thực hiện sáng kiến Chiang Mai (tháng 6/2000) với Hiệp định hoá đổi tiền tệ ASEAN(ASA)

và mạng lưới của Hiệp định Hoán đổi tiền tệ song phương (BSA). Sáng kiến Chiang Mai là một bước đi quan trọng trong hợp tác tài chính khu vực, song mức độ thanh khoản có được theo BSA còn khá nhỏ so với yêu cầu cần thiết để bảo vệ một thành viên chống lại các cuộc tấn công tiền tệ có tính đầu cơ có thể xảy ra trong tương lai. Cùng với các cuộc họp định kỳ, cơ chế giám sát đã được xây dựng khá toàn diện, bao gồm từ việc trao đổi thông tin và thảo luận diễn biến tình hình kinh tế - tài chính khu vực và thế giới đến việc xây dựng hệ thống báo động sớm và kiến nghị chính sách cũng như các hành động phối hợp nhằm đảm bảo ổn định tài chính và ngăn ngừa khủng hoảng. Tuy nhiên, hiệu lực thực thi cơ chế giám sát còn rất hạn chế. Hạn chế nữa là trên thực tế, sự phối hợp chính sách tiền tệ và tỷ giá vẫn chưa được thiết lập. Cho đến nay vẫn chưa có các sáng kiến cụ thể được chấp thuận, ngoài các nghiên cứu về khả năng tạo dựng một hệ thống tiền tệ và tỷ giá cho khu vực.

Các nước Đông Nam Á có sự đồng thuận rất cao về sự cần thiết phải phát triển thị trường trái phiếu khu vực. Sáng kiến Thị trường trái phiếu Châu Á đưa ra cuối năm 2002 đã nhận được sự đồng tình của cả 10 nước ASEAN, Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc. Để hỗ trợ sáng kiến này, sáu nhóm công tác đã được thành lập để xem xét các hình thức phát hành trái phiếu và tạo dựng môi trường thuận lợi cho sự phát triển thị trường trái phiếu khu vực. Để tạo dựng môi trường thuận lợi cho sự phát triển thị trường trái phiếu khu vực, các nhóm công tác đã xem xét các vấn đề: bảo lãnh tín dụng; xây dựng hệ thống định mức tín nhiệm; thiết lập cơ chế thông tin; cải thiện hệ thống thanh toán; phát triển cơ sở hạ tầng thể chế và pháp lý.

Nhìn tổng thể, hội nhập và hợp tác về tài chính ở Đông Nam Á mới chỉ đạt những bước đầu đi đầu tiên trên con đường dài, chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển năng động, bền vững của một khu vực có tỷ lệ tiết kiệm nội địa rất cao.

1.3.4 Một số bài học rút ra từ việc nghiên cứu kinh nghiệm về quản lý nhà nước trong phát triển TTTC của một số nước trên thế giới

Từ những nghiên cứu kinh nghiệm quản lý nhà nước đối với TTTC của Trung Quốc, Nhật Bản và một số nước Đông Nam Á, cho phép chúng ta rút ra được những bài học kinh nghiệm về sự thành công và những hạn chế cần phải khắc phục, trong việc quản lý nhà nước đối với sự phát triển TTTC.

1.3.4.1 Một số bài học thành công

Thứ nhất, kinh nghiệm các nước chỉ ra rằng xây dựng và phát triển TTTC là một quá trình, trong đó các yếu tố kinh tế, kỹ thuật, con người, pháp lý.. phải được hình thành và phát triển đồng bộ, vững chắc phù hợp với điều kiện kinh tế - chính trị - xã hội của mỗi nước, cũng như những đặc thù riêng ở mỗi TTTC. Vì thế độ dài ngắn của thời gian phát triển và hoàn thiện TTTC tùy thuộc vào sự tăng trưởng kinh tế, mức độ tiền tệ hóa các quan hệ kinh tế và sự chủ động của Chính phủ mỗi nước trong việc tạo lập môi trường chính trị - xã hội ổn định để phát triển kinh tế và thúc đẩy TTTC của các nước này bắt nhịp được một cách nhanh chóng với các xu thế mới của TTTC thế giới.

Thứ hai, thực tế xây dựng TTTC ở các nước cho thấy, đối với bất kỳ nước nào muốn đẩy nhanh sự phát triển của TTTC cũng phải xử lý vấn đề mở cửa như thế nào TTTC trong nước. Kinh nghiệm phổ biến chỉ ra rằng, một lộ trình mở cửa có chọn lọc và chuẩn bị kỹ điều kiện trong nước, mà một trong những điều kiện đó là củng cố hệ thống ngân hàng và xác lập cơ chế kiểm soát vốn ngắn hạn một cách hữu hiệu, là thiết thực hơn cả. Bởi lẽ việc mở cửa TTTC sẽ làm cho nguồn vốn nước ngoài (*ngắn hạn, dài hạn*) ngày càng đóng vai trò quan trọng đối với nền kinh tế; nếu cơ cấu vốn dài hạn không chiếm ưu thế và Nhà nước không kiểm soát tốt vấn đề trả nợ, thì rất khó đối phó được với những tác động tiêu cực mà việc hội nhập TTTC quốc tế mang lại.

Thứ ba, kinh nghiệm cho thấy, TTTC là một lĩnh vực có cơ chế hoạt động khá tinh vi, phức tạp và rất nhạy cảm, mọi sự biến động bất thường trên TTTC đều có tác động lan toả rất nhanh đến tất cả các lĩnh vực trong nền kinh tế. Vì vậy, tại các TTTC được khảo sát ở trên, Chính phủ các nước đều rất coi trọng việc tạo dựng một môi trường pháp lý và luật lệ chặt chẽ, hoàn chỉnh. Vấn đề trước tiên mà các nước quan tâm là thiết lập khuôn khổ pháp lý và những luật lệ cần thiết để bảo vệ quyền sở hữu tư nhân, đặc biệt là những luật lệ liên quan tới TTCK.

Thứ tư, kinh nghiệm các nước chỉ ra rằng, việc Nhà nước tạo môi trường pháp lý rõ ràng minh bạch, trung thực, khuyến khích mở rộng, phát triển các yếu tố nội tại của thị trường; từng bước tự do hóa lãi suất, tạo ra môi trường cạnh tranh công bằng giữa các ngân hàng trong nước và các ngân hàng nước ngoài

trong việc huy động tiền gửi và cho vay trong nước. Đồng thời, đa dạng hình thức thu hút vốn gián tiếp từ nước ngoài thông qua phát hành trái phiếu, cổ phiếu ở các TTTC quốc tế (ví dụ thành công của Trung Quốc trong việc phát hành cổ phiếu H, N, L ở TTCK Hong Kong, New York và Luân Đôn), là những yếu tố chủ chốt để tạo ra sự sôi động và cạnh tranh trên TTTC và là điều kiện tiên quyết để đánh giá mức độ hội nhập của TTTC các nước vào TTTC quốc tế.

Thứ năm, trong quá trình cải cách, hầu hết các nước được khảo sát đã chuyển đổi chính sách tỷ giá cho phù hợp hơn với điều kiện đặc thù và mục tiêu của chính sách tiền tệ ở từng nước. Chính sách tỷ giá có điều tiết với mức độ linh hoạt rất ít, hoặc gần như là cố định (Trung Quốc...); một số ít nước chế độ tỷ giá thả nổi hoàn toàn (Nhật Bản...). Nhìn chung, chính sách tỷ giá ở các nước này đã góp phần quan trọng vào ổn định kinh tế vĩ mô.

Thứ sáu, Tuy cách thức và biện pháp phát triển TTTC ở mức độ khác nhau nhưng xu thế chung của các nước là tiến tới thả nổi hoàn toàn giá cả các dịch vụ tài chính, mở cửa thị trường hối đoái, cho phép các dòng vốn tự do luân chuyển trong cũng như ngoài nước, giảm bớt hoặc xoá hẳn các loại thuế có tác dụng giới hạn việc mua bán, sang nhượng địa ốc và chứng khoán; tăng cường tính độc lập của ngân hàng quốc gia. Cho phép ngân hàng nước ngoài được tự do cạnh tranh trên thị trường nội địa không phân biệt đối xử. Tất cả các biện pháp trên làm cho TTTC năng động, linh hoạt, tự do, công bằng và minh bạch hơn. Nâng cao các chuẩn mực, hiệu quả và khả năng cạnh tranh, tạo cơ hội cho các tổ chức tài chính nước ngoài có mặt lớn hơn tại thị trường nội địa và buộc các tổ chức tài chính trong nước phải chấp nhận cạnh tranh theo nguyên tắc "tự do kinh tế".

1.3.4.2 Một số bài học chưa thành công

Bên cạnh những bài học thành công nói trên, việc nghiên cứu kinh nghiệm của các nước cho phép chúng ta rút ra được những bài học chưa thành công cần phải tiếp tục khắc phục, đó là:

Một là, nguyên nhân chủ yếu khiến cho hệ thống tài chính hoạt động kém hiệu quả ở các nước được khảo sát là sự mất cân đối kinh tế vĩ mô và sự yếu kém, lạc hậu của hệ thống ngân hàng. Tại Nhật Bản, sự mất cân đối trong việc phát triển các nguồn lực tạo ra một nền kinh tế bong bóng đã khiến cho hệ thống tài

chính dễ dàng bị lâm vào khủng hoảng dù cho đây là quốc gia có TTTC phát triển. Ngay tại Trung Quốc, nước này hiện đang là một trong những quốc gia dẫn đầu thế giới về thu hút vốn nước ngoài, nhưng vấn đề quản lý nguồn vốn này sao cho có hiệu quả nhất vẫn đang là bài toán hóc búa đối với các nhà quản lý.

Hai là, chính sự can thiệp quá sâu của chính phủ (Trung Quốc, Nhật Bản) vào các hoạt động tài chính - ngân hàng đã khiến cho hệ thống tài chính trở lên bị xơ cứng và thiếu linh hoạt trước các biến động của các xu thế mới trên TTTC quốc tế. Ở Trung Quốc Chính phủ đã không ngần ngại sử dụng ngân hàng nhà nước như là công cụ để lấp các lỗ hổng ngân sách, tài trợ cho các doanh nghiệp nhà nước kém hiệu quả và các dự án lớn nhưng thường không được luận chứng tốt về kinh tế. Từ đó sinh ra những khoản nợ khó đòi và làn sóng xoá nợ. Kết cục là, các cân bằng tiền tệ bị phá vỡ, còn hệ thống ngân hàng thì bị suy yếu trầm trọng, thậm chí nhiều ngân hàng bị phá sản hoặc phải sáp nhập. Những sự cố trong lĩnh vực ngân hàng gần đây của Nhật Bản đều có nguồn gốc từ sự can thiệp mang tính hành chính của chính phủ.

Ba là, tự do hoá dịch vụ tài chính là một xu thế mới chứa đựng nhiều lợi ích dài hạn, vì vậy các nước có nền kinh tế chuyển đổi đều từng bước thực hiện tự do hoá dịch vụ tài chính. Tuy nhiên, quá trình này chưa được giám sát và quản lý một cách thường xuyên và chặt chẽ, cộng với việc xoá bỏ các hạn chế trước đây mà không kèm theo các biện pháp phòng ngừa thích hợp; đồng thời đã tạo chỗ đứng cho các định chế tài chính nước ngoài có tiềm lực mạnh hơn gây nên áp lực và tình trạng cạnh tranh đối với các tổ chức tài chính trong nước, đã đẩy hàng loạt các định chế tài chính gặp phải rủi ro hoặc phá sản.

Bốn là, nhìn chung, khủng hoảng thường xảy ra ở những nước đã thực hiện tự do hoá tài chính, song khung khổ điều tiết không đủ hiệu quả và hiệu lực để ngăn chặn rủi ro bùng phát trong quá trình tự do hoá tài chính. Các nguyên nhân gây khủng hoảng là rất khác nhau giữa các nước song tựu chung lại có hai nguyên nhân chính. *Thứ nhất*, là do các khoản nợ xấu rất lớn ngày càng tăng do hậu quả từ thời kỳ trước để lại hoặc dần tích tụ sau này và đặc biệt do tính thiếu nhất quán của các chính phủ đối với việc bảo hộ các DNNN làm ăn thua lỗ. *Thứ hai*, là do năng lực điều tiết và giám sát hệ thống ngân hàng yếu kém, thiếu hiệu quả.

Chương 2

THỰC TRẠNG VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRONG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH Ở VIỆT NAM

2.1 KHÁI QUÁT CHUNG VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

Cho đến nay, ở Việt Nam TTTC đã được chính thức xác lập, được cấu thành bởi 2 bộ phận chủ yếu là: (1) Thị trường tiền tệ (TTTT) và (2) Thị trường chứng khoán (TTCK). Cụ thể:

2.1.1 Thị trường tiền tệ của Việt Nam

TTTT ở nước ta bắt đầu được hình thành từ năm năm 1990 sau khi hệ thống ngân hàng một cấp của Việt Nam chính thức chuyển sang mô hình hệ thống ngân hàng 2 cấp. Từ khi ra đời đến nay, TTTT Việt Nam không ngừng phát triển, đáp ứng tốt nhu cầu vốn ngày càng cao của nền kinh tế.

Hiện nay, TTTT của nước ta được cấu thành các bộ phận sau: thị trường tín dụng ngắn hạn, thị trường nội tệ liên ngân hàng, thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, thị trường ngoại hối, thị trường tín phiếu kho bạc và thị trường mở. Cụ thể:

2.1.1.1 Thị trường thị trường tín dụng ngắn hạn

Thị trường này chính thức được hình thành từ năm 1990 sau khi hệ thống ngân hàng một cấp của Việt Nam chuyển sang mô hình hệ thống ngân hàng 2 cấp. Hoạt động trên thị trường này là hoạt động đi vay- huy động vốn và cho vay - sử dụng vốn của các NHTM, bao gồm: các hoạt động tín dụng ngân hàng truyền thống, như huy động tiền gửi các loại, đồng thời đã từng bước phát hành các giấy tờ có giá ngắn hạn để huy động vốn tín dụng ngắn hạn trên thị trường bảo đảm việc cung ứng tín dụng ngắn, trung và dài hạn đối với nền kinh tế quốc dân.

Sự phát triển của các sản phẩm tiết kiệm linh hoạt mà các NHTM đã và đang triển khai đã đóng góp một phần không nhỏ trong việc tăng tiết kiệm của dân cư. Từ những năm 90, lượng vốn huy động qua hệ thống NHTM tăng trưởng không ngừng với tốc độ nhanh và vững chắc. Đặc biệt là từ năm 2002, với việc thực hiện cơ chế lãi suất thỏa thuận và sự ổn định giá trị đồng Việt Nam, các NHTM Việt Nam đã phát huy được hiệu quả trong chiến lược huy động vốn từ dân chúng. Lượng vốn huy động của toàn hệ thống qua các năm từ 2002- 2009 đều tăng với mức trung bình từ

25-30%/năm, đặc biệt là năm 2007 đánh dấu một sự “bùng nổ” huy động vốn với mức tăng 47,64% so với năm 2006 [35].

Bảng 2.1: Tốc độ tăng vốn huy động của các NHTM giai đoạn 2004-2009.

Đơn vị: tỷ đồng

Năm	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Vốn huy động ngoại tệ	123	165	207	268	347	433
Vốn huy động nội tệ	312	411	579	891	1077	1384
Tổng cộng :	435	576	786	1.159	1.424	1.827

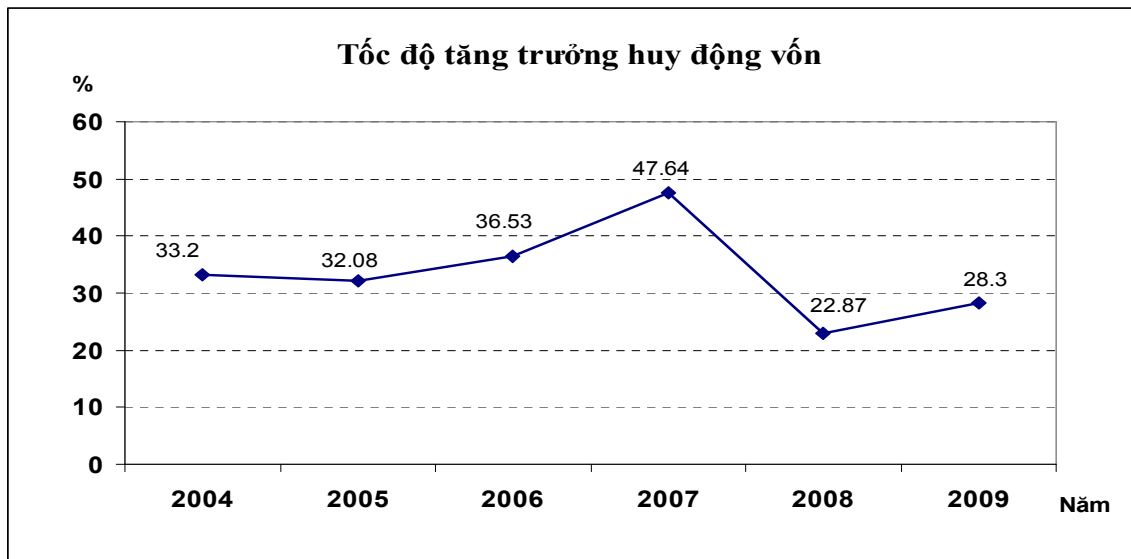
Nguồn: Tác giả tự tổng hợp dựa trên các báo cáo thường niên năm 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 và các báo cáo năm 2009 của NHNN

Tính đến cuối năm 2007, huy động vốn của toàn hệ thống ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng đạt 1159 tỷ đồng, tăng trưởng 47,64%, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng 36,53% của năm 2006 và 32,08% của năm 2005. Trong đó, lượng vốn huy động bằng VND đạt 891 tỷ đồng, tăng 53,9% và tăng mạnh so với mức 41,15% của năm 2006; lượng vốn huy động bằng ngoại tệ quy đổi đạt 268 tỷ đồng, tăng 29,66% và cao hơn so với mức tăng 25,31% của năm 2006 [35].

Tuy nhiên, từ năm 2008, tình hình huy động vốn của các NHTM giảm sút rõ rệt. Theo *Báo cáo thường niên năm 2008* của NHNN, tăng trưởng huy động vốn của toàn hệ thống tài chính tín dụng năm 2008 chỉ đạt 22,87%, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng 47,64% của năm 2007. Trong đó, huy động vốn bằng VND chỉ tăng 21,38%, giảm mạnh so với mức tăng trưởng 53,99% của năm 2007. Huy động vốn bằng ngoại tệ tăng 27,74%, giảm nhẹ so với mức 29,66% của năm 2007 [35]. Nguyên nhân của sự suy giảm này là do ảnh hưởng của lạm phát “bùng phát” vào cuối năm 2007 và năm 2008 khiến cho người dân không còn “mặn mà” với việc gửi tiền tiết kiệm nữa mà thay vào đó là việc đầu tư vào kênh ngoại tệ và vàng để bảo toàn giá trị đồng vốn.

Năm 2009, trong những tháng đầu năm, mặc dù lạm phát đã được đẩy lùi, nhưng do Việt Nam đã có những dấu hiệu rõ rệt về suy giảm kinh tế do tác động của suy giảm kinh tế toàn cầu nên khả năng huy động vốn trong dân cư cũng bị giảm sút rõ rệt. Trước tình hình đó, Chính phủ đã khá kịp thời đưa ra gói kích cầu,

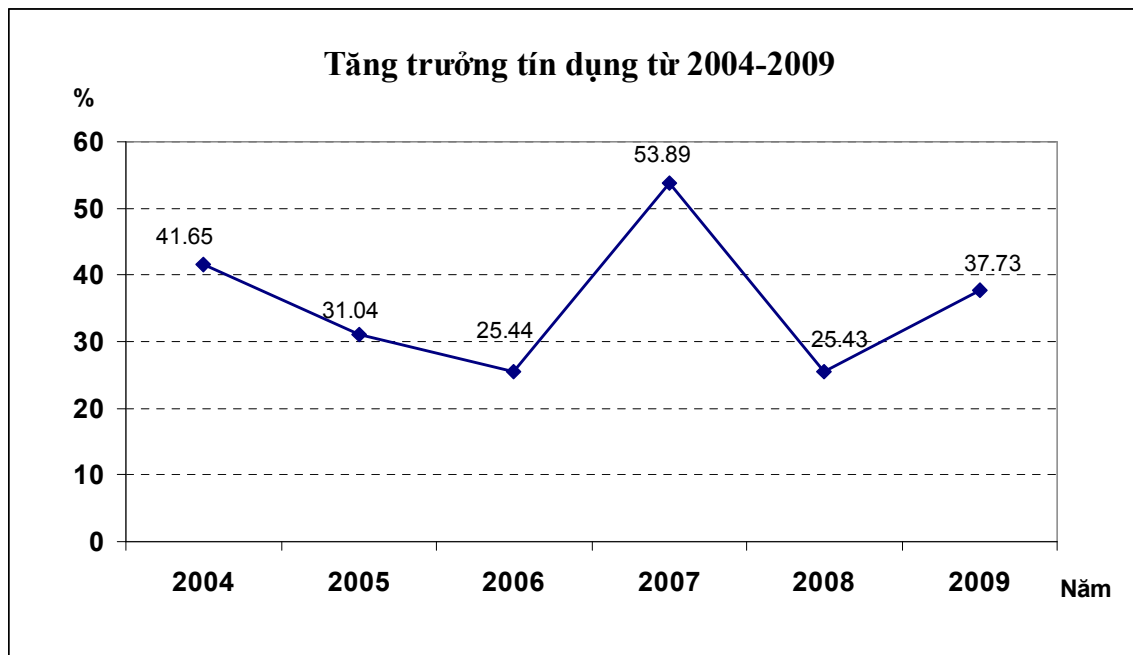
tạo “cú hích” cho nền kinh tế đang trong tình trạng suy giảm, đem lại những kết quả tích cực bước đầu. Đặc biệt, việc kích cầu đã tác động đúng vào các đối tượng, nhất là các chính sách bảo đảm an sinh xã hội, hỗ trợ người nghèo, cho đồng bào ở vùng sâu, vùng xa... Theo Báo cáo đến cuối năm 2009 tổng gói kích cầu lên tới 160 nghìn tỷ đồng (xấp xỉ 9 tỷ USD). Trong đó, Chính phủ dành hỗ trợ lãi suất vay vốn tín dụng là 17 nghìn tỷ đồng; miễn giảm thuế là 28 nghìn tỷ đồng; tạm hoãn thu hồi vốn đầu tư xây dựng cơ bản ứng trước là 3,4 nghìn tỷ đồng, ứng trước dự toán năm sau là 37,2 nghìn tỷ đồng, chuyển nguồn vốn đầu tư từ năm 2008 sang năm 2009 là 27,6 nghìn tỷ đồng; phát hành bổ sung vốn trái phiếu Chính phủ (TPCP) là 20 nghìn tỷ đồng, các khoản chi kích cầu khác là 9,8 nghìn tỷ đồng. Phản hồi từ các doanh nghiệp và địa phương cho thấy, gói kích cầu đã được triển khai kịp thời, cơ chế hỗ trợ thực hiện công khai, được sự ủng hộ của toàn dân và cộng đồng doanh nghiệp. Nhiều doanh nghiệp đã bước đầu khôi phục và phát triển sản xuất, kinh doanh, thu nhập dân cư tăng, đời sống xã hội ổn định. Vì vậy, tính đến tháng 4/2009 huy động vốn chỉ tăng 9,88%; đến hết tháng 6 tăng 20,92%, cả năm 2009 huy động vốn vẫn đạt mức 28,3% so với cuối năm 2008. Trong đó huy động vốn bằng ngoại tệ tăng 25% và huy động vốn bằng VND tăng 28,5% so với năm 2008 [85].



Biểu đồ 2.1: Tình hình huy động vốn của các NHTM từ năm 2004-2009

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp dựa trên các báo cáo thường niên các năm từ 2004-2008 và báo cáo năm 2009 của Ngân hàng Nhà nước

Cùng với việc tăng trưởng mạnh của hoạt động huy động vốn thì hoạt động *cung ứng tín dụng* của các NHTM cũng tăng trưởng theo với tốc độ tăng bình quân khoảng 25% năm, đặc biệt là năm 2007, thị trường chứng kiến sự bùng nổ về tăng trưởng tín dụng (tăng 53,89%), trong đó tăng trưởng mạnh ở các nghiệp vụ cho vay đầu tư bất động sản, chứng khoán và tín dụng tiêu dùng. Bước sang năm 2008, những nghiệp vụ cho vay chính nói trên đã bị siết chặt, thêm vào đó tình hình huy động vốn của các NHTM bị suy giảm mạnh khiến cho hoạt động tín dụng đã bị suy giảm mạnh chỉ tăng khoảng 25,43% so với đầu năm. Tuy nhiên, do tác động của các gói kích cầu chống suy giảm kinh tế của Chính phủ, tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2009 cũng vì thế mà được tăng cao đạt mức 37,73% so với cuối năm 2008 [35].



Biểu đồ 2.2: Tăng trưởng tín dụng của các NHTM từ 2004-2009

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp dựa trên các báo cáo thường niên các năm từ 2004-2008 và báo cáo năm 2009 của Ngân hàng Nhà nước.

Hoạt động cho vay là hoạt động sử dụng vốn được thể hiện bởi các nghiệp vụ bên tài sản có, là hoạt động chủ yếu của các NHTM Việt Nam. Theo ước tính, trong giai đoạn 1990- 2002 hoạt động này mang lại hơn 90% thu nhập của các NHTM. Từ năm 2003 đến nay, tuy đã hình thành kênh huy động vốn qua TTCK, nhưng nhìn chung nhu cầu vốn của nền kinh tế vẫn đề nặng lên vai hệ thống NHTM và thu

nhập từ hoạt động tín dụng vẫn tiếp tục là nguồn thu nhập chính chiếm 60 – 80% thu nhập của các NHTM. Thí dụ, Ngân hàng Sacombank, trong 6 tháng đầu năm 2009 trong cơ cấu thu nhập, thu nhập lãi ròng chiếm 61%, từ hoạt động dịch vụ chiếm 21%, từ thị trường ngoại hối và kinh doanh vàng chiếm 15%, đầu tư cổ phiếu chiếm 4% tổng thu nhập [82].

2.1.1.2 Thị trường nội tệ liên ngân hàng

Đây là thị trường mua bán các khoản vốn ngắn hạn giữa các ngân hàng thương mại. Ở Việt Nam thị trường này được thành lập theo Quyết định số 136/QĐ-NHNN ngày 10/3/1993 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) và được tổ chức và đi vào hoạt động từ đầu năm 1994, nhằm giải quyết nhu cầu vốn tín dụng giữa các ngân hàng thương mại trước khi vay tái chiết khấu ở Ngân hàng Nhà nước.

Ban đầu, thị trường nội tệ liên ngân hàng được hình thành dưới hình thức là một thị trường tập trung có tổ chức qua Ngân hàng Nhà nước (NHNN) và gắn liền với các trung tâm thanh toán bù trừ (Thành phố Hồ Chí Minh và thành phố Hà Nội) số lượng thành viên tham gia và doanh số hoạt động rất hạn chế; trong đó, các thành viên là NHTM Nhà nước có khả năng chi phối trên cả giác độ huy động vốn và cho vay vốn do có lợi thế về tài chính và uy tín. Từ năm 1997, hoạt động của thị trường diễn ra theo hình thức các ngân hàng trực tiếp vay mượn lẫn nhau không thực hiện thông qua NHNN. Các Ngân hàng thỏa thuận phương thức giao dịch, thời hạn, lãi suất cũng như điều kiện bảo đảm tiền vay dựa trên mức độ tín nhiệm và có sự tham gia tích cực của NHTM cổ phần, Ngân hàng liên doanh, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Đến nay, phần lớn các giao dịch liên ngân hàng được thực hiện dưới các hình thức tín chấp, bảo đảm bằng số dư tiền gửi đối ứng tại ngân hàng cho vay; thậm chí một số ngân hàng đã thực hiện quan hệ vay mượn dưới hình thức gửi tiền lẫn nhau.

Hiện nay, đã có trên 36 NHTM đã thực hiện giao dịch vốn liên ngân hàng (gửi tiền/cho vay và nhận tiền gửi/đi vay) thông qua hệ thống của Hãng Reuters. Hãng Reuters đã xây dựng được trang lãi suất giao dịch bình quân trên thị trường liên ngân hàng Việt Nam (VNIBOR) trên cơ sở chào giá hàng ngày của một số ngân hàng.

Doanh số giao dịch trên thị trường liên ngân hàng từ năm 2002 đến nay tăng khá nhanh, theo đánh giá của các chuyên gia ngân hàng thì doanh số giao dịch tăng khoảng 20% mỗi năm [35].

Kết quả trên đã chứng minh thị trường nội tệ liên ngân hàng đã thực hiện được vai trò điều tiết vốn ngắn hạn bằng đồng Việt Nam giữa các ngân hàng, làm tăng hiệu quả sử dụng nguồn vốn của các TCTD an toàn, hiệu quả.

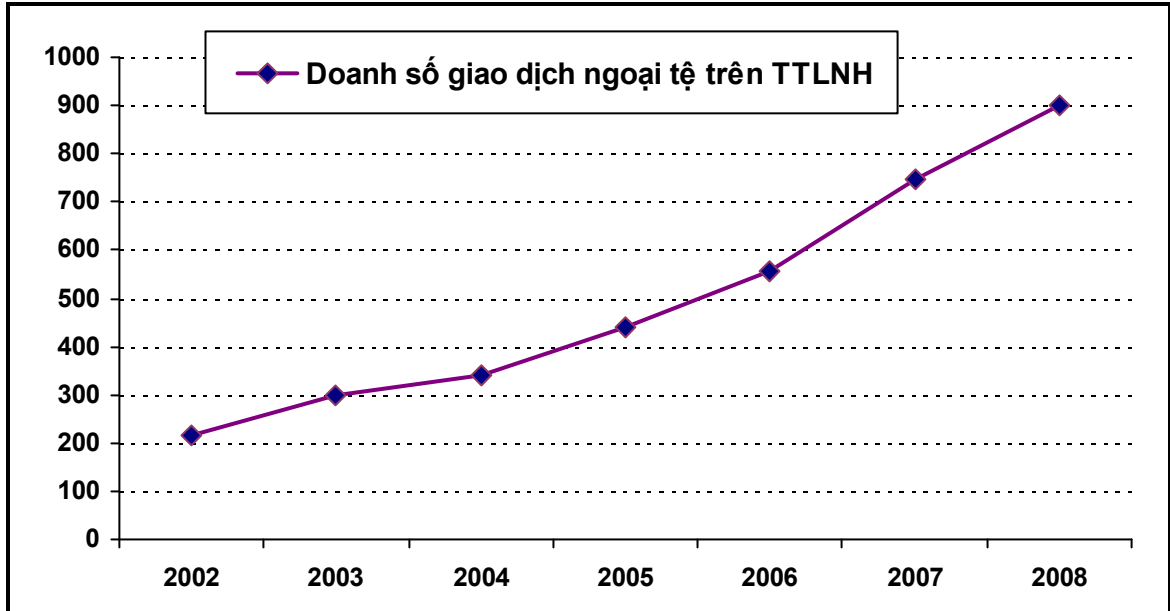
2.1.1.3 Thị trường ngoại tệ liên ngân hàng và thị trường ngoại hối

Ngày 20/9/1994, NHNN đã ra Quyết định số 203/1994/NHNN về việc thành lập thị trường ngoại tệ liên ngân hàng và Quyết định số 203/QĐ-NH13 về việc ban hành Quy chế tổ chức và hoạt động của thị trường ngoại tệ liên ngân hàng. Sự ra đời của thị trường ngoại tệ liên ngân hàng đánh dấu bước ngoặt lịch sử trong quá trình hình thành và phát triển của thị trường ngoại hối Việt Nam theo các chuẩn quốc tế. Thành phần tham gia thị trường này là các NHTM NN và cổ phần, ngân hàng liên doanh và ngân hàng nước ngoài (thông qua chi nhánh ở Việt Nam).

Việc mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng có vai trò quan trọng trong việc xác lập tỷ giá hối đoái thị trường giữa các ngân hàng thương mại, tạo ra một căn cứ quan trọng để Ngân hàng Nhà nước xác định tỷ giá hối đoái chuẩn (chính thức) hàng ngày trên cơ sở cung cầu về ngoại tệ trên thị trường. Năm 2003, doanh số giao dịch giữa các ngân hàng chỉ đạt bình quân khoảng gần 300 triệu USD/tháng, tăng khoảng 40% so với năm 2002, giao dịch năm 2004 tăng 14%, năm 2005 tăng 29%, năm 2006 tăng 26% và năm 2007 đã tăng ở mức cao là 34%. Tuy nhiên, bước sang năm 2008 tốc độ tăng đã có biểu hiện chững lại chỉ tăng khoảng 21% [83],

Sự suy giảm này là do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và sự suy thoái của nền kinh tế trong nước, hơn nữa năm 2008 là năm đặc biệt của cơ chế điều hành tỷ giá cũng như những biến động trên thực tế. So với cuối năm 2007, tỷ giá USD/VND mua vào - bán ra của các NHTM đã tăng khoảng 9%, một mức tăng đột biến so với thay đổi quen thuộc quanh 1% những năm trước. Còn trên thực tế tỷ giá biến động thất thường, trái chiều. Cụ thể là trong những tháng đầu năm, thị trường có hiện tượng ứ đọng ngoại tệ, tỷ giá có lúc xuống “đáy” 15.300 VND/USD; nhiều doanh nghiệp xuất khẩu phải thông qua các hiệp hội yêu cầu ngân hàng đẩy mạnh mua vào USD, tháo gỡ khó khăn. Nhưng từ tháng 5, “con số” khan hiếm ngoại tệ lại diễn ra căng thẳng trên cả thị trường chính thức lẫn thị

trường tự do. Nhiều doanh nghiệp phải mua với giá trên 18.000VND/USD, chi phí tài chính bị đẩy cao, ảnh hưởng đến lợi nhuận. Điều này thể hiện ở đồ thị sau:



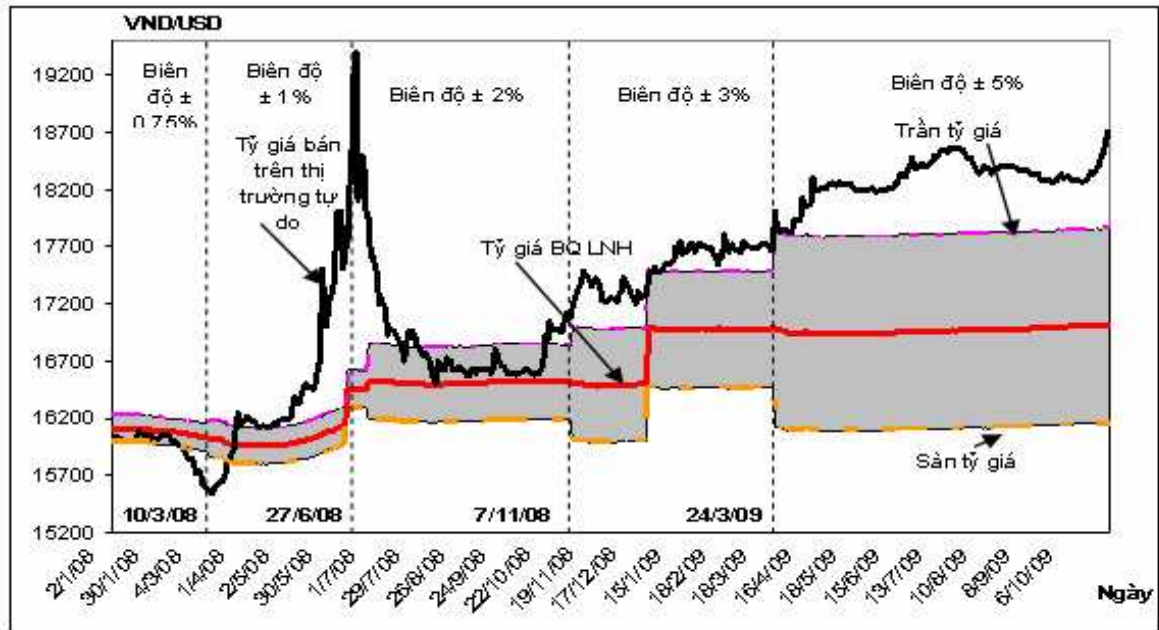
Biểu đồ 2.3: Tăng trưởng của doanh số giao dịch ngoại tệ trên TTLNH

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp trên cơ sở số liệu từ NHNN

Sang quý I/2009, tình hình thị trường ngoại hối tương đối ổn định nhưng đến quý II/2009, căng thẳng trên thị trường đã xuất hiện do nhiều doanh nghiệp găm giữ ngoại tệ, không chịu bán lại cho ngân hàng. Trước tình hình này, NHNN đã triển khai đồng bộ nhiều biện pháp: quyết định mở rộng biên độ tỷ giá từ +/-3% lên +/-5%, áp dụng từ ngày 24/03/2009 nhằm giảm bớt sự chênh lệch tỷ giá giữa thị trường tự do và thị trường chính thức; kiểm soát chặt chẽ hoạt động kinh doanh ngoại hối của các tổ chức tín dụng nhằm bảo đảm các tổ chức tín dụng thực hiện nghiêm túc các quy định quản lý ngoại hối về thực hiện niêm yết và giao dịch; tăng cường công tác tuyên truyền ổn định tâm lý người dân và triển khai các biện pháp tạo sự đồng thuận giữa các ngân hàng thương mại (NHTM), thống nhất tăng lãi suất huy động USD và hạ mặt bằng lãi suất cho vay ngoại tệ nhằm khắc phục tình trạng mất cân đối cung - cầu ngoại tệ.

Những biện pháp đúng đắn và phù hợp trên của NHNN đã giúp thị trường ngoại hối trong Quý III/2009 diễn biến tương đối ổn định. Tuy nhiên, đến quý IV/2009, tình hình mất cân đối cung - cầu ngoại tệ lại xuất hiện trở lại vào tháng 11/2009. Nguyên nhân của hiện tượng này là do ảnh hưởng của thông tin về mức

thâm hụt cán cân thương mại ngày càng tăng và dự trữ ngoại hối suy giảm, mà đặc biệt là dưới tác động của cơn sốt giá vàng. Giá vàng trong nước tăng cao đã khiến cầu ngoại tệ tăng đột biến do giới đầu cơ đẩy mạnh hoạt động thu mua USD để mua vàng, có thời điểm đẩy giá USD lên tới 20.000 VND/ 1 USD và mức chênh lệch tỷ giá giữa hai thị trường tăng mạnh từ mức xấp xỉ 800 VND đầu tháng 10/2009 lên gần 1.700 VND/ 1 USD vào tuần thứ 3 tháng 11/2009.



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Biểu đồ 2.4: Biến động của tỷ giá USD/VND trong 2 năm 2008- 2009

Nguồn: http://www.ktpt.edu.vn/website/198_tong-quan-kinh-te-viet-nam-nam-2009-va-khuyen-nghi-chinh-sach-cho-nam-2010.aspx

Trước tình hình giá USD tự do tăng mạnh vào cuối tháng 11/2009 do ảnh hưởng của cơn sốt giá vàng, NHNN đã lập tức công bố cho nhập khẩu vàng nhằm giảm sức ép lên cung vàng; qua đó, hạ bớt sức nóng của đồng USD trên thị trường tự do. Thêm vào đó, NHNN quyết định can thiệp trực tiếp và mạnh tay vào tỷ giá khi điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng tăng 5,44% từ mức 17.034 VND ngày 25/11/2009 lên 17.961 VND/ 1 USD áp dụng cho ngày 26/11/2009; thu hẹp biên độ tỷ giá giao dịch USD/VND từ mức $\pm 5\%$ xuống mức $\pm 3\%$ và tăng lãi suất cơ bản tiền đồng lên 8%. NHNN cũng cam kết hỗ trợ bán ngoại tệ cho các tổ chức tín dụng (TCTD) có trạng thái ngoại tệ từ âm 5% trở xuống. Bên cạnh các quyết định

trên của NHNN, Thủ tướng Chính phủ đã có văn bản số 2578/TTg-KTTH yêu cầu 7 tập đoàn, tổng công ty nhà nước bán ngay số ngoại tệ dưới dạng tiền gửi và các nguồn thu vãng lai cho các TCTD được phép hoạt động ngoại hối để góp phần giảm áp lực đè nặng lên nguồn cung ngoại tệ. Với việc triển khai đồng bộ các biện pháp nêu trên, thị trường ngoại hối Việt Nam đã ổn định trở lại, hiện tượng găm giữ và tích trữ ngoại tệ đã dần được khắc phục.

Từ tình hình trên có thể khẳng định, sự phát triển của thị trường ngoại hối nói chung và thị trường ngoại tệ liên ngân hàng nói riêng vẫn còn bộc lộ một số khiếm khuyết. Các ngân hàng không có ngoại tệ để bán cho doanh nghiệp và nếu có bán thì mức tỷ giá cũng cao hơn mức tỷ giá trần do NHNN quy định. Những bất ổn trên thị trường ngoại hối và tỷ giá hối đoái đã tiếp tục gây ra những khó khăn cho hoạt động xuất nhập khẩu. Hơn nữa, đồng tiền mất giá còn ảnh hưởng đến lạm phát trong nước do giá hàng nhập khẩu tăng mạnh. Doanh số giao dịch của thị trường ngoại tệ liên ngân hàng chưa lớn và chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ trong tổng giao dịch thị trường ngoại hối, trung bình khoảng 25% so với mức 85% của các thị trường ngoại hối quốc tế. Như vậy có thể thấy rằng thị trường ngoại tệ liên ngân hàng Việt Nam chưa phát triển đạt tới mức là trung tâm của thị trường ngoại hối. Các hoạt động trên thị trường cũng chưa thực sự đa dạng. Tuy các nghiệp vụ phòng chống rủi ro như các giao dịch kỳ hạn, hoán đổi và quyền chọn đã từng bước được áp dụng nhưng lại thực hiện không thường xuyên, giao dịch giữa các ngân hàng thực hiện chủ yếu vẫn dưới hình thức giao ngay. Phương thức giao dịch trên thị trường cũng còn rất cổ điển. Chỉ có một số ngân hàng hiện nay đã thực hiện giao dịch qua hệ thống Reuters, còn phần lớn các ngân hàng vẫn giao dịch thông qua thủ tục công văn giấy tờ.

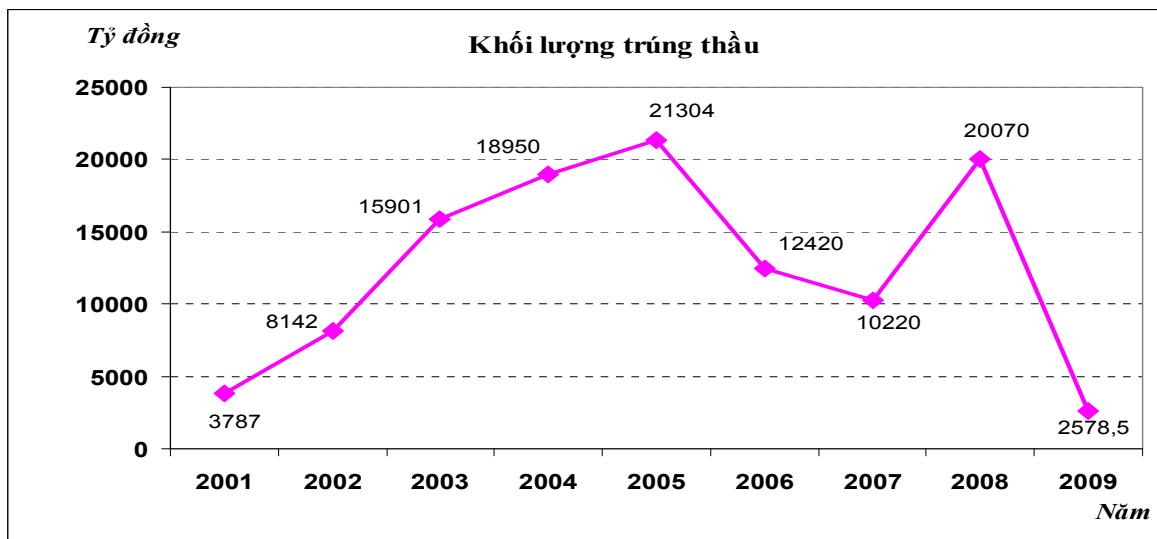
2.1.1.4 Thị trường tín phiếu kho bạc

Thị trường tín phiếu kho bạc (TPKB) của nước ta được triển khai thí điểm từ tháng 12/1994 và chính thức đi vào hoạt động vào tháng 6/1995. Đây là một kênh huy động vốn rất quan trọng để đáp ứng kịp thời vốn cho ngân sách Nhà nước nói riêng và cho nền kinh tế nói chung; đồng thời tạo tiền đề cho phát triển thị trường chứng khoán, thị trường thứ cấp và thực hiện các nghiệp vụ của NHNN (thị trường mua bán lại tín phiếu, thị trường mở, chiết khấu giấy tờ có giá ngắn hạn và cho vay có đảm bảo bằng cầm cố giấy tờ có giá ngắn hạn).

Tham gia vào thị trường này có: Người bán là Chính phủ (Kho bạc nhà nước Việt Nam) và người mua đó là các tổ chức tài chính trung gian như các NHTM, các công ty tài chính, công ty bảo hiểm. Giá mua là lãi suất qua đấu thầu, hình thức mua là ở dạng ghi sổ hay chứng chỉ tín phiếu. Việc tổ chức đấu thầu chủ yếu là qua NHNN. Đến nay sau 15 năm hoạt động thị trường đấu thầu Tín phiếu Kho bạc Nhà nước (TPKB) đã có 47 thành viên, trong đó: có 5 Ngân hàng Thương mại Nhà nước (NHTMNN); 18 Ngân hàng Thương mại cổ phần (NHTMCP); 4 Ngân hàng liên doanh (NHLD); 13 chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam; 6 tổ chức bảo hiểm và Quỹ tín dụng Trung ương. Tuy nhiên trong thời gian qua hầu như chỉ có các Ngân hàng thương mại Nhà nước tham gia đấu thầu và trúng thầu. Trong năm 2006 có tổng số 86 lượt thành viên trúng thầu thì trong đó có 82 lượt thuộc về các ngân hàng thương mại nhà nước. Hay nói cách khác giới ngân hàng này cho rằng, thị trường này hầu như chỉ giành cho các ngân hàng thương mại nhà nước. Khối ngân hàng thương mại cổ phần, ngân hàng liên doanh và chi nhánh ngân hàng nước ngoài,... vẫn còn đứng ngoài cuộc. Nguyên nhân chủ yếu do các khối ngân hàng này nguồn vốn nhỏ, vốn khả dụng hạn chế, nên không có điều kiện tham gia đấu thầu. Nhưng một nguyên nhân khác do cách tổ chức đấu thầu, nên các ngân hàng quy mô nhỏ không có điều kiện trúng thầu. Bên cạnh đó, việc đầu tư vào tín phiếu Kho bạc của các thành viên chủ yếu nhằm mục đích dự phòng an toàn về khả năng thanh toán vào giai đoạn nhạy cảm.

Thời gian qua, nghiệp vụ phát hành TPKB không ngừng phát triển và đạt được kết quả rất khả quan. Đặc biệt là trong 5 năm từ 2001 đến 2005, khối lượng phát hành không ngừng tăng (năm 2002 tăng 215%; năm 2003 tăng 195,3%, năm 2004 tăng 116,9% và trong năm 2005 tăng 14,6% so với năm 2004). Một trong những nguyên nhân làm cho khối lượng phát hành TPKB trong khoảng thời gian này tăng cao là do Chính phủ cần huy động một nguồn vốn lớn cho các công trình trọng điểm của Nhà nước, đồng thời Kho bạc Nhà nước cũng phải huy động thêm để hỗ trợ nguồn cho Quỹ Hỗ trợ phát triển, việc đầu tư vào TPKB là hình thức đầu tư có lãi và an toàn. Hơn nữa, do NHNN đã và đang thực hiện nhiều nghiệp vụ thị trường tiền tệ có sử dụng các giấy tờ có giá như nghiệp vụ thị trường mở, tái cấp vốn, chiết khấu GTCG, thấu chi và cho vay qua đêm... Tuy nhiên, bước sang năm

2006 cho đến đầu năm 2008, mặc dù số phiên giao dịch nhìn chung không giảm nhưng khối lượng trúng thầu có xu hướng giảm sút. Năm 2006, khối lượng trúng thầu chỉ bằng 58,3% so với năm 2005 và năm 2007 chỉ bằng 82,4% so với năm 2006. Nguyên nhân của sự suy giảm này trước hết là do bước sang năm 2006, thị trường chứng khoán “bùng phát”, tạo ra kênh đầu tư hấp dẫn hơn so với việc đầu tư vào thị trường TPKB. Hơn nữa, để đối phó với tình hình lạm phát cao diễn ra vào năm 2007 và đầu năm 2008 NHNN đã thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt với tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng lên gấp đôi và phát hành 20.300 tỷ đồng tín phiếu của NHNN (vào tháng 2/2008) khiến cho lượng vốn khả dụng dư thừa để đầu tư vào TPKB của các TCTD giảm đi rõ rệt. Tuy nhiên, bước sang quý III và quý IV năm 2008, lạm phát đã được kiềm chế và Chính phủ ưu tiên cho mục tiêu chống suy giảm kinh tế, nguồn vốn khả dụng của các TCTD đã được cải thiện đáng kể. Nhiều TCTD dư thừa vốn khả dụng nên đã tham dự thầu, làm cho khối lượng TPKB trúng thầu năm 2008 tăng mạnh lên mức 20.730 tỷ đồng, tăng gần 95,15% so với năm 2007 và bằng 78,23% kế hoạch phát hành TPKB qua NHNN của Bộ Tài chính [35]. Năm 2009 so với năm 2007 và 2008, tỷ lệ thành công của các phiên đấu thầu TPKB bằng VND trong năm 2009 có xu hướng giảm mạnh. Kết quả trúng thầu năm 2009 chỉ đạt 2.578,5 tỷ đồng/62.700 tỷ đồng khối lượng gọi thầu, tỷ lệ thành công là 4,18% [35].



Biểu đồ 2.5: Tổng hợp kết quả trúng thầu tín phiếu Kho bạc từ 2001 - 2009

Nguồn: tác giả tự tổng hợp trên cơ sở số liệu của Ngân hàng Nhà nước năm 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 và 2009

Tuy nhiên, bên cạnh sự ảm đạm của các phiên đấu thầu TPKB bằng VND thì các phiên đấu thầu trái phiếu chính phủ (TPCP) bằng ngoại tệ lại có sự khởi sắc. Trong năm 2009, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội tổ chức thành công 6 phiên đấu thầu TPCP bằng ngoại tệ (USD), với các kỳ hạn 1, 2 và 3 năm. Kết quả là tổng khối lượng đăng ký là 2.089,2 triệu USD, gấp 3,8 lần so với khối lượng gọi thầu. Tổng khối lượng trúng thầu 387,11 triệu USD, tỷ lệ thành công cao (70,38%). Số trái phiếu đấu thầu thành công trong đợt 1/2009 và đợt 2/2009 đã được niêm yết và giao dịch trên hệ thống giao dịch trái phiếu chính phủ [35].

2.1.1.5 Thị trường tín phiếu ngân hàng nhà nước

Thị trường tín phiếu ngân hàng nhà nước được hình thành từ đầu những năm 1990, là bước chuẩn bị cho sự ra đời của thị trường mở.

Năm 2001, doanh số giao dịch bằng tín phiếu NHNN chiếm 14,5% doanh số hoạt động của nghiệp vụ thị trường mở, năm 2002 đã tăng lên tới 20,7%. Tổng giá trị từng đợt và mệnh giá cụ thể do Thống đốc NHNN công bố trước mỗi đợt phát hành. Người mua thường là các tổ chức tín dụng có tài khoản tiền gửi tại NHNN.

Từ giữa tháng 8/2007, do có biểu hiện của lạm phát trong nền kinh tế, NHNN đã liên tục thực hiện chào bán tín phiếu NHNN qua nghiệp vụ thị trường mở vào tất cả các ngày làm việc trong tuần. Bên cạnh đó, ngoài các kỳ hạn 1 tháng, 2 tháng, 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng, 12 tháng, NHNN bổ sung thêm các kỳ hạn 4 tháng và 5 tháng, phù hợp với nhu cầu điều tiết vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng. Ngày 17/3/2008, Ngân hàng Nhà nước đã phát hành bắt buộc với tổng giá trị tín phiếu là 20.300 tỷ đồng, kỳ hạn là 364 ngày, lãi suất là 7,80%/năm, phân bổ cho từng tổ chức tín dụng theo quy mô, tỷ trọng huy động vốn bằng đồng Việt Nam của từng tổ chức tín dụng, để hút tiền từ lưu thông về, thực hiện mục tiêu kiểm soát lạm phát.

2.1.1.6 Hoạt động của thị trường mở (OMO)

NHNN khai trương nghiệp vụ thị trường mở ngày 12/7/2000. OMO đã góp phần giải quyết tình trạng khó khăn về vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng. Mặt khác, nó còn là công cụ để NHNN thực hiện CSTT một cách hiệu quả.

Các công cụ tài chính được phép giao dịch trên OMO bao gồm các loại giấy tờ có giá (GTCG) phát hành bằng đồng Việt Nam như: Tín phiếu NHNN, TPCP (tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc, trái phiếu công trình Trung ương, trái phiếu đầu tư, công trái) và trái phiếu chính quyền địa phương.

Kể từ khi được khai trương đến nay, OMO đã có những bước phát triển đáng ghi nhận, điều này thể hiện trước hết ở doanh số giao dịch các GTCG trên thị trường mở tăng nhanh qua các năm. Nếu như trong 2 năm: 2000- 2001, doanh số giao dịch trên OMO còn hết sức khiêm tốn, thì từ năm 2002- 2004, doanh số giao dịch tăng hàng năm trên 200% và năm 2004 bằng 2,92 lần năm 2003 và 16 lần năm 2001. Năm 2005, doanh số giao dịch bằng 165,6% so với năm 2004. Trong năm 2006, doanh số giao dịch trên OMO tiếp tục đạt khá, đạt trên 100.000 tỷ đồng. Năm 2007, doanh số giao dịch đã có sự “bứt phá” ngoạn mục, đạt 415.861 tỷ đồng, gấp 2,94 lần so với năm 2006 và đặc biệt là năm 2008 doanh số giao dịch đã đạt đến mức kỷ lục là 1.019.211 tỷ đồng, gấp 2,45 lần so với năm 2007. Doanh số giao dịch tăng nhanh qua các năm chủ yếu là do các phiên giao dịch đã được tổ chức thường xuyên hơn, và doanh số giao dịch từng phiên tăng lên. Nếu như năm 2001 chỉ có 48 phiên giao dịch, thì đến năm 2007 là 355 phiên và năm 2008 là 393 phiên [35]). Khối lượng giao dịch bình quân mỗi phiên cũng tăng lên nhanh chóng: năm 2006 là 767 tỷ đồng/phiên, năm 2007 là 831 tỷ đồng/phiên, đặc biệt năm 2008 đã có sự bứt phá ngoạn mục với hơn 2.593 tỷ đồng/phiên [35].

Bảng 2.2: Tổng số phiên và doanh số giao dịch trên thị trường mở từ 2000-2008

Năm	Số phiên giao dịch	Doanh số mua (tỷ đồng)	Doanh số bán (tỷ đồng)	Tổng doanh số giao dịch (tỷ đồng)	Tốc độ tăng doanh số (%)
2000*	17	1.354	550	1.904	-
2001	48	3.314	620	3.934	206,6
2002	85	7.246	1.900	9.146	232,5
2003	107	9.844	11.340	21.184	231,6
2004	123	60.986	950	61.936	292,0
2005	158	100.711	1.800	102.479	165,6
2006	162	87.402	36.832	124.234	121,2
2007	355	59.011	356.850	415.861	294,5
2008	393	942.206	77.005	1.019.211	245,1

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp trên cơ sở các Báo cáo thường niên của Ngân hàng Nhà nước, năm 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 và năm 2008.

Bên cạnh sự tăng nhanh về doanh số và số phiên giao dịch thì sự phát triển của thị trường mở Việt nam còn được nghi nhận bằng sự gia tăng số lượng thành viên tham gia thị trường mở. Năm 2000 khi bắt đầu hoạt động chỉ có 21 thành viên, gồm NHNN và 20 tổ chức tín dụng, đến nay (tháng 3/2009) đã có 56 thành viên, trong đó ngoài NHNN còn có: 36 TCTD trong nước, 1 công ty tài chính, 18 ngân hàng nước ngoài và ngân hàng liên doanh [35].

2.1.2. Thị trường vốn Việt Nam

Thị trường vốn Việt Nam bao gồm TTCK và thị trường tín dụng dài hạn, thị trường thuê mua tài chính. Trong đó, xét cả về mặt quy mô và tính chất thì TTCK đóng vai trò chủ đạo trong thị trường vốn của nước ta hiện nay. Do vậy, trong luận án này tác giả chỉ tập trung nghiên cứu sâu về TTCK Việt Nam.

Sau một thời gian chuẩn bị và hoàn tất các điều kiện cần thiết tạo cơ sở cho sự ra đời của TTCK, TTCK Việt Nam mở phiên giao dịch đầu tiên tại Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (TTGDCK Tp.HCM) vào ngày 28/7/2000. TTGDCK Tp.HCM được tổ chức theo mô hình tập trung với quy mô nhỏ, thực hiện chức năng xác định giá chứng khoán theo quan hệ cung cầu và tạo cơ hội luân chuyển vốn cho nhà đầu tư chứng khoán. Qua 9 năm với sự tăng trưởng của thị trường và hội nhập với TTCK thế giới, Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.HCM đã chính thức được Chính phủ ký Quyết định số 599/QĐ-TTg ngày 11/05/2007 chuyển đổi thành Sở giao dịch Chứng khoán Tp.HCM. Ngày 08/08/2007, SGDCK TP.HCM đã chính thức được khai trương.

Ngày 8/3/2005, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà nội (TTGDCK Hà Nội) đã được khai trương. Đây là một TTGDCK mang tính chất là một thị trường giao dịch phi tập trung (OTC), chủ yếu dành cho việc giao dịch chứng khoán của các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Sau 4 năm hoạt động và phát triển, TTGDCK Hà Nội đã từng bước trưởng thành, tham gia và đóng góp hiệu quả vào thị trường chứng khoán Việt Nam, góp phần hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường trong thời gian qua. Đến ngày 24/06/2009 TTGDCK HN chính thức được chuyển thành Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (SGDCK HN) theo Quyết định số 01/2009/QĐ-TTg ngày 2/1/2009 của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập SGDCK Hà Nội.

Ngoài hai SGDCK dành cho chứng khoán niêm yết, sàn chứng khoán thứ cấp giành cho cổ phiếu chưa niêm yết (OTC) cũng đã chính thức mở cửa ngày 14-7-2005 với 6 doanh nghiệp tham gia giao dịch cổ phiếu trên sàn. Ngay sau phiên giao dịch đầu tiên, tổng số lượng cổ phiếu được đem bán là 1.420 tỉ đồng, giá trị chuyển nhượng mua bán cổ phiếu của 6 doanh nghiệp này đạt 8,3 tỉ đồng. Đến nay, các giao dịch cổ phiếu, trái phiếu diễn ra trên thị trường này khá sôi động. Tính đến cuối năm 2007, có khoảng 350 loại cổ phiếu và trái phiếu của 30 NHTM, gần 340 doanh nghiệp, với tổng giá trị vốn hoá khoảng 500.000 tỉ đồng đang được giao dịch.

Sau gần 10 năm hoạt động TTCK Việt Nam đã đạt được những kết quả sau đây[40,84]:

2.1.2.1. Về quy mô hoạt động

Khi TTCK bắt đầu hoạt động chỉ có cổ phiếu của 2 công ty cổ phần được niêm yết là SAM và REE, giao dịch tại TTGDCK Tp.HCM với tổng giá trị vốn niêm yết là 270 tỷ đồng. Tính đến cuối năm 2007, trên thị trường có tổ chức đã có 775 loại chứng khoán được niêm yết và đăng ký giao dịch, với tổng khối lượng là hơn 4.304,72 triệu chứng khoán và tổng giá trị là hơn 147.761,97 tỷ đồng. Trong đó số cổ phiếu niêm yết là 207 (TTGDCK HN là 91 DNNY, SGDCK Tp.HCM là 116 DNNY) với tổng khối lượng niêm yết khoảng gần 3.082,37 triệu cổ phiếu và giá trị niêm yết là khoảng hơn 30.823,697 tỷ đồng. Bên cạnh đó, còn có 566 loại TPCP và TPDN (159 trái phiếu niêm yết tại TTGDCK HN và 407 trái phiếu niêm yết tại TTGDCK Tp.HCM) với tổng khối lượng niêm yết khoảng 1.122,35 triệu trái phiếu và tổng giá trị niêm yết khoảng 155.938.27 tỷ đồng.

Có thể nhận xét rằng, các năm 2006 và 2007 đánh dấu sự “bùng nổ” của TTCK Việt Nam. Đến cuối năm 2006, giá trị vốn hoá của thị trường đạt mức tương đương 22,4% so với GDP, tăng khoảng 20 lần so với năm 2005. Trong năm 2007, tổng giá trị giao dịch chứng khoán đạt mức gần 40.000 tỉ đồng, tăng trên 3 lần so với tổng giá trị giao dịch của cả năm 2006. Tổng giá trị thị trường trong năm 2007 có những ngày đạt mức cao, tương đương với 38% so với GDP. Chỉ số Vn-index từ mức 307,5 điểm vào cuối năm 2005 đã tăng đạt mức 809.86 điểm trong phiên ngày 20-12-2006 và bứt phá đạt mức kỷ lục 1.174,22 điểm trong phiên ngày 12-3-2007. Chỉ số HASTC-Index cuối tháng 12-2006 dừng ở mức 242,89 điểm và đạt kỷ lục

459,36 điểm trong phiên ngày 19-3-2007, tăng gấp 3 lần chỉ trong có 3 tháng. Tổng số vốn huy động được qua TTCK năm 2005 đạt trên 7.000 tỷ đồng, sau một năm đã tăng gấp 4 lần, trong đó có trên 18.000 tỷ đồng là trị giá cổ phần của DNNN được đấu giá sau khi CPH. Bên cạnh đó, cũng gần 500 loại TPCP đã được huy động và niêm yết trên TTCK với tổng giá trị hơn 81.000 tỷ đồng chiếm 8,4% GDP năm 2006. Sự xuất hiện của các CCQĐT với tổng giá từ 1.000 tỷ đồng và 3.550 tỷ đồng trái phiếu của các ngân hàng Vietcombank và BIDV đã làm cho hàng hoá trên TTCK càng thêm phong phú. Kể từ tháng 7-2002 đến hết năm 2007, TTGDCK Tp.HCM đã tổ chức được 1.690 phiên giao dịch và ở TTGDCK HN là 523 phiên giao dịch an toàn và liên tục [40]. Với tốc độ phát triển và những chỉ tiêu cơ bản trên, TTCK Việt Nam năm 2007 được đánh giá là tăng trưởng nhanh nhất châu Á và thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư.

Bảng 2.3: Quy mô khối lượng niêm yết và giá trị giao dịch chứng khoán niêm yết trên toàn thị trường tính đến cuối năm 2007

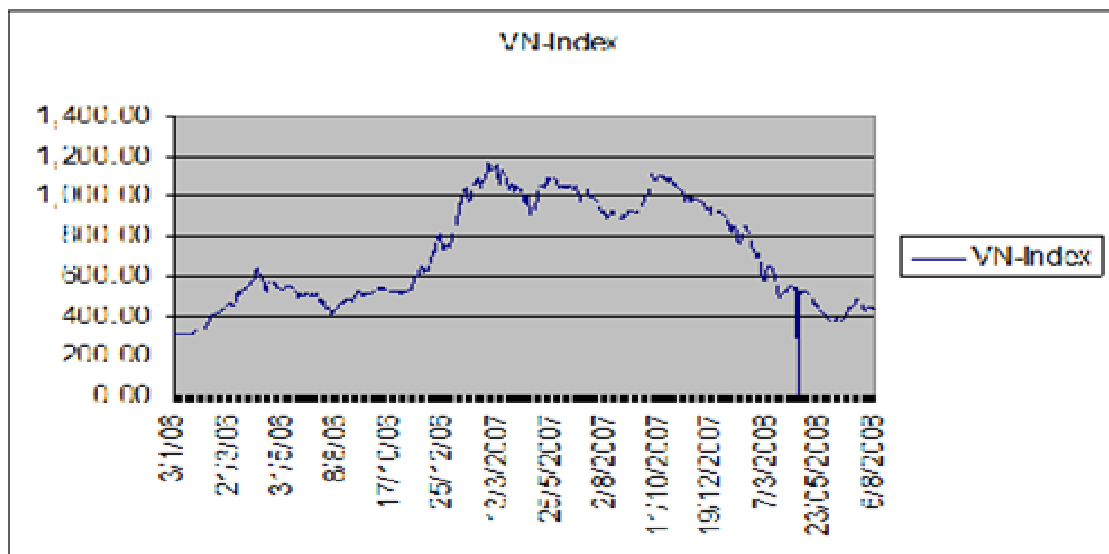
Chỉ tiêu		Tổng	Cổ phiếu	Trái phiếu	CCQĐT	Ck khác
Khối lượng niêm yết	TTGDCK HN	1.746.156.937	1.134.850.978	611.305.968	0	0
	TTGDCK Tp.HCM	2.558.564.700	1.947.517.830	511.046.870	100.000.000	0
	Tổng	4.304.721.646	3.082.368.808	1.122.352.865	100.000.000	0
	Tỷ trọng	100%	71,6%	26,08%	2,32%	0%
Giá trị niêm yết (triệu đồng)	TTGDCK HN	72.479.099,47	11.348.509,87	61.130.589,60	0	0
	TTGDCK Tp.HCM	75.282.874,87	19.475.187,87	54.807.687,00	1.000.000,00	0
	Tổng	147.761.947,34	30.823.697,74	115.938.276,60	1.000.000,00	0
	Tỷ trọng	100%	20,86%	74,46%	0,68%	0%

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp trên cơ sở các báo cáo của UBCKNN, năm 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

Trong năm 2008, do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm kiềm chế lạm phát, TTCK Việt Nam có nhiều biến động. Chỉ số Vn-Index cao nhất là 921 điểm (tháng 1) và thấp nhất là ngày 10/12

chỉ còn 286 điểm. Giá trị giao dịch của hai thị trường Hose và Hasc cũng ảnh hưởng theo diễn biến lên, xuống của chỉ số Vn-Index và Hasc-Index. Giá trị giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ bình quân là năm 2008 là 745 tỷ đồng/phiên. Giá trị giao dịch giảm dần từ tháng 1 đến tháng 6, bình quân giá trị giao dịch một phiên của cổ phiếu và chứng chỉ quỹ là 945 tỷ đồng trong tháng 1 giảm xuống còn 250 tỷ đồng trong tháng 5. Từ tháng 6, giá trị giao dịch lại tăng dần, bình quân trong tháng 6 là 631 tỷ đồng/phiên và đạt 1.240 tỷ đồng/phiên trong tháng 9. Từ tháng 10 đến tháng 12 giá trị giao dịch giảm liên tục xuống còn 620 tỷ đồng/phiên. Bình quân giao dịch trái phiếu trong năm 2008 là 875 tỷ đồng/phiên, tăng nhiều so với mức 470 tỷ đồng/phiên trong năm 2007. Giá trị giao dịch trái phiếu tăng mạnh trong các tháng 6, 10 và 11 (mỗi tháng đạt trên 1000 tỷ đồng), trong thời gian này nhà đầu tư nước ngoài đẩy mạnh giao dịch, chủ yếu là bán ra.

Tính đến ngày 31/12/2008, vốn hoá thị trường là 19,76% GDP giảm nhiều so với mức 40% của năm 2007. Mức vốn huy động của thị trường chứng khoán trong năm 2008 bao gồm đấu giá lần đầu, phát hành, đấu thầu trái phiếu Chính phủ chỉ đạt gần 27,8 nghìn tỷ đồng thấp hơn nhiều so với năm 2007 là 127 nghìn tỷ đồng. Số lượng công ty niêm yết là 342 công ty, tăng 89 công ty so với cuối năm 2007. Số lượng tài khoản nhà đầu tư đạt trên 500 nghìn tài khoản, tăng 200 nghìn tài khoản so với năm 2007 [84].



Biểu đồ 2.6: Diễn biến chỉ số VN-Index từ ngày 03/01/2006 đến 6/8/2008

Nguồn: [84] Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2008

Sang năm 2009 có thể khẳng định, chính sách tài khóa, tiền tệ nới lỏng và gói kích thích kinh tế của Chính phủ là động lực chính để TTCK phục hồi, xét về tốc độ tăng trưởng, TTCK Việt Nam năm 2009 được coi là có tốc độ tăng trưởng rất cao, tới 60-70%, cụ thể: Trong 9 tháng đầu năm 2009, kinh tế Việt nam đã có sự khởi sắc do tác dụng gói kích cầu của Chính phủ, TTCK Việt Nam đã có sự tăng trưởng mạnh trở lại, chỉ số Vn-Index từ 234 điểm (ngày 24/2/2010) đã tăng lên mức 633,2 điểm (ngày 23/10/2010). Tuy nhiên, vào thời điểm cuối năm 2009 do những căng thẳng trên thị trường ngoại hối, nguy cơ lạm phát và nợ Chính phủ gia tăng nên trong hai tháng cuối năm 2009, chính sách tiền tệ bắt đầu có dấu hiệu thắt chặt. Hơn nữa, từ nửa cuối tháng 10/2009, NHNN đã yêu cầu các ngân hàng phải chấm dứt cho vay chứng khoán. Cầu trên TTCK đã chịu tác động mạnh từ những điều chỉnh trên và dẫn tới tính thanh khoản của thị trường giảm sút, cũng như những tác động tâm lý thái quá đã khiến các chỉ số chứng khoán rơi vào chu kỳ giảm điểm từ tháng 11/2009 cho đến cuối năm. Chỉ số VN-Index giảm mạnh từ đỉnh 633,2 điểm ngày 23/10 xuống mức 434,87 điểm vào ngày 17/12. Khối lượng giao dịch từ tháng 11 đến hết năm sụt giảm mạnh (hơn 20%) so với hai tháng 9, 10. Càng về cuối năm, thanh khoản của thị trường càng trở nên đáng lo ngại. Đến cuối năm 2009, dù thị trường đã tiến thêm một bước, song chỉ số VN-Index cũng không đạt được mốc 500 điểm khi đóng cửa (ngày 31/12/2009) ở mức 494,77 điểm.

Tuy vậy, kết thúc năm 2009, đã có 447 cổ phiếu và chứng chỉ quỹ được niêm yết, tăng hơn 30% so với năm 2008. Tổng giá trị vốn hóa thị trường lên tới hơn 669 nghìn tỷ đồng (39 tỷ USD), tương đương 55% GDP của năm 2008. Mức vốn hóa này tăng gần gấp 3 lần so với mức 225 nghìn tỷ vào thời điểm cuối năm 2008. Số lượng tài khoản nhà đầu tư là 739.000 tài khoản, tăng hơn 50% so với năm 2008 [84]. Giá trị danh mục của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán tính đến tháng 12/2009 đạt gần 6,6 tỷ USD, tăng gần 1,5 tỷ USD... Với những kết quả này, theo đánh giá của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), thị trường chứng khoán Việt Nam đã có sự tăng trưởng mạnh do tác động tích cực từ kinh tế vĩ mô khởi sắc và từ hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết liên tục khả quan. Mặt khác, kinh tế và thị trường chứng khoán quốc tế đã hồi phục qua thời kỳ khó khăn nhất, nên cũng tác động tích cực đến TTCK Việt Nam[84].

Một điểm nhấn của TTCK Việt nam năm 2009 là sự ra đời của sàn giao dịch UPCoM. Ngày 24/6/2009 sàn UPCoM được khai trương, đây có thể coi là là bước quá độ chuyển từ thị trường OTC sang thị trường niêm yết chính thức, tạo ra môi trường thuận lợi cho việc mua/bán, chuyển nhượng chứng khoán của các công ty đại chúng chưa niêm yết. Chứng khoán được giao dịch trên sàn UPCoM gồm cổ phiếu của công ty đại chúng chưa niêm yết hoặc đã bị hủy niêm yết tại hai sàn HaSTC hay HoSE; trái phiếu chuyển đổi của công ty đại chúng chưa niêm yết hoặc hủy niêm yết. Ban đầu chỉ có 6 công ty đại chúng tham gia, nhưng đến nay đã có 34 loại cổ phiếu được giao dịch trên sàn UPCoM [84].

2.1.2.2. Về các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán

Ngoài các công ty niêm yết đã nói ở trên, hệ thống các tổ chức kinh doanh chứng khoán là những định chế tài chính rất quan trọng, nên sự phát triển về số lượng và chất lượng của chúng có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động của TTCK. Vì vậy, tính đến hết năm 2009, UBCKNN đã cấp phép hoạt động cho 103 công ty chứng khoán, trong đó hiện nay đã có hơn 90 công ty đi vào hoạt động, 43 công ty quản lý quỹ (CtyQLQ), hơn 60 quỹ đầu tư chứng khoán và 6 NHTM được cấp giấy phép hoạt động ngân hàng lưu ký chứng khoán (trong đó có 2 NHTM trong nước và 4 chi nhánh Ngân hàng nước ngoài) [84]...

Trong thời gian đầu, các CtyCK chủ yếu làm nghiệp vụ môi giới thì đến nay, hầu hết các CtyCK đã triển khai nghiệp vụ tự doanh, bảo lãnh phát hành, quản lý danh mục đầu tư và tư vấn tài chính.

Hiện nay có các CtyQLQ nước ngoài tham gia vào hoạt động trên TTCK Việt Nam như Dragon Capital, Mekong Capital, PXP, Finasa, Indochina...(trong đó có 4 CtyQLQ liên doanh và 2 CtyQLQ thuộc các công ty bảo hiểm nhân thọ nước ngoài). Về quỹ đầu tư chứng khoán, quy mô vốn của hơn 60 quỹ ĐTNN tham gia TTCK Việt Nam là hơn 4 tỷ USD, có gần 50 tổ chức ĐTNN mở tài khoản hoặc quản lý uỷ thác đầu tư trên TTCK Việt Nam. Trong số đó có các tổ chức tài chính, Ngân hàng hàng đầu thế giới như JP Morgan, Merrill Lynch, City Group, Nomura Securities,...

Vừa qua, Vietcombank là NHTM đầu tiên được UBCKNN cho phép triển khai dịch vụ giám sát quỹ đầu tư chứng khoán, cụ thể là quỹ VF1. Để triển khai dịch vụ này, Vietcombank đã thực hiện bảo quản lưu ký chứng khoán, các hợp đồng

kinh tế, các chứng từ có liên quan đến tài sản của quỹ VF1, thực hiện định giá tài sản ròng của Quỹ VF1 và CtyQLQ VF1.

Ngoài ra, UBCKNN mới chỉ lựa chọn Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BIDV) làm Ngân hàng chỉ định làm nghiệp vụ thanh toán chứng khoán. BIDV thực hiện việc mở tài khoản thanh toán bằng tiền cho TTGDCK và các thành viên lưu ký nhằm phục vụ cho việc thanh toán bằng tiền cho các giao dịch chứng khoán.

Trong những năm gần đây số lượng các nhà đầu tư chứng khoán tăng lên nhanh chóng do các quy định của nhà nước đối với việc đầu tư chứng khoán của các tổ chức cá nhân được thông thoáng, thuận lợi hơn nhiều. Vì vậy, năm 2005, trên thị trường có tổ chức đã có trên 31.000 tài khoản giao dịch, ở thời điểm cuối năm 2006, con số này đã là 106.393 tài khoản. Năm 2007, TTCK có khoảng 243.809 tài khoản, tăng 2,3 lần so với năm 2006 (106.393 tài khoản), trong đó có 242.624 tài khoản của nhà đầu tư cá nhân và 1.185 tài khoản của nhà đầu tư có tổ chức. Năm 2008, số lượng tài khoản nhà đầu tư đạt trên 500.000 tài khoản, tăng gần gấp đôi so với năm 2007. Thống kê của UBCKNN cho thấy, tính đến tháng 12/2009, số lượng tài khoản nhà đầu tư mở tại công ty chứng khoán đã lên tới mức kỷ lục là 739.000 tài khoản[84].

2.1.2.3. Về việc mở cửa cho sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài

Hiện nay, nhà ĐTNN được phép nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ tháng 6/2009, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty đại chúng chưa niêm yết tăng từ 30% lên 49%. Nét nổi bật trong thời gian gần đây là sự tham gia mạnh mẽ của các nhà ĐTNN với 5.568 tài khoản giao dịch (5.353 tài khoản cá nhân và 215 tài khoản của tổ chức).

Tại thời điểm ngày 31/12/2008, giá trị danh mục của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán (cả chính thức và không chính thức) mới đạt gần 4,5 tỷ USD [83]. Tuy nhiên, tính đến ngày 31/8/2009, giá trị danh mục của nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK đã tăng mạnh với tổng mức gần 1090 tỷ đồng (gần 6,4 tỷ USD), trong đó đầu tư vào cổ phiếu là 950 nghìn tỷ VNĐ (5,5 tỷ USD), trái phiếu là 14,5 nghìn tỷ VNĐ (843 triệu USD) và chứng chỉ quỹ là 980 tỷ (57 triệu USD). Tính đến tháng 12/2009, giá trị danh mục của nhà đầu tư nước ngoài đạt gần 6,6 tỷ USD, tăng gần 1,5 tỷ USD so với năm 2008... Như vậy, giá trị danh mục của nhà đầu tư nước ngoài tăng gần 1,5 lần so với thời điểm từ ngày 31/12/2008 [84].

2.2 VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRONG QUÁ TRÌNH HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

2.2.1 Vai trò của Nhà nước trong việc hình thành và phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam

2.2.1.1 *Những nỗ lực của nhà nước trong quá trình hình thành và phát triển thị trường tiền tệ*

Trước năm 1990, hệ thống ngân hàng Việt Nam là hệ thống một cấp, chỉ có NHNN vừa thực hiện chức năng quản lý Nhà nước về tiền tệ - tín dụng, vừa thực hiện chức năng kinh doanh. Tình trạng thừa, thiếu vốn của các chi nhánh được điều chuyển từ những chi nhánh khác hoặc được thỏa mãn bằng quỹ phát hành. Vì vậy TTTT chưa có điều kiện để hình thành.

Tháng 5/1990, sự ra đời của 2 pháp lệnh ngân hàng là *Pháp lệnh Ngân hàng Nhà nước* và *Pháp lệnh Ngân hàng, Hợp tác xã tín dụng và Công ty tài chính* đánh dấu sự hình thành của hệ thống ngân hàng hai cấp với việc ra đời các NHTM thuộc nhiều thành phần kinh tế như NHTMQĐ, NHTMCP, ngân hàng liên doanh với nước ngoài, chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam. Đây là điều kiện cần và đủ để hình thành TTTT Việt Nam.

Tuy nhiên TTTT Việt Nam chỉ thực sự vận hành và phát triển sau khi Thống đốc NHNN ban hành Chỉ thị số 07/CT-NH ngày 7/10/1992 về quan hệ tín dụng giữa các tổ chức tín dụng, cho phép các tổ chức tín dụng thực hiện việc đi vay và cho vay lẫn nhau. Từ đó, quy mô của thị trường không ngừng tăng lên, các bộ phận quan trọng của thị trường dần dần được hình thành. Đó là thị trường tín dụng ngắn hạn truyền thống, thị trường nội tệ liên ngân hàng (thành lập theo Quyết định số 136/QĐ-NHNN ngày 10/3/1993), thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (thành lập theo Quyết định số 203/QĐ-NHNN ngày 20/10/1994), thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc (thành lập theo Quyết định số 61-QĐ/NH19 ngày 8/3/1995). Như vậy, đến năm 1995 TTTT, đã hình thành căn bản các bộ phận của thị trường, góp phần thúc đẩy giao lưu vốn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, các loại hình TTTT mới còn ở dạng sơ khai, phạm vi thị trường còn bị bó hẹp trong phạm vi của hệ thống ngân hàng và các hoạt động cũng chỉ diễn ra trên thị trường sơ cấp, chưa có TTTT thứ cấp.

Ngày 12-7-2000, sau một thời gian dài chuẩn bị, NHNN đã chính thức khai trương nghiệp vụ thị trường mở và bắt đầu triển khai hoạt động. Sự kiện này đã đánh dấu bước chuyển quan trọng của TTTT, thị trường được mở rộng trên phạm vi toàn bộ nền kinh tế. Đồng thời, các nghiệp vụ thị trường mở đã thúc đẩy các giao dịch mua bán lại các công cụ nợ ngắn hạn, bước đầu hình thành TTTT thứ cấp - sự phát triển mới về chất của TTTT Việt Nam. Từ đó đến nay, thành viên tham gia thị trường, hàng hóa giao dịch trên thị trường cũng như doanh số của thị trường từng bước được mở rộng, hoạt động của TTTT đã từng bước được hiện đại hóa.

Vai trò của nhà nước trong việc hình thành và phát triển các thị trường bộ phận của TTTT thể hiện cụ thể:

(i) Đối với thị trường tín dụng ngắn hạn.

Từ tháng 8/2000, NHNN đã thay thế cơ chế điều hành trần lãi suất bằng cơ chế điều hành lãi suất cơ bản đối với cho vay bằng đồng Việt Nam. Theo đó, các tổ chức tín dụng (TCTD) cho vay đối với khách hàng trên cơ sở lãi suất cơ bản do NHNN công bố theo nguyên tắc lãi suất cho vay không vượt quá lãi suất cơ bản và biên độ do Thống đốc NHNN quy định trong từng thời kỳ. Lãi suất cơ bản và biên độ được công bố định kỳ hàng tháng, trong trường hợp cần thiết NHNN sẽ công bố điều chỉnh kịp thời lãi suất. Tuy nhiên, trong suốt thời gian dài lãi suất cơ bản vẫn chưa thực sự theo kịp những biến động trên thị trường và nhiều khi còn lệch khá xa với lãi xuất phổ biến tại các NHTM. Thực tế cho thấy lãi suất cơ bản chỉ là lãi suất tham chiếu cho hoạt động của các tổ chức tín dụng.

Từ tháng 6/2002, NHNN đã quyết định thực hiện lãi suất thỏa thuận nhằm bắt đầu cho quá trình tự do hóa lãi suất. Theo đó các TCTD được phép tự ấn định lãi suất huy động và lãi suất cho vay trên cơ sở cung cầu vốn và mức độ tín nhiệm của khách hàng. NHNN đã phân nào chấm dứt việc can thiệp vào lãi suất kinh doanh các TCTD, tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng được chủ động hơn trong các hoạt động của mình. Vì thế, về phương diện mua vốn và bán vốn của các NHTM và của các TCTD khác, trong những năm gần đây đều có sự tăng tiến về lượng (trung bình vượt từ 22% - 30% so với năm trước)[35], phong phú về thể loại và sự nâng cao không ngừng về chất lượng. Điều đó cho thấy đây là thị trường cung ứng vốn chủ yếu cho nền kinh tế.

Bên cạnh việc thu hút vốn thông qua hình thức tiền gửi, các NHTM còn huy động vốn thông qua việc phát hành một số giấy tờ có giá ngắn hạn khác như chứng chỉ tiền gửi, kỳ phiếu ngân hàng... Từ 1/1/2003, việc phát hành giấy tờ có giá của các TCTD được thực hiện thống nhất theo Quy chế ban hành kèm theo Quyết định số 1287/2002/QĐ-NHNN ngày 22/11/2002. Theo đó, các TCTD phát hành giấy tờ có giá ngắn hạn là các TCTD được thành lập và hoạt động theo Luật các tổ chức tín dụng và đáp ứng đầy đủ các điều kiện của quy chế này. Việc phát hành các giấy tờ có giá của các TCTD đã góp phần đa dạng hóa các công cụ huy động vốn và tạo điều kiện phát triển thị trường thứ cấp ở Việt Nam.

Tuy nhiên, do các tổ chức tín dụng không thường xuyên phát hành các loại giấy tờ có giá ngắn hạn (chủ yếu là kỳ phiếu) mà chỉ khi cần vốn đầu tư ngắn hạn mới phát hành. Việc huy động nguồn vốn từ việc phát hành các giấy tờ có giá chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng nguồn vốn huy động của các TCTD và lượng công cụ này còn chưa nhiều và chưa đủ sức hình thành một thị trường thứ cấp.

(ii) Đối với thị trường nội tệ liên ngân hàng (LNH)

Thị trường nội tệ LNH được hình thành theo Quyết định số 136/QĐ-NHNN ngày 10/3/1993 của Thống đốc NHNN, dưới hình thức ban đầu là thị trường tập trung, có tổ chức qua NHNN. NHNN vừa là người tổ chức, điều hành thị trường, vừa là thành viên thị trường, có thể cho các thành viên vay hoặc bảo lãnh việc vay vốn giữa các thành viên. Từ năm 1997, thị trường nội tệ LNH dần tự phát chuyển sang hình thức bán tập trung, cung cầu vốn không được cân đối thông qua sự can thiệp của NHNN. Ngày 15/10/2001, Thống đốc NHNN ra Quyết định số 1310/2001/QĐ-NHNN về Quy chế vay vốn giữa các TCTD, cho phép các tổ chức cho vay và đi vay có thể thoả thuận về mức vay, lãi suất vay, thời hạn vay, đảm bảo tiền vay và cách thức giao dịch. Sau khi Quyết định này được ban hành, thị trường nội tệ LNH chính thức được tự do hóa, toàn bộ các giao dịch được thực hiện trực tiếp giữa các thành viên, NHNN chỉ tác động đến cung cầu về vốn và nhu cầu thanh khoản thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Thời hạn của các giao dịch trong thời gian gần đây được áp dụng khá linh hoạt và phù hợp với thông lệ quốc tế. Hình thức giao dịch của thị trường nhìn chung khá đa dạng, bước đầu đáp ứng được nhu cầu giao dịch của các ngân hàng.

Lãi suất trên thị trường nội tệ LNH được thiết lập dựa trên cơ sở bình quân hóa lãi suất chào của các NHTM do NHNN lựa chọn. Thông thường lãi suất này thấp hơn lãi suất cho vay bình quân của các TCTD đối với khách hàng và tương đương với lãi suất đấu thầu tín phiếu Kho bạc. Lãi suất này thường thấp hơn so với lãi suất cơ bản do NHNN quy định. Do thị trường nội tệ LNH là một thị trường vốn ngắn hạn bán buôn nên lãi suất hình thành trên thị trường này luôn là một biến số nhạy cảm và được coi như lãi suất tham chiếu trên TTFT. Lãi suất này là cơ sở để các TCTD tham khảo và xác định các loại lãi suất huy động và lãi suất cho vay đối với các loại khách hàng trên thị trường tín dụng.

Đối với NHNN, lãi suất trên thị trường nội tệ LNH là lãi suất tham chiếu quan trọng trong điều hành chính sách tiền tệ quốc gia.

Tuy nhiên, cần phải lưu ý rằng lãi suất trên thị trường LNH Việt Nam đôi khi vẫn được hình thành theo cách ngẫu nhiên, mang tính tự phát và cá biệt, chưa phản ánh chính xác quan hệ cung cầu và xu hướng vận động của TTFT nói chung. Chính vì vậy, lãi suất thị trường nội tệ LNH, cũng như các hoạt động trên thị trường chưa thực sự là nguồn thông tin hiệu quả phục vụ cho việc điều hành CSTT. Chẳng hạn, vào đầu năm 2008 là do thiếu thanh khoản trầm trọng trong hệ thống NHTM đã đẩy mức lãi suất qua đêm lên đến mức cao kỷ lục là 43% vào tháng 2/2008, trong khi đó lãi suất trên thị trường mở rộng chỉ ở mức cao nhất là 18% [80]. Trên thị trường hình thành những nhóm ngân hàng thường xuyên cung ứng tiền đồng mà chủ yếu là các NHTM nhà nước, và ngược lại nhóm NHTMCP và chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh thường có nhu cầu vay tiền đồng. Việc điều chuyển vốn giữa các ngân hàng thường chỉ theo một chiều giữa nhóm ngân hàng thường cho vay và nhóm ngân hàng thường đi vay.

(iii) Đối với thị trường ngoại tệ liên ngân hàng và thị trường ngoại hối.

Thị trường ngoại tệ LNH ra đời theo Quyết định số 203/QĐ-NH ngày 20/10/1994, với các thành viên là các tổ chức được phép kinh doanh ngoại hối trong đó NHNN vừa là người điều hành thị trường vừa là người mua bán cuối cùng với khối lượng lớn các loại ngoại tệ để can thiệp vào thị trường khi cần thiết. Việc công bố tỷ giá chính thức dựa trên tỷ giá bình quân trên thị trường ngoại tệ LNH.

Thị trường ngoại tệ LNH trong những năm qua đã có những bước phát triển đáng kể, đạt mức giao dịch khá cao, là nơi kết nối cung cầu ngoại tệ của các tổ chức tín dụng. Đây cũng là nơi mà NHNN nắm bắt được cung cầu thị trường và có những can thiệp kịp thời, tạo điều kiện cho các ngân hàng tháo gỡ khó khăn trong cân đối ngoại tệ, góp phần ổn định tỷ giá. Mặc dù trên thị trường thế giới có nhiều diễn biến phức tạp, tác động xấu đến thị trường ngoại hối nước ta, nhưng với nhiều nỗ lực từ phía các thành viên tham gia, sự can thiệp hợp lý vào những thời điểm cấp bách, những chính sách quản lý ngoại hối hiệu quả của NHNN đã giúp cho thị trường LNH đứng vững trước những biến động đó. Trong tổng lượng giao dịch trên thị trường, giao dịch giữa NHNN và các NHTM nhằm mục đích can thiệp thị trường chiếm tới 60-70%. Đến cuối năm 2007, thị trường ngoại tệ LNH đã có 59 thành viên. Thông qua các hoạt động mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ LNH, các ngân hàng thành viên có thể hỗ trợ cho nhau nhu cầu về vốn, tăng khả năng giao dịch và đặc biệt là hình thành tỷ giá sát với cung cầu thực tế trên thị trường.

Cho đến nay, các giao dịch trên thị trường vẫn chủ yếu là giao dịch giao ngay, chiếm 90% tổng số giao dịch. Giao dịch kỳ hạn được đưa vào áp dụng theo quyết định số 17/1998/QĐ-NHNN ngày 10/1/1998. Tháng 7 năm 2001, nhằm đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn bằng tiền đồng của các NHTM, NHNN ban hành Quyết định số 893 và 894/2001/QĐ-NHNN về việc thực hiện nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ giữa NHNN và các NHTM. Gần đây, giao dịch quyền chọn, một phương thức giao dịch hiện đại trên thị trường ngoại hối quốc tế, đã được đưa vào áp dụng tại Việt Nam theo văn bản số 134/NHNN-QLNH ra ngày 12/2/2003, quy định về việc có thể xem xét để cho một số ngân hàng được phép thí điểm thực hiện nghiệp vụ này. Từ đầu năm 2006, một số NHTM đã được NHNN cho phép thực hiện thí điểm nghiệp vụ quyền chọn đối với đồng Việt Nam.

Bên cạnh thị trường ngoại tệ LNH, hoạt động mua, bán ngoại tệ giữa các TCTD và khách hàng diễn ra khá sôi động. Ở đây, tỷ giá mua, bán dựa trên tỷ giá chính thức do NHNN công bố. NHNN còn ban hành một loạt những quy định về quản lý ngoại hối, gần đây nhất là *Pháp lệnh ngoại hối* được Ủy ban thường vụ Quốc hội thông qua ngày 13/12/2005 và có hiệu lực kể từ ngày 1/6/2006. Pháp lệnh

được đánh giá là thống nhất các hoạt động ngoại hối, hướng tới một thị trường ngoại hối mở, tự do hóa và minh bạch.

(iv) Đối với Thị trường tín phiếu Kho bạc

Thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc qua NHNN được thành lập theo Quyết định số 61-QĐ/NH19 ngày 8/3/1995 và đưa vào hoạt động từ tháng 6/1995. Đây là một kênh huy động vốn rất quan trọng để đáp ứng kịp thời nguồn vốn cho Ngân sách Nhà nước (NSNN) nói riêng và cho nền kinh tế nói chung. Đặc biệt từ tháng 7/2000, thị trường tín phiếu Kho bạc trở thành nguồn cung cấp hàng hóa chủ yếu cho nghiệp vụ thị trường mở.

Sự phát triển của thị trường tín phiếu kho bạc trong thời gian qua có nguyên nhân chủ yếu là do kết quả của sự nỗ lực của Chính phủ mà trước hết là của NHNN và Bộ Tài chính trong quá trình điều hành thị trường. Điều này thể hiện:

- Trước hết, để đáp ứng kịp thời nhu cầu chi tiêu của NSNN, Chính phủ đã tích cực huy động vốn qua việc phát hành tín phiếu kho bạc nhà nước thay vì trông đợi vào nguồn viện trợ hay phát hành thêm tiền để chi tiêu như trước đây. Điều này thể hiện ở số phiên tổ chức đấu thầu và kết quả trúng thầu tăng nhanh qua các năm.

Bảng 2.4: Tổng hợp kết quả trúng thầu tín phiếu Kho bạc từ 2000 - 2009

Năm	Số phiên giao dịch	Khối lượng trúng thầu (tỷ đồng)	Tốc độ tăng qua các năm (%)
2000	43	4.441	147,4
2001	46	3.787	- 85,3
2002	50	8.142	215
2003	51	15.901	195,3
2004	48	18.590	116,9
2005	60	21.304	114,6
2006	70	12.410	- 58,3
2007	65	10.220	- 82,4
2008	N/A	20.070	195,9
2009*	N/A	N/A	N/A

Nguồn: [35] Các báo cáo thường niên của Ngân hàng Nhà nước từ 2000-2008, năm 2009 chưa có báo cáo thường niên.

- Trong thời gian đầu mới đi vào hoạt động, hàng hóa trên thị trường TPKB còn hết sức nghèo nàn về chủng loại, chỉ có Tín phiếu kho bạc Nhà nước phát hành bằng nội tệ (VNĐ). Chính điều này đã làm giảm tính hấp dẫn của thị trường TPKB đối với các nhà đầu tư. Nhận thức được điều này, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 19/2004/TT-BTC ngày 18/3/2004 hướng dẫn việc đấu thầu tín phiếu kho bạc và trái phiếu ngoại tệ. Theo đó, có hai loại trái phiếu đang được đấu thầu tại NHNN là: Tín phiếu kho bạc Nhà nước và Trái phiếu Chính phủ bằng ngoại tệ (trái phiếu ngoại tệ). Ngoài ra, kỳ hạn tín phiếu Kho bạc đến nay đã đa dạng hơn trước, gồm 364 ngày, 273 ngày và 182 ngày.

- Quy chế và Quy trình đấu thầu TPKB đã được cải tiến theo hướng giảm bớt các khâu để công tác đấu thầu thực hiện nhanh gọn và hiệu quả, cải tiến công nghệ phục vụ đấu thầu TPKB. Đặc biệt là với *Quy chế đấu thầu Trái phiếu chính phủ* kèm theo Quyết định 935/2004/QĐ-NHNN ngày 23/7/2004 của Thống đốc NHNN đã cho phép tổ chức hình thức đấu thầu kết hợp cả cạnh tranh và không cạnh tranh lẫn suất trong một phiên đấu thầu. Đặc biệt, ngày 10/10/2008, Ngân hàng Nhà nước có *Văn bản số 9183/NHNN-SGD* gửi Tổng Giám đốc các tổ chức tín dụng thông báo việc tổ chức đấu thầu tín phiếu Kho bạc qua mạng tin học, đã làm cho công tác đấu thầu được nhanh gọn và hiệu quả hơn.

- Ngoài ra, công tác điều hành thị trường của Ban đấu thầu đã có những bước tiến quan trọng trong việc đổi mới phương thức hoạt động đặc biệt chủ động tìm hiểu nguyên nhân và đánh giá thực trạng của các TCTD trong việc tham gia nghiệp vụ đấu thầu TPKB. Thông qua Hội nghị khách hàng hàng năm, ban đấu thầu Liên Bộ đã có tổng kết đánh giá về hoạt động thị trường, tìm biện pháp khắc phục những khó khăn, tồn tại giúp thị trường hoạt động ổn định và hiệu quả.

(v) Đối với Thị trường tín phiếu NHNN

Vào đầu những năm 1990, bên cạnh việc sử dụng các công cụ trực tiếp điều hành chính sách tiền tệ, NHNN Việt Nam đã phát hành tín phiếu NHNN để góp phần điều hành chính sách tiền tệ. Việc sử dụng tín phiếu NHNN giúp NHNN tăng tính độc lập, nhưng cũng đòi hỏi sự phối hợp giữa NHNN và Bộ Tài chính để nhằm tránh trường hợp phân đoạn thị trường (giữa thị trường tín phiếu Kho bạc và thị trường tín phiếu NHNN).

Để trở thành công cụ giao dịch trên TTTT, từ năm 1999 đến nay, NHNN đã bổ sung và hoàn thiện các quy chế mới về tín phiếu NHNN. Mục tiêu chính của việc phát hành công cụ tín phiếu NHNN là chuẩn bị công cụ cho thị trường mở, điều tiết nguồn vốn ngắn hạn theo mục đích của chính sách tiền tệ. Tuy nhiên hiện nay, mục tiêu này vẫn chưa đạt được do các tổ chức tín dụng vẫn coi tín phiếu NHNN là một công cụ để đầu tư hơn là công cụ của TTTT. Do vậy để đối phó với tình trạng lạm phát cao xảy ra vào cuối năm 2007 và đầu năm 2008, ngày 13/2/2008, NHNN thông báo sẽ phát hành tín phiếu bắt buộc vào ngày 17/3 đối với 41 ngân hàng thương mại với tổng giá trị tín phiếu phát hành là 20.300 tỷ đồng, kì hạn là 364 ngày, lãi suất là 7,80%/năm nhưng việc thực hiện chỉ mang tính hình thức, thiếu nghiêm túc, nhiều NHTM đã có công văn xin NHNN được hoãn mua tín phiếu NHNN. Mặc dù trước mắt việc phát hành tín phiếu NHNN còn gặp nhiều khó khăn nhưng trong tương lai, nó sẽ trở thành công cụ quan trọng trên TTTT, làm cho việc điều hòa vốn ngắn hạn trên TTTT linh hoạt hơn, góp phần nâng cao hiệu lực của chính sách tiền tệ.

(vi) Đối với Thị trường mở

Hoạt động thị trường mở về bản chất là hoạt động mua, bán các giấy tờ có giá (GTCG) giữa NHTW với các đối tác được lựa chọn nhằm điều tiết lượng tiền cung ứng vào lưu thông. Về mặt lý thuyết và thực tiễn ở các nước, nghiệp vụ thị trường mở được xem là công cụ quan trọng nhằm thực hiện chính sách tiền tệ. Nhận thấy vai trò quan trọng này, nghiệp vụ thị trường mở đã được đưa vào Luật NHNN năm 1997, trong đó tại Khoản 4 Điều 9 có ghi rõ: “Nghiệp vụ thị trường mở là nghiệp vụ mua, bán các giấy tờ có giá ngắn hạn do NHNN thực hiện trên thị trường tiền tệ nhằm thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia”². Trên cơ sở quy định này, sau một thời gian dài chuẩn bị, ngày 12/7/2000, NHNN đã chính thức khai trương nghiệp vụ thị trường mở và triển khai hoạt động theo *Quy chế hoạt động thị trường mở* được ban hành kèm theo Quyết định số 85/2000/QĐ-NHNN ngày 09/3/2000 của Thống đốc NHNN. Qua quá trình hoạt động, NHNN đã không ngừng hoàn thiện cơ chế quản lý để thị trường mở ngày càng phát huy vai trò vốn có của nó. Cụ thể:

²Theo Luật sửa đổi bổ sung một số điều Luật NHNN, ban hành năm 2003, Khoản 4, Điều 9 được bổ sung, sửa đổi như sau: “Nghiệp vụ thị trường mở là nghiệp vụ mua bán ngắn hạn các giấy tờ có giá do NHNN thực hiện nhằm thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia”

Trước hết, NHNN đã hết sức nỗ lực trong việc đa dạng hóa chủng loại hàng hóa (GTCG) được giao dịch trên nghiệp vụ thị trường. Theo Công văn số 1548/CV-SGD của Giám đốc Sở giao dịch ban hành ngày 24/10/2000 hướng dẫn đăng ký mã số GTCG tham gia thị trường mở; Công văn số 737/CV-SGD ban hành ngày 09/4/2003 về việc bổ sung mã số GTCG tham gia giao dịch thị trường mở; Công văn số 2069/CV-SGD ban hành ngày 22/10/2003 về việc bổ sung mã số GTCG tham gia giao dịch thị trường mở; Quyết định số 1909/2005/QĐ-NHNN ban hành ngày 30/12/2005 của Thống đốc NHNN về việc các tổ chức tín dụng sử dụng một số loại trái phiếu trong các giao dịch tái cấp vốn của NHNN.v.v. thì hàng hóa được phép giao dịch trên thị trường mở ngày càng được đa dạng hóa. Trong những năm đầu thực hiện nghiệp vụ thị trường mở chỉ có 2 loại GTCG được giao dịch, thì đến nay đã có 8 loại GTCG được phép tham gia giao dịch trên thị trường mở.

Bảng 2.5: Danh mục giấy tờ có giá được giao dịch trên thị trường mở

Năm Danh mục GTCG	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Tín phiếu KBNN	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Tín phiếu NHNN	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Trái phiếu c. phủ				x	x	x	x	x	x	x
Trái phiếu KBNN				x	x	x	x	x	x	x
Trái phiếu đầu tư (NSTU t. toán)				x	x	x	x	x	x	x
Trái phiếu c. phủ (Quỹ HTPT p/hành)						x	x	x	x	x
Trái phiếu địa phương (UBND TPHN p/hành)						x	x	x	x	x
Trái phiếu địa phương (UBND TP HCM p/hành)						x	x	x	x	x

Nguồn: [62] Đoàn Phương Thảo “Một số đặc điểm cơ bản của nghiệp vụ thị trường mở và phân tích trường hợp của Việt Nam”, Tạp chí ngân hàng, số 9 tháng 5/2009.

Tuy nhiên, cần phải thấy rằng; mặc dù danh mục các GTCG được giao dịch trên thị trường mở ngày càng được đa dạng hóa, nhưng nếu so với các nước khác trên thế giới thì danh mục này còn khá hạn chế, bởi ở đây thiếu vắng các loại GTCG khác như: chứng chỉ tiền gửi do các NHTM phát hành, thương phiếu, hợp đồng mua lại,...thường được giao dịch rất nhiều trên thị trường mở của các nước. Đây được coi là một trong những nguyên nhân làm giảm tính thanh khoản của thị trường mở của nước ta hiện nay.

Bên cạnh việc đa dạng hóa danh mục hàng hóa giao dịch trên thị trường mở, NHNN còn từng bước đa dạng hóa các kỳ hạn của hàng hóa giao dịch. Thời gian đầu, NHNN chỉ thực hiện thống nhất một loại kỳ hạn trong một phiên đấu thầu. Điều này đã hạn chế sự lựa chọn về kỳ hạn của các thành viên thị trường. Bên cạnh đó, NHNN chỉ thực hiện giao dịch theo một chiều nhất định (mua hoặc bán giấy tờ có giá) trong một phiên và chủ yếu thực hiện việc mua giấy tờ có giá, nên các tổ chức tín dụng cũng không thể tham gia nếu không phù hợp với nhu cầu vốn của họ. Từ năm 2004, NHNN đã cho phép áp dụng thời hạn giấy tờ có giá giao dịch trong một phiên là khác nhau, rất đa dạng, khoảng 10 kỳ hạn, nhưng chủ yếu là 7 ngày, 14 ngày.

Cùng với việc đa dạng hóa danh mục, kỳ hạn của các công cụ (GTCG) được phép giao dịch trên thị trường mở, số lượng các thành viên được NHNN chấp nhận được tham gia thị trường mở ngày càng gia tăng. Các thành viên tham gia thị trường mở là các thành viên được NHNN lựa chọn trên cơ sở đáp ứng được các nguyên tắc đã được quy định. Kể từ khi Quy chế nghiệp vụ thị trường mở được ban hành kèm theo Quyết định số 01/2007/QĐ-NHNN ngày 5/01/2007 của Thống đốc NHNN và nhất là gần đây là Quyết định số 27/2008/QĐ-NHNN ngày 30/9/2008 về việc sửa đổi một số điều của Quy chế nghiệp vụ thị trường mở được ban hành kèm theo Quyết định số 01/2007/QĐ-NHNN thì thủ tục tham gia, trình tự thực hiện nghiệp vụ thị trường mở đã được cải tiến theo hướng rõ ràng, minh bạch và thuận tiện hơn cho các thành viên tham gia. Nhờ đó mà số lượng thành viên tham gia thị trường mở có sự gia tăng nhanh qua các năm gần đây và có sự đại diện của các TCTD tiêu biểu.

Bảng 2.6: Số lượng các thành viên tham gia thị trường mở

Năm Số lượng thành viên	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
NHNN VN	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
NHTM NN	4	4	4	5	5	5	5	5	3	3
NHTM CP	9	10	10	11	13	14	17	23	32	32
NH nước ngoài	4	4	5	5	6	7	9	11	14	14
NH liên doanh	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Công ty tài chính	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Quỹ TDNDTW	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Tổng số	21	22	23	25	28	30	35	44	56	56

Nguồn: [62] Đoàn Phương Thảo “*Một số đặc điểm cơ bản của nghiệp vụ thị trường mở và phân tích trường hợp của Việt Nam*”, *Tạp chí ngân hàng*, số 9 tháng 5/2009.

Cần phải lưu ý rằng, mặc dù số lượng thành viên tham gia thị trường hiện nay đã tăng gấp hơn 2,5 lần so với những năm đầu mới đi vào hoạt động, nhưng chỉ chiếm khoảng 45% tổng số các tổ chức tín dụng hiện có và tập trung chủ yếu ở nhóm các NHTM CP [62]. Điều này cho thấy mức độ tham gia của các thành viên còn khá hạn chế so với tiềm năng, và thực tế có nhiều TCTD thực sự có nhu cầu giao dịch vốn trên thị trường mở nhưng không có cơ hội do không đủ điều kiện tham gia thị trường. Thực tế này đòi hỏi NHNN cần nhanh chóng có những chính sách “cởi mở” hơn, tạo điều kiện cho các TCTD có nhu cầu thực sự tham gia, từ đó gia tăng thêm số lượng các thành viên tham gia thị trường. Điều này đặc biệt có ý nghĩa khi mà Việt Nam đang ngày càng hội nhập sâu vào nền kinh tế thế giới và ngày càng có nhiều hơn sự xuất hiện của các tổ chức tài chính quốc tế.

Mặt khác, phương thức giao dịch trên thị trường mở cũng ngày càng đa dạng, linh hoạt hơn. Trước đây, khi mới đi vào hoạt động việc đấu thầu được tổ chức theo hình thức đấu thầu lái suất, xét thầu đối với từng thành viên. Hiện nay, thị trường mở ở Việt Nam đang thực hiện giao dịch theo phương thức đấu thầu cạnh tranh lái suất có kết hợp cả phương thức đấu thầu khối lượng áp dụng theo lái suất trúng thầu trong đấu thầu cạnh tranh lái suất. Việc kết hợp giữa 2 phương thức đấu thầu nói trên vừa đảm bảo nguyên tắc thị trường và vừa khuyến khích các thành

viên tham gia giao dịch trên thị trường mở, tạo điều kiện để nhà phát hành (chủ yếu là NHNN) có thể đạt được mức phát hành dự kiến.

Để phát triển thị trường mở, ngoài việc cố gắng tạo ra những cơ chế để đa dạng hóa danh mục hàng hóa giao dịch, tăng số lượng các thành viên tham gia và áp dụng các phương thức đấu thầu linh hoạt, NHNN còn chủ động từng bước tăng “tần số” các phiên giao dịch, làm cho tổng số phiên giao dịch tăng nhanh qua các năm. Trong những năm đầu (2000-2001), khi mới triển khai nghiệp vụ thị trường mở, các phiên giao dịch được tổ chức định kỳ với chu kỳ 10 ngày/phiên. Bước sang năm 2002, NHNN đã tăng “tần số” giao dịch trên thị trường mở lên 2 phiên/tuần và thông báo rõ định kỳ các phiên giao dịch cho các thành viên tham gia thị trường. Việc tăng cường số phiên giao dịch trong một tuần đã phần nào giúp các thành viên tham gia chủ động, linh hoạt và kịp thời điều chỉnh lượng vốn khả dụng đáp ứng yêu cầu kinh doanh tiền tệ của mình. Ngoài ra, trong những trường hợp đặc biệt (như các năm 2007, 2008) NHNN đã tổ chức các phiên đấu thầu đột xuất theo ngày, thậm chí nhiều ngày tổ chức tới 2- 3 phiên để đáp ứng yêu cầu của thị trường. Dẫn đến số phiên giao dịch trong 2 năm 2007 và 2008 tăng nhanh so với các năm trước. Tổng số phiên giao dịch năm 2007 đạt ở mức 355 phiên, đặc biệt năm 2008 đã đạt đến mức kỷ lục là 402 phiên, gấp hơn 20 lần so với những năm đầu đi vào hoạt động (*xem bảng 2.2*).

Chính từ sự tăng số lượng các phiên giao dịch trong tuần và số lượng các thành viên tham gia, nên thị trường mở thực sự trở thành công cụ hiệu quả để NHNN thực hiện chính sách tiền tệ (CSTT). Trong năm 2007 NHNN đã đạt được thành công lớn trong việc sử dụng nghiệp vụ thị trường mở để can thiệp vào vốn khả dụng của NHTM và thu hút bớt tiền từ lưu thông về, kiềm chế lạm phát. Tổng khối lượng giấy tờ có giá ngắn hạn mà NHNN mua vào kỳ hạn ngắn lên tới 59.011 tỷ đồng để đáp ứng kịp thời nhu cầu vốn khả dụng cho các NHTM. Nhưng cũng trong năm 2007, để kiềm chế lạm phát NHNN đã bán ra một lượng lớn tín phiếu NHNN và các GTCG, tổng doanh số bán ra là 356.850 tỷ đồng, đạt mức cao nhất từ trước đến nay. Con số đó cũng cho thấy mức độ thu hút tiền về của NHNN là rất lớn. Sang năm 2008, diễn biến lại theo chiều ngược lại. Trong những tháng đầu năm 2008, để tiếp tục kiềm chế lạm phát NHNN đã bán ra một lượng tín phiếu NHNN và GTCG để thu bớt tiền trong lưu thông về, tổng khối lượng bán ra là 88.859 tỷ

đồng. Tuy nhiên, về cuối năm, khi lạm phát đã được chặn đứng và nền kinh tế đang phải đối mặt với tình trạng suy thoái do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu thì NHNN phải thực hiện CSTT “nới lỏng” để đưa nền kinh tế nhanh chóng thoát khỏi suy thoái. Tổng khối lượng các GTCG mà NHNN mua vào nhằm “bơm thêm” vốn khả dụng cho các TCTD trong năm 2008 lên tới 947.205 tỷ đồng.

Cuối cùng, thị trường mở của Việt Nam sẽ không thể có được những kết như hiện nay nếu như thiếu sự nỗ lực của NHNN trong việc cải tiến, hoàn thiện các thủ tục giao dịch nghiệp vụ thị trường mở. Thời gian đầu, NHNN chưa cho phép đăng ký lưu ký giấy tờ có giá thông qua trang web của NHNN mà các TCTD khi có nhu cầu phải đến trực tiếp Sở giao dịch NHNN để hoàn thành các thủ tục lưu ký. Các thủ tục khá phiền hà, nhiều khi gây khó khăn cho các thành viên tham gia đấu thầu. Các thủ tục giao dịch nghiệp vụ thị trường mở dần được cải tiến, cơ chế hoạt động tiếp tục được hoàn thiện. Năm 2004, NHNN đã ban hành Quy chế lưu ký giấy tờ có giá tại NHNN ban hành kèm theo Quyết định số 1022/2004/QĐ-NHNN ngày 17/8/2004. Đây là cơ sở pháp lý tạo điều kiện cho các TCTD thực hiện thống nhất việc lưu ký các giấy tờ có giá phục vụ cho các giao dịch trên TTTT được thuận lợi, đơn giản hơn. Đặc biệt, từ 15/12/2004, NHNN đã bắt đầu giao dịch đặt thầu và đấu thầu trên thị trường mở qua mạng tin học, tạo thuận lợi cho các thành viên tham gia thị trường.

(vii) Các hoạt động nghiệp vụ khác của NHNN trên TTTT

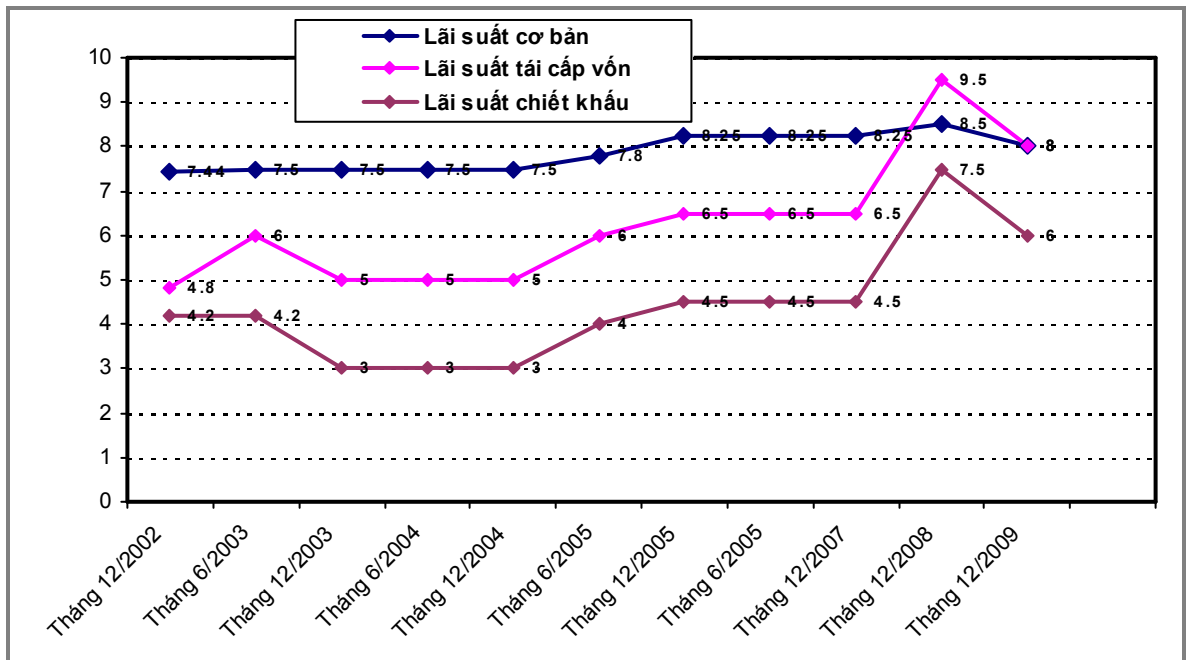
Bên cạnh nghiệp vụ thị trường mở, NHNN cũng được từng bước đổi mới, hoàn thiện nghiệp vụ tái cấp vốn theo hướng nâng cao hiệu quả điều tiết tiền tệ gián tiếp của NHNN theo quy luật thị trường. Đến nay tái cấp vốn của NHNN cho các NHTM chủ yếu được thực hiện dưới các hình thức chiết khấu, tái chiết khấu, cho vay có đảm bảo bằng cầm cố giấy tờ có giá. Các hình thức cho vay theo chỉ định của Chính phủ trước đây (từng chiếm tỷ trọng lớn trong cho vay tái cấp vốn) đã giảm mạnh qua các năm. Thủ tục, quy trình xử lý đề nghị vay tái cấp vốn từng bước được tinh giản, tạo thuận lợi cho các ngân hàng. Cơ chế tái cấp vốn được áp dụng bình đẳng cho tất cả các ngân hàng, không phân biệt loại hình sở hữu. Đặc biệt từ năm 2003, thực hiện Luật sửa đổi một số Điều Luật Ngân hàng Nhà nước, NHNN đã cho phép cả các giấy tờ có giá dài hạn như các loại trái phiếu Chính phủ được sử dụng trong các giao dịch giữa NHNN và các NHTM. Điều này làm tăng đáng kể

khối lượng giấy tờ có giá được giao dịch với NHNN, mở rộng khả năng tiếp cận của các ngân hàng đối với các kênh hỗ trợ vốn của NHNN, tạo điều kiện nâng cao khả năng điều tiết của NHNN đối với TTTT. Đến nay, bên cạnh các NHTMQD, khá nhiều NHTMCP, ngân hàng liên doanh và chi nhánh ngân hàng nước ngoài đã tiếp cận các kênh hỗ trợ vốn nêu trên của NHNN.

Mặc dù cơ chế tái cấp vốn không có sự phân biệt đối xử đối với các ngân hàng khác nhau, nhưng thực tế tái cấp vốn vẫn chủ yếu thực hiện đối với các NHTM nhà nước, các NHTMCP ít được tái cấp vốn do thường không đủ các điều kiện tái cấp vốn. Tuy nhiên, cho đến nay, khá nhiều NHTMCP, ngân hàng liên doanh và chi nhánh ngân hàng nước ngoài đã tiếp cận các kênh hỗ trợ vốn của NHNN.

Lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu ngày càng được điều hành linh hoạt, phù hợp với mục tiêu CSTT trong từng thời kỳ. Từ năm 2003, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu được điều chỉnh dần để hình thành khung lãi suất theo định hướng thị trường. Cùng với việc điều chỉnh lãi suất chiết khấu để trở thành lãi suất sàn, NHNN đã thực hiện phân bổ hạn mức chiết khấu cho các NHTM. Qua đó, nghiệp vụ chiết khấu được điều hành như một kênh hỗ trợ vốn thường xuyên với giá rẻ từ NHNN. Trong khi đó, nghiệp vụ cho vay có bảo đảm bằng cầm cố giấy tờ có giá áp dụng lãi suất tái cấp vốn là mức lãi suất trần để NHNN từng bước thực hiện vai trò là người cho vay cuối cùng trên thị trường.

Nghiệp vụ chiết khấu, tái chiết khấu các giấy tờ có giá ngắn hạn đã góp phần nhất định trong việc thực thi CSTT của NHNN khi TTTT, thị trường vốn của Việt Nam chưa hoàn thiện. Thông qua nghiệp vụ chiết khấu, các NHTM đã được đáp ứng nhu cầu vốn để đảm bảo khả năng thanh toán và tăng trưởng tín dụng khi nhu cầu vay vốn không thể đáp ứng được trên các thị trường hiện có như thị trường mở, thị trường nội tệ liên ngân hàng, vay cầm cố tại NHNN. Tuy vậy, nghiệp vụ này cũng mới chỉ tập trung vào các NHTM NN là các đối tượng có nguồn vốn tương đối dồi dào, nắm giữ lượng giấy tờ có giá được chấp nhận chiết khấu tương đối lớn, các NHTMCP, liên doanh, do những hạn chế nhất định về lượng giấy tờ có giá hiện đang nắm giữ và những yếu tố chủ quan, khách quan khác nên chưa tiếp cận được nhiều với nghiệp vụ này của NHNN.



Biểu đồ 2.7: Diễn biến lãi suất của NHNN Việt Nam thời gian qua (2002-2009)

Nguồn: tác giả tự tổng hợp dựa trên số liệu các báo cáo thường niên từ năm 2002 đến 2008 và các số liệu khác của NHNN năm 2009

Ngoài các kênh hỗ trợ vốn ngắn hạn của NHNN thông qua nghiệp vụ thị trường mở, nghiệp vụ tái cấp vốn, NHNN còn thực hiện cho vay thấu chi và cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng. Thêm vào đó, từ 7/2001, NHNN bắt đầu thực hiện nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ để hỗ trợ các tổ chức tín dụng gặp khó khăn tạm thời về vốn khả dụng VND và nhằm đạt được mục tiêu của chính sách tiền tệ. Nghiệp vụ này được sử dụng như một công cụ chính sách tiền tệ, góp phần giải quyết tình trạng bất hợp lý về vốn VND và vốn ngoại tệ của các tổ chức tín dụng trong tình trạng nền kinh tế bị đô la hóa cao như Việt Nam. Thực tế công cụ này đã phát huy tác dụng trong những thời điểm các NHTM thực sự khan hiếm về vốn khả dụng VND, nhất là đối với các ngân hàng nước ngoài có ngoại tệ dư thừa nhưng lại khó khăn về vốn VND và không sở hữu giấy tờ có giá ngắn hạn nên không có điều kiện tiếp cận các kênh hỗ trợ vốn khác của NHNN.

Tuy nhiên các giao dịch hoán đổi vẫn chưa được thực hiện thường xuyên. Thực tế, các NHTM chỉ thực hiện nghiệp vụ này vào thời điểm khó khăn nghiêm trọng về khả năng thanh toán. Hơn nữa, thủ tục giao dịch hoán đổi giữa NHNN với các NHTM bằng con đường công văn và NHTM phải chứng minh được tình hình

thiếu vốn khả dụng bằng tiền đồng, lúc đó NHNN mới xem xét quyết định. Như vậy, nghiệp vụ này chưa mang tính thị trường và chưa thực sự đáp ứng được các tình huống kinh doanh diễn ra hàng ngày của các NHTM.

2.2.1.2. Đánh giá về vai trò của Nhà nước đối với quá trình phát triển của thị trường tiền tệ Việt Nam.

(1) Những kết quả đạt được:

Sự phát triển của TTTT Việt Nam đã đóng vai trò quan trọng trong việc điều tiết cung cầu về nguồn vốn ngắn hạn nhằm hỗ trợ cho các hoạt động sản xuất, kinh doanh, dịch vụ, đời sống của các chủ thể trong nền kinh tế. Đặc biệt, TTTT đã thực hiện chức năng cân đối, điều hòa nguồn vốn giữa các ngân hàng, góp phần hỗ trợ cho các ngân hàng đảm bảo khả năng thanh toán, hoạt động an toàn và hiệu quả. Trong đó nhà nước đóng vai trò hết sức quan trọng thể hiện trên một số mặt sau :

***Thứ nhất:** Đã hình thành một khuôn khổ pháp lý cần thiết cho hoạt động của TTTT, theo hướng hiện đại và hội nhập với thị trường tài chính - tiền tệ khu vực và thế giới.*

Nhà nước đã tập trung xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý cho hoạt động của TTTT đã từng bước được thực hiện nhằm xử lý những bất cập, khó khăn, đáp ứng được yêu cầu thực tế và phù hợp với thông lệ quốc tế. Để tạo điều kiện phát triển TTTT, tháng 5/1990, Nhà nước đã ban hành 2 Pháp lệnh ngân hàng là Pháp lệnh Ngân hàng Nhà nước và Pháp lệnh Ngân hàng, Hợp tác xã tín dụng và Công ty tài chính. NHNN đã ban hành Quyết định 1627/2001/QĐ-NHNN, ngày 31/12/2001 về quy chế cho vay của tổ chức tín dụng đối với khách hàng; ban hành quy định về hoạt động môi giới tiền tệ (Quyết định số 315/2004/QĐ-NHNN ngày 7/4/2004); quy định về việc chiết khấu, tái chiết khấu các giấy tờ có giá giữa các tổ chức tín dụng với khách hàng (Quyết định số 1325/2004/QĐ-NHNN ngày 15/10/2004) và phối hợp với Hiệp hội Ngân hàng xây dựng mẫu hợp đồng gốc Repo. NHNN cũng đã sửa đổi, bổ sung văn bản hướng dẫn đối với các giao dịch hối đoái của các tổ chức tín dụng (Quyết định số 1452/2004/QĐ-NHNN ngày 10/11/2004) và ban hành các quy định mới về các công cụ thị trường tiền tệ nhất là các công cụ phòng ngừa rủi ro (option, swap lãi suất...) phù hợp với thông lệ quốc tế. Đồng thời, NHNN đã ban hành Quyết định số 18/2007/QĐ-NHNN, ngày 25/4/2007, sửa đổi, bổ sung

Quyết định số 493/2005/QĐ-NHNN ngày 22/4/2005 của Thống đốc NHNN về việc phân loại nợ, trích lập và sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro trong hoạt động ngân hàng của tổ chức tín dụng. Ngày 20/5/2010 Thống đốc NHNN đã ký Thông tư số 13/TT-NHNN quy định về các tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của TCTD.

Bên cạnh đó, NHNN đã ban hành mới và không ngừng hoàn thiện các cơ chế, quy chế về các nghiệp vụ TTTT giữa NHNN và các TCTD như nghiệp vụ thị trường mở, nghiệp vụ chiết khấu, tái chiết khấu, cho vay có đảm bảo bằng cầm cố giấy tờ có giá; các quy định về đấu thầu tín phiếu Kho bạc, trái phiếu Chính phủ qua NHNN, quy định về lưu ký giấy tờ có giá.

Về hội nhập quốc tế, từ tháng 9/2003, NHNN đã ban hành quy định cho phép chi nhánh ngân hàng nước ngoài nâng mức huy động tiền gửi VND từ 25% lên 50% vốn được cấp để nhằm phù hợp với những cam kết trong tiến trình hội nhập.

Về quản lý ngoại hối, Ủy ban thường vụ Quốc hội đã thông qua Pháp lệnh ngoại hối ngày 13/12/2005, có hiệu lực kể từ ngày 1/6/2006. Pháp lệnh được đánh giá là thống nhất các hoạt động ngoại hối, hướng tới một thị trường ngoại hối mở, tự do hóa và minh bạch. Cùng với sự ra đời của Pháp lệnh này, ngày 5/1/2006, Quỹ tiền tệ thế giới IMF đã chính thức công nhận Việt Nam đã đáp ứng được tiêu chuẩn về tự do hóa tài khoản vãng lai, một trong những điều kiện tự do hóa để gia nhập WTO...

Thứ hai, đã tạo điều kiện để TTTT hình thành tương đối đầy đủ các bộ phận thị trường.

Thông qua các hoạt động trên TTTT, NHNN Việt Nam đã thực hiện điều tiết tiền tệ nhằm thực thi chính sách tiền tệ quốc gia, thúc đẩy TTTT phát triển với tốc độ nhanh và tương đối đồng bộ. Doanh số của một số TTTT cơ bản, như thị trường liên ngân hàng, thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc, thị trường mở đã phát triển tương đối nhanh qua các năm, khiến cho quy mô của thị trường không ngừng phát triển. Các chủ thể tham gia thị trường ngày càng tích cực, bên cạnh hệ thống các NHTM còn có sự tham gia của các tổ chức tín dụng phi ngân hàng, các công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư... Hàng hóa giao dịch trên thị trường đã được hình thành tương đối đầy đủ, như tín phiếu Kho bạc, tín phiếu NHNN, chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu Chính phủ và các loại trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu chính quyền địa phương. Các nghiệp vụ cơ bản của TTTT đã từng bước được đưa vào áp dụng tại

Việt Nam như nghiệp vụ thị trường mở, chiết khấu giấy tờ có giá... một số nghiệp vụ của thị trường bậc cao như option, swap cũng đang bước đầu được thực hiện.

Thứ ba, vai trò điều tiết của các cơ quan quản lý thị trường mà đặc biệt là NHNN có những bước biến chuyển đáng kể.

NHNN đã điều tiết cung tiền chuyển từ công cụ trực tiếp sang công cụ gián tiếp, phù hợp với các thông lệ quốc tế; thực hiện tự do hóa lãi suất, điều hành linh hoạt tỷ giá sát với cung cầu vốn trên thị trường cũng như giảm dần sự can thiệp có tính hành chính vào hoạt động cho vay của các NHTM. Nhờ vậy mà giá cả trên thị trường dần được xác định theo quan hệ cung cầu, trong đó lãi suất thị trường liên ngân hàng cùng với lãi suất nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc đã bước đầu hình thành nên lãi suất thị trường. Đây là yêu cầu tất yếu khi nước ta đã bước vào hội nhập kinh tế quốc tế, thực hiện các cam kết tự do hóa thương mại hàng hóa và dịch vụ.

Thứ tư, đã từng bước hiện đại hóa hoạt động của TTTT

Thực hiện Chỉ thị 58/CT-TU ngày 17/10/2000 của Bộ Chính trị về “Đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin phục vụ sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa”, từ năm 2001, thông qua việc ứng dụng công nghệ tin học vào hoạt động giao dịch và kiểm soát được thị trường năng lực công nghệ của NHTM Việt Nam tăng lên đáng kể. Đến nay, đã có hơn 80% các nghiệp vụ ngân hàng được xử lý bằng máy, trong đó phải kể đến việc ứng dụng thanh toán điện tử liên ngân hàng, hệ thống thanh toán bù trừ điện tử, hệ thống thanh toán quốc tế SWIFT, hệ thống chuyển tiền điện tử, hệ thống đấu thầu tín phiếu Kho bạc, hệ thống nghiệp vụ thị trường mở... Việc xây dựng và cài đặt chương trình hệ thống thiết bị phục vụ giao dịch qua mạng vi tính giữa các thành viên được thực hiện trôi chảy và đảm bảo an toàn bảo mật. Đây là bước phát triển quan trọng và cần thiết để phát triển TTTT hiệu quả và an toàn hội nhập với thị trường quốc tế.

Thứ năm, TTTT Việt Nam đã từng bước hội nhập kinh tế quốc tế.

Lộ trình mở cửa thị trường dịch vụ ngân hàng theo các cam kết với Mỹ và ASEAN đến năm 2010 đang được thực hiện một cách tích cực với việc dần gỡ bỏ những rào cản cho việc thành lập các chi nhánh ngân hàng nước ngoài ở Việt Nam. Từ tháng 9/2003, các chi nhánh ngân hàng nước ngoài được phép nâng mức huy động đồng Việt Nam lên 50% so với trước đây là 25%. Bên cạnh đó, hệ thống ngân

hàng Việt Nam cũng đang có những bước chuẩn bị cho việc phải cạnh tranh với các ngân hàng và công ty tài chính quốc tế lớn khi thị trường dịch vụ tài chính hoàn toàn mở cửa cho các ngân hàng Mỹ vào năm 2010 theo Hiệp định thương mại Việt - Mỹ. Các công tác cơ cấu lại các NHTM, tăng cường năng lực tài chính cho các ngân hàng (tăng vốn điều lệ, giảm nợ xấu) đang được thực hiện một cách tích cực. Hệ thống pháp luật cũng đang được rà soát, đối chiếu cho phù hợp với các hiệp định mà nước ta đã ký kết, nhất là WTO.

(2) Những hạn chế và nguyên nhân:

(i) Về hạn chế:

Thứ nhất, vai trò điều hành chính sách tiền tệ của NHNN chưa thực sự hiệu quả.

Việc thay đổi các lãi suất chính sách như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu, lãi suất cơ bản của NHNN chưa thực sự phát huy hiệu quả vai trò kích thích tăng giảm nhu cầu tiền tệ. Nhiều tác động của NHNN làm cho các NHTM phản ứng rõ nét trên thị trường huy động và cho vay theo chiều hướng mong muốn của NHNN không đạt hiệu quả. Chẳng hạn trong những tháng cuối năm 2007 khi lãi suất huy động và cho vay của các NHTM tăng, NHNN thực hiện cung ứng một lượng tiền nhằm bình ổn lãi suất thị trường và ổn định mức lãi suất chỉ đạo, nhưng hành động đó cũng không làm cho các NHTM phản ứng đúng theo chiều hướng mong muốn của NHNN. Lãi suất thị trường huy động vốn không những không giảm mà vẫn có xu hướng tăng nhẹ.

Thứ hai, TTTT Việt Nam vẫn còn phát triển ở mức độ thấp xét trên cả góc độ quy mô, hiệu quả và tính cạnh tranh của thị trường.

Nhu cầu về vốn ngắn hạn cho nền kinh tế vẫn đè nặng lên hoạt động tín dụng truyền thống từ các NHTM. Thị trường mua bán ngắn hạn các giấy tờ có giá còn rất hạn chế, thị trường thứ cấp hầu như chưa có. TTTT sơ cấp hoạt động còn hạn chế, chưa thu hút được đông đảo thành viên tham gia và chưa thể hiện được tính chuyên nghiệp của thị trường. TTTT thứ cấp hoạt động còn rất ít khiến vai trò luân chuyển vốn của thị trường kém linh hoạt. Ngoại trừ nghiệp vụ thị trường mở của NHNN, các hoạt động mua bán lại các giấy tờ có giá diễn ra ở một số NHTM (mua lại công trái, trái phiếu Chính phủ), nhưng doanh số rất nhỏ và không thường xuyên.

Thứ ba, môi trường và điều kiện chưa thật thuận lợi nên thành viên tham gia thị trường còn rất hạn chế cả về số lượng và trình độ.

Đến nay, lượng thành viên tham gia các nghiệp vụ TTTT vẫn còn hạn hẹp. Chẳng hạn, trên thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc, thành viên chủ yếu vẫn là các NHTMNN. Ngoài ra, có khoảng 10 NHTMCP, ngân hàng liên doanh, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đã bước đầu tham gia nghiệp vụ này. Trong các giao dịch nghiệp vụ tiền tệ giữa NHNN và các ngân hàng, ngoài các NHTMNN, cũng chỉ có khoảng hơn 10 NHTMCP, chi nhánh ngân hàng nước ngoài là thành viên thường xuyên tham gia. Đặc biệt, trên thị trường nội tệ liên ngân hàng đã hình thành nhóm các ngân hàng thường xuyên cung ứng nguồn tiền đồng chủ yếu là NHTMNN và ngược lại nhóm các NHTMCP và chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh là các ngân hàng thường có nhu cầu vay tiền đồng. Việc điều chuyển vốn thường chỉ diễn ra một chiều giữa các ngân hàng thường cho vay và các ngân hàng thường đi vay. Trên thực tế thị trường hầu như chưa hình thành các thành viên có tính chuyên nghiệp như các nhà môi giới, các nhà tạo lập thị trường, các công ty đánh giá xếp loại... Điều này làm hạn chế sự phát triển của thị trường. Trong khi đó, chủ thể quan trọng nhất trên thị trường là các NHTM Việt Nam còn yếu về năng lực tài chính, quản lý và công nghệ.

Thứ tư, hoạt động trên TTTT còn tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Cơ chế tín dụng của các NHTM Việt Nam vẫn chưa hợp lý, chứa đựng nhiều rủi ro. Hiện nay chỉ có khoảng 30% tổng vốn huy động của các NHTM là vốn trung và dài hạn (trên 12 tháng) trong khi hệ thống NH cần phải cho vay trung và dài hạn với nền kinh tế vì TTCK Việt Nam chưa phát triển (hơn 70% nguồn vốn của doanh nghiệp là đi vay ngân hàng). Do vậy đã buộc Việt Nam phải sử dụng nguồn vốn huy động ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn. Tỷ lệ sử dụng nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của các NHTM vào khoảng 40-50%, vượt xa so với quy định của NHNN là 30% và thông lệ quốc tế là 25%. Cơ cấu huy động và cho vay vốn của các NH như hiện nay sẽ dẫn đến rủi ro thanh khoản lớn, nếu không kiểm soát sẽ rất dễ dẫn đến khủng hoảng toàn bộ hệ thống ngân hàng [35].

Bên cạnh đó, rủi ro thông tin thị trường là rất lớn, khiến cho thị trường rất dễ bị tổn thương trước những cú sốc nhẹ hoặc những thông tin thất thiệt. Cũng như sự biến động đột ngột của tỷ giá trên thị trường tự do thời gian qua và sự lên xuống chóng mặt của chỉ số chứng khoán. Qua đó có thể thấy được sự non yếu của TTTC nói chung và TTTT nói riêng.

Thứ năm, NHNN chưa thực sự quan tâm phát triển các công cụ giao dịch và loại nghiệp vụ thị trường.

Theo luật Ngân hàng Nhà nước và luật sửa đổi, bổ sung một số điều Luật Ngân hàng Nhà nước, các giấy tờ có giá ngắn hạn được giao dịch trên thị trường tiền tệ gồm tín phiếu Kho bạc, tín phiếu Ngân hàng Nhà nước, chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu Chính phủ và các loại giấy tờ có giá khác.

Hiện nay tín phiếu Kho bạc là công cụ chủ yếu của TTTT Việt Nam, chiếm khoảng 80% tổng giá trị công cụ sử dụng trên thị trường mở. Tuy nhiên lãi suất tín phiếu Kho bạc còn bị lệ thuộc bởi sự chỉ đạo, chưa phản ánh lãi suất thị trường. Kỳ hạn của tín phiếu Kho bạc còn hạn chế, các tín phiếu Kho bạc với thời hạn ngắn dưới 364 ngày ít được phát hành. Thậm chí, đến nay vẫn chưa có tín phiếu Kho bạc với kỳ hạn ngắn 1 tháng, 2 tháng, 3 tháng... Thị trường thứ cấp mua đi bán lại tín phiếu Kho bạc cũng chưa phát triển.

Một số công cụ đã được sử dụng khá phổ biến trên thị trường tiền tệ các nước như: chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu, chấp phiếu, hợp đồng mua lại, trái phiếu Euro Dollars... hầu như vẫn còn ít sử dụng ở Việt Nam. Điều này cũng làm cho nhiều NHTM khó có điều kiện đầu tư vào giấy tờ có giá, tạo công cụ tham gia các nghiệp vụ trên thị trường tiền tệ. Vừa qua, Luật công cụ chuyển nhượng đã được Quốc hội chính thức thông qua, song NHNN hiện đang trong quá trình phối hợp với các cơ quan hữu quan để triển khai soạn thảo các văn bản hướng dẫn. Các giao dịch trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng chủ yếu vẫn được thực hiện dưới hình thức giao ngay. Các công cụ mang tính phòng ngừa rủi ro, công cụ phái sinh còn ít được áp dụng hoặc mới lần đầu triển khai, nhất là giao dịch kỳ hạn, quyền chọn và giao dịch hoán đổi với các hình thức hoán đổi lãi suất, hoán đổi tiền tệ.

(ii) Nguyên nhân của những hạn chế:

Thứ nhất, nguyên nhân cơ bản và sâu xa nhất là nền kinh tế Việt Nam phát triển ở trình độ thấp, tăng trưởng chưa bền vững, hơn nữa lại đang trong quá trình chuyển đổi nên luôn tiềm ẩn những rủi ro khó dự đoán.

Xuất phát điểm từ một nền sản xuất nhỏ đi lên chủ nghĩa xã hội, lại trải qua một thời gian dài trong cơ chế kế hoạch hóa tập trung, nên các điều kiện phát triển TTTT còn rất hạn chế, cả về cơ sở hạ tầng, nhận thức, con người và công nghệ. TTTT là một thị trường phức tạp đòi hỏi phải có những công cụ hiện đại và phương

pháp điều hành chặt chẽ và linh hoạt. Trong khi ở Việt Nam, nền kinh tế thị trường còn rất non trẻ, những hậu quả của nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung đối với sự phát triển của TTTT còn khá nặng nề. Tình trạng can thiệp hành chính trực tiếp của các cơ quan quản lý Nhà nước vào hoạt động của các NHTMNN và đối tượng khách hàng chính của họ là các doanh nghiệp Nhà nước, tuy đã giảm nhưng vẫn chưa triệt để, còn mang tính bao cấp. Khung pháp luật chưa đồng bộ, thiếu thống nhất và hiệu lực thực thi chưa cao. Văn hóa kinh doanh vẫn chưa thoát ra khỏi cách thức kinh doanh truyền thống của một nước nông nghiệp lạc hậu với thói quen sử dụng tiền mặt còn phổ biến. Ngoài ra, những méo mó trong các thị trường, nhất là thị trường tín dụng, thị trường bất động sản cũng là nguyên nhân khiến chính sách, chủ trương phát triển thị trường trở nên thiếu hiệu lực và nhiều khi mất tác dụng. TTTT cũng mới chỉ được xây dựng theo cơ chế thị trường, trong quá trình hoạt động đều là vừa làm vừa học, chắc chắn sẽ có những khó khăn cần được khắc phục.

Thứ hai, sự “nở rộ” quá mức về số lượng các ngân hàng cũng như tổ chức tài chính khác trong một thị trường chật hẹp.

So với các nước trong khu vực, Việt Nam hiện là một nước có nhiều các NHTM và tổ chức tài chính, với 45 ngân hàng trong nước, 46 chi nhánh ngân hàng nước ngoài; 10 công ty tài chính; 13 công ty cho thuê tài chính; 998 quỹ tín dụng nhân dân cơ sở, gần 100 công ty chứng khoán, chưa kể đến gần 40 công ty bảo hiểm.v.v. Một con số quá lớn so với nền kinh tế có hơn 86 triệu dân và GDP hơn 90 tỷ đô-la, chưa bằng 2% của Trung Quốc và bằng phân nửa so với Thái Lan. Trong khi đó, số lượng ngân hàng thương mại của Trung Quốc hiện nay chỉ có 13 ngân hàng, Thái Lan có 65 triệu dân với 30 ngân hàng; Malaysia có 24 triệu dân với 32 ngân hàng[86]. Đây là những quốc gia có trình độ phát triển tương đồng với Việt nam. Bên cạnh đó, việc các ngân hàng đua nhau mở rộng mạng lưới và xu hướng thành lập ngân hàng trực thuộc các tập đoàn cũng là điều đáng lo ngại.

Việc có quá nhiều ngân hàng và các tổ chức trung gian tài chính khác đã đặt ra thách thức rất lớn về nguồn lực cũng như quản lý rủi ro. Sự cạnh tranh không lành mạnh đã xuất hiện. Những diễn biến bất thường của lãi suất là một dấu hiệu. Trong năm 2008 và 2009 cho dù các ngân hàng phổ biến trong tình trạng không sử

dụng hết nguồn vốn huy động được và lãi suất ngoại tệ trên thế giới giảm³ nhưng lãi suất trong nước (cả tiền đồng và ngoại tệ) không những không đi giảm mà còn tăng mạnh từ mức trung bình 8,8%/năm lên đến 12% và 15%/năm. Nguyên nhân là do các chi nhánh ngân hàng mới được thành lập cần phải có nguồn vốn để hoạt động nên phải giữ, thậm chí tăng lãi suất để thu hút khách hàng. Kinh nghiệm thực tế ở nhiều nước cho thấy: một khi sự cạnh tranh của các NHTM không dựa trên lợi thế của công nghệ hiện đại, của trình độ quản lý, dịch vụ tiện ích cho khách hàng, mà chỉ dựa vào cạnh tranh về giá (lãi suất), một kiểu cạnh tranh “kéo nhau xuống đáy” sẽ tạo ra rủi ro rất lớn cho hệ thống tài chính nói riêng, nền kinh tế nói chung. Thêm vào đó, với khả năng quản trị ngân hàng, quản trị rủi ro còn nhiều hạn chế mà các ngân hàng phát triển quá nhanh và sự cạnh tranh quá gay gắt thì sự mong manh và dễ vỡ của các ngân hàng là rất lớn.

Thứ ba, năng lực cạnh tranh của các định chế tài chính trung gian, đặc biệt là các NHTM còn yếu.

Năng lực cạnh tranh của các NHTM thể hiện trước hết ở năng lực tài chính, năng lực quản lý, trình độ công nghệ, hiệu quả kinh doanh, chất lượng nguồn nhân lực... Nhìn chung, năng lực cạnh tranh của các NHTM Việt Nam còn yếu. Điều này thể hiện ở các mặt sau:

- Về năng lực tài chính, các NHTM Việt Nam có quy mô vốn nhỏ với vốn điều lệ thấp. Tổng vốn điều lệ của các NHTMNN cũng chỉ vào khoảng 1 tỷ USD, thấp xa so với một NHTM trung bình ở khu vực. Các NHTMCP ở Việt Nam mặc dù gần đây đã tích cực tăng vốn điều lệ nhưng quy mô vốn còn quá nhỏ bé, chỉ bằng khoảng 10% quy mô của các ngân hàng trung bình trong khu vực. Vốn tự có thấp đã làm giảm khả năng mở rộng tín dụng và tăng rủi ro tín dụng của các NHTM. Theo quy chế hệ số an toàn bắt buộc quốc tế (quy tắc Basel I), các NHTM phải có tỷ lệ vốn tự có trên tổng tài sản có không dưới 8%, nhưng tỷ lệ này ở các NHTM Việt Nam bình quân chỉ đạt 4,5%, trong khi hệ số an toàn vốn của các nước Châu á - Thái Bình Dương là 13,1%, các nước Đông Nam Á như Thái Lan, Malaysia, Philippin là 12,3% [66]. Đó là điều bất lợi khi hội nhập quốc tế, nhất là năm 2010 các ngân hàng và tổ chức tài chính của Mỹ được phép tham gia vào thị trường tín

³ Từ đầu năm 2008 đến nay, Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) đã bảy lần liên tục cắt giảm lãi suất cơ bản của đồng USD từ 5,25% xuống còn 2% để cứu nền kinh tế mỹ khỏi tình trạng suy thoái.

dụng Việt Nam. Theo các chuyên gia kinh tế, chỉ riêng 5 NHTMNN, để đạt được hệ số an toàn 8% đến năm 2010 thì cần phải có lượng vốn tăng thêm từ 65-70 nghìn tỷ đồng. Trong những năm qua, các NHTM đang có xu hướng tăng nhanh, nhưng nhìn chung quy mô vốn vẫn còn rất nhỏ bé.

- *Năng lực quản lý* của các ngân hàng cũng còn nhiều hạn chế. Năng lực quản lý thấp thể hiện thông qua sự hạn chế trong trình độ và kinh nghiệm của các NHTM Việt Nam và việc thiếu các công cụ quản lý hiệu quả đang là một khó khăn cho các ngân hàng Việt Nam trong hội nhập quốc tế. Sự yếu kém về năng lực quản lý có thể dẫn đến những sai lầm về chính sách gây lãng phí nguồn lực không những làm suy giảm năng lực cạnh tranh mà còn khiến các ngân hàng có thể đối mặt với các rủi ro lớn hơn.

- *Trình độ về công nghệ* trong lĩnh vực ngân hàng ở nước ta so với các nước trong khu vực và trên thế giới còn khá tụt hậu. Mức độ tự động hóa của hệ thống thông tin ngân hàng còn thấp, các dịch vụ hiện đại hầu hết mới chỉ trong giai đoạn thí điểm, chưa phát triển đồng bộ. Nguồn nhân lực phục vụ cho công nghệ thông tin của ngành tài chính - ngân hàng còn yếu kém, khiến cho việc ứng dụng và khai thác công nghệ càng trở nên khó khăn. Hơn nữa, nhu cầu về các dịch vụ ngân hàng hiện đại chưa cao nên việc áp dụng công nghệ đem lại hiệu quả còn thấp.

- *Về hiệu quả kinh doanh*: hiện nay hiệu quả kinh doanh của các NHTM nhà nước còn khá hạn chế so với các NHTM cổ phần. Các NHTMNN chiếm giữ lượng vốn rất lớn trong tổng tài sản của hệ thống ngân hàng. Trong khi hoạt động của các ngân hàng này lại chủ yếu tập trung vào khu vực doanh nghiệp Nhà nước hoạt động kém hiệu quả, khiến khả năng sinh lời và khả năng cạnh tranh của các ngân hàng thấp. Các hệ số ROE (*Tỷ suất lợi nhuận trên vốn tự có*), ROA (*Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản*) đều còn rất thấp so với bình quân trong khu vực và chuẩn quốc tế. Trong giai đoạn 1999 - 2007, chỉ số ROA bình quân của các NHTMNN chỉ đạt khoảng 0,42 - 0,60%, trong khi đó ROE lại có khuynh hướng giảm liên tục trong giai đoạn 2001 - 2007 từ mức 15,85% năm 2001 xuống còn 6,54% năm 2003 và 6,5% năm 2005, 2006. Năm 2008, do tác động của các gói kích cầu chống suy giảm kinh tế của Chính phủ đã có tác động đến hiệu quả kinh doanh của các NHTM, đặc biệt là các NHTMNN nên các chỉ số ROE và ROA đã được cải thiện hơn lên mức 7,7% và 0,58. Trong khi đó, theo thông lệ quốc tế, một ngân hàng tốt trên thế giới thường có ROA

trung bình là 1 % và ROE là 15% và tỷ lệ ROA trung bình ở các nước Châu Á - Thái Bình Dương là 0,94%, ở các nước Đông Nam Á là 0,77% [66].

Bảng 2.7 : Một số chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động của các NHTMNN giai đoạn 2000 - 2008

Đơn vị tính: %

Chỉ tiêu/năm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nợ quá hạn/tổng dư nợ	11.19	8.74	7.58	5.01	4,98	5,25	4,8	4,7	3,6
ROE	12.81	15.85	9.43	6.54	6,53	6,50	6,5	6,7	7,7
ROA	0.36	0.38	0.3	0.38	0,41	0,42	0,43	0,48	0,58

Nguồn: [81] <http://www.sbv.gov.vn>- NHNN Việt Nam, số liệu năm 2007, 2008 là tính toán của tác giả dựa trên các báo cáo tài chính của các NHTM

Hơn nữa, nhận thức của cộng đồng ngân hàng về việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn thông qua TTTT còn chưa cao. Các ngân hàng chỉ tham gia vào TTTT để giải quyết nhu cầu thanh khoản chứ chưa thực sự coi đây là nơi đầu tư kiếm lợi. Sự thiếu quan tâm của các ngân hàng đến các sản phẩm thị trường cũng là một nguyên nhân dẫn đến hoạt động trầm lắng của thị trường trong thời gian qua.

- *Về chất lượng nguồn nhân lực*: Hiện nay, do yêu cầu của hội nhập KTQT, đòi hỏi các NHTM Việt Nam phải có nhiều đổi mới: tư duy mới; công nghệ mới; sản phẩm, dịch vụ mới và trình độ quản lý hiện đại... Tuy nhiên, nguồn nhân lực của các NHTM nhìn chung chưa đáp ứng được yêu cầu nói trên cả về số lượng và chất lượng. Kết quả khảo sát của Trung tâm đào tạo và tư vấn ngân hàng năm 2009 cho thấy: rất nhiều nhân viên ngân hàng đặc biệt là nhân viên mới thiếu hụt nghiêm trọng kiến thức về ngân hàng như một ngành kinh doanh, thiếu tự tin trong giao tiếp, thiếu khả năng tư duy sáng tạo dẫn đến gặp khó khăn khi đặt vào tình huống cần sự chủ động đưa ra giải pháp, trình độ tiếng anh chưa đạt yêu cầu nếu phải phục vụ các khách hàng nước ngoài....

Thứ tư, sự liên kết giữa các bộ phận TTTT và sự liên kết giữa TTTT và thị trường vốn còn thiếu chặt chẽ, khiến cho nhiều chính sách điều hành khi đưa vào thực hiện không đem lại hiệu quả.

TTTT Việt Nam trên danh nghĩa đã hình thành tương đối hoàn chỉnh các bộ phận cấu thành thị trường, nhưng sự chia cắt giữa những thị trường bộ phận cũng như ngay trong từng thị trường bởi các yếu tố thể chế (năng lực tài chính, quy mô và mục tiêu hoạt động của các trung gian tài chính) làm ảnh hưởng đến các nhân tố dự báo của thị trường, gây ra sự ách tắc, gắn kết kém giữa các thị trường bộ phận, nhất là thị trường nội tệ và ngoại tệ. Điều này tác động không tốt đến việc thực thi CSTT của NHNN. Thị trường nền tảng là thị trường nội tệ liên ngân hàng còn nhỏ bé, chưa đầy đủ, tác động từ sự thay đổi của lãi suất trên thị trường này đến lãi suất huy động vốn của nền kinh tế dường như rất kém nhạy cảm và độ trễ rất lớn.

Mặt khác, mức độ gắn kết giữa TTTT và TTCK còn chưa rõ nét. Việc tăng giảm lãi suất tín dụng chưa thực sự tác động đến chỉ số giá chứng khoán và ngược lại, sự thay đổi chỉ số giá chứng khoán cũng chưa tác động đến sự thay đổi lãi suất tín dụng. Vì vậy, phản ứng của thị trường vốn sẽ kém linh hoạt hơn trước những thay đổi của lãi suất, và cũng hạn chế sự phản ứng nhanh của các ngân hàng trước sự thay đổi của lãi suất. Do vậy làm giảm sự tác động của CSTT qua các kênh này. Nguyên nhân là do quy mô TTCK ở Việt Nam chưa lớn, hàng hóa chưa nhiều, biến động giá chứng khoán thất thường, đồng thời mức độ phát triển của TTTT cũng còn rất hạn chế nên khó có sự gắn kết.

Thứ năm, khuôn khổ pháp lý liên quan đến hoạt động của TTTT còn chưa đồng bộ.

Cơ chế điều hành bằng lãi suất cơ bản hầu như không có tác dụng hướng dẫn đối với hoạt động của hệ thống ngân hàng. Trong khi lãi suất của các ngân hàng luôn được điều chỉnh phù hợp với quan hệ cung cầu trên TTTT thì lãi suất cơ bản thường không có những thay đổi đáng kể, đặc biệt trước năm 2008.

Hối phiếu là đối tượng mua bán chủ yếu trên TTTT ở các nước phát triển nhưng ở Việt Nam chủ yếu chỉ sử dụng trong thanh toán quốc tế chứ chưa thực sự là công cụ của TTTT. Một trong những nguyên nhân là thiếu cơ sở pháp lý điều chỉnh. Luật Các công cụ chuyển nhượng đã được ban hành vào năm 2005 nhưng vẫn chưa có văn bản nào hướng dẫn thi hành, và trên thực tế thì hối phiếu vẫn chưa được sử dụng trên TTTT.

Cơ sở pháp lý để phân loại và xử lý nợ xấu chưa phù hợp với thông lệ quốc tế. Theo quyết định số 493/2005/QĐ-NHNN ngày 22/4/2005 của NHNN về phân

loại và xử lý nợ xấu của các tổ chức tín dụng, phân loại nợ chủ yếu dựa vào thời hạn, thiếu hẳn sự đánh giá kết hợp các yếu tố khác như tình hình tài chính, kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Điều này dẫn đến việc phân loại nợ không phản ánh đúng thực chất khoản nợ. Theo quyết định này thì tỷ lệ nợ xấu của phần lớn các NHTM đều ở những mức không quá lo ngại (dưới 3%). Tuy nhiên, trong các bản báo cáo định kỳ, Ngân hàng Thế giới và Quỹ Tiền tệ Quốc tế thường trích dẫn ý kiến cho rằng nợ quá hạn của hệ thống ngân hàng Việt Nam không dưới hai con số.

Về hội nhập quốc tế, vẫn còn có sự phân biệt giữa ngân hàng Việt Nam với ngân hàng nước ngoài, giữa các ngân hàng nước ngoài với nhau, có nhiều khả năng mâu thuẫn với nguyên tắc Đối xử tối huệ quốc. Chẳng hạn như việc quy định tỷ lệ huy động tiền gửi VND của các ngân hàng nước ngoài là 50% vốn điều lệ, trong khi các ngân hàng Mỹ được hưởng tỷ lệ 100%.

Thứ sáu, thiếu hệ thống cảnh báo sớm và thu thập thông tin tin cậy

Thời gian qua, sự điều hành của NHNN trên thị trường tiền tệ nhiều khi kém hiệu quả, mang tính bị động “theo đuôi” thị trường. Nguyên nhân của vấn đề này, ngoài trình độ và khả năng quản lý của người điều hành thì phải nói đến một nguyên nhân vô cùng quan trọng là thiếu một hệ thống cảnh báo sớm trên cơ sở phân tích dữ liệu thông tin tin cậy. Hiện nay, mặc dù *Trung tâm thông tin tín dụng* trực thuộc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (Credit Information Center, viết tắt là CIC) đã được thành lập từ năm 1999 nhưng năng lực cán bộ phân tích và xử lý thông tin còn hạn chế, thiếu chuyên nghiệp nên thông tin về NHNN quá chậm và thiếu chính xác, chưa làm được chức năng cảnh báo sớm nên chưa có những biện pháp điều chỉnh kịp thời.

Các tổ chức tín dụng cũng rất thiếu thông tin tin cậy để điều hành vốn khả dụng một cách kịp thời. Đối với các nhà đầu tư, việc tiếp cận được với những thông tin rõ ràng, minh bạch và đáng tin cậy trên TTTT cũng khó khăn và thiếu cập nhật, làm tăng độ rủi ro trong đầu tư, điều này khiến cho không ít những nhà đầu tư e ngại khi quyết định đầu tư vào thị trường. Còn với đa phần công chúng, nhận thức về TTTT còn rất yếu, dẫn đến việc họ không có nhu cầu mua bán các công cụ nợ trên thị trường mà chủ yếu chỉ sử dụng hình thức gửi tiền tiết kiệm ở ngân hàng để hưởng lãi.

2.2.2 Vai trò của Nhà nước trong việc hình thành và phát triển thị trường vốn ở Việt Nam

Như chúng ta đã biết thị trường vốn là nơi diễn ra các hoạt động giao dịch các nguồn tài chính dài hạn, trong đó bao gồm các thị trường bộ phận là: thị trường chứng khoán, thị trường tín dụng dài hạn, thị trường tín dụng thuê mua. Tuy nhiên trong phạm vi nghiên cứu luận án sẽ tập trung nghiên cứu chủ yếu về vai trò của nhà nước trong phát triển TTCK Việt nam, cụ thể là:

2.2.2.1. Những nỗ lực của nhà nước trong việc hình thành TTCK Việt Nam

Đầu những năm 1990, vấn đề chuẩn bị cho thành lập TTCK đã được Chính phủ Việt Nam quan tâm, bằng việc cử các đoàn chuyên gia đi nghiên cứu mô hình TTCK ở các nước phát triển. Chính phủ đã giao đồng thời cho Bộ Tài chính và NHNN Việt Nam nghiên cứu xây dựng đề án hình thành TTCK và trình Chính phủ xem xét. Năm 1995, Chính phủ đã thành lập Ban chuẩn bị tổ chức TTCK gồm các chuyên gia của NHNN Việt Nam và Bộ Tài chính. Cũng trong giai đoạn này, Chính phủ cũng đã chuẩn bị hàng loạt các điều kiện kinh tế làm tiền đề cho sự ra đời và hoạt động của TTCK Việt Nam như ban hành các văn bản pháp luật tạo hành lang, môi trường thể chế cho hoạt động của các doanh nghiệp như Luật Công ty, Luật DNNN, Pháp lệnh Ngân hàng 1990, Văn bản về phát hành trái phiếu Chính phủ, các Nghị định về cổ phần hoá DNNN (NĐ 28/CP ngày 22/3/1994)...

Tuy nhiên, việc chuẩn bị thành lập TTCK chỉ được đẩy mạnh khi Chính phủ ban hành nghị định 75/CP ngày 28 tháng 11 năm 1996 về việc thành lập Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. UBCKNN là cơ quan trực thuộc Chính phủ thực hiện chức năng quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. Sau đó là quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11/7/1998 của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập Trung tâm giao dịch chứng khoán và hàng loạt các văn bản do UBCKNN ban hành quy định về tổ chức và cơ chế hoạt động cho TTGDCK.TpHCM như: Quyết định số 128/1998/QĐ-UBCK5 ngày 01/08/1998 của Chủ tịch UBCKNN ban hành Quy chế tổ chức và hoạt động của TTGDCK; Quyết định số 04/1998/QĐ-UBCK3 ngày 13-10-1998 của Chủ tịch UBCKNN về việc ban hành Quy chế về tổ chức và hoạt động của Công ty Chứng khoán; Quyết định số 04/1999/QĐ -UBCK ngày 27-03-1999 của Chủ tịch UBCKNN

về việc ban hành Quy chế thành viên, niêm yết, công bố thông tin và giao dịch chứng khoán; Quyết định số 31/1999/QĐ-UBCK ngày 12-10-1999 của Chủ tịch UBCKNN về ban hành quy chế giám sát, thanh tra hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán; Quyết định số 26/2000/QĐ-UBCK2 ngày 05-04-2000 Của Chủ tịch UBCKNN ban hành Quy định về việc lựa chọn Tổ chức kiểm toán độc lập cho các tổ chức phát hành và kinh doanh chứng khoán; Quyết định số 42/2000/QĐ-UBCK1 ngày 12-06-2000 của Chủ tịch UBCKNN về việc sửa đổi, bổ sung một số điều trong qui chế thành viên, niêm yết, công bố thông tin và giao dịch chứng khoán ban hành theo Quyết định số 04/1999/QĐ-UBCK1 ngày 27/03/1999 của Chủ tịch UBCKNN; Quyết định số 43/2000/QĐ-UBCK3 ngày 14-06-2000 của Chủ tịch UBCKNN về việc sửa đổi và bổ sung một số điều của Quy chế lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán ban hành kèm theo Quyết định số 05/1999/QĐ-UBCK3 ngày 27 tháng 03 năm 1999 của Chủ tịch UBCKNN; Quyết định số 47/2000/QĐ-UBCK1, ngày 19-06-2000 của Chủ tịch UBCKNN về việc ban hành qui định về chế độ báo cáo, tổng hợp, phân tích và cung cấp thông tin về TTCK; Quyết định số 59/2000/QĐ-UBCK ngày 12/07/2000 của Chủ tịch UBCKNN về ban hành Quy chế đấu thầu trái phiếu Chính phủ qua thị trường giao dịch chứng khoán tập trung.

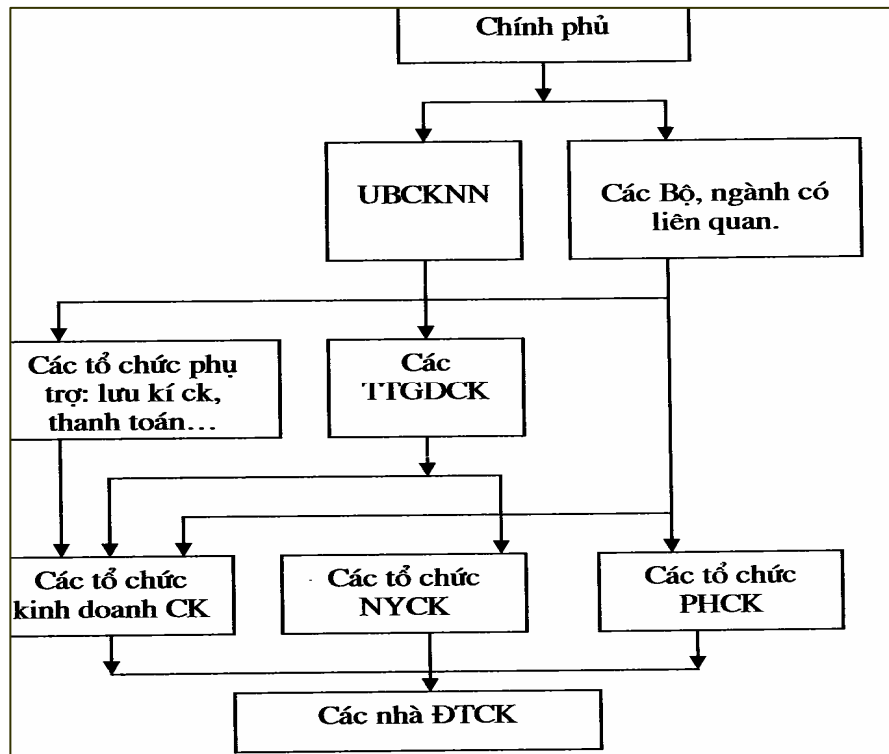
Trong giai đoạn trước khi TTCK Việt Nam đi vào vận hành, văn bản pháp lý cao nhất về TTCK Việt Nam là Nghị định 48/1998 ngày 11/7/1998 về CK&TTCK. Nghị định gồm 11 chương và 83 điều quy định các vấn đề liên quan đến chứng khoán và hoạt động của TTCK. Bên cạnh đó, Chính phủ và Thủ tướng Chính phủ cũng ban hành một số Nghị định và Quyết định liên quan đến TTCK như: Quyết định số 139/1999/QĐ-TT ngày 10 tháng 6 năm 1999 của Thủ tướng Chính phủ về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam; Nghị định số 01/2000/NĐ-CP ngày 13-01-2000 của Chính phủ ban hành quy chế phát hành trái phiếu chính phủ; Nghị định số 22/2000/NĐ-CP ngày 10/07/2000 của Chính phủ về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK&TTCK.

Sau một quá trình chuẩn bị khẩn trương về cơ sở hạ tầng cho TTCK, ngày 20/7/2000, TTGDCK.Tp HCM chính thức được khai trương và ngày 28/7/2000 đã tổ chức phiên giao dịch đầu tiên với 2 loại cổ phiếu niêm yết là REE và SAM. Việc thành lập TTGDCK.TpHCM tiền thân của SGDCK.TpHCM hiện nay, theo quan điểm

của chúng tôi là phù hợp với bối cảnh và yêu cầu phát triển kinh tế trong giai đoạn này. Tuy nhiên, do các yếu tố chuẩn bị cho sự ra đời TTCK chưa được đồng bộ, đặc biệt là trong việc tạo dựng môi trường, thể chế cho hoạt động của TTCK, nên tất yếu trong giai đoạn đầu hoạt động của TTCK mới chỉ dừng lại ở những kết quả ban đầu còn hạn chế. Đồng thời do TTCK còn hết sức mới mẻ nên trong việc điều hành TTCK của UBCKNN nhiều khi còn lúng túng, chưa theo kịp yêu cầu phát triển của thị trường. Việc phối hợp giữa UBCKNN với các bộ, ngành liên quan trong việc thúc đẩy sự phát triển TTCK còn nhiều bất cập, có thể nói trong giai đoạn đầu UBCKNN chưa có đầy đủ kinh nghiệm và sức mạnh cần thiết trong việc quản lý nhà nước về CK&TTCK.

2.2.2.2 Về mô hình tổ chức quản lý Nhà nước đối với TTCK [16]

Kinh nghiệm các nước trong thành lập TTCK là nhất thiết phải có sự QLNN đối với TTCK. Hoạt động thị trường một cách tự phát không có sự QLNN sẽ dẫn tới tình trạng thị trường hoạt động không hiệu quả, khủng hoảng, có nhiều hành vi sai trái. Cơ quan QLNN ở hầu hết các quốc gia là UBCKQG. Về mô hình tổ chức quản lý Nhà nước đối với TTCK ở Việt Nam được chia thành hai giai đoạn, cụ thể :



Sơ đồ 2.1. Mô hình ban đầu về tổ chức bộ máy QLNN và tổ chức TTCK

Nguồn: Ủy ban chứng khoán nhà nước

Về mô hình trong giai đoạn ban đầu: Trong giai đoạn ban đầu này, mô hình cơ quan QLNN đối với TTCK là cơ quan quản lý độc lập đặt dưới sự chỉ đạo trực tiếp của Chính phủ. Chính phủ trực tiếp thông qua UBCKNN để triển khai chức năng quản lý với TTCK. Cơ cấu lãnh đạo của UBCKNN gồm có Chủ tịch, Phó chủ tịch và các Ủy viên kiêm nhiệm cấp Thứ trưởng của các Bộ Tài chính, Bộ tư pháp, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, NHNN Việt Nam. Mục đích của việc tổ chức cơ cấu lãnh đạo như vậy là để tạo ra được sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan có liên quan trong lĩnh vực CK&TTCK.

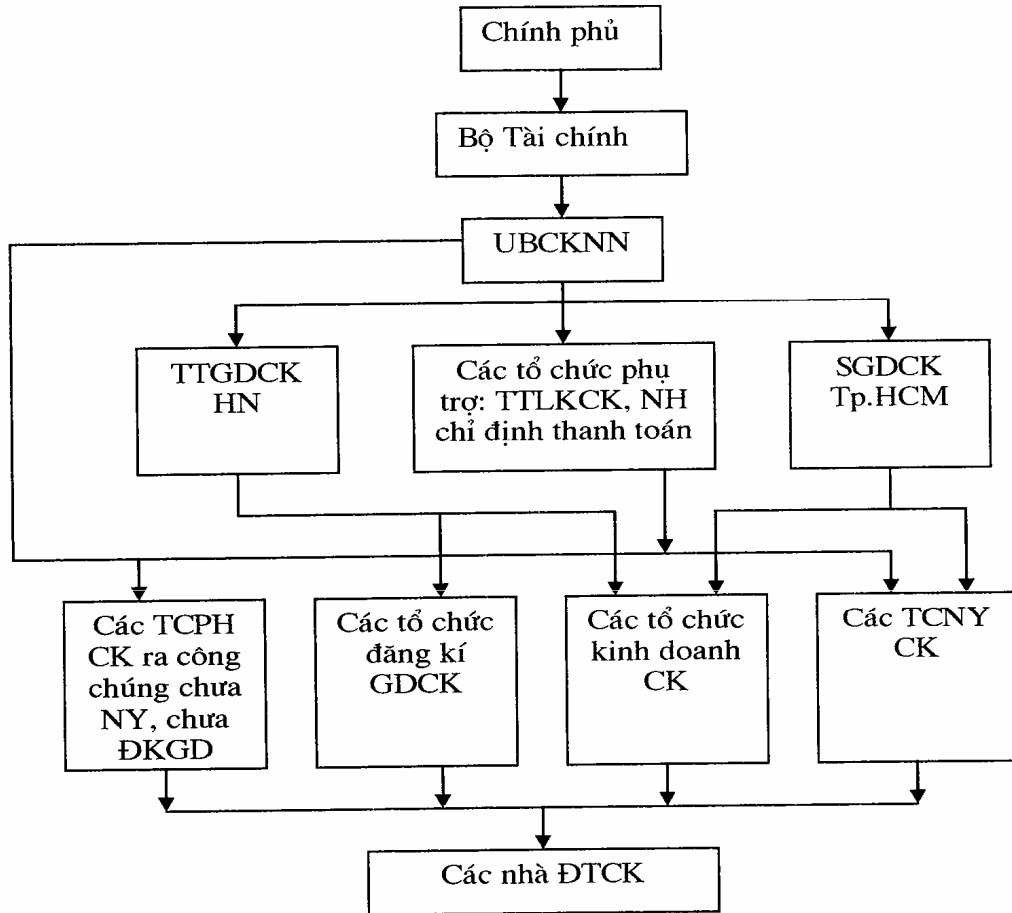
UBCKNN có chức năng QLNN về CK&TTCK. Nhiệm vụ chủ yếu của UBCKNN là quản lý và giám sát các hoạt động của TTGDCK, cấp phép PHCK ra công chúng của tổ chức niêm yết, cấp phép thành lập và giám sát hoạt động của các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và thực hiện các nhiệm vụ khác theo quy định của Chính phủ.

Các tổ chức tham mưu giúp Chủ tịch UBCKNN thực hiện việc quản lý các lĩnh vực về CK&TTCK gồm : Vụ phát triển thị trường chứng khoán, Vụ Quản lý phát hành chứng khoán, Vụ Quản lý kinh doanh chứng khoán, Vụ Pháp chế, Thanh tra, Vụ Kế hoạch - Tài chính, Vụ Hợp tác quốc tế, Vụ Tổ chức cán bộ, Văn phòng.

Cơ quan tổ chức TTCK ban đầu là các TTGDCK. Đây là các tổ chức sự nghiệp có thu, trực thuộc UBCKNN, có tư cách pháp nhân. TTGDCK có nhiệm vụ tổ chức, quản lý điều hành và giám sát các giao dịch chứng khoán tại Trung tâm, quản lý giám sát các thành viên niêm yết, lưu ký chứng khoán, thanh toán bù trừ. Một trong các bộ phận khá quan trọng trong cấu thành thị trường là các tổ chức phụ trợ TTCK gồm các ngân hàng chỉ định thanh toán, TTLKCK. Để tập trung nguồn lực về cơ sở vật chất kỹ thuật và lực lượng nhân sự cho TTGDCK, ban đầu chúng ta không thành lập TTLKCK độc lập mà lại tổ chức dưới hình thức là một bộ phận của TTGDCK.

- Về mô hình hiện tại : Để triển khai có hiệu quả hơn nhiệm vụ điều phối hoạt động của các bộ, ngành chức năng trong việc thúc đẩy TTCK phát triển, ngày 19/2/2004, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ-CP chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính. Theo đó, Chính phủ uỷ quyền cho Bộ Tài chính thực hiện chức năng QLNN đối với TTCK Việt Nam. UBCKNN là tổ chức trực thuộc Bộ Tài chính, có trách nhiệm giúp Bộ trưởng Bộ Tài chính thực hiện chức năng QLNN về

CK&TTCK; trực tiếp quản lý và giám sát hoạt động CK&TTCK, quản lý các hoạt động dịch vụ thuộc lĩnh vực CK&TTCK theo quy định của pháp luật.



Sơ đồ 2.2 : Mô hình hiện nay về tổ chức bộ máy QLNN và tổ chức TTCK

Nguồn: Ủy ban chứng khoán nhà nước

Nhằm làm rõ chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn cơ cấu tổ chức của UBCKNN, ngày 10/5/2007, Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định số 63/2007/QĐ-TTg quy định chặt chẽ vấn đề này. Theo đó, UBCKNN là tổ chức trực thuộc Bộ Tài chính và có tư cách pháp nhân. UBCKNN có trách nhiệm trình Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành theo đúng thẩm quyền hoặc đề Bộ trưởng Bộ Tài chính trình cấp có thẩm quyền ban hành các văn bản quy phạm pháp luật về CK&TTCK. UBCKNN được quyền cấp, gia hạn, đình chỉ, thu hồi giấy phép, giấy chứng nhận liên quan đến hoạt động CK&TTCK, chấp thuận những thay đổi liên quan đến hoạt động CK&TTCK. Bên cạnh đó, UBCKNN được quyền thanh tra, giám sát, xử phạt vi phạm hành chính và giải quyết khiếu nại, tố cáo trong CK&TTCK và thực hiện chế độ báo cáo về

CK&TTCK theo quy định của pháp luật và phân cấp quản lý của Bộ trưởng Bộ Tài chính. Cơ cấu tổ chức của lãnh đạo UBCKNN gồm: Chủ tịch và các Phó chủ tịch và dưới đó là các đơn vị chức năng (Vụ đổi thành Ban) và các tổ chức trực thuộc.

TTGDCK HN và TTLKCK được khai trương cũng làm thay đổi mô hình tổ chức TTCK Việt Nam. Trong mô hình mới này, TTGDCK vẫn là các đơn vị sự nghiệp có thu trực thuộc UBCKNN, có chức năng là tổ chức, quản lý, điều hành và giám sát các hoạt động giao dịch của Trung tâm và thực hiện một số dịch vụ công theo luật định. Nhiệm vụ chủ yếu của TTGDCK Tp.HCM là tổ chức, quản lý, giám sát và giám sát các hoạt động giao dịch, CBTT đối với các chứng khoán niêm yết tại trung tâm này. TTGDCK HN có nhiệm vụ chủ yếu là tổ chức, quản lý và giám sát các hoạt động giao dịch, CBTT đối với các chứng khoán ĐKGD tại trung tâm. Ngoài ra TTGDCK HN còn có nhiệm vụ tổ chức đấu giá cổ phần của các doanh nghiệp, đấu thầu TPCP và các loại tài sản tài chính khác.

TTLKCK được thành lập theo Quyết định số 189/2005/QĐ-TTg, ngày 27/7/2005 của Thủ tướng Chính phủ. Theo đó TTLKCK là đơn vị sự nghiệp trực thuộc UBCKNN, có chức năng tổ chức, quản lý, điều hành các hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ thanh toán chứng khoán và các dịch vụ hỗ trợ cho SGDCK. TTLKCK được thành lập là một bước đi cần thiết và tất yếu khi quy mô của TTCK đã được mở rộng cùng với việc TTGDCK HN chính thức đi vào hoạt động thì việc thành lập TTLKCK vừa bảo đảm sự lưu kí tập trung và tính chuyên nghiệp của hoạt động này, vừa tuân thủ thông lệ quốc tế.

Cùng với sự phát triển nhanh chóng của TTCK Việt Nam, để chuyển đổi cơ cấu tổ chức của UBCKNN phù hợp với tình hình mới, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 112/2009/QĐ-TTg, ngày 11/09/2009 Quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của UBCKNN trực thuộc Bộ Tài chính. Các quyết định số 559/QĐ-TTg ngày 11/5/2007 về việc chuyển TTGDCK Tp.HCM thành SGDCK Tp.HCM và Quyết định số 01/2009/QĐ-TTg ngày 2/1/2009 về việc chuyển TTGDCK HN thành SGDCK Hà Nội, theo đó SGDCK Tp.HCM và SGDCK HN đều là pháp nhân thuộc sở hữu Nhà nước, được tổ chức theo mô hình công ty TNHH một thành viên. Là đơn vị hạch toán độc lập, tự chủ về mặt tài chính, thực hiện chế độ tài chính, báo cáo, thống kê, kế toán và kiểm toán theo quy định của pháp luật.

2.2.2.3. Về xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý cho TTCK

So với TTCK ở các nước khác trên thế giới, TTCK Việt Nam còn đang trong giai đoạn đầu của sự phát triển, nhiều yếu tố của thị trường còn chưa có hoặc mới bắt đầu hình thành. Thị trường tiếp tục trải qua giai đoạn điều chỉnh và từng bước hoàn thiện dần, do vậy việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp luật về CK&TTCK là một trong những nhiệm vụ quan trọng hàng đầu của các cơ quan Nhà nước trong quá trình triển khai xây dựng và phát triển TTCK tại Việt Nam. Một hệ thống pháp luật hoàn chỉnh sẽ tạo điều kiện cho TTCK vận hành được an toàn, công bằng, công khai, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, bảo đảm được sự phát triển lành mạnh, ổn định của thị trường. Hệ thống luật pháp có liên quan, điều chỉnh đối với lĩnh vực CK&TTCK được đề cập làm hai nhóm:

(1) Nhóm văn bản pháp luật chung có liên quan đến lĩnh vực CK&TTCK.

Đây là những văn bản pháp luật điều chỉnh các lĩnh vực khác nhau trong nền kinh tế, song có tham gia điều chỉnh một số khía cạnh có liên quan đến lĩnh vực CK&TTCK. Ví dụ, điều chỉnh các vấn đề có liên quan đến phát hành chứng khoán có các văn bản như Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư, Luật Các tổ chức tín dụng, Nghị định 187/2004/NĐ-CP về chuyển một số DNNN sang hoạt động theo hình thức công ty cổ phần (CTCP); đối với các tổ chức trung gian có các văn bản có liên quan như: Luật Dân sự, Luật NHTM, Luật các tổ chức tín dụng; hoạt động ĐTNN cũng chịu sự điều chỉnh của Luật Đầu tư, Luật Thuế TNDN; các hành vi bị cấm, việc giải quyết khiếu nại trong hoạt động của TTCK lại cũng là đối tượng của Luật Thanh tra, Luật dân sự; các văn bản pháp luật chung tham gia điều chỉnh hoạt động của cơ quan QLNN đầu ngành về CK&TTCK lại được đề cập trong các văn bản pháp luật như Luật tổ chức Chính phủ, Pháp lệnh cán bộ, công chức...

(2) Nhóm các văn bản pháp lý chuyên ngành CK&TTCK:

Ngày 11/7/1998 Chính phủ đã ban hành Nghị định số 48/1998/NĐ-CP về CK&TTCK, tạo cơ sở pháp lý chính thức đầu tiên điều chỉnh các hoạt động trên TTCK. Để đáp ứng được yêu cầu thị trường, ngày 28/11/2003, Nghị định số 144/2003/NĐ-CP đã được Chính phủ ban hành thay thế cho Nghị định 48, nhằm mở rộng và củng cố hơn nữa chức năng quản lý đối với hoạt động của TTCK khi thị trường phát triển cả về lượng và về chất. Tuy nhiên, sau một quá trình thị trường đi vào hoạt động, khuôn khổ pháp

lý này đã bộc lộ những mặt bất cập, hạn chế, phạm vi điều chỉnh của Nghị định 144/2003/NĐ-CP còn hẹp, chưa đầy đủ, nhất quán, thông thoáng và linh hoạt. Cùng với những yêu cầu của thực tiễn xã hội, yêu cầu đặt ra là phải nâng cao hiệu lực của hệ thống pháp luật về CK&TTCK, do đó xây dựng Luật Chứng khoán trở thành một nhiệm vụ hàng đầu. Ngày 19/7/2006, Chủ tịch nước đã ký lệnh công bố Luật Chứng khoán. Luật Chứng khoán có hiệu lực từ ngày 01/01/2007. Luật Chứng khoán có phạm vi điều chỉnh rộng, quy định về hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, ĐTCK và các dịch vụ về CK&TTCK. Các nội dung của Luật được quy định cụ thể, chi tiết đặc biệt là các nội dung mang tính chất nghiệp vụ như quy định về điều kiện hồ sơ, thủ tục chào bán chứng khoán ra công chúng, quy định về nghĩa vụ báo cáo, công bố thông tin (CBTT) của công ty đại chúng, về vấn đề thành lập, quyền và nghĩa vụ của CtyCK. Cty QLQ, các hành vi vi phạm và các hình thức xử phạt tương ứng với các hành vi vi phạm đó.

Trên cơ sở Luật Chứng khoán, thực hiện ý kiến chỉ đạo của Bộ Tài chính, UBCKNN đã tiến hành dự thảo các văn bản hướng dẫn để trình cơ quan có thẩm quyền ban hành. Đến nay, hầu hết các văn bản hướng dẫn đã được Chính phủ, Bộ Tài chính ban hành, tạo ra hệ thống pháp luật có hiệu lực pháp lý cao và tương đối hoàn chỉnh cho hoạt động của TTCK.

2.2.2.4. Nội dung của quản lý nhà nước trên TTCK Việt Nam thời gian qua

Vai trò quản lý nhà nước trên TTCK Việt Nam thời gian qua thể hiện ở những nội dung sau đây:

(1) Quản lý Nhà nước đối với hoạt động phát hành trái phiếu Chính phủ

Trái phiếu Chính phủ (gồm Tín phiếu kho bạc, Trái phiếu kho bạc, Trái phiếu công trình trung ương, Trái phiếu đầu tư, Trái phiếu ngoại tệ và Công trái xây dựng Tổ quốc) và trái phiếu chính quyền địa phương (TPCQĐP) là công cụ huy động vốn để bù đắp thiếu hụt tạm thời, bội chi ngân sách, thực hiện các chương trình trọng điểm của quốc gia và địa phương, đồng thời là công cụ để Chính phủ điều tiết vĩ mô nền kinh tế.

Hành lang pháp lý cho việc phát hành các loại trái phiếu này đã được Chính phủ từng bước hoàn thiện. Ngày 20/1/2003, Chính phủ đã ban hành Nghị định 141/2003/NĐ-CP về việc phát hành TPCP, TPCQĐP và trái phiếu được Chính phủ

bảo lãnh thay thế cho Nghị định 01/2000/NĐ-CP. Theo các quy định mới này thì TPCP và TPCQĐP đều do Chính phủ quy định (trừ Công trái xây dựng Tổ quốc tuân theo quy định tại Pháp lệnh số 12/1999/PL-UBTVQH10 của Ủy ban thường vụ Quốc hội). Theo Nghị định 141/2003/NĐ-CP, thì Chính phủ là chủ thể phát hành các loại TPCP, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh là chủ thể phát hành TPCQĐP. Song các chủ thể này có thể chuyển quyền cho các cơ quan chức năng trực thuộc như KBNN, Bộ Tài chính, hoặc các tổ chức tài chính, tín dụng chịu trách nhiệm này. Bộ Tài chính chịu trách nhiệm hướng dẫn và giám sát việc phát hành, sử dụng, thanh toán các loại TPCP, xây dựng phương án phát hành trái phiếu công trình trung ương để trình Chính phủ quyết định; tổ chức việc phát hành trái phiếu kho bạc, trái phiếu công trình trung ương, trái phiếu ngoại tệ và công trái xây dựng Tổ quốc; thẩm định phương án và giám sát toàn bộ quá trình phát hành TPCQĐP; thoả thuận với các tổ chức phát hành về phương án phát hành, kế hoạch triển khai đối với trái phiếu đầu tư của Chính phủ và trái phiếu công trình được Chính phủ bảo lãnh; quyết định lãi suất trái phiếu kho bạc, trái phiếu công trình trung ương; quyết định lãi suất trần của trái phiếu đầu tư, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, quyết định biên độ giới hạn lãi suất TPCQĐP. NHNN chịu trách nhiệm phối hợp với Bộ Tài chính tổ chức đấu thầu tín phiếu kho bạc, trái phiếu ngoại tệ qua NHNN, tham gia với Bộ Tài chính trong việc xây dựng lãi suất TPCP và trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, tổ chức mua lại nguồn ngoại tệ thu được từ việc phát hành trái phiếu ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối của Nhà nước và bán ngoại tệ cho Bộ Tài chính để thanh toán tiền gốc và lãi trái phiếu khi đến hạn, chỉ đạo các tổ chức tín dụng phát hành trái phiếu đầu tư theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ.

UBCKNN chịu trách nhiệm phối hợp với Bộ Tài chính tổ chức phát hành TPCP thông qua hình thức đấu thầu tại TTCK, quản lý và giám sát các hoạt động niêm yết và giao dịch trái phiếu qua thị trường giao dịch chứng khoán tập trung. Ngày 20/6/2006, Bộ trưởng Bộ Tài chính đã ban hành Quyết định số 2276/QĐ-BTC về việc tập trung đấu thầu TPCP tại TTGDCK HN.

Thời gian qua, công tác QLNN đối với việc phát hành trái phiếu đã đạt được bước đầu thuận lợi, tỷ lệ thành công của các phiên đấu thầu TPCP ngày càng cao và lãi suất huy động ngày càng giảm, nhất là sau khi TTGDCK HN đưa ra con số

12.005 tỷ đồng huy động được từ thị trường trái phiếu, nhiều người lạc quan cho rằng hoạt động đầu tư loại chứng khoán này đang thực sự chuyển biến tích cực và ngày càng hiệu quả hơn. Theo kết quả báo cáo thống kê, cả 8 phiên đấu thầu trái phiếu diễn ra trong quý I/2007 đều thành công với tỷ lệ trúng thầu đạt tới 99% (khối lượng trúng thầu là 3.860 tỷ đồng/3.900 tỷ đồng khối lượng gọi thầu). Riêng TPCP do KBNN phát hành năm 2006 và 6 tháng đầu năm 2007 qua gần 30 phiên đấu thầu tại TTGDCK HN đã huy động được 12.695 tỷ đồng cho ngân sách Nhà nước. Hơn nữa, lãi suất đấu thầu TPCP cũng giảm dần. Lần đầu tiên lãi suất TPCP đã giảm xuống thấp hơn lãi suất ngân hàng. Cụ thể, lãi suất cơ bản vào ngày 1/6/2007 là 8,25% theo Quyết định 1143/QĐ-NHNN ngày 29/5/2007, trong khi đó lãi suất trúng thầu TPCP kì hạn 5 năm vào ngày 11/6/2007 là 7,15% dẫn đến lãi suất bảo lãnh phát hành cũng giảm. Bên cạnh đó, Chính phủ còn bắt đầu thực hiện việc phát hành TPCP trên thị trường nước ngoài và ban đầu đã đạt được kết quả khá khả quan. Năm 2005, khối lượng phát hành thành công khoảng trên 750 triệu USD trên TTCK Newyork.

(2) Quản lý nhà nước đối với hoạt động PHCK của các doanh nghiệp

Xét dưới góc độ kinh tế, PHCK là một hoạt động kinh tế hết sức nhạy cảm, vì tuy là giai đoạn đầu nhưng nó hàm chứa nhiều yếu tố dẫn đến rủi ro của TTCK. Nó được ví như con dao hai lưỡi, có thể đem lại một nguồn vốn to lớn cho đầu tư phát triển kinh tế, nhưng nếu không được quản lý tốt sẽ gây khủng hoảng cho TTCK, gây thiệt hại xấu cho người đầu tư và thông qua đó ảnh hưởng xấu tới nền kinh tế đất nước. Hiện nay pháp luật nước ta đã có những quy định cụ thể về chứng khoán và PHCK. Các văn bản pháp lý chung cung cấp các cơ sở pháp lý về PHCK doanh nghiệp đã được Nhà nước ban hành, sửa đổi và hoàn thiện như Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư, các văn bản pháp luật chuyên ngành như Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn Luật... đã góp phần tạo cơ sở pháp lý cho hoạt động PHCK. Các loại chứng khoán được phép phát hành và giao dịch trên TTCK Việt Nam bao gồm : cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ và các loại chứng khoán phái sinh. Các giao dịch về các loại hình chứng khoán phái sinh đã bắt đầu hình thành nhưng vẫn chưa nhiều. Trên TTCK hiện nay chỉ có cổ phiếu, trái phiếu và chứng chỉ quỹ đang được giao dịch. Trên phương diện pháp lý, có hai phương thức phát hành cơ bản là

phát hành riêng lẻ và PHCK ra công chúng. Tuy vậy, Luật Chứng khoán chỉ điều chỉnh hoạt động PHCK ra công chúng.

Thời gian qua, các điều kiện PHCK ra công chúng đã có những điều chỉnh linh hoạt cho phù hợp với điều kiện của nền kinh tế trong từng thời kỳ. Nếu như trước đây Nghị định số 48/1998/NĐ-CP quy định khá chặt chẽ các điều kiện PHCK ra công chúng (bởi lẽ số vốn điều lệ là 10 tỉ đồng, khi đó là một yêu cầu khá cao cho các doanh nghiệp trong giai đoạn đó nên chưa tạo điều kiện khuyến khích doanh nghiệp PHCK. Mặt khác, quy định về kinh nghiệm quản lý và kinh doanh của hội đồng quản trị và giám đốc lại là một quy định chủ yếu mang tính định tính, khó xác định) thì trong Nghị định số 144/2003/NĐ-CP đã giảm bớt và nới lỏng các điều kiện này. Sự nới lỏng này vừa tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp trong việc tiếp cận công chúng để huy động vốn, vừa góp phần thúc đẩy TTCK Việt Nam phát triển. Theo quy định mới nhất trong Luật Chứng khoán thì các điều kiện phát hành được yêu cầu cao và chặt chẽ hơn, bởi xét theo tình hình mới của nền kinh tế, có rất nhiều doanh nghiệp thoả mãn được điều kiện trên, đồng thời để tạo tiền đề tăng cung hàng hoá có chất lượng cho TTCK.

Các thủ tục trong việc PHCK ra công chúng đã được hoàn thiện theo hướng đơn giản hoá, rút ngắn thời gian làm thủ tục cho doanh nghiệp. Theo Nghị định số 48/1998/NĐ-CP thì thời hạn UBCKNN trả lời việc cấp hay từ chối là 45 ngày, kể từ ngày nhận đủ bộ hồ sơ hợp lệ. Tuy vậy, theo nghị định 144 và sau đó là tới quy định theo Luật Chứng khoán thì thời gian này rút xuống còn 30 ngày. Bộ Tài chính cũng đã ban hành Thông tư 93/2005/TT-BTC để sửa đổi Thông tư 60/2004/TT-BTC hướng dẫn việc PHCK ra công chúng, trong đó đã bỏ hẳn yêu cầu tổ chức phát hành phải nộp hồ sơ quyết toán thuế khi muốn phát hành ra công chúng. Việc phát hành cổ phiếu để trả cổ tức hay việc phát hành thêm cổ phiếu thưởng để tăng vốn điều lệ từ nguồn vốn chủ sở hữu chỉ đòi hỏi hồ sơ đăng ký phát hành gồm đơn đăng ký phát hành, quyết định của đại hội đồng cổ đông và bản giải trình nguồn vốn hợp pháp để phát hành thêm. Ban hành Thông tư số 17/2007/TT-BTC ngày 13/3/2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn Hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng; sau một thời gian thực hiện để tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp trong phát hành huy động vốn kinh doanh Bộ tài chính ban hành Thông tư số 112/2008/TT-BTC, ngày

26/11/2008, sửa đổi, bổ sung Thông tư số 17/2007/TT-BTC nói trên. Trên cơ sở đó việc tổ chức xét duyệt và cấp chứng nhận đăng ký PHCK ra công chúng cho các tổ chức phát hành đã được UBCKNN thực hiện đảm bảo theo đúng quy định.

Công tác cổ phần hoá đã góp phần không nhỏ trong việc tạo nguồn cung hàng hoá, thúc đẩy TTCK phát triển. Những cải tiến trong việc chuyển DNNN thành công ty cổ phần đã tạo thuận lợi cho doanh nghiệp trong việc phát hành cổ phiếu để huy động vốn. Hình thức bán đấu giá cổ phần một mặt khắc phục được tình trạng cổ phần hoá khép kín nội bộ, mặt khác quan trọng hơn để hình thành cơ chế công khai minh bạch, tạo các bước đi thích hợp để doanh nghiệp tiến tới tham gia trên TTCK. Các doanh nghiệp thuộc đối tượng cổ phần hoá có thể dễ dàng tiếp cận được với công chúng đầu tư để PHCK huy động vốn, đồng thời đảm bảo giá trị cổ phần doanh nghiệp được hình thành theo quan hệ cung cầu trên TTCK.

(3) Quản lý Nhà nước đối với hoạt động niêm yết và đăng ký giao dịch

Công tác quản lý nhà nước đối với hoạt động niêm yết, đăng ký giao dịch được các cơ quan Nhà nước có thẩm quyền triển khai chủ yếu thông qua việc ban hành các chính sách tạo điều kiện thuận lợi cho các chủ thể này tham gia hoạt động trên TTCK, tổ chức việc thực hiện các thủ tục hành chính như cấp phép niêm yết, cấp chứng nhận đăng ký giao dịch và giám sát sự tuân thủ của các tổ chức này. Hiện nay, UBCKNN đảm nhận chức năng giám sát các công ty niêm yết tổ chức đăng ký giao dịch trong quá trình các tổ chức này thực hiện các thủ tục, đáp ứng các điều kiện cần thiết để tham gia TTCK, việc chấp hành chế độ báo cáo và công bố thông tin của các tổ chức niêm yết này.

Với nhiệm vụ của mình, UBCKNN đã chú trọng công tác cấp phép, quản lý niêm yết và cấp chứng nhận đăng ký giao dịch, đảm bảo sự tuân thủ chặt chẽ các quy định của pháp luật và đảm bảo được chất lượng và độ tin cậy của các hàng hoá giao dịch trên thị trường chứng khoán. Hiện nay, UBCKNN đã giao cho TTGDCK HN thẩm quyền cấp giấy chứng nhận đăng ký giao dịch và quản lý hoạt động giao dịch của các tổ chức này. Đầu năm 2007, UBCKNN cũng đã chuyển chức năng xét duyệt niêm yết cho SGDCK Tp.HCM.

Các điều kiện niêm yết, đăng ký giao dịch đã được điều chỉnh cho phù hợp với từng giai đoạn phát triển chung của thị trường, nhằm tăng cung hàng hoá có

chất lượng cao cho thị trường, làm tăng sự thu hút đối với các nhà đầu tư, tạo sự an toàn và minh bạch trên TTCK.

Đối với các thủ tục trong niêm yết chứng khoán và đăng ký giao dịch thì hồ sơ xin đăng ký niêm yết, đăng ký giao dịch đã được quy định khá cụ thể, do vậy sẽ giúp cho các doanh nghiệp có thể dễ dàng nắm bắt và tuân thủ các thủ tục cần thiết, rút ngắn được thời gian từ phát hành đi lên niêm yết, đăng ký giao dịch. Việc thống nhất được bộ hồ sơ cho tất cả các doanh nghiệp còn tạo điều kiện cho các cơ quan quản lý nhà nước trong việc theo dõi, quản lý, đảm bảo sự công bằng, minh bạch trong quá trình cấp phép của các cơ quan chức năng có thẩm quyền.

Các ưu đãi về thuế trước đây đối với các tổ chức phát hành đã tạo điều kiện tương đối thuận lợi cho các tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch, thúc đẩy họ tham gia niêm yết và đăng ký giao dịch trên TTCK bởi lẽ họ có được phần lợi nhuận sau thuế nhiều hơn trong thời gian hưởng ưu đãi để trả cổ tức cho cổ đông và tăng tính hấp dẫn của chứng khoán trên thị trường.

Về cơ sở pháp lý, thực tế trên TTCK đã phiêu thai xuất hiện giao dịch chứng khoán phái sinh như quyền chọn, quyền mua cổ phần song chưa có văn bản pháp lý nào quy định việc niêm yết và giao dịch chứng khoán phái sinh kể trên.

Điều kiện niêm yết và đăng ký giao dịch đã được sửa đổi cho phù hợp với tình hình hiện nay, nhưng do điều kiện để được tham gia trên hai sàn lại có sự khác biệt nên trên TTCK có hai loại hàng hoá với chất lượng chênh lệch nhau khá lớn. Mặt khác, các yêu cầu đối với bộ hồ sơ xin cấp phép niêm yết, đăng ký giao dịch khá phức tạp theo chiều hướng tăng mức độ chi tiết và tăng số giấy tờ yêu cầu cần có tạo tâm lý e ngại cho nhiều tổ chức phát hành muốn tham gia niêm yết hay đăng ký giao dịch.

Mặc dù đã có sự chỉ đạo quyết liệt của Chính phủ trong công tác tạo hàng hóa thông qua các chương trình cổ phần hoá, bán đấu giá cổ phần DNNN gắn với niêm yết và đăng ký giao dịch trên TTCK... Song kết quả đạt được còn hạn chế.

(4) Quản lý Nhà nước đối với hoạt động giao dịch chứng khoán

Theo quy định, các chứng khoán niêm yết phải được giao dịch qua SGDCK Tp.HCM theo phương thức khớp lệnh hay thoả thuận. Giao dịch chứng khoán lô lẻ được thực hiện trực tiếp giữa nhà đầu tư với CTYCK thành viên của SGDCK

Tp.HCM, các giao dịch chứng khoán lô chẵn phải được thực hiện thông qua hệ thống giao dịch của SGDCK Tp.HCM. Giá hình thành trong phiên giao dịch được không chế bởi giá trần và giá sàn và được xây dựng theo giá tham chiếu và biên độ giá. Đối với các giao dịch theo phương thức khớp lệnh. UBCKNN sẽ điều chỉnh biên độ biến động giá. Với các trường hợp khác thì không quy định biên độ biến động giá. Chứng khoán được đăng ký giao dịch tại TTGDCK HN sẽ được giao dịch theo phương thức báo giá hay theo phương thức thoả thuận. Giá cổ phiếu giao dịch tại đây cũng được UBCKNN quy định khống chế mức giá bằng giá trần hay giá sàn theo giá tham chiếu và biên độ biến động giá.

Như vậy, cơ sở pháp lý cho hoạt động giao dịch chứng khoán trên TTCK Việt Nam từng bước được bổ sung và hoàn thiện. Cơ sở pháp lý ban đầu cho hoạt động này được thể hiện tập trung trong Nghị định 48 và các văn bản hướng dẫn tổ chức thực hiện. Sau đó các quy định trên được thay thế bằng Nghị định 144 và Thông tư 58/2004/TT-BTC đã cung cấp các cơ sở pháp lý cho hoạt động này để nhằm phù hợp với thực tế hơn. Khi TTGDCK HN đi vào hoạt động Bộ Tài chính đã ban hành Quyết định số 244/2005/QĐ-BTC để cung cấp các cơ sở pháp lý cần thiết cho hoạt động giao dịch tại trung tâm này. Với việc ban hành Luật Chứng khoán, Nhà nước cũng đã quy định thống nhất về những vấn đề liên quan đến hình thức tồn tại, tổ chức bộ máy quản lý, nội dung hoạt động, quyền, nghĩa vụ và một số vấn đề khác với SGDCK và TTGDCK, những đơn vị có chức năng tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán.

Công tác tổ chức, điều hành của cơ quan quản lý nhà nước với hoạt động GDCK trên các TTGDCK, SGDCK đã góp phần cải thiện tình hình giao dịch chứng khoán. Trước những yêu cầu trong từng giai đoạn của thị trường, cơ quan quản lý TTCK đã có những thay đổi về các quy định giao dịch, tổ chức hoạt động giao dịch. Những điều chỉnh hết sức linh hoạt kể trên đã được các thành viên trên SGDCK, TTGDCK và nhà đầu tư trên thị trường đón nhận tích cực, cải thiện đáng kể và kích thích mạnh mẽ tình hình giao dịch. Đánh giá về cơ chế giao dịch, có thể nói là phương thức giao dịch báo giá trung tâm ở TTGDCK Hà Nội là phương thức giao dịch linh hoạt và tiên tiến, mang đặc trưng phương thức giao dịch của thị trường OTC truyền thống. Theo đó các lệnh giao dịch sau khi đã được nhập vào hệ thống

sẽ được khớp lệnh ngay nếu có các lệnh đối ứng trên hệ thống được thoả mãn về mức giá giao dịch. Thực chất đây có thể coi là hình thức khớp lệnh liên tục. Như vậy, việc thực hiện áp dụng hình thức khớp lệnh liên tục ở SGDCK HN và SGDCK Tp.HCM đã tạo ra được ưu thế nổi bật do khách hàng có thể chủ động trong việc cân nhắc, lựa chọn mức giá chấp nhận được và khả năng khớp lệnh đạt được là cao nhất. Đồng thời, cũng hạn chế được khá nhiều tình trạng làm giá và mua bán theo trào lưu trên thị trường.

Đề thúc đẩy thị trường trái phiếu phát triển, ngày 15/01/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành Quyết định số 86/2008/QĐ-BTC về việc phê duyệt Đề án xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu Chính phủ chuyên biệt. Đồng thời ban hành Quyết định số 46/2008/QĐ-BTC, ngày 01/07/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính về việc ban hành Quy chế Quản lý giao dịch trái phiếu Chính phủ tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội nay là SDGCK.HN. Quyết định 253/QĐ-UBCK ngày 24/04/2009 của Chủ tịch UBCKNN ban hành Quy định về niêm yết và giao dịch TPCP phát hành bằng ngoại tệ tại SGDCK Hà Nội.

(5) Quản lý Nhà nước đối với hoạt động công bố thông tin (CBTT)

Ở nhiều nước trên thế giới, CBTT đã trở thành một thứ văn hoá kinh doanh. CBTT là một yêu cầu không thể thiếu để đảm bảo lòng tin và sự công bằng cho các nhà đầu tư, giúp họ ra quyết định đúng đắn trong việc mua bán chứng khoán. CBTT là nguyên tắc công khai, được coi là nguyên tắc hoạt động cơ bản nhất của TTCK.

Trong thực tế hoạt động quản lý, các cơ quan quản lý đã từng bước mở rộng việc CBTT liên quan đến những định hướng, chiến lược phát triển TTCK trong tương lai. Các quy trình, biểu mẫu CBTT đã được Bộ Tài chính, UBCKNN từng bước hoàn thiện theo hướng đảm bảo và cụ thể, tạo điều kiện cho các đối tượng CBTT triển khai thực hiện.

Những đổi mới trong Luật Chứng khoán và Thông tư số 38 đã góp phần làm tăng hiệu quả quản lý nhà nước, việc tuân thủ các quy định mới này sẽ góp phần tạo dựng một TTCK ngày càng minh bạch, công khai, công bằng. Với mục tiêu thu hẹp thị trường tự do, việc yêu cầu các công ty đại chúng CBTT sẽ tạo ra một sân chơi bình đẳng giữa các doanh nghiệp có cùng quy mô vốn và cơ cấu sở hữu cổ đông cho dù có niêm yết hay không niêm yết. Xét dưới góc độ bảo vệ quyền lợi nhà đầu

tư quy định này có tác dụng rất quan trọng trong việc minh bạch hoá thông tin của một bộ phận lớn thị trường tự do (công ty đại chúng chưa niêm yết), giúp nhà đầu tư có thông tin trung thực về các doanh nghiệp hiện nay vẫn đang nằm ngoài phạm vi quản lý pháp luật về CK&TTCK. Việc áp dụng các hình thức CBTT thông qua các phương tiện điện tử được coi là giải pháp hiệu quả để đưa thông tin đến được tới được tối đa nhà đầu tư một cách đồng bộ và kịp thời nhất, rút ngắn độ trễ trong quá trình CBTT.

Công tác giám sát và xử lý các vi phạm về CBTT đã bước đầu được chú trọng. Trong giai đoạn đầu vận hành TTCK: các sai phạm CBTT của một số CtyNY xuất hiện tương đối phổ biến như CBTT sai lệch kết quả kinh doanh năm 2002 của công ty cổ phần bánh kẹo BIBICA, việc gian lận thuế giá trị gia tăng của Canfoco năm 2002. Vụ xử phạt công ty TNHH CAVICO khi công ty này trở thành cổ đông lớn của CtyCP khai thác mỏ và xây dựng Việt Nam Cavico nhưng lại không thực hiện chế độ báo cáo về sở hữu của cổ đông lớn cho UBCKNN và SGDCK Tp.HCM trong thời gian quy định với mức phạt 20 triệu đồng, phạt CtyCP phát triển nhà Bà Rịa - Vũng Tàu 20 triệu đồng khi công ty này không CBTT đầy đủ theo đúng thời hạn pháp luật... Như vậy, việc phát hiện và xử lý các hành vi vi phạm về CBTT đã bước đầu được coi trọng nhằm răn đe và đảm bảo tính minh bạch trên thị trường.

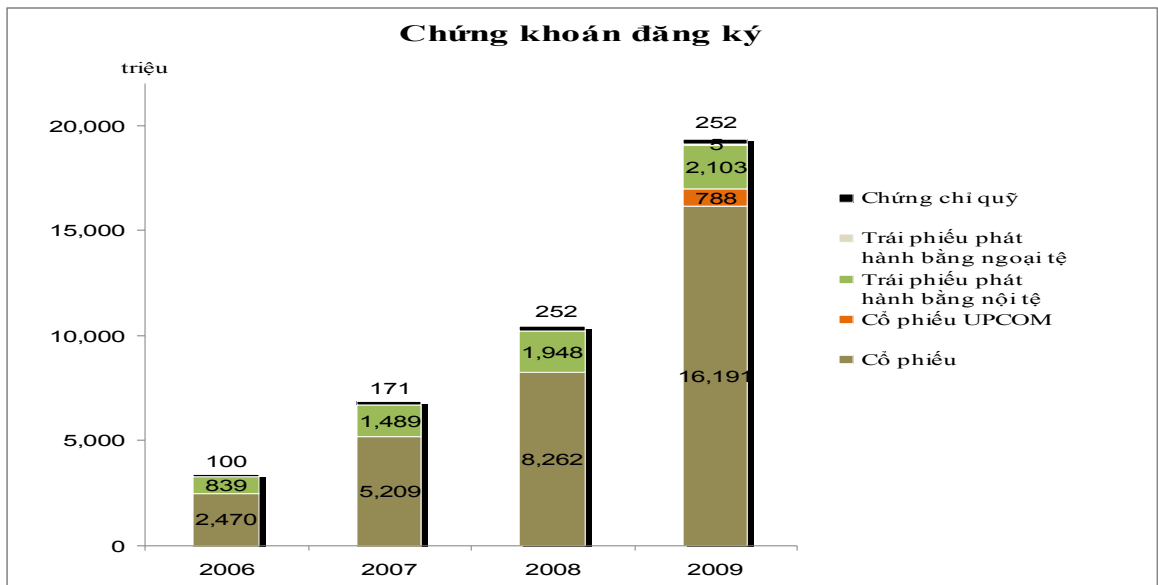
(6) Quản lý Nhà nước đối với hoạt động đăng kí, lưu kí, bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán

Việc đăng kí, lưu kí, bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán là những dịch vụ phụ trợ đảm bảo cho việc thanh toán giao dịch và chuyển giao quyền sở hữu chứng khoán, góp phần đảm bảo quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư và đây cũng là bước hoàn tất cuối cùng, tạo cho các giao dịch chứng khoán trên thị trường thành một vòng tròn khép kín.

Trong giai đoạn đầu xây dựng TTCK, các chức năng về đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ các giao dịch chứng khoán do TTGDCK Tp.HCM, TTGDCK HN thực hiện độc lập mà không có sự gắn kết với nhau. Ngày 27-7-2005 Bộ Tài chính ban hành Quyết định số 189/QĐ-BTC, thành lập TTLKCK và chính thức đi vào hoạt động đúng vào thời điểm TTCK Việt Nam chứng kiến sự phát triển vượt bậc về số lượng chứng khoán ĐKNY, về CtyCK và các nhà đầu tư trên thị trường. Theo

quyết định 3195/QĐ-BTC ngày 9/9/2005 của Bộ Tài chính thì TTLKCK có nhiệm vụ thực hiện đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán; cung cấp các dịch vụ hỗ trợ việc giao dịch, mua bán chứng khoán. Đồng thời giám sát theo đúng thẩm quyền đối với việc tuân thủ các quy định, quy trình hoạt động của các thành viên lưu ký trong hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ.

Đến 31/12/2009, tổng số thành viên của TTLKCK là 124 thành viên, bao gồm 102 CtyCK, 03 NHTM trong nước, 05 chi nhánh các NHTM lớn ở nước ngoài như HSBC, Citygroup, Deutsche Bank...và 14 thành viên mở tài khoản trực tiếp. Hiện nay TTLKCK đã quản lý chi tiết đến từng NĐT trong đó có 797.068 tài khoản NĐT trong nước và 14.195 tài khoản của NĐT nước ngoài. Tổng giá trị chứng khoán đăng ký theo mệnh giá tại TTLKCK tăng nhanh từ năm 2006-2009 như sau:



Biểu đồ 2.8: Tổng giá trị chứng khoán đăng ký theo mệnh giá tại TTLKCK từ năm 2006-2009

Nguồn: Ủy ban chứng khoán nhà nước

Việc quy định tất cả các hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán về một đầu mối TTLKCK đã tránh được tình trạng phân tán, tăng hiệu quả hoạt động nhờ việc lợi dụng được lợi thế theo quy mô của TTLKCK. Cùng với đó, khối chức năng hỗ trợ hoạt động giao dịch tách khỏi chức năng giao dịch do SGDK, TTGDCK đảm trách, cho nên mỗi tổ chức đều có điều kiện chuyên môn hoá sâu hơn vào từng lĩnh vực hoạt động đồng thời phạm vi và chất lượng dịch vụ

cũng tăng lên nhờ việc hoàn thiện các mặt tổ chức hoạt động và quản trị điều hành của từng đơn vị.

Về phạm vi dịch vụ cung cấp, hoạt động của TTLKCK sẽ giúp khắc phục được hạn chế của hệ thống cũ. Việc cấp mã số giao dịch tập trung cho nhà ĐTNN đã làm đơn giản hoá thủ tục, đảm bảo tính thống nhất của hệ thống và rút ngắn thời gian thực hiện. Thời gian thanh toán được rút ngắn tạo sự thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư khi tham gia thị trường. Bên cạnh đó, nhờ thực hiện tốt chức năng quản lý và giám sát mà TTLK đã góp phần vào việc nâng cao chất lượng hoạt động của thành viên lưu ký, đảm bảo sự vận hành an toàn và ổn định của thị trường.

Việc Nhà nước quản lý chặt chẽ các hoạt động của TTLKCK thông qua việc cấp phép lưu ký là hoàn toàn phù hợp với thông lệ quốc tế bởi lẽ hoạt động lưu ký chứng khoán được xem là hoạt động kinh doanh có điều kiện, có liên quan đến việc quản lý và nắm giữ tài khoản của nhà đầu tư, giúp nhà đầu tư thực hiện được quyền lợi có liên quan trong thời gian lưu ký.

(7) Quản lý hoạt động kinh doanh và đầu tư chứng khoán :

- Đối với các hoạt động kinh doanh chứng khoán :

Theo Luật Chứng khoán thì kinh doanh chứng khoán là việc thực hiện nghiệp vụ môi giới chứng khoán, tự doanh chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, lưu ký chứng khoán, quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư chứng khoán.

Nhà nước quy định mức vốn pháp định cho từng loại hình kinh doanh. Mức vốn theo quy định hiện hành cao hơn mức vốn trước đây. Theo đó, đối với dịch vụ môi giới chứng khoán là 25 tỷ đồng, tự doanh chứng khoán là 100 tỷ đồng, bảo lãnh PHCK là 165 tỷ đồng, tư vấn đầu tư chứng khoán là 10 tỷ đồng. Trường hợp tổ chức đề nghị cấp giấy phép cho nhiều nghiệp vụ kinh doanh, vốn pháp định là tổng số vốn pháp định tương ứng với từng nghiệp vụ xin cấp phép. Ngoài các yêu cầu về vốn pháp định thì cơ quan QLNN còn quy định các điều kiện về cơ sở vật chất, về nhân sự (như nhân viên làm trong lĩnh vực chứng khoán phải có giấy phép hành nghề, các quy định về đạo đức nghề nghiệp...).

Quy trình xét duyệt cấp phép hoạt động cho các tổ chức kinh doanh trên cũng được thực hiện theo quy trình gồm 6 bước tương đối chặt chẽ : đảm bảo tính minh bạch, công bằng và khách quan.

Trong thời gian qua, Nhà nước đã dành nhiều ưu đãi tài chính thuận lợi để khuyến khích sự hình thành và hoạt động của các tổ chức kinh doanh chứng khoán. Thông tư 100/2001/TT-BTC về thuế đối với lĩnh vực chứng khoán đã quy định rằng, các loại hình kinh doanh chứng khoán như trên thuộc diện không chịu thuế giá trị gia tăng. Các CtyCK, CtyQLQ mới thành lập được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế, giảm 50% số thuế phải nộp trong 3 năm tiếp theo, và được áp dụng mức thuế suất thu nhập doanh nghiệp là 20% trong thời gian 10 năm kể từ khi khai trương hoạt động, hết thời hạn này mới chuyển sang mức thuế chung là 28%. Rõ ràng là những quy định trên đã thể hiện rõ những ưu đãi đối với các CtyCK, CtyQLQ, thể hiện mục tiêu của cơ quan QLNN trong việc thúc đẩy TTCK phát triển.

Để quản lý, giám sát hoạt động của các tổ chức này, UBCKNN đã ban hành và hướng dẫn thực hiện các văn bản như Quyết định số 92/2004/QĐ-BTC về hệ thống chỉ tiêu giám sát đối với CtyCK, CtyQLQ, Quyết định số 401/2005/QĐ-UBCK ngày 19/9/2005 về việc ban hành quy định giám sát hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán của các thành viên lưu ký và TTGDCK, TTLKCK. Đây là những căn cứ pháp lý cần thiết và cụ thể cho các bộ phận chức năng của UBCKNN, TTGDCK, TTLKCK để triển khai các hoạt động giám sát TTCK một cách có hiệu quả.

Trong quá trình giám sát hoạt động của các tổ chức này, UBCKNN đã phát hiện và xử lý nhiều vụ vi phạm khi kinh doanh trên thị trường, qua đó góp phần đảm bảo sự công bằng, minh bạch cho tất cả các đối tượng tham gia trên thị trường, tạo sự an tâm cho nhà đầu tư.

- Về quản lý, giám sát đối với các hoạt động đầu tư chứng khoán :

Công tác quản lý, giám sát đối với hoạt động ĐTCK trên TTCK Việt Nam bao gồm việc ban hành các chính sách thu hút các nhà đầu tư trong và ngoài nước tham gia đầu tư trên TTCK, thực hiện những thủ tục hành chính cần thiết như mở tài khoản giao dịch, ký quỹ đặt lệnh giao dịch,... và giám sát sự tuân thủ pháp luật của các nhà

đầu tư như nghĩa vụ báo cáo của các cổ đông lớn nhằm đảm bảo sự công bằng trên TTCK. Theo quy định hiện hành, các CtyCK, CtyQLQ chịu trách nhiệm quản lý, giám sát các nhà ĐTCK là khách hàng của mình theo các quy định của pháp luật. Các TTGDCK, SGDCK thực hiện việc quản lý giao dịch của nhà ĐTCK chủ yếu thông qua việc giám sát khách hàng thực hiện các thủ tục đăng ký mã số giao dịch (đối với các nhà ĐTNN), mở tài khoản giao dịch, lưu ký chứng khoán, kí quỹ và đặt lệnh giao dịch tại các CtyCK là thành viên của SGDCK, TTGDCK.

Để thu hút ĐTNN, Chính phủ Việt Nam đã thực hiện chính sách mở cửa cho nhà ĐTNN ngay từ ban đầu với những bước đi thận trọng theo từng lộ trình nói lỏng nhất định. Chính sách không phân biệt đối xử giữa các nhà đầu tư trong và ngoài nước thông qua việc cho phép nhà ĐTNN được trực tiếp thực hiện các thủ tục giao dịch tại các CtyCK như các nhà đầu tư trong nước. Quá trình điều hành chính sách thu hút nhà ĐTNN vào TTCK Việt Nam được thực hiện theo những bước đi tương đối thận trọng và mềm dẻo. Ban đầu, theo Quyết định 139/1999/QĐ-TTg về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam, các tổ chức, cá nhân nước ngoài chỉ được nắm giữ tối đa 20% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của CtyCP và tối đa 20% tổng số CCQĐT của một quỹ ĐTCK, trong đó, mỗi tổ chức nước ngoài được nắm giữ tối đa 7% và mỗi cá nhân nước ngoài nắm giữ tối đa 3%; vốn góp của tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài tham gia vào CtyCK liên doanh tối đa là 30% vốn điều lệ.

Sau một thời gian, TTCK Việt Nam đã bộc lộ những yếu kém nhất định. Trước đòi hỏi của thực tiễn, ngày 17/7/2003, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 146/2003/QĐ-TTg thay thế cho Nghị định trên, trong đó quy định cho phép các tổ chức và cá nhân nước ngoài mua bán chứng khoán trên TTCK Việt Nam được nắm giữ tối đa 30% tổng số cổ phiếu niêm yết của một TCPH, tỷ lệ vốn góp của tổ chức kinh doanh chứng khoán vào CtyCK, CtyQLQ cũng được điều chỉnh lên 49%. Chính sách này đã tạo ra cú hích thực sự đối với hoạt động GDCK trên TTCK Việt Nam. Từ tháng 10/2003 đến tháng 4/2004, TTCK Việt Nam đã được phục hồi rõ nét nhờ tác động chủ yếu của các nhà ĐTNN, chỉ số VN-Index đã tăng từ khoảng 130 điểm lên khoảng 250 điểm, tổng giá trị giao dịch cũng tăng từ vài tỷ đến hàng chục tỷ đồng mỗi phiên giao dịch. Giai đoạn tiếp theo là sự chống

lại và thiếu sôi động trong giao dịch của TTCK Việt Nam, theo lý giải của nhiều chuyên gia là do tỷ lệ sở hữu của nhà ĐTNN trong phần lớn các TCNY đã được lấp đầy. Ngày 29/9/2005, Thủ tướng Chính phủ đã kí Quyết định 238/2005/QĐ-TTg mở rộng (*room*) cho nhà ĐTNN. Theo đó, tổ chức, cá nhân người nước ngoài mua bán chứng khoán trên TTCK Việt Nam được nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu, CCQĐT đang được niêm yết và ĐKGD trên TTCK. Quy định này không giới hạn tỷ lệ nắm giữ trái phiếu lưu hành của một TCPH. Để tăng cường quản lý và giám sát nhà ĐTNN và đảm bảo an toàn trong quá trình hội nhập, Chính phủ đã sử dụng các công cụ quản lý khác nhau, như quy định nhà ĐTNN phải đăng kí mã số giao dịch, tuân thủ các quy định của NHNN về quản lý ngoại hối, nhà ĐTNN chỉ được giao dịch bằng đồng Việt Nam và tuân thủ tỷ lệ sở hữu chứng khoán theo các quy định trên.

Để thực hiện chính sách không phân biệt đối xử giữa nhà đầu tư trong và ngoài nước đã góp phần tạo sự hấp dẫn đối với các nhà ĐTNN. Bên cạnh đó, việc mở cửa, thu hút ĐTNN từ đầu đã giúp nhà đầu tư trong nước có thể học hỏi kinh nghiệm và kỹ năng đầu tư trên TTCK. Quyết định 55/2009/QĐ-TTg, ngày 15/04/2009 của Thủ tướng Chính phủ về tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam quy định: Nhà đầu tư nước ngoài mua, bán chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam được nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu của công ty cổ phần đại chúng. Trường hợp pháp luật chuyên ngành có quy định khác thì áp dụng theo quy định của pháp luật chuyên ngành. Trường hợp tỷ lệ sở hữu bên nước ngoài được phân loại theo danh mục các ngành nghề cụ thể thì áp dụng theo danh mục phân loại. Nắm giữ tối đa 49% tổng số chứng chỉ quỹ đầu tư của một quỹ đầu tư chứng khoán đại chúng. Nắm giữ tối đa 49% vốn điều lệ của một công ty đầu tư chứng khoán đại chúng. Đối với trái phiếu: tổ chức phát hành có thể quy định giới hạn tỷ lệ nắm giữ đối với trái phiếu lưu hành của tổ chức phát hành.

Tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài được tham gia thành lập công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ tại Việt Nam như sau: Chỉ có tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài được góp vốn, mua cổ phần thành lập công ty chứng khoán. Tỷ lệ tham gia góp vốn của bên nước ngoài tối đa là 49% vốn điều lệ của công ty chứng khoán. Chỉ có tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài có

ng nghiệp vụ quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, tổ chức kinh doanh bảo hiểm nước ngoài được góp vốn, mua cổ phần thành lập công ty quản lý quỹ. Tỷ lệ tham gia góp vốn của bên nước ngoài tối đa là 49% vốn điều lệ của công ty quản lý quỹ.

Từ đầu năm 2006, sự phát triển của TTCK đã làm tăng nhu cầu vay vốn đầu tư, kinh doanh chứng khoán, nguy cơ rủi ro tín dụng cũng tăng lên do giá chứng khoán có sự biến đổi theo chiều hướng suy giảm. Trong hoạt động quản lý của NHNN đối với hoạt động này, cuối tháng 5/2007, hai văn bản được coi là có liên quan trực tiếp nhất đến hoạt động kinh doanh của các TCTD và ảnh hưởng tới hoạt động ĐTCK trên TTCK đã được ban hành. Đó là Chỉ thị 03/2007/CT-NHNN, ngày 28/5/2007 về kiểm soát quy mô, chất lượng tín dụng và cho vay đầu tư, kinh doanh chứng khoán nhằm kiểm soát lạm phát và tăng trưởng kinh tế, Quyết định số 1141/QĐ-NHNN ngày 28/5/2007 về điều chỉnh tăng mức dự trữ bắt buộc đối với TCTD. Theo đó, Thống đốc NHNN yêu cầu các TCTD từ ngày 1/7/2007 (ngày Chỉ thị 03 có hiệu lực thi hành) các TCTD thực hiện việc khống chế tỷ lệ dư nợ vốn cho vay và chiết khấu giấy tờ có giá để đầu tư, kinh doanh chứng khoán so với tổng mức dư nợ tín dụng của TCTD ở mức dưới 3%. Đối với các TCTD có tỷ lệ dư nợ vốn cho vay và chiết khấu giấy tờ có giá để đầu tư kinh doanh chứng khoán so với tổng dư nợ tín dụng của TCTD ở mức từ 3% trở lên thì thực hiện việc thu hồi nợ và giảm dư nợ, chậm nhất đến ngày 31/12/2007 phải đảm bảo theo tỷ lệ quy định... Thực tế cho thấy sau khi Chỉ thị 03 được ban hành đã gây tác động tâm lý không tốt đối với hoạt động của TTCK và theo ý kiến của nhiều chuyên gia thì đây chính là một trong những nguyên nhân làm làm cho TTCK bị sụt giảm trong giai đoạn từ tháng 5 đến tháng 9-2007.

Như vậy, Nhà nước đã dành những ưu đãi nhất định cho các nhà ĐTCK trên TTCK Việt Nam dưới hình thức ưu đãi về thuế để khuyến khích các nhà đầu tư tham gia vào TTCK. Theo Thông tư số 100/2004/TT-BTC, Nhà nước không đánh thuế giá trị gia tăng vào hoạt động đầu tư của quỹ ĐTCK, không đánh thuế thu nhập vào các khoản thu nhập là cổ tức, lãi trái phiếu, chênh lệch mua bán chứng khoán và các khoản thu nhập khác từ ĐTCK của các nhà đầu tư cá nhân. Điều này góp phần quan trọng trong việc tạo ra sức hấp dẫn của TTCK, kích cầu trên thị trường.

Những chính sách thông thoáng của nhà nước đối với hoạt động ĐTCK đã có tác động tích cực đến tình hình tham gia của nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam.

2.2.2.5. Đánh giá vai trò của quản lý nhà nước trên TTCK thời gian qua

(1) Kết quả đạt được

Sau gần 10 năm hoạt động tuy có nhiều thăng trầm và còn không ít vấn đề cần tiếp tục hoàn thiện, nhưng TTCK Việt Nam đã có những tác động to lớn đến sự hoàn thiện của nền kinh tế thị trường và sự phát triển chung của nền kinh tế đất nước. Để có được những thành tựu trên Nhà nước đã đóng vai trò hết sức quan trọng, thể hiện trên một số mặt chủ yếu sau :

Thứ nhất, công tác hoàn thiện khung pháp lý và chính sách phát triển thị trường rất được chú trọng.

Nhằm đáp ứng nhu cầu tạo lập hành lang pháp lý an toàn cho hoạt động của TTCK, từ khi bắt đầu thành lập thị trường, các cơ quan quản lý nhà nước đã cho ra đời hàng loạt các văn bản, Nghị định, Thông tư hướng dẫn..., cũng như tham gia góp ý nhiều văn bản quy phạm pháp luật do các Bộ, ngành soạn thảo như: Bộ Luật tố tụng hình sự, Bộ Luật tố tụng dân sự, Luật Doanh nghiệp, Luật đầu tư, các Luật thuế, Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật các tổ chức tín dụng, Luật cạnh tranh, Luật kiểm toán...thông qua đó từng bước thống nhất và hoàn thiện quy định pháp luật có liên quan đến TTCK.

Đối với việc hoàn thiện khung pháp lý trong lĩnh vực CK&TTCK. Kể từ khi Chính phủ ban hành Nghị định số 48/1998/NĐ-CP, ngày 11/7/1998, về CK&TTCK, tạo cơ sở pháp lý chính thức đầu tiên điều chỉnh các hoạt động trên TTCK đến nay việc ban hành các văn bản pháp luật có liên quan đến CK&TTCK là tương đối cụ thể và chặt chẽ, bám sát tình hình thực hiện và được thực thi tương đối đầy đủ. Đặc biệt là việc ban hành Luật Chứng khoán và các văn bản dưới luật đã tạo cơ sở pháp lý cần thiết để triển khai công tác quản lý, giám sát các hoạt động, các chủ thể tham gia trên TTCK. Việc liên tục ban hành các văn bản pháp lý sửa đổi bổ sung các bất cập cho phù hợp với tình hình thực tiễn hoạt động của TTCK đầy biến động đã từng bước đáp ứng tốt hơn yêu cầu công khai minh bạch, bảo vệ và tạo niềm tin cho nhà đầu tư, tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh, đảm bảo sự vận hành thông suốt của thị trường.

Thứ hai, Chính phủ đã có những quyết sách đúng đắn thay đổi về mô hình tổ chức quản lý nhà nước đối với TTCK ngày càng hoàn thiện và phù hợp với trình độ và điều kiện cụ thể của công tác quản lý nhà nước về TTCK.

Để việc thành lập và đưa TTCK đi vào hoạt động được nhanh chóng và hiệu quả ngay từ đầu, việc lựa chọn mô hình ban đầu Ủy ban Chứng khoán nhà nước là cơ quan quản lý độc lập đặt dưới sự chỉ đạo trực tiếp của Chính phủ. Chính phủ trực tiếp thông qua UBCKNN để triển khai chức năng quản lý với TTCK là phù hợp với điều kiện thực tế của Việt Nam. Với hình thức tổ chức như trên, có thể thấy UBCKNN có vị thế tương đối độc lập trong hệ thống cơ quan QLNN, có đủ thẩm quyền cần thiết để chỉ đạo trong toàn ngành. Do vậy, UBCKNN có thể hoàn toàn chủ động trong việc xây dựng các chính sách, chiến lược phát triển TTCK; đưa ra các quyết định quản lý và giám sát TTCK, soạn thảo các văn bản pháp luật để trình Thủ tướng Chính phủ ký ban hành hay chủ động ban hành các văn bản quy phạm pháp luật trong phạm vi thẩm quyền quy định.

Thêm nữa, việc đặt TTGDCK thuộc bộ máy của UBCKNN trong thời gian đầu đã cho phép tận dụng tối đa bộ máy của UBCKNN trong việc chuẩn bị các điều kiện về pháp lý, cơ sở vật chất, kỹ thuật hạ tầng, con người trong việc đưa TTGDCK đi vào hoạt động. Mặt khác, với tư cách là một đơn vị hành chính sự nghiệp thuộc sở hữu của Nhà nước sẽ vừa đảm bảo được nguồn kinh phí ngân sách Nhà nước cho sự tồn tại và hoạt động của tổ chức này, vừa tạo điều kiện cho Nhà nước có thể thông qua TTGDCK để quản lý, điều hành và giám sát các hoạt động của thị trường theo các mục tiêu đã đề ra. Qua đó, Nhà nước có thể trực tiếp can thiệp vào các hoạt động diễn ra trên thị trường để định hướng và thúc đẩy thị trường này phát triển.

Tuy nhiên, việc tổ chức bộ máy QLNN như trên lại làm cho hoạt động QLNN đối với lĩnh vực CK&TTCK lại bị chia cắt thành nhiều đầu mối. Ngoài UBCKNN là cơ quan quản lý đầu ngành TTCK thì Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, NHNN, Bộ Tư pháp, Ban chỉ đạo đổi mới phát triển doanh nghiệp cũng có nhiều thẩm quyền ban hành các chính sách nhất định chi phối TTCK. Bộ Tài chính ban hành và hướng dẫn thực hiện các văn bản pháp luật về chính sách thuế, chế độ kế toán, kiểm toán, tài chính đối với TTGDCK, các TCPH, các tổ chức kinh doanh,

dịch vụ chứng khoán; ban hành và hướng dẫn thực hiện chế độ thuế đối với các nhà ĐTCK. Bộ Kế hoạch và Đầu tư ban hành các chính sách đối với việc chuyển đổi một số doanh nghiệp có vốn ĐTNN thành công ty cổ phần, NHNN ban hành các chính sách về quy chế quản lý ngoại hối đối với việc mua bán chứng khoán của các nhà ĐTNN, quy định về việc phát hành và quản lý chứng khoán của các TCTD. Sự tồn tại của nhiều đầu mối quản lý và sự tách rời giữa các đầu mối này đã dẫn đến sự thiếu tập trung, thống nhất và tạo ra xung đột trong việc ban hành và điều hành các chính sách liên quan đến CK&TTCK.

Bên cạnh đó, cơ cấu lãnh đạo là các thứ trưởng vừa đương nhiệm ở các bộ, ngành lại vừa kiêm nhiệm chức vụ UBCKNN sẽ làm giảm tính hiệu quả của công tác quản lý, nhiều khi tạo ra sự không thống nhất trong việc đưa ra các quyết định của các thành viên.

Chính từ những bất cập nói trên, để triển khai có hiệu quả hơn nhiệm vụ điều phối hoạt động của các bộ, ngành chức năng trong việc thúc đẩy TTCK phát triển; đồng thời thực hiện quy định của luật ban hành các văn bản quy phạm pháp luật là những cơ quan trực thuộc Chính phủ không có chức năng ban hành các văn bản quy phạm pháp luật, đầu năm 2004, Chính phủ đã quyết định chuyển UBCKNN về trực thuộc Bộ Tài chính, thực hiện chức năng QLNN về CK&TTCK; trực tiếp quản lý và giám sát hoạt động CK&TTCK, quản lý các hoạt động dịch vụ thuộc lĩnh vực CK&TTCK theo quy định của pháp luật; đồng thời chuyển TTGDCK Tp.HCM và TTGDCK Hà Nội thành các sở giao dịch chứng khoán theo mô hình công ty TNHH một thành viên hoạt động theo Luật doanh nghiệp.

Thứ ba, công tác quản lý nhà nước của UBCKNN từng bước được hoàn thiện và ngày càng phù hợp hơn với TTCK hiện đại

Thời gian qua dưới sự chỉ đạo của Chính phủ và Bộ Tài chính, UBCKNN rất quan tâm đến công tác quản lý nhà nước đối với các hoạt động trên TTCK như: hoạt động phát hành trái phiếu, cổ phiếu hoạt động niêm yết và đăng ký giao dịch, hoạt động giao dịch chứng khoán, hoạt động công bố thông tin, hoạt động đăng kí, lưu kí, bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán, hoạt động kinh doanh và đầu tư chứng khoán để tạo hàng hóa cho thị trường, tăng cường công tác quản lý, giám sát đối với các tổ chức trung gian; đẩy mạnh công tác thanh tra giám sát nhằm tăng cường tính

minh bạch, góp phần giữ vững ổn định TTCK. Đặc biệt UBCKNN đã tăng cường xử phạt vi phạm hành chính đối với các tổ chức (tổ chức phát hành, niêm yết, công ty chứng khoán...) và cá nhân tham gia thị trường có những hành vi vi phạm pháp luật trong lĩnh vực CK&TTCK.

Các hoạt động thông tin, tuyên truyền, phổ cập kiến thức và tiếp xúc công chúng đã được nâng lên một bước, UBCKNN đã chủ động phối hợp với các cơ quan thông tin của Bộ, các cơ quan chức năng, các phương tiện truyền thông để tổ chức tuyên truyền, thông báo kịp thời chủ trương, chính sách của Đảng và Nhà nước về CK&TTCK. Kịp thời cải chính những tin đồn không chính xác, sai sự thật làm ảnh hưởng đến các tổ chức và cá nhân tham gia thị trường. Định kỳ tổ chức công bố thông tin của công ty đại chúng trên Website và Bản tin UBCKNN.

Thứ tư, nhà nước đã tạo môi trường và điều kiện để đa dạng hoá các định chế tài chính trung gian.

Thời gian qua, đổi mới kinh tế thành công đã tạo điều kiện phát triển về cả số lượng và loại hình các định chế tài chính trung gian. Chủ trương của Chính Phủ trong việc phát triển các tổ chức tài chính trung gian theo hướng đa dạng hoá các loại hình, đa năng hoá hoạt động và tăng cường xã hội hoá hoạt động tài chính đã được thể hiện trong chính sách phát triển, trong các cơ chế và hệ thống luật pháp. Chủ trương này đã tạo điều kiện cho việc hình thành và phát triển đa dạng loại hình sở hữu các định chế tài chính trung gian.

Hệ thống các tổ chức tài chính trung gian đã hình thành và hoạt động ngày càng chuyên nghiệp và hiệu quả. Có thể nói, trong thời gian qua, các cơ quan quản lý nhà nước đã ban hành nhiều chính sách giúp các tổ chức này không ngừng tự hoàn thiện mình, xây dựng và cung cấp nhiều tiện ích cho các nhà đầu tư, các tổ chức; đặc biệt là hướng các định chế này tập trung vào những nghiệp vụ có thể mạnh. Cùng với tốc độ ngày càng nhanh của quá trình cổ phần hoá, sự phát triển của TTCK trong thời gian qua, các CTYCK đã có sự thay đổi về quy mô công ty lẫn cách thức hoạt động qua việc bổ sung vốn điều lệ, tăng các dịch vụ tiện ích nhằm đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư, mở rộng phạm vi hoạt động, sử dụng hệ thống mạng để phục vụ khách hàng. Các CTYCK cũng đã triển khai thuận lợi hoạt

động giao dịch mua bán trái phiếu có kỳ hạn, bước đầu tạo ra thị trường giao dịch trái phiếu thứ cấp đáng kể, góp phần tác động đến thị trường trái phiếu sơ cấp.

Thứ năm, UBCKNN đã có nhiều cố gắng trong việc từng bước thúc đẩy tiến trình hội nhập quốc tế của TTCK Việt Nam.

Từ năm 2001, UBCKNN đã trở thành thành viên của Tổ chức quốc tế các uỷ Ban Chứng Khoán (IOSCO). Từ đó đến nay, UBCKNN đã tích cực tham gia vào việc xây dựng các chính sách, nghiệp vụ quản lý của tổ chức này. UBCKNN cũng đã có quan hệ chặt chẽ với các tổ chức quốc tế như Ngân hàng thế giới (WB), Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB); đã thực hiện việc ký kết Biên bản ghi nhớ hợp tác (MOU) về quản lý chứng khoán và TTCK với các cơ quan quản lý TTCK nước ngoài như Ủy ban giám sát tài chính Hàn Quốc (FSC) năm 2002, Ủy ban giám quản chứng khoán Trung Quốc (CSRC) năm 2005; cũng như giữa TTGDCK TP.HCM với Sở giao dịch chứng khoán Bursa Malaysia năm 2006... Nội dung của Biên bản ký kết này nhằm tăng cường bảo vệ nhà đầu tư và tính toàn vẹn của TTCK và các công cụ đầu tư, thông qua việc đưa ra một khuôn khổ hợp tác, bao gồm các kênh thông tin liên lạc, tăng cường sự hiểu biết lẫn nhau và trao đổi các thông tin kinh nghiệm quản lý cũng như các thông tin kỹ thuật, thanh tra giám sát, cưỡng chế thực thi. Qua đó, tạo lòng tin và động lực thu hút các tổ chức và cá nhân là người nước ngoài tham gia đầu tư vào TTCK Việt Nam. Bảo đảm TTCK Việt Nam từng bước hình thành đầy đủ các yếu tố của một TTCK hiện đại theo các chuẩn mực của quốc tế và hội nhập với các TTCK khu vực.

(2) Hạn chế và nguyên nhân

*** Về hạn chế:**

Thứ nhất, các văn bản pháp lý về CK&TTCK mặc dù đã được ban hành khá nhiều nhưng vẫn còn mang tính chồng chéo, thiếu tính hệ thống, đồng bộ và còn hạn chế về chất lượng.

Cụ thể như có sự chồng chéo mâu thuẫn trong hệ thống pháp lý chuyên ngành và các văn bản pháp luật chung tham gia điều chỉnh về chứng khoán và thị trường chứng khoán CK&TTCK. Ví dụ, giữa pháp luật về doanh nghiệp và pháp luật về chứng khoán còn có sự chưa thống nhất, đồng bộ trong việc qui định về trình tự, thủ tục, quyền và nghĩa vụ giữa công ty cổ phần và cổ đông hiện hữu trong việc

chuyển nhượng cổ phần. Các qui định về công bố thông tin trên TTCK chưa được rõ ràng, cụ thể. Pháp luật chưa xác định các thông tin nào doanh nghiệp bắt buộc phải công bố, thông tin nào được quyền giữ kín. Thời gian đầu, theo Nghị định 48/1998/NĐ-CP thì những tổ chức, cá nhân có vi phạm sẽ bị xử phạt hành chính hoặc truy cứu trách nhiệm hình sự theo quy định của pháp luật. Nhưng khi dẫn chiếu các văn bản pháp luật có liên quan như Bộ luật Hình sự, Pháp lệnh Xử phạt vi phạm hành chính... lại không thấy có biện pháp xử lý vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán.

Thêm nữa, cơ sở pháp lý cho hoạt động phát hành chứng khoán (PHCK) ra công chúng còn chưa có tính thống nhất và chưa thực sự đầy đủ, từ đó làm nảy sinh bất hợp lý. Việc PHCK của các tổ chức tín dụng được thực hiện theo Luật các tổ chức tín dụng, hoạt động phát hành cổ phiếu ra công chúng của các DNNN cổ phần hoá lại được thực hiện theo Nghị định 109/2007/NĐ-CP. Việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ lại được quy định trong Nghị định số 02/2006/NĐ-CP. Còn việc PHCK của các loại hình doanh nghiệp khác lại được thực hiện theo quy định trong Luật Chứng khoán.

Mặt khác, tuy có nhiều cố gắng nhưng tiến độ ban hành các văn bản còn chậm, khung pháp lý điều chỉnh thị trường tự do còn bỏ ngỏ, chính sách thuế chưa bao quát được hết các trường hợp cần khuyến khích tham gia thị trường...

***Thứ hai,** Nhà nước vẫn chưa quan tâm đúng mức đến việc phát triển thị trường trái phiếu, nhất là thị trường trái phiếu doanh nghiệp*

Có thể nói, thời gian qua Nhà nước chưa quan tâm đúng mức đến việc phát triển thị trường trái phiếu, do vậy so với thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu ở Việt Nam có qui mô tương đối nhỏ, tính thanh khoản thấp, nhất là thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Thị trường trái phiếu Việt Nam được cho là vẫn còn trong giai đoạn đầu của sự phát triển, trong đó trái phiếu chính phủ là một tiềm năng lớn. Tuy trái phiếu chính phủ Việt Nam hiện nay được coi là hấp dẫn cả về lãi suất và độ an toàn nhưng vẫn chưa tạo được sự chú ý của các nhà đầu tư trong nước và quốc tế. Mặt khác, thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn là một nguồn cung cấp vốn đầy tiềm năng của các doanh nghiệp, đặc biệt là tại thị trường tài chính đang phát triển nhanh chóng như ở Việt Nam nhưng hiện nay còn rất nhỏ bé. Vì vậy,

mối quan tâm lớn nhất hiện nay chính là làm thế nào để khuyến khích các doanh nghiệp sử dụng thị trường này một cách có hiệu quả trong kế hoạch huy động vốn của doanh nghiệp.

Trên TTCK Việt Nam năm 2009, có khoảng gần 400 loại trái phiếu chính phủ và các doanh nghiệp được niêm yết, với tổng mệnh giá khoảng 6 tỉ USD. Trong 3 loại trái phiếu hiện đã được phát hành và mua bán tại Việt Nam, bao gồm TPCP, trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu doanh nghiệp, thì khối lượng TPCP chiếm ưu thế trên thị trường với 81% thị phần, trong khi đó trái phiếu địa phương là 10%, và trái phiếu doanh nghiệp 9% [81]. Cụ thể :

- Trái phiếu chính phủ và tín phiếu kho bạc

Tín phiếu kho bạc ở Việt Nam là các chứng khoán nợ ngắn hạn với kì hạn 182, 273 hoặc 364 ngày trong khi trái phiếu chính phủ là 7, 10, hay 15 năm. Có gần 400 loại tín phiếu kho bạc và trái phiếu chính phủ khác nhau hiện đang được mua bán. Khoảng 60.000 tỉ đồng trái phiếu chính phủ được Kho bạc Nhà nước và Ngân hàng phát triển Việt Nam phát hành hàng năm chủ yếu thông qua các kênh bảo lãnh và đấu giá. Việc bán lẻ trái phiếu chính phủ thông qua các chi nhánh của Kho bạc Nhà nước và các đại lý phát hành khác sẽ không được tính ở đây. Kế hoạch phát hành tín phiếu kho bạc cùng với trái phiếu chính phủ trong năm 2007 là 60.000 tỉ đồng, trong đó tín phiếu kho bạc chiếm 45%. Hiện nay trái phiếu chính phủ chủ yếu được phát hành thông qua bảo lãnh, hay đấu thầu qua các SGDCK và Trung tâm giao dịch của NHNN.

- Trái phiếu chính quyền địa phương

Trái phiếu chính quyền địa phương được chính quyền địa phương phát hành dưới sự cho phép của chính phủ. Hiện nay mới chỉ có Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh và Đồng Nai phát hành trái phiếu chính quyền địa phương (trái phiếu đô thị) để huy động vốn. Các tỉnh thành được phép phát hành đến 30% tổng nhu cầu chi tiêu và phải được chính phủ cho phép phát hành trái phiếu. Số trái phiếu này được phát hành thông qua các kênh đấu giá, bảo lãnh và đại lý phát hành. Tuy nhiên, tính thanh khoản của loại trái phiếu này rất thấp.

- Trái phiếu doanh nghiệp

Các doanh nghiệp phát hành bao gồm các doanh nghiệp nhà nước đang thực hiện cổ phần hoá, hay các tổng công ty, tập đoàn kinh tế lớn. Số trái phiếu này được phát hành thông qua kênh đấu giá, bảo lãnh và môi giới. Tuy nhiên, tính thanh khoản của loại trái phiếu này cũng không cao. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp quy mô còn rất nhỏ bé. Hiện nay, mới chỉ có 10 doanh nghiệp phát hành trái phiếu, gồm có: PetroVietnam, Tổng công ty cao su, Vinashin, Electric Vietnam Copreration (EVN), Lilama, Vietnam Steel Corperation, Vilexim, Tổng Công ty cổ phần xây dựng điện Việt nam, Tổng công ty Sông Đà và Vinaconex. Tất cả các doanh nghiệp này đều là những đơn vị đầu ngành hoặc các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa. Thực tế, nhu cầu của họ là nguồn vốn lớn, dài hạn và ổn định để đáp ứng yêu cầu, mà những nguồn vốn này khó có thể vay được từ một ngân hàng. Tổng doanh số phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp phát hành từ năm 2003 đến năm 2007 đạt 16.768 tỷ VND. Trong đó, Vinashin và EVN là hai doanh nghiệp phát hành nhiều nhất, chiếm 41% và 36% tương ứng. Còn các tổng công ty khác chỉ chiếm dưới 10% trong tổng vốn huy động [80].

Thứ ba, công tác quản lý nhà nước đối với TTCK vẫn còn nhiều hạn chế, yếu kém cần khắc phục.

Điều này được thể hiện cụ thể ở một số mặt hoạt động quản lý nhà nước đối với TTCK như sau:

Một là, còn tồn tại sự chông chéo trong công tác quản lý nhà nước đối với hoạt động phát hành chứng khoán (PHCK) của các doanh nghiệp.

UBCKNN được giao là cơ quan quản lý cao nhất nhưng thực tế việc quản lý doanh nghiệp phát hành lại do nhiều cơ quan tham gia. UBCKNN chỉ quản lý doanh nghiệp phát hành ra công chúng để niêm yết và giao dịch trên TTCK, các doanh nghiệp khác phát hành cổ phiếu ra bên ngoài thuộc diện quản lý của của các bộ, ngành chủ quản, thậm chí nhiều doanh nghiệp cổ phần cũng có thể dễ dàng phát hành cổ phiếu theo Luật Doanh nghiệp mà không bị quản lý. Do đó, làm cho doanh nghiệp lúng túng không biết phải báo cáo cho những cơ quan nào và các thủ tục quy định là gì khi muốn PHCK ra công chúng.

Trong hoạt động bảo lãnh phát hành thì nhiều tổ chức kinh doanh hoạt động này gặp khó khăn về vốn, đặc biệt trong điều kiện khi các công ty chứng khoán (CTyCK) chưa có thói quen liên kết thành tổ hợp bảo lãnh phát hành, chất lượng của các công ty kiểm toán còn chưa cao, hoạt động tư vấn còn thiếu chuyên môn trong khi đó công việc này lại khá phức tạp. Hoạt động hỗ trợ thị trường sau phát hành tại Việt Nam chưa được hình thành. CTyCK tham gia bảo lãnh phát hành cho doanh nghiệp đồng thời kết thúc vai trò của mình sau khi đợt phát hành kết thúc, chưa có CTyCK nào tiếp tục tham gia vào việc tác động giá cổ phiếu trên thị trường sau khi cổ phiếu đó được phép phát hành.

Theo quy định thì quá trình PHCK và niêm yết là tách biệt, cổ phiếu sau khi phát hành lại không được niêm yết và giao dịch ngay trên TTCK, thời gian cổ phần hoá đến khi được niêm yết và giao dịch trên TTCK lại quá lâu nên lợi ích của việc phát hành mang lại nhiều khi bị giảm bớt. Nhiều công ty cổ phần hoá, kể cả các công ty lớn không có chủ trương gắn kết hoạt động phát hành với niêm yết bởi nhiều lý do như sợ thủ tục phức tạp, e dè nghĩa vụ phải công bố thông tin ra công chúng sẽ làm mất khả năng cạnh tranh với các doanh nghiệp khác không phải thực hiện nghĩa vụ này.

Cơ chế đảm bảo tính công khai minh bạch trong hoạt động PHCK ra công chúng chưa thật sự chặt chẽ, sự giám sát của Nhà nước còn lỏng lẻo, cho nên dẫn tới trường hợp một số doanh nghiệp chưa đảm bảo nghĩa vụ công bố thông tin, chưa thực sự tuân thủ những quy định của pháp luật trong quá trình PHCK, nhiều doanh nghiệp che giấu thông tin để đánh lừa nhà đầu tư bên ngoài. Ví dụ như trường hợp của công ty xuất nhập khẩu nông sản Saforimex. Trước đó, Công ty này đã bán ra hơn 8.000 cổ phiếu để thực hiện cổ phần hoá, nhưng ngay sau đó toàn bộ số tiền này đã bị toà án phong toả để trả nợ, thậm chí số nợ của Công ty này còn vượt quá nhiều lần so với giá trị được cổ phần hoá. Như vậy, nhà đầu tư đã nhận được thông tin không trung thực khi công ty tuyên bố lãi 3 năm liên tục.

Hai là, công tác quản lý các giao dịch chứng khoán của các SGDCCK còn khá thụ động.

Các quyết định quản lý và điều hành giao dịch chứng khoán cũng như các quyết định liên quan đến tăng giảm biên độ giá chứng khoán, thay đổi thời gian giao

dịch...đều phải trải qua các thủ tục tương đối phức tạp và tốn thời gian để được chính thức có hiệu lực. Các SGDCK là đơn vị sự nghiệp có thu trực thuộc UBCKNN, chưa có tính độc lập trong quản lý và chi phối thành viên giao dịch (Việc đưa ra các quyết định về thu phí giao dịch, lệ phí thành viên...do Bộ Tài chính quy định). SGDCK chưa hoàn toàn chủ động và độc lập trong hoạt động điều hành và quản lý TTCK.

Hoạt động giám sát của các SGDCK còn mang nặng tính thủ công, chưa có công nghệ tin học để giám sát các hoạt động trên một cách tự động, hiệu quả. Do vậy khả năng giám sát và xử lý các vi phạm trong giao dịch chưa cao. Trình độ công nghệ và năng lực phục vụ hoạt động giao dịch của các SGDCK còn khá hạn chế. Trong giai đoạn thị trường đang sôi động, tình trạng tắc nghẽn giao dịch đã xảy ra, trong nhiều phiên giao dịch, các đại diện giao dịch không thể nhập hết lệnh vào hệ thống giao dịch. Sự cố sập mạng đã xảy ra hai lần tại TTGDCK Tp.HCM đã gây không ít lo ngại cho nhà đầu tư.

Ba là, hoạt động của TTCK tự do OTC còn ở phạm vi khá rộng.

Do sự tăng trưởng mạnh của thị trường chính thức, ngày càng nhiều doanh nghiệp phát hành cổ phiếu rộng rãi ra công chúng mà không đăng kí với cơ quan quản lý nhà nước và cũng không cung cấp thông tin minh bạch cho nhà đầu tư. Đã có tình trạng chào bán quyền mua cổ phiếu thông qua năm công tác, chào bán cổ phần của những ngân hàng chưa được cấp phép...dù được các phương tiện truyền thông đưa tin cảnh báo nhưng trên thực tế vẫn có giao dịch. Do thiếu tính công khai, minh bạch, không được quản lý và giám sát nên khả năng xảy ra rủi ro cao (như mất khả năng thanh toán, chứng khoán giả, lừa đảo...) gây bất ổn cho thị trường chính thức và hệ thống tài chính.

Bốn là, các phương tiện công bố thông tin của UBCKNN, SGDCK còn khá hạn chế.

Các phương tiện công bố thông tin (CBTT) của UBCKNN, SGDCK chủ yếu là qua các phương tiện như các trang web, ấn phẩm chuyên ngành như Tạp chí chứng khoán, Tờ tin TTCK, Thống kê TTCK được phát hành hàng tháng. Nội dung trên các trang web còn khá nghèo và chưa cập nhật. Các thông tin chủ yếu tập trung vào tình hình khớp lệnh, kết quả các giao dịch trong ngày mà chưa cung cấp kịp thời các

thông tin mang tính định hướng thị trường như các chỉ báo về thị trường... Việc hệ thống CBTT chưa hoàn toàn được tin học hoá nên việc truyền tin để công bố chủ yếu theo con đường công văn. Điều này gây ra độ chậm chễ và làm giảm giá trị của thông tin khi được đưa ra công bố. Sự phối hợp giữa UBCKNN, SGDCK và các phương tiện truyền thông trong thời gian này đã chủ động hơn về việc đưa tin về TTCK song mật độ, chủng loại và chất lượng thông tin vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu của công chúng.

Việc giám sát quá trình CBTT của các TCPH, TCNY chưa được thực sự chặt chẽ và kịp thời nên đã xảy ra nhiều sai sót và vi phạm trong quá trình CBTT của một số công ty. Cùng với sự bùng nổ của TTCK trong năm 2006-2007, một số hiện tượng vi phạm trên TTCK đã xuất hiện như hiện tượng giao dịch nội gián, sự chậm chễ trong CBTT, sự rò rỉ thông tin trong quá trình CBTT liên quan đến một số TCPH, TCNY, tổ chức đăng ký giao dịch đặc biệt là trong hoạt động CPH đã đưa đến tình trạng thiếu minh bạch và công bằng trên TTCK. Trong khi đó, nhiều CtyCK không tuân thủ quy định của pháp luật trong việc nhập lệnh giao dịch, phân biệt đối xử với giao dịch của nhà đầu tư. Có nhiều hành vi ưu tiên nhập lệnh cho các nhà đầu tư lớn, là khách hàng quen thuộc với giá trị và khối lượng giao dịch rất lớn, hay là ưu tiên nhập lệnh của chính công ty mình (do các CtyCK còn có hình thức tự doanh chứng khoán). Khi bị phát hiện vi phạm thì mức xử phạt theo quy định hiện hành lại quá nhỏ so với những gì mà họ thu được thông qua các giao dịch này. Bởi vậy mới có tình trạng một CtyCK vi phạm nhiều lần cùng một lỗi như trên. Còn tình trạng nhiều CtyCK chưa thực hiện chế độ báo cáo một cách nghiêm túc, nhiều CtyCK đã triển khai hoạt động giao dịch kì hạn nhưng thực chất đó là hình thức cho vay có bảo lãnh nhưng không có quy trình nội bộ thực hiện, tiềm ẩn nhiều rủi ro cho chính các CtyCK. Trong khi đó, công tác kiểm soát nội bộ của các CtyCK còn khá lỏng lẻo, chưa có cán bộ chuyên trách công tác này.

Năm là, mô hình tổ chức lưu ký chứng khoán còn nhiều bất cập.

Mô hình tổ chức lưu ký theo hai cấp như hiện tại chưa thể đáp ứng yêu cầu cho phép *Trung tâm lưu ký chứng khoán* (TTLKCK) có thể giám sát trực tiếp tình trạng tài khoản của từng nhà đầu tư và chưa cho phép tin học hoá công tác giám sát. Điều này làm giảm hiệu quả công tác quản lý và giám sát quá trình tham gia giao dịch của các nhà đầu tư trên TTCK. Việc thành lập TTLKCK là đúng hướng và phù hợp với thông

lệ quốc tế, song mô hình trung tâm này là đơn vị sự nghiệp có thu chỉ là tạm thời. Trong tương lai, mô hình này cần thay đổi theo xu hướng phát triển trên thế giới để đảm bảo tình hình và hiệu quả hoạt động. Từ mô hình tổ chức nghiệp vụ lưu ký theo hình thức là các thành viên lưu ký không mở tài khoản riêng cho từng nhà đầu tư mà lại gộp chung vào một tài khoản cho tất cả các khách hàng, điều này làm cho quá trình giám sát của các SGDCK chưa thực sự hiệu quả và là nguyên nhân dẫn đến sự chậm chễ trong việc ngăn chặn, phát hiện và xử lý những vi phạm của nhà đầu tư.

*** Nguyên nhân của những hạn chế:**

Những hạn chế về vai trò của nhà nước trong phát triển TTCK thời gian qua do nhiều nguyên nhân chủ quan, khách quan tạo ra, nhưng tập trung chủ yếu là do một số nguyên nhân chủ yếu sau:

Thứ nhất, nhận thức về vai trò, ý nghĩa của TTCK tại Việt Nam chưa đầy đủ; trong khi đó các cơ quan quản lý Nhà nước còn thiếu kinh nghiệm và năng lực trong tổ chức, quản lý, điều hành TTCK.

Trong giai đoạn đầu hình thành và phát triển TTCK, tư duy lý luận và nhận thức thực tiễn về vị trí, vai trò và chức năng của TTCK chưa theo kịp tiến trình đổi mới và phát triển kinh tế. Đôi khi còn có những quan ngại quá mức về nguy cơ gây rủi ro, làm trệch mục tiêu phát triển của CNXH, mà chưa nhận thức đúng tầm quan trọng của TTCK là công cụ hữu hiệu trong việc huy động tối đa các nguồn vốn trong xã hội cho đầu tư phát triển sản xuất kinh doanh của các chủ thể trong nền kinh tế. Chính những điều này phần nào hạn chế đáng kể đến việc hoạch định chiến lược phát triển, xây dựng hệ thống pháp luật và lựa chọn chính sách, giải pháp phát triển TTCK Việt Nam.

Với xuất phát điểm thấp, lại đang trong quá trình chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang nền kinh tế thị trường, nên việc tiếp cận, hình thành, phát triển và quản lý TTCK - một thị trường phức tạp với những công cụ hiện đại, phương pháp quản lý điều hành chặt chẽ, linh hoạt các cơ quan quản lý nhà nước đối với TTCK đã gặp không ít khó khăn, bất cập. Trong khi đó, đội ngũ cán bộ công chức chưa được đào tạo bài bản, chuyên sâu về chuyên môn nghiệp vụ quản lý, điều hành TTCK; nhiều trường hợp chưa có đầy đủ năng lực và kinh nghiệm trong quá

trình thực hiện nhiệm vụ nên cũng vừa học, vừa làm không tránh khỏi những vấp vấp, sai sót nhất định.

Tuy đã có những cải tiến nhất định về mặt tổ chức bộ máy, nhưng UBCKNN vẫn vừa là người chủ trì xây dựng các dự thảo pháp luật về CK&TTCK, vừa là chủ thể giám sát thực thi thị trường, vừa là người thực thi pháp luật, như tổ chức cử người tham gia điều hành các SDGCK. Vì vậy UBCKNN nhiều khi can thiệp quá sâu vào việc điều hành cụ thể thị trường như giám sát các hoạt động thường xuyên trên thị trường để phát hiện các trường hợp thao túng, gian lận... Trong khi đó, SGDCK tuy không có chức năng xây dựng các văn bản pháp luật và chính sách quản lý vĩ mô nhưng nhiều trường hợp vẫn tham gia các hoạt động này; do SGDCK là công ty TNHH một thành viên trực thuộc UBCKNN.

Hai là, Nhà nước chưa tạo được môi trường và điều kiện để thúc đẩy thị trường trái phiếu phát triển theo tiềm năng vốn có của nó.

Nguyên nhân chính khiến thị trường trái phiếu Việt Nam chưa thực sự phát triển là vì: Đối với việc phát hành TPCP thì hạn chế bắt nguồn từ lãi suất chỉ đạo của Bộ Tài chính còn thấp, chưa thực sự hấp dẫn, phương thức trả lãi thiếu linh hoạt. Bộ Tài chính vừa phát hành trái phiếu qua đấu thầu, vừa phát hành trái phiếu bán lẻ qua KBNN trong cùng một thời gian với cùng một kì hạn trái phiếu, cùng một lãi suất đã không khuyến khích các tổ chức tài chính trung gian đấu thầu TPCP để bán lại trên thị trường thứ cấp. Việc phát hành TPCP qua hệ thống KBNN thường dài trong nhiều tháng, hình thức phát hành TPCP chủ yếu là dưới dạng chứng chỉ, trái phiếu kho bạc thì thường phát hành dưới dạng chứng chỉ có ghi tên người nắm giữ. Điều này làm tăng chi phí cho lưu ký chứng khoán, sau đó vừa làm cho TPCP khó đáp ứng các yêu cầu cần thiết để giao dịch trên TTCK thứ cấp.

Bên cạnh đó, chúng ta còn chưa hình thành hệ thống phân phối TPCP trên thị trường sơ cấp, năng lực bảo lãnh và làm đại lý phát hành của các tổ chức nhận bảo lãnh và phát hành còn hạn chế, cho nên tồn tại khối lượng lớn TPCP do các tổ chức này giữ lại mà không phân phối ra công chúng. Việc quy định lãi suất trần trong đấu thầu TPCP quá thấp so với lãi suất huy động vốn bình quân trên thị trường đã làm cho nhiều phiên đấu thầu TPCP có kết quả thấp. Khối lượng đăng kí tương đối cao, bình quân gấp 3,65 lần khối lượng gọi thầu nhưng tỷ lệ thành công lại theo chiều

hướng giảm dần (nếu như trong quý I/2007 tỷ lệ này là 99% thì đến quý II/2007 giảm xuống còn 82,46% và đến cuối quý III/2007 con số này chỉ còn 58,39%).

Mặt khác, do trái phiếu có lãi suất cố định, giá trái phiếu ít biến động nên các nhà đầu tư cá nhân không thấy hấp dẫn khi nắm giữ trái phiếu, mà họ sẽ đầu tư vào cổ phiếu, do vậy, việc mua đi bán lại các trái phiếu sẽ không “nhộn nhịp” như cổ phiếu. Các nhà đầu tư tổ chức là các tổ chức như ngân hàng, các công ty bảo hiểm hay các doanh nghiệp lớn. Họ nắm giữ trái phiếu nhằm mục đích quản lý tính thanh khoản chứ không phải nhằm mục đích lợi nhuận. Do vậy, họ ưa thích nắm giữ trái phiếu chính phủ hơn là các trái phiếu doanh nghiệp. Chính vì thế, các giao dịch thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp rất ít, mà chủ yếu là trái phiếu chính phủ. Đặc biệt, đối với các trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết chính thức trên sàn thì các nhà đầu tư nắm giữ cho đến ngày mãn hạn như là khoản cho vay đối với doanh nghiệp.

Ba là, vai trò của các nhà bảo lãnh phát hành, nhà tạo lập thị trường, các tổ chức định mức tín nhiệm và các tổ chức tự quản chưa được phát huy đầy đủ.

Các nhà bảo lãnh phát hành ở Việt Nam chủ yếu là các NHTM và các CTYCK. Hiện tại, áp lực cạnh tranh đối với các CTYCK là rất lớn, do số lượng các CTYCK nhiều, đồng thời phải phải đối đầu với áp lực cạnh tranh từ các CTYCK có 100% vốn nước ngoài theo cam kết khi gia nhập WTO. Trong khi đó, quy mô hoạt động của các tổ chức tài chính trung gian, cụ thể là các CTYCK còn nhỏ, chưa xứng với tiềm năng, chất lượng hoạt động còn chưa cao. Các nghiệp vụ tài chính trung gian còn đơn giản, thiếu tính chuyên nghiệp. Nhiều tổ chức tài chính trung gian chưa có bộ phận chuyên trách trong kinh doanh chứng khoán. Mạng lưới hoạt động không được mở rộng, trong các CTYCK được phép hoạt động, ngoài một số đại lý nhận lệnh ở một số tỉnh, thành (hoạt động cầm chừng), chưa có CTYCK nào thực sự có hệ thống các đại lý nhận lệnh hoặc các phòng giao dịch, các chi nhánh đủ mạnh trong phạm vi cả nước. Hoạt động tư vấn niêm yết chưa đạt chất lượng cao, vẫn còn nhiều lỗi về số liệu trong các báo cáo tài chính năm của các hồ sơ tư vấn niêm yết. Vai trò của các CTYCK trên thị trường chưa thực sự nổi bật khi xét trên cơ cấu nguồn thu từ hoạt động của các CTYCK, chủ yếu từ hoạt động tự doanh và lãi đầu tư trong khi đáng lẽ nguồn thu chính phải từ các hoạt động dịch vụ chứng

khoán như môi giới, tư vấn bảo lãnh... Về tổ chức hoạt động, số nhân viên hành nghề chứng khoán được cấp chứng chỉ hành nghề chưa đạt yêu cầu, mới chỉ có khoảng hơn 60% trong tổng số nhân viên đang làm việc tại các CTYCK có chứng chỉ hành nghề.

Các CTYCK hiện nay chưa làm tốt vai trò nhà tạo lập thị trường (nhất là thị trường trái phiếu) do bị hấp dẫn bởi các hoạt động giao dịch cổ phiếu trên thị trường. Mặt khác, để đóng vai trò là người tạo lập thị trường, các yêu cầu đặt ra rất cao và đòi hỏi chi phí lớn: (i) nắm giữ một lượng lớn chứng khoán và tiền mặt, (ii) cơ sở hạ tầng công nghệ cao, (iii) đội ngũ nhân viên có trình độ kỹ thuật cao và tác phong chuyên nghiệp. Hơn nữa, khi giá chứng khoán giảm, hay xảy ra rủi ro không trả được nợ thì những nhà tạo lập thị trường cũng sẽ bị thua lỗ. Khả năng thua lỗ trên thị trường này sẽ rất lớn khi giá chứng khoán bị ảnh hưởng nặng nề bởi tâm lý của nhà đầu tư. Ở những thị trường tài chính kém hiệu quả, tâm lý của nhà đầu tư chính là yếu tố mang tính định hướng ảnh hưởng tới các quyết định mua hay bán chứng khoán. Các nhà tạo lập thị trường chính là những người giúp cân bằng áp lực cung - cầu khi xuất hiện thông tin thất thiệt.

Định mức tín nhiệm là một công cụ rất quan trọng để các nhà hoạch định chính sách quản lý thị trường. Các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín không chỉ thực hiện việc định mức tín nhiệm các doanh nghiệp mà còn xếp hạng cả định mức tín nhiệm các chính phủ. Khi đó, các thông tin liên quan đến định mức tín nhiệm hay uy tín của các doanh nghiệp, chính phủ sẽ được cung cấp không chỉ trong phạm vi quốc gia mà còn có thể trong khu vực hay thế giới. Hiện tại ở Việt nam, tuy đã có thành lập một vài tổ chức thực hiện dịch vụ cung cấp các chỉ tiêu xếp hạng định mức tín nhiệm doanh nghiệp nhưng do nguồn nhân lực và khả năng tiếp cận thông tin còn hạn chế nên vẫn thiếu tính chuyên nghiệp.

Các công ty kiểm toán mặc dù đã rất nỗ lực trong việc đa dạng hóa các dịch vụ cung cấp, song, với nguồn nhân lực còn khan hiếm như hiện nay, thị trường mục tiêu của các công ty này vẫn chỉ là cung cấp các dịch vụ kiểm toán các công ty niêm yết hay tư vấn cổ phần hóa, định giá doanh nghiệp. Vào tháng 12 năm 2007, CIC (Credit Information Center), SBV hợp tác cùng D&B (Dun and Bradstreet), một công ty hàng đầu thế giới trong lĩnh vực cung cấp thông tin, xuất bản cuốn “Xếp

hạng tín dụng doanh nghiệp của các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” công bố xếp hạng tín dụng doanh nghiệp của 198 công ty được niêm yết cho đến ngày 24 tháng 8 năm 2007 (trừ các ngân hàng và các quỹ đầu tư). Hầu hết các công ty đều được xếp hạng B trở lên, chỉ có 7 công ty xếp hạng C chiếm 3%. Những thông tin này rất quan trọng đối với ngân hàng và các nhà đầu tư. Tuy nhiên, chúng cũng chỉ có ý nghĩa tại thời điểm xếp hạng, không phải trong cả một giai đoạn. Nếu việc xếp hạng tín dụng doanh nghiệp được thực hiện định kỳ, ít nhất là hàng tháng hoặc hàng quý, chắc chắn chúng sẽ trở nên hữu ích hơn cho người sử dụng. Hiện nay, CIC mới chỉ cung cấp dịch vụ xếp hạng tín dụng theo yêu cầu, chưa phổ biến ra công chúng do chi phí khá cao.

Để tổ chức một TTCK hoạt động hiệu quả, an toàn không để xảy ra tình trạng một số cá nhân lợi dụng vị thế, lạm quyền, tư lợi ảnh hưởng đến lòng tin của các nhà đầu tư. Theo thông lệ quốc tế cần khuyến khích, tạo điều kiện cho ra đời các tổ chức tự quản, đó là những nghiệp đoàn mô giới, tư vấn, bảo lãnh... là những người hiểu rõ thị trường và thực hiện việc giám sát tại chỗ các hoạt động trên TTCK. Hiện nay ở Việt Nam chỉ có Hiệp hội Kinh doanh chứng khoán (VASB) được thành lập từ tháng 4/2004 với 14 thành viên, gồm 13 CTCK và 1 công ty quản lý quỹ, sau 5 năm thành lập Hội đã có gần 100 thành viên.

Chương 3

GIẢI PHÁP NÂNG CAO VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRONG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM THỜI GIAN TỚI

3.1 QUAN ĐIỂM VÀ PHƯƠNG HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

3.1.1 Quan điểm phát triển thị trường tài chính Việt Nam

Đối với nước ta, chủ trương phát triển thị trường tài chính để sử dụng có hiệu quả toàn bộ nguồn tài chính của đất nước, tăng cường thu hút ngày càng nhiều vốn đầu tư để thực hiện công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước luôn được khẳng định trong chiến lược phát triển kinh tế của Đảng và Nhà nước ta, như Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ X đã nêu:

Phát triển vững chắc thị trường tài chính bao gồm thị trường vốn và thị trường tiền tệ theo hướng đồng bộ, có cơ cấu hoàn chỉnh. Mở rộng và nâng cao chất lượng hoạt động của thị trường vốn, thị trường chứng khoán...Hiện đại hóa và đa dạng hóa các hoạt động của thị trường tiền tệ; xây dựng các NHTM Nhà nước vững mạnh về mọi mặt; mở cửa thị trường dịch vụ ngân hàng theo lộ trình hội nhập kinh tế quốc tế [19].

Trên cơ sở quan điểm mang tính định hướng nói trên, để phát triển vững chắc TTTC cần quán triệt những quan điểm cụ thể sau :

Một là, phát triển TTTC phải đặt trong tổng thể chiến lược phát triển kinh tế và chiến lược tài chính - tiền tệ.

Do lĩnh vực tài chính tiền tệ đóng vai trò xuyên suốt trong mọi hoạt động kinh tế - xã hội nên mỗi thay đổi của tài chính - tiền tệ tác động ngay đến nhiều lĩnh vực, gây ra các hệ quả nhanh và mạnh. Chính vì vậy, đổi mới TTTC trước hết phải đồng bộ về mặt nội dung với đổi mới kinh tế, nếu không nền kinh tế sẽ trở nên rối loạn, khập khiễng hoặc làm lãng phí các nguồn lực. Đồng thời, đổi mới TTTC phải đồng bộ về lộ trình với đổi mới kinh tế.

Hình thành và phát triển đồng bộ TTTC phải đặt trong tổng thể chiến lược tài chính - tiền tệ của Việt Nam trong từng giai đoạn cụ thể, có sự cân đối, phù hợp với các nội dung: Chiến lược khai thác, động viên các nguồn lực tài chính; Chiến lược

phân phối và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực tài chính; Chiến lược tài chính đối với các doanh nghiệp và các loại hình kinh doanh khác; Chiến lược tiền tệ ngân hàng; Chiến lược hội nhập tài chính tiền tệ quốc tế; Chiến lược giám sát tài chính - tiền tệ.

Hai là, bảo đảm nguyên tắc thị trường trong xây dựng và vận hành TTTC.

Trong bối cảnh trong nước và quốc tế hiện nay, cùng với quan điểm mở cửa và hội nhập quốc tế, cần coi việc phát triển TTTC là một chủ trương, biện pháp lớn và mang tính đột phá trong quá trình xây dựng các loại thị trường ở nước ta. Trong việc xây dựng và vận hành thị TTTC ở Việt Nam, cần tôn trọng nguyên tắc và cơ chế hoạt động khách quan của thị trường, tạo điều kiện phát huy mặt tích cực, đồng thời khắc phục, hạn chế những tác động tiêu cực của thị trường. Chúng tôi cho rằng, sự khác biệt của TTTC Việt Nam so với các nước thể hiện ở vai trò quản lý của nhà nước trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Vì vậy, xây dựng và vận hành TTTC ở Việt Nam cần coi trọng kinh nghiệm của các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, các nước đang phát triển và các nước có nền kinh tế chuyển đổi.

Ba là, phát triển TTTC trước hết phải thiết lập môi trường thể chế lành mạnh, tạo điều kiện cho sự ra đời và phát triển đầy đủ các thị trường bộ phận của TTTC.

Xây dựng và phát triển TTTC ở Việt Nam phải coi là một quá trình lâu dài, không thể nôn nóng, đốt cháy giai đoạn. Việc hình thành TTTC đồng bộ, vận hành theo cơ chế thị trường có sự quản lý vĩ mô của nhà nước trước hết phải thiết lập môi trường thể chế lành mạnh, tạo điều kiện cho sự ra đời và phát triển đầy đủ các thị trường bộ phận của TTTC. Đồng thời việc hình thành, phát triển, hoàn thiện các thị trường bộ phận của TTTC cần đi đôi với việc xây dựng khuôn khổ pháp lý và thể chế để các loại thị trường hoạt động có hiệu quả, có trật tự, kỷ cương trong môi trường cạnh tranh lành mạnh, công khai, minh bạch có sự kiểm soát và quản lý của nhà nước.

Bốn là, tự do hoá tài chính thận trọng và hiệu quả.

Tài chính, tiền tệ là lĩnh vực nhạy cảm nhất trong nền kinh tế, trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, thì việc xây dựng và vận hành TTTC ở Việt Nam phải theo hướng tự do hoá. Tuy nhiên, việc tự do hoá tài chính cần làm thận trọng, có lộ trình cụ thể, phù hợp với đặc điểm, trình độ phát triển của thị trường và yêu cầu hội

nhập quốc tế trong lĩnh vực tài chính tiền tệ có hiệu quả trên cơ sở giữ vững độc lập, chủ quyền quốc gia, vừa phát huy nội lực, vừa huy động tối đa và nội lực hoá các nguồn ngoại lực phục vụ cho các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội trong các giai đoạn tới.

Quá trình tự do hoá tài chính phải đảm bảo nguyên tắc thận trọng và hiệu quả, thực hiện hội nhập đi đôi với việc tăng cường công tác an ninh, giám sát hoạt động của TTTC, đảm bảo các nguyên tắc, chuẩn mực quốc tế và thực tế của Việt Nam.

Năm là, phát triển đồng bộ TTTC với các thị trường khác.

Trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở Việt Nam cũng bao gồm các loại thị trường cơ bản của nền kinh tế thị trường, đó là: thị trường hàng hoá; thị trường dịch vụ; thị trường tài chính; thị trường bất động sản; thị trường sức lao động và thị trường khoa học công nghệ. Có thể nói các thị trường bộ phận của nền kinh tế thị trường tác động tương hỗ với nhau, tạo tiền đề điều kiện cho nhau phát triển và chế định lẫn nhau, tức là chúng hoạt động trong một hệ thống hữu cơ. Do vậy, phát triển TTTC phải đảm bảo yêu cầu phát triển đồng bộ với các thị trường trong nền kinh tế thị trường định hướng XHCN.

3.1.2 Phương hướng phát triển thị trường tài chính Việt Nam

Để thị trường tài chính Việt Nam phát triển một cách ổn định, bền vững, mang tính đồng bộ, có cơ cấu hoàn chỉnh và phù hợp với tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam (theo như quan điểm đã nêu trên) thì việc phát triển thị trường tài chính đến năm 2020 cần phải theo *phương hướng cơ bản* sau đây:

- Mục tiêu của việc phát triển TTTC trong 10 năm tới là xây dựng và hoàn thiện TTTC đồng bộ, vận hành theo các nguyên tắc của cơ chế thị trường có sự quản lý vĩ mô của nhà nước, đảm bảo sự phát triển lành mạnh, ổn định và bình đẳng giữa các chủ thể tham gia thị trường. Hình thành và phát triển, hoàn thiện các thị trường bộ phận của TTTC; nâng tỷ lệ huy động vốn trên TTTC, đẩy nhanh tốc độ, hiệu quả luân chuyển, phân bổ các nguồn tài chính; đáp ứng nhu cầu về vốn đầu tư phát triển trong quá trình công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước.

- Đối với TTTT, tiếp tục triển khai hiệu quả, linh hoạt các nghiệp vụ thị trường tiền tệ mà trọng tâm là nghiệp vụ thị trường mở theo tín hiệu thị trường, đảm bảo đáp ứng nhu cầu thanh khoản cho các tổ chức tín dụng và an toàn hệ thống

ngân hàng, theo hướng điều hành linh hoạt nghiệp vụ thị trường mở để ổn định lãi suất phù hợp với diễn biến thực tế trên thị trường và điều tiết vốn khả dụng của các TCTD ở mức hợp lý. Sử dụng linh hoạt các phương thức đấu thầu khối lượng, lãi suất với các kỳ hạn phù hợp.. Tiếp tục phát triển thị trường nội tệ liên ngân hàng, thị trường ngoại hối và thị trường các giấy tờ có giá ngắn hạn, thực hiện cải cách chính sách điều hành lãi suất, tỷ giá theo hướng tự do hoá. Mở rộng và nâng cao chất lượng hoạt động tín dụng của các NHTM, bảo đảm các tổ chức tín dụng phải nâng cao chất lượng quản lý vốn khả dụng và cung cấp số liệu dự kiến vốn khả dụng hàng ngày cho NHNN. Tăng cường trao đổi thông tin và khả năng liên kết giữa các tổ chức tín dụng để hỗ trợ nhau đảm bảo an toàn thanh toán, tương trợ nhau những lúc khó khăn, thực hiện cạnh tranh lành mạnh để cùng nhau phát triển bền vững. tăng cường tích tụ tập trung vốn, mở rộng các dịch vụ ngân hàng như dịch vụ thanh toán, tư vấn, bảo quản tài sản.

- Cần tăng số lượng và chất lượng hàng hoá của TTCK bằng việc đẩy mạnh phát hành Trái phiếu Chính phủ, trái phiếu của các DNNN, trái phiếu đầu tư, trái phiếu của các quỹ hỗ trợ phát triển và trái phiếu của chính quyền địa phương cũng như đẩy mạnh chương trình cổ phần hoá DNNN. Đối với những doanh nghiệp đã cổ phần hoá đủ điều kiện phải thực hiện việc niêm yết; đồng thời bán tiếp phần vốn nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước không cần giữ cổ phần chi phối hoặc không cần nắm giữ cổ phần. Chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sang hình thức công ty cổ phần và niêm yết, giao dịch trên TTCK; khuyến khích các doanh nghiệp phát hành chứng khoán để huy động vốn trên thị trường. Khuyến khích các loại hàng hoá mới như chứng chỉ quỹ đầu tư, các chứng khoán phái sinh... Khuyến khích các công ty niêm yết trên thị trường tập trung và tăng cường phát hành chứng khoán ra công chúng, đồng thời xây dựng và phát triển thị trường OTC, đảm bảo cho TTCK vận hành có hiệu quả, an toàn và lành mạnh.

- Áp dụng các tiêu chuẩn và điều kiện phù hợp với thông lệ quốc tế đối với TTCK, TTTT; để thực hiện lộ trình mở cửa theo các cam kết của Việt Nam với các nước ASEAN, trong Hiệp định thương mại Việt - Mỹ và với WTO, tạo điều kiện để các tổ chức tài chính trong nước tham gia đầu tư và thu hút vốn từ thị trường khu

vực và quốc tế, phấn đấu nâng tỷ lệ huy động vốn trung và dài hạn đầu tư gián tiếp qua TTCK, hạn chế và kiểm soát các luồng vốn vay ngắn hạn.

- Nâng cao chất lượng hoạt động và khả năng cạnh tranh của hệ thống tài chính nội địa, khai thác tối đa tác động tích cực, đồng thời hạn chế các tác động tiêu cực của quá trình hội nhập. Mặt khác, cần mở rộng hoạt động của các tổ chức tài chính nước ngoài tại Việt Nam trên nguyên tắc nhà nước quản lý thống nhất, đảm bảo an ninh tài chính và thúc đẩy trung gian tài chính trong nước phát triển, tiến tới đảm bảo bình đẳng trong cạnh tranh giữa các tổ chức tài chính trong và ngoài nước.

- Xây dựng các chính sách và công cụ tài chính tiền tệ phù hợp để điều hành chính sách tài chính tiền tệ linh hoạt, tăng tính tự chủ cũng như năng lực điều hành của các tổ chức tài chính, tăng cường hệ thống thanh tra, giám sát, kiểm soát nội bộ để lành mạnh hoá các tổ chức tài chính.

- Quy hoạch phát triển các tổ chức tài chính trung gian và dịch vụ thị trường bao gồm quy hoạch phát triển về các loại hình trung gian tài chính, về quy mô, về mạng lưới chi nhánh, về hình thức sở hữu theo hướng đa dạng hoá về hoạt động và sở hữu, như công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán... hình thành thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm đủ điều kiện tại Việt Nam và cho phép một số tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động ở Việt Nam. Đồng thời, thực hiện lộ trình mở cửa đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài vào thị trường Việt Nam theo lộ trình đã cam kết; cho phép Bảo hiểm xã hội Việt Nam, tiết kiệm bưu điện ... tham gia đầu tư trên thị trường vốn; khuyến khích việc thành lập các quỹ đầu tư ở nước ngoài đầu tư dài hạn vào thị trường Việt Nam.

3.1.3 Cơ hội và thách thức đối với thị trường tài chính Việt Nam

Việc phát triển TTTC theo phương hướng nói trên trong xu thế hội nhập kinh tế quốc và điều kiện kinh tế trong nước và quốc tế có nhiều biến động đã đặt ra nhiều cơ hội và thách thức đối với TTTC Việt Nam. Cụ thể:

3.1.3.1 Cơ hội :

- Nhu cầu huy động vốn cho đầu tư phát triển cùng với việc đẩy nhanh tiến trình CPH các DNNN sẽ cung cấp cho TTTC một khối lượng hàng hoá lớn có dưới hình thức trái phiếu, cổ phiếu... làm cho quy mô thị trường có khả năng tăng nhanh.

Đây là cơ hội tốt cho các nhà đầu tư trong nước cũng như nước ngoài.

- Tỷ lệ tiết kiệm cao cùng làn sóng đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam tăng mạnh sẽ góp phần thúc đẩy TTTC phát triển nhanh.

- Hội nhập quốc tế làm cho TTTC có khả năng cạnh tranh và chuyên môn hoá cao hơn, tiếp cận được kinh nghiệm quốc tế về quản lý, công nghệ và những bài học của những nước đi trước.

3.1.3.2 Thách thức :

Bên cạnh những cơ hội tốt cho sự phát triển của TTTC Việt Nam thì cũng còn không ít thách thức. Đó là :

- Thị trường tài chính Việt Nam mới ở giai đoạn đầu phát triển, năng lực quản lý, giám sát còn hạn chế trong khi các công cụ chính sách vĩ mô chưa được sử dụng đồng bộ và hữu hiệu.

- Hội nhập quốc tế tạo ra áp lực cạnh tranh khốc liệt trong bối cảnh các doanh nghiệp trong nước chưa đủ để mạnh, dễ dẫn đến khả năng bị thôn tính, sáp nhập hoặc phá sản.

- Gia tăng nguy cơ hoạt động đầu cơ, thao túng và thôn tính thị trường, nắm quyền kiểm soát các doanh nghiệp Việt Nam từ phía các nhà đầu tư lớn cả trong và ngoài nước, gây rối loạn thị trường.

- Sự ra tăng luồng vốn đầu tư gián tiếp của nước ngoài vào thị trường cũng chứa đựng khả năng rút vốn (đổi chiều) ồ ạt, ảnh hưởng trực tiếp đến TTCK và cung tiền tệ trong nền kinh tế, tác động đến hệ thống ngân hàng trong khi dự trữ ngoại hối của Việt Nam còn mỏng, việc kiểm soát các luồng tiền chưa được chặt chẽ.

Như vậy, để thực hiện mục tiêu phương hướng đã định ra cho sự phát triển của TTTC Việt Nam từ nay đến 2020, cùng với những cơ hội, thách thức đặt ra đối với TTTC Việt Nam, vai trò của Nhà nước đối với sự phát triển TTTC là rất lớn. Yêu cầu đặt ra là phải có các giải pháp cụ thể để tăng cường hơn nữa vai trò và hiệu quả của các cơ quan quản lý nhà nước để phát triển vững chắc TTTC Việt Nam, phát huy hết chức năng là kênh huy động vốn, phân bổ hiệu quả các nguồn lực tài chính cho đầu tư phát triển, duy trì hoạt động của thị trường an toàn, hiệu quả.

3.2. GIẢI PHÁP NHẪM NÂNG CAO VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRONG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

3.2.1. Những giải pháp nhằm nâng cao vai trò của Nhà nước trong phát triển thị trường tiền tệ

Để nâng cao vai trò của Nhà nước trong phát triển TTTT, cần thực hiện hệ thống giải pháp sau đây:

3.2.1.1. Tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật liên quan đến hoạt động của TTTT

Môi trường pháp lý là cơ sở để TTTT hoạt động an toàn, hiệu quả trong cơ chế thị trường và hội nhập quốc tế. Tất cả những cam kết quốc tế trong tiến trình hội nhập để có thể đưa vào thực hiện đều phải được cụ thể hóa thành các văn bản pháp luật. Hiện nay, môi trường pháp lý cho hoạt động tiền tệ của Việt Nam đã được hình thành về cơ bản, nhưng để đáp ứng cho yêu cầu phát triển và hội nhập vẫn còn thiếu và chưa đồng bộ. Do đó cần có những biện pháp để hoàn thiện hệ thống pháp luật liên quan đến hoạt động của thị trường, bảo đảm cho thị trường vận hành thông suốt và an toàn:

- Hiện nay, Luật Ngân hàng Nhà nước và Luật các tổ chức tín dụng (1997) cùng với các Luật sửa đổi, bổ sung (2003) còn bộc lộ nhiều bất cập, nên để TTTT phát triển đồng bộ, đáp ứng các yêu cầu hội nhập, cần tiếp tục sửa đổi hoặc thay thế các luật này theo hướng:

+ Hình thành đồng bộ khuôn khổ pháp lý, áp dụng đầy đủ hơn các thiết chế và chuẩn mực quốc tế về an toàn kinh doanh tiền tệ - dịch vụ ngân hàng.

+ Tạo lập môi trường pháp lý minh bạch và công bằng trong lĩnh vực tiền tệ ngân hàng nhằm thúc đẩy cạnh tranh và bảo đảm an toàn hệ thống.

+ Điều chỉnh mọi hoạt động tiền tệ, ngân hàng theo hướng quy luật thị trường, không phân biệt đối tượng tiến hành hoạt động ngân hàng. Chẳng hạn, bỏ mục 12, Điều 9 và sửa Điều 18 của Luật NHNN theo hướng bãi bỏ quy định NHNN phải công bố lãi suất cơ bản vì hiện nay NHNN thực hiện cơ chế lãi suất cho vay thỏa thuận nên không cần thiết đặt ra lãi suất cơ bản là lãi suất cơ sở cho các tổ chức tín dụng ấn định lãi suất cho vay, mà NHNN có thể sử dụng hành lang lãi suất tiền gửi qua đêm và lãi suất tái cấp vốn để điều hành lãi suất TTTT.

+ Nâng cao năng lực tài chính của các NHTM (chủ yếu là tăng vốn tự có, xử lý nợ xấu), phát triển thanh toán không dùng tiền mặt, hiện đại hóa hoạt động ngân hàng và hệ thống thanh toán, nâng cao tính chuyển đổi của đồng Việt Nam.

- Sớm ban hành Luật Bảo hiểm tiền gửi và Luật giám sát tài chính để nâng cao độ an toàn cho hoạt động tín dụng của các ngân hàng; xúc tiến nghiên cứu để thiết lập thể chế giám sát tài chính độc lập nhằm thực hiện giám sát thống nhất đối với toàn bộ thị trường.

- Sớm hoàn chỉnh các văn bản hướng dẫn thực hiện Luật Công cụ chuyển nhượng để mở rộng áp dụng các công cụ mới (như thương phiếu) trên thị trường. Đối với các công cụ đã hình thành trên thị trường như chứng chỉ tiền gửi, kỳ phiếu của các NHTM... cần tiếp tục chuẩn hóa để tạo điều kiện cho các công cụ này được giao dịch trên thị trường thứ cấp.

- Ban hành đồng bộ văn bản hướng dẫn thực hiện các công cụ phái sinh, công cụ phòng ngừa rủi ro theo thông lệ quốc tế; đẩy mạnh các nghiệp vụ kỳ hạn và hoán đổi, cho phép các NHTM thực hiện giao dịch quyền chọn, tương lai để phòng ngừa rủi ro tỷ giá, góp phần cải thiện tính thanh khoản cho thị trường.

- Tiếp tục hoàn thiện các văn bản tạo khuôn khổ pháp lý cho hoạt động của thị trường thứ cấp (như ban hành quy định về việc mua bán giấy tờ có giá giữa các tổ chức tín dụng; bổ sung, sửa đổi quy định về việc chiết khấu giấy tờ có giá của tổ chức tín dụng với khách hàng...) nhằm tăng tính thanh khoản của các công cụ trên thị trường tiền tệ, tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động của các tổ chức tín dụng và các thành viên khác trên thị trường.

- Tiếp tục triển khai việc hoàn thiện các văn bản pháp lý cho việc hình thành và phát triển các thành viên chuyên nghiệp trên TTTT nhất là các nhà tạo lập thị trường.

- Về hội nhập kinh tế quốc tế, cần có quy định đối xử bình đẳng hơn giữa NHTM trong nước và nước ngoài. Cần rà soát các văn bản pháp luật, đối chiếu với nội dung các hiệp định đã được ký kết để đưa vào kế hoạch sửa đổi, bổ sung nhằm thực thi hiệp định theo đúng lộ trình cam kết. Nghiên cứu và ban hành những văn bản pháp luật điều chỉnh các loại hình dịch vụ mới ở Việt Nam nhưng đã được cam kết tại hiệp định.

3.2.1.2. Tiếp tục nâng cao vai trò điều tiết, hướng dẫn thị trường của NHNN:

NHNN là thành viên đặc biệt của TTTT, thông qua TTTT để thực hiện các mục tiêu của chính sách tiền tệ trong từng thời kỳ. Với tư cách là người tổ chức và điều hành TTTT, thì năng lực điều tiết, giám sát các hoạt động trên thị trường của NHNN là một yếu tố quan trọng quyết định sự phát triển của TTTT. Trong những năm qua, TTTT Việt Nam hoạt động còn kém hiệu quả, chưa linh hoạt và chưa đáp ứng được nhu cầu hội nhập một phần là do năng lực điều tiết thị trường còn chưa cao. Vì vậy, cần có giải pháp tăng cường hiệu lực quản lý của NHNN:

- Trước hết, với tư cách là NHTU, NHNN phải đảm bảo là người can thiệp cuối cùng trên TTTT và chỉ nên thông qua những công cụ gián tiếp để can thiệp.

NHNN cần đổi mới và hoàn thiện các công cụ CSTT gián tiếp theo hướng nâng cao hiệu quả điều tiết thị trường, tăng tính nhạy bén của các công cụ CSTT và đảm bảo sự phối hợp đồng bộ giữa các công cụ, cụ thể:

+ **Đối với công cụ nghiệp vụ thị trường mở:** NHNN cần tiếp tục hoàn thiện để trở thành công cụ điều tiết chủ yếu, theo đó NHNN có thể thực hiện chính sách linh hoạt về thời gian và khối lượng giao dịch để tác động lên dự trữ của hệ thống ngân hàng và sau đó đến lãi suất TTTT. Để đạt được mục tiêu trên, việc nâng cao chất lượng công tác dự báo tiền tệ, phân tích và dự báo vốn khả dụng của các NHTM là rất cần thiết. Bên cạnh đó cần rà soát lại các cơ chế, quy chế làm cơ sở pháp lý cho hoạt động của thị trường để kịp thời điều chỉnh theo hướng tạo điều kiện thu hút thành viên tham gia thị trường. Đồng thời, NHNN cũng cần nghiên cứu tăng tần suất giao dịch của thị trường mở để tăng cường khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường và tăng thêm mức độ can thiệp của NHNN đến thị trường. Để hoạt động trên thị trường thực sự sôi động thì một trong những điều kiện cần thiết là phải bổ sung thêm các loại hàng hoá cho thị trường, NHNN phối hợp với Bộ Tài chính trong việc phát hành các loại giấy tờ có giá như tín phiếu NHNN, tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc....sao cho các kỳ hạn phát hành đủ nhiều, gồm từ thời hạn 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng đến các kỳ hạn dài hơn như 18 tháng, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 10 năm...và xem xét bổ sung thêm các loại giấy tờ có giá được phép giao dịch trên thị trường mở. Mặt khác, cần đa dạng hoá hơn nữa các kỳ hạn giao dịch trong một phiên giao dịch.

+ *Đối với công cụ tái cấp vốn*: NHNN cần hoàn thiện công cụ này theo hướng thực hiện vai trò là công cụ cấp tín dụng ngắn hạn, NHNN cung ứng phương tiện thanh toán cho các NHTM và thực hiện vai trò là người cho vay cuối cùng. Quy chế tái cấp vốn cần được tiếp tục hoàn thiện, quy định rõ hình thức tái cấp vốn (tái chiết khấu, cho vay có đảm bảo bằng các giấy tờ có giá ngắn hạn...). Lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu cần được điều chỉnh ngày càng linh hoạt hơn trên cơ sở bám sát diễn biến thị trường và mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ. Bổ sung hình thức cho vay/nhận tiền gửi qua đêm là một hình thức tái cấp vốn của NHNN.

+ *Đối với công cụ dự trữ bắt buộc*: NHNN cần có những giải pháp hoàn thiện công cụ này theo hướng hạn chế tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc để kiểm soát lượng tiền trong lưu thông⁴ và khuyến khích các TCTD sử dụng vốn linh hoạt và hiệu quả. Theo đó, NHNN cần xem xét không trả lãi cho tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc và trả lãi cho tiền dự trữ bắt buộc. Quyết định số 923/QĐ-NHNN ra ngày 20/7/2004 đã quy định trả lãi cho tiền gửi dự trữ bắt buộc và không trả lãi cho tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc bằng VND. Tuy nhiên, dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ lại được trả lãi cho phần vượt mà không trả lãi cho phần dự trữ bắt buộc, khuyến khích các ngân hàng duy trì tỷ lệ dự trữ ngoại tệ cao. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc cần được điều chỉnh linh hoạt, phối hợp đồng bộ với việc điều chỉnh đối với các công cụ khác của TTTT.

- **Thứ hai**, NHNN cần thiết lập thể chế phối hợp giám sát để chủ động phát hiện, ngăn chặn và xử lý kịp thời các vấn đề phát sinh trong phát triển và hội nhập của thị trường tiền tệ.

Cần khẳng định, khi hội nhập quốc tế thì vấn đề đảm bảo an ninh tài chính rất khó khăn, phức tạp. Do vậy, cùng với việc thực thi chính sách điều tiết thận trọng, buộc các ngân hàng phải thực hiện các nguyên tắc có tính chuẩn mực quốc tế, cần phải tăng cường năng lực giám sát (đảm bảo các bộ phận giám sát có đầy đủ quyền lực, thực hiện giám sát minh bạch, công bằng và khách quan) thiết lập thể chế phối hợp giám sát giữa Bộ Tài chính và NHNN để nắm chắc tình hình, chủ động phát hiện, ngăn chặn và xử lý kịp thời các vấn đề phát sinh.

NHNN cũng cần phải phối hợp với các cơ quan quản lý thị trường xây dựng

⁴ Do sử dụng công cụ này sẽ làm tăng chi phí huy động vốn, nên hiện nay các nước có xu hướng hạn chế sử dụng công cụ này mà thay vào đó là sử dụng nghiệp vụ thị trường mở (OMO)

một hệ thống thông tin thị trường thống nhất, phù hợp với trình độ nhận thức, khả năng tiếp cận của doanh nghiệp và người dân. Đảm bảo tính công khai và minh bạch của các chính sách, làm cơ sở cho các nhà đầu tư giảm thiểu những rủi ro chính sách trong từng thời kỳ, tạo cơ sở cho TTTT phát triển ổn định, bền vững.

- Thứ ba, NHNN cần tăng cường đào tạo nguồn nhân lực.

NHNN cần tăng cường đào tạo, đào tạo lại để xây dựng một đội ngũ cán bộ đủ mạnh về kiến thức có thể phân tích, dự báo kịp thời những biến động của thị trường trong nước và quốc tế, để NHNN có thể chủ động trong việc điều tiết cung cầu vốn của thị trường, đảm bảo lãi suất, tỷ giá trên thị trường biến động ổn định, sát mục tiêu điều hành.

3.2.1.3. Nâng cao hơn nữa năng lực cạnh tranh của các NHTM

Các NHTM luôn là chủ thể quan trọng nhất tham gia vào TTTT, do đó, việc tạo ra hệ thống NHTM vững mạnh, có hiệu quả, có sức cạnh tranh cao có ý nghĩa quan trọng đối với sự nghiệp phát triển TTTT Việt Nam, hội nhập quốc tế. Để nâng cao năng lực cạnh tranh của hệ thống NHTM Việt Nam, cần có các giải pháp sau:

- Trước hết, đẩy nhanh quá trình cơ cấu lại hệ thống ngân hàng theo hướng giảm thiểu số lượng, nâng cao chất lượng của hệ thống NHTM.

Như chương 2 đã phân tích, hiện nay số lượng các NHTM ở Việt Nam là quá nhiều trong một thị trường còn tương đối nhỏ hẹp nên đã gây ra sự cạnh tranh thiếu lành mạnh và nguy cơ đổ vỡ hệ thống ngân hàng là rất lớn. Do vậy, NHNN cần đẩy nhanh quá trình cơ cấu lại hệ thống ngân hàng theo hướng giảm thiểu số lượng, nâng cao chất lượng của hệ thống NHTM. Việc cơ cấu lại trước hết bắt đầu từ việc cần hết sức thận trọng trong việc cho thành lập mới các ngân hàng. Mạnh dạn sắp xếp lại các NHTM cổ phần theo hướng thanh lý, giải thể những ngân hàng yếu kém, sáp nhập những ngân hàng nhỏ không đủ vốn pháp định vào những ngân hàng lớn để hình thành các tập đoàn tài chính - ngân hàng đủ lớn. Đối với các NHTMCP nhỏ kinh doanh kém hiệu quả có thể được các ngân hàng khác mua lại hoặc cho giải thể, phá sản.

Bên cạnh việc cơ cấu lại hệ thống các NHTM cổ phần, cần phải phát triển một số NHTM Việt Nam theo mô hình tập đoàn tài chính - ngân hàng đa năng trên cơ sở lựa chọn một số NHTM có quy mô lớn, đầu tư công nghệ hiện đại, mạng lưới rộng khắp, mối quan hệ khách hàng truyền thống mật thiết, đặc biệt có uy tín cao.

- **Thứ hai**, nâng cao năng lực tài chính, năng lực quản trị điều hành cho các NHTM Việt Nam.

Để nâng cao năng lực tài chính, các NHTM có thể sử dụng các biện pháp tăng vốn như: sử dụng nguồn lợi nhuận để lại, phát hành cổ phiếu, trái phiếu, sáp nhập, hợp nhất, mua lại. Cụ thể:

+ Sử dụng nguồn lợi nhuận hằng năm để tăng vốn là biện pháp tăng vốn tốt nhất. Vì vậy các ngân hàng nên xác định rõ mục tiêu tăng trưởng tài sản hàng năm và quyết định tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Các ngân hàng phải bổ sung vốn đủ mức an toàn tối thiểu, trong thời gian chưa bổ sung đủ vốn, ngân hàng không được mở rộng quy mô hoạt động.

+ Sử dụng nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu, trái phiếu tăng vốn. Cần đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa các NHTMNN còn lại, theo hướng cho phép các đối tác chiến lược nước ngoài mua cổ phần của NHTMNN để tranh thủ công nghệ và kỹ năng quản lý hiện đại, nhằm nâng vốn tự có của NHTMNN lên theo tiêu chuẩn quốc tế. Đối với các NHTMCP, chủ động chọn thời điểm và hình thức tăng vốn trên cơ sở minh bạch thông tin hoạt động và kết quả kinh doanh để đẩy nhanh tiến độ tham gia niêm yết cổ phiếu trên TTCK.

Để nâng cao năng lực quản trị điều hành cho các NHTM Việt Nam, Nhà nước cần phải tạo ra cơ chế:

+ Giảm sự can thiệp mang tính hành chính của Chính phủ vào hoạt động tín dụng của các NHTM: hạn chế việc khoan nợ, xóa nợ cho các doanh nghiệp Nhà nước, Nhà nước khi muốn hỗ trợ doanh nghiệp có thể sử dụng biện pháp khác.

+ Tách bạch tín dụng chính sách và tín dụng NHTM trên cơ sở phân biệt chức năng cho vay của ngân hàng chính sách với chức năng kinh doanh tiền tệ của NHTM. Bảo đảm quyền tự quyết và tự chủ kinh doanh của các NHTM. Việc này cũng tạo điều kiện cho việc giám sát, đánh giá hoạt động kinh doanh của các cơ quan quản lý đối với các NHTM đồng thời nằm trong cam kết của Việt Nam với các tổ chức quốc tế về tách bạch tín dụng chính sách với tín dụng NHTM

+ Có những biện pháp giải quyết tích cực nợ xấu của các NHTM. Giải quyết triệt để các khoản nợ xấu, nợ tồn đọng thông qua Công ty mua bán nợ và tài sản tồn đọng của các doanh nghiệp (DATC), hoặc tạo điều kiện để các NHTM chuyển các

khoản nợ đó thành cổ phần của ngân hàng tại doanh nghiệp. Ngoài ra, đẩy mạnh việc thành lập thêm và mở rộng phát triển các loại hình công ty mua bán nợ, thúc đẩy hoạt động mua bán nợ giữa các ngân hàng nhằm đa dạng hóa các hoạt động tín dụng và giúp các ngân hàng thu hồi vốn cũng như khai thác, sử dụng tài sản tồn đọng có hiệu quả. Bên cạnh đó, để giải quyết triệt để tình trạng nợ xấu cần xem xét lại quá trình, thủ tục cho vay để đảm bảo an toàn khi cho vay.

+ Cần khuyến khích các NHTM tăng cường công tác kiểm tra, giám sát và phòng ngừa rủi ro. Kinh doanh trong lĩnh vực tài chính thường xuyên gặp rủi ro, tuy nhiên, cho tới nay, phần lớn các NHTM ở Việt Nam chưa thực sự chủ động ngăn ngừa rủi ro, chỉ đến khi đã xảy ra rủi ro thì mới tìm biện pháp giải quyết, khắc phục. Do đó, Nhà nước nên khuyến khích các NHTM ở Việt Nam cần chú trọng hơn đến việc phát triển hệ thống thông tin quản lý và các biện pháp phòng tránh rủi ro. Cần tăng cường kiểm tra định kỳ tình hình kinh doanh của doanh nghiệp cũng như kiểm tra giá trị bảo đảm khoản vay qua giá trị thị trường của tài khoản đảm bảo. Đồng thời cũng phải thường xuyên kiểm tra, kiểm soát trong nội bộ tổ chức để tránh tình trạng thoái hóa của cán bộ, nhân viên dẫn đến vi phạm các nguyên tắc kinh doanh.

- Thứ ba, thúc đẩy đa dạng hóa các loại hình dịch vụ của các NHTM

Các dịch vụ của các NHTM trong nước còn rất ít và đơn điệu không thể đáp ứng được nhu cầu của nền kinh tế. Đây là một trong những nguyên nhân làm giảm hiệu quả hoạt động của hệ thống NHTM. Do đó, Nhà nước cần khuyến khích các NHTM tiếp tục đa dạng hóa các sản phẩm dịch vụ ngân hàng: trong huy động vốn, trong cấp tín dụng, tài trợ xuất nhập khẩu, dịch vụ thanh toán, thẻ, thu hộ chi hộ, giữ hộ, ủy thác, ngân hàng điện tử..., mở rộng mạng lưới đại lý, đặc biệt là phát triển nghiệp vụ bán lẻ. Các sản phẩm dịch vụ tài chính không chỉ cần phong phú về chủng loại mà còn phải liên tục được cải tiến về chất lượng đồng thời với việc nâng cao trình độ nghiệp vụ của các cán bộ, nhân viên.

3.2.1.4 Áp dụng chuẩn mực quốc tế phù hợp trong giám sát hoạt động của các NHTM

Hiện nay, Cơ quan Thanh tra, giám sát ngân hàng, được thành lập theo Quyết định số 83/2009/QĐ-TTg ngày 27/5/2009 của Thủ tướng Chính phủ đã đi vào hoạt động. Tuy nhiên các nội dung về hoạt động giám sát vẫn còn nhiều vấn đề cần được

tiếp tục nghiên cứu để từng bước hoàn thiện. Trong quá trình hoàn thiện nội dung hoạt động cần chú ý:

- Đảm bảo sự nhất quán và nâng cao hiệu lực hoạt động giám sát của Cơ quan Thanh tra, giám sát ngân hàng của NHNN thông qua việc thực hiện đầy đủ một chu trình gồm 4 khâu: Cấp phép; Ban hành quy chế; Thực hiện giám sát (giám sát từ xa và thanh tra tại chỗ); Xử phạt và thu hồi giấy phép.

- Đổi mới phương pháp giám sát theo CAMELS⁵. Theo cách này, thanh tra viên sẽ xếp hạng các ngân hàng thành 5 nhóm theo các tiêu chí như: tính đủ vốn, chất lượng tài sản có, chất lượng quản lý và hoạt động, thu nhập, tính thanh khoản, độ nhạy với rủi ro. Đây được coi là cầu nối để giúp NHNN Việt Nam chuyển đổi phương pháp giám sát theo hướng tiến tới phương pháp giám sát hiện đại, phù hợp với thông lệ quốc tế.

- Hoàn thiện quy trình giám sát với sự kết hợp của hai bộ phận chính là giám sát từ xa và thanh tra tại chỗ của Cơ quan Thanh tra, giám sát của NHNN.

3.2.1.5 Tạo điều kiện thuận lợi để thành lập và phát triển các công ty môi giới trên TTTT.

TTTT với đặc điểm là thị trường bán buôn vốn ngắn hạn, lượng thông tin ra vào thị trường là rất lớn và thường xuyên đòi hỏi phải có những thành viên hoạt động chuyên nghiệp trên thị trường. Ở Việt Nam hiện nay, vẫn còn thiếu vắng các công ty môi giới làm trung gian bồi trơn các hoạt động trên thị trường. Các chủ thể tham gia thị trường khi có nhu cầu giao dịch vốn không có đủ và kịp thời các thông tin cần thiết để tiến hành giao dịch một cách có lợi nhất, nhiều khi làm ách tắc thông tin của thị trường. Vì vậy, việc thành lập loại hình công ty môi giới hoạt động trên TTTT giúp cho thị trường hoạt động thông suốt và chuyên nghiệp hơn.

Trong lộ trình hội nhập, môi giới tiền tệ cũng là một nội dung quan trọng trong các cuộc đàm phán để Việt Nam gia nhập WTO và cả trong những quan hệ hợp tác song phương. Việc ban hành Quy chế về môi giới tiền tệ cũng là một yêu cầu được quy định trong Hiệp định thương mại Việt Nam - Hoa Kỳ

⁵ Phương pháp giám sát theo chỉ tiêu CAMELS dựa trên 6 yếu tố cơ bản được sử dụng để đánh giá hoạt động của một ngân hàng, đó là : Mức độ an toàn vốn, Chất lượng tài sản có, Quản lý, Lợi nhuận, Thanh khoản và Mức độ nhạy cảm thị trường (viết tắt bằng tiếng Anh là CAMELS).

Ngày 7/4/2004, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước đã ra quyết định ban hành Quy chế về môi giới tiền tệ. Đây là một bước quan trọng trong việc xây dựng hành lang pháp lý để tiến tới thành lập những công ty có chức năng và trách nhiệm rõ ràng trong môi giới. Trước mắt nên thiết lập một công ty môi giới tiền tệ, dưới hình thức công ty liên doanh giữa các NHTM lớn, có uy tín với một số công ty môi giới nước ngoài, hoặc công ty 100% vốn trong nước thuộc các NHTMNN. Hiện tại chưa nên cho phép các NHTM nhỏ và các tổ chức phi ngân hàng tham gia vì tính chưa ổn định về uy tín của họ. Công ty môi giới này đăng ký theo Luật doanh nghiệp và được NHNN cấp giấy phép hoạt động. Khi TTTT phát triển đến một mức nhất định thì số lượng công ty này sẽ tăng dần, mạng lưới môi giới sẽ tự động phát triển theo như là một tất yếu của thị trường.

3.2.1.6 Hoàn thiện và phát triển các công cụ của TTTT

Để phát triển TTTT nước ta cần phải củng cố, hoàn thiện các công cụ thị trường đã có như: tín phiếu Kho bạc, tín phiếu NHNN, kỳ phiếu ngân hàng, đồng thời phải tạo ra thêm các công cụ mới phù hợp với trình độ phát triển của TTTT.

- *Tín phiếu Kho bạc:*

Tín phiếu Kho bạc là công cụ được sử dụng chủ yếu trên TTTT hiện nay do độ rủi ro thấp nên rất được ưa chuộng, đồng thời cũng là công cụ tạo nguồn bù đắp thâm hụt Ngân sách Nhà nước. Tuy nhiên, công cụ này còn có những hạn chế, cần có biện pháp để hoàn thiện:

- Tổ chức đấu thầu thường xuyên hơn nhằm giúp các NHTM, tổ chức tín dụng, doanh nghiệp có kế hoạch đầu tư chủ động, đồng thời đảm bảo cung cấp cho thị trường một lượng tín phiếu đủ lớn, làm phát sinh và nuôi dưỡng các giao dịch mua đi bán lại. Tuy nhiên quy mô phát hành phải đặt trong mối quan hệ nhu cầu của Ngân sách Nhà nước, hiệu quả kinh tế tổng thể giữa vay ở thị trường nội địa và vay từ nước ngoài. Điều này cần có sự phối hợp chặt chẽ giữa NHNN và Bộ Tài chính để quyết định lượng tín phiếu phát hành.

- Nên phát hành tín phiếu Kho bạc với nhiều thời hạn khác nhau như 3 tháng, 6 tháng, 1 năm để đáp ứng nhu cầu của các nhà đầu tư.

- Lãi suất của tín phiếu Kho bạc nên được tự do hóa theo biến động cung cầu vốn trên thị trường. Cần có sự kết hợp giữa Bộ Tài chính và NHNN trong việc đưa

ra cơ sở để xác định lãi suất của tín phiếu. Để đạt được mục tiêu này, cần giảm việc sử dụng lãi suất chỉ đạo trong các phiên giao dịch của thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc cũng như trong nghiệp vụ thị trường mở.

- Hạn chế phát hành tín phiếu Kho bạc ghi danh, mở rộng phát hành tín phiếu Kho bạc vô danh có thể chuyển nhượng để tăng tính thanh khoản của công cụ này.

- *Tín phiếu Ngân hàng Nhà nước:*

Sau tín phiếu Kho bạc, tín phiếu NHNN là công cụ có độ rủi ro thấp. Tuy nhiên, việc phát hành tín phiếu NHNN chỉ nên áp dụng trong điều kiện lạm phát cao, hoặc để hỗ trợ cho các công cụ khác, vì nó thường mang tính chất bắt buộc đối với các NHTM. Để phát huy tác dụng trong điều hành CSTT, NHNN cần phải:

- Phát hành tín phiếu NHNN ghi sổ để tạo điều kiện thuận lợi cho việc chuyển nhượng chúng.

- Cải tiến và thực hiện thể thức mua lại thuận lợi thông qua phương thức tái cấp vốn, tái chiết khấu ngắn hạn để khuyến khích các ngân hàng mua tín phiếu thay vì hình thức bắt buộc.

- *Các giấy tờ có giá ngắn hạn do các tổ chức tín dụng phát hành:*

Các giấy tờ có giá ngắn hạn ở đây bao gồm kỳ phiếu, tín phiếu ngân hàng, chứng chỉ tiền gửi... mà chủ yếu là chứng chỉ tiền gửi. Nhìn chung giấy tờ có giá là những công cụ có tính thanh khoản cao, có thể chuyển nhượng tự do trên thị trường, song ở nước ta, công cụ này hầu như chưa thể chuyển nhượng được, trừ một số kỳ phiếu của NHTM Nhà nước. Do vậy, cần có biện pháp để cải thiện công cụ này phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế:

- Cần phải chuẩn hóa các quy định về hình thức, nội dung, kỳ hạn, lãi suất của các giấy tờ này để tạo điều kiện cho việc phát hành, giao dịch và thanh toán trên thị trường, cho phép người sở hữu chúng được bán trước hạn nhằm tăng tính thanh khoản cho công cụ này.

- Đa dạng hóa các loại chứng chỉ tiền gửi như loại lãi suất cố định, loại lãi suất thả nổi, loại lãi suất chiết khấu, chứng chỉ tiền gửi ngoại tệ để tạo ra sự phong phú, đa dạng các công cụ cho TTTT và tăng khả năng thu hút vốn cho các ngân hàng.

- Nới lỏng quy định về phát hành chứng chỉ tiền gửi, cho phép các tổ chức tín dụng được phát hành công cụ này khi đáp ứng được các điều kiện cần thiết.

Đồng thời, tăng cường công tác kiểm tra, giám sát việc phát hành giấy tờ có giá ngắn hạn nhằm đảm bảo an toàn cho người nắm giữ.

- Cần tạo ra một sân chơi bình đẳng và trao quyền hạn hoàn toàn cho các ngân hàng trong việc phát hành chứng chỉ tiền gửi. Hiện nay, mặc dù trong Luật các tổ chức tín dụng cho phép tất cả các ngân hàng đều được phát hành chứng chỉ tiền gửi, nhưng trong thực tế việc phát hành đối với từng ngân hàng lại phụ thuộc vào sự phê chuẩn của Nhà nước. Điều này gây ảnh hưởng tiêu cực đến việc thu hút thêm nguồn vốn vào hệ thống ngân hàng, cản trở việc phát triển nguồn vốn khả dụng cho TTTT và đi ngược lại xu thế chung về tự do hóa tài chính.

- *Thương phiếu:*

Thương phiếu là một công cụ rất phổ biến trên thế giới song ở Việt Nam hầu như vẫn chưa được sử dụng nhiều. Để có thể đưa thương phiếu vào hoạt động, dần trở thành công cụ được chấp nhận trên TTTT, cần phải:

- Sớm ban hành các văn bản hướng dẫn thực hiện Luật các công cụ chuyển nhượng để sớm áp dụng công cụ thương phiếu trên thị trường, hướng dẫn việc phát hành, lưu thông của thương phiếu cũng như quy định về hiệu lực pháp lý của thương phiếu, các mức phạt cụ thể và các cơ quan đứng ra xử lý các tranh chấp đối với các vi phạm về thương phiếu để đảm bảo sự an toàn cho những người nắm giữ thương phiếu. Các văn bản này phải đồng bộ và nhất quán.

- Nhanh chóng tiến hành xếp hạng tín nhiệm đối với các doanh nghiệp để các ngân hàng có cơ sở đứng ra đảm bảo bằng thư tín dụng, tạo điều kiện cho các nhà phát hành tham gia vào thị trường thương phiếu.

- *Hợp đồng mua lại:*

Hợp đồng mua lại là công cụ được sử dụng nhiều nhất, hiệu quả nhất trên TTTT thế giới. Ở nước ta, công cụ này chỉ mới được đưa vào sử dụng nên phạm vi sử dụng hẹp, chủ yếu chỉ được thực hiện trong nghiệp vụ thị trường mở giữa NHNN và các tổ chức tín dụng. Để phát triển công cụ này trong tương lai, cần xây dựng các quy định về hợp đồng mua lại:

- Thời hạn hợp đồng mua lại và giá mua lại hợp đồng do hai bên tự thỏa thuận, ở Việt Nam thời hạn chỉ nên áp dụng là 30 ngày.

- Quyền lợi của người được chuyển nhượng: người được chuyển nhượng có

đầy đủ quyền sở hữu đối với chứng khoán trong thời hạn ghi trên hợp đồng. Trong thời hạn hiệu lực của hợp đồng, người chuyển nhượng không được sử dụng, chuyển nhượng hoặc đem thế chấp chứng khoán cho người thứ ba.

- Lãi suất của hợp đồng mua nên thấp hơn lãi suất tái cấp vốn của NHNN.

Ngoài các công cụ trên đây, cũng cần phải nghiên cứu và có biện pháp để đưa thêm các công cụ khác và giao dịch nhằm tạo sự đa dạng cho các công cụ giao dịch như các loại hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai, chấp phiếu ngân hàng... là các công cụ rất phổ biến trên TTTT quốc tế.

3.2.1.7 Phát triển cơ sở hạ tầng theo hướng hiện đại hóa công nghệ quản lý

TTTT là thị trường mua bán vốn ngắn hạn, đòi hỏi các giao dịch ngày càng phải được thực hiện một cách nhanh chóng, an toàn, đồng thời yêu cầu các thông tin trên thị trường phải trao đổi và xử lý một cách nhanh nhất, chính xác, tiết kiệm chi phí. Vì vậy, việc áp dụng công nghệ thông tin trong hoạt động trên TTTT, đặc biệt đối với các ngân hàng là rất cần thiết. Để phát triển công nghệ ngân hàng cần có những giải pháp sau:

- Đẩy mạnh liên doanh, liên kết và hợp tác với các tổ chức trong nước và nước ngoài về kinh doanh, nghiên cứu và phát triển dịch vụ ngân hàng để nhanh chóng tiếp cận công nghệ mới, phù hợp với thông lệ và chuẩn mực quốc tế.

- Tranh thủ sự hỗ trợ về tài chính kỹ thuật của các tổ chức quốc tế để hiện đại hóa công nghệ và mở rộng dịch vụ ngân hàng.

- Đẩy mạnh việc ứng dụng kỹ thuật và công nghệ tiên tiến phù hợp với trình độ phát triển của hệ thống ngân hàng Việt Nam và tuân thủ các chuẩn mực quốc tế, phát triển hệ thống giao dịch trực tuyến và từng bước mở rộng mô hình giao dịch một cửa. Phát triển mạng diện rộng và hệ thống công nghệ thông tin với các giải pháp kỹ thuật và phương tiện truyền thông thích hợp.

- Hoàn thiện và chuẩn hóa quy trình tác nghiệp và quản lý nghiệp vụ ngân hàng, nhất là những nghiệp vụ ngân hàng cơ bản theo hướng tự động hóa, ưu tiên các nghiệp vụ thanh toán, tín dụng, kế toán, quản lý rủi ro.

- Đẩy nhanh việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống mạng thanh toán điện tử ngân hàng rộng khắp nhằm hình thành hệ thống thanh toán quốc gia thống nhất và an toàn, tiến tới tự động hóa hoàn toàn hệ thống thanh toán ngân hàng.

3.2.1.8 Đào tạo nguồn nhân lực

Như chương 2 đã phân tích nguồn nhân lực của TTTT, đặc biệt là của các NHTM hiện nay vẫn còn hạn chế về số lượng và chất lượng, chưa đáp ứng kịp sự phát triển của thị trường. Vì vậy cần đào tạo, bồi dưỡng nguồn nhân lực này của TTTT, giúp đội ngũ này đủ năng lực, am hiểu các kiến thức chuyên môn, nghiệp vụ, có hiệu quả làm việc cao, phù hợp với các tiêu chuẩn quốc tế và đáp ứng được yêu cầu phát triển của thị trường. Muốn vậy, cần thực hiện một số biện pháp sau:

- Nhà nước cần có kế hoạch gửi nhân sự sang các nước phát triển tham gia các khóa đào tạo ngắn, trung và dài hạn về nghiệp vụ của TTTT.

- Khuyến khích các trường đại học có chất lượng trong nước tăng cường công tác đào tạo nguồn nhân lực cho lĩnh vực kinh tế tài chính, mời các chuyên gia trong và ngoài nước có chuyên môn và kinh nghiệm trực tiếp tham gia giảng dạy.

- Hoàn thiện và xây dựng mới các chương trình đào tạo, phù hợp với yêu cầu của thị trường và cho mọi đối tượng tham gia, trước hết tập trung vào các lĩnh vực chính yếu như: nghiệp vụ quản lý chiến lược, quản lý rủi ro, kế toán, kiểm toán, quản lý tín dụng và dịch vụ mới.

- Tăng cường đào tạo và đào tạo lại, cập nhật kiến thức mới cho các cán bộ tham gia thị trường. Cần phải đa dạng hóa hình thức đào tạo như đào tạo cơ bản với người mới, đào tạo nâng cao với những cán bộ nghiệp vụ đã làm việc lâu năm.

3.2.1.9 Xây dựng hệ thống cảnh báo sớm và hệ thống thông tin quản lý

Trong điều kiện tự do hoá tài chính hiện nay của Việt Nam có thể làm cho hệ thống ngân hàng và TTTC bị tổn thương, đổ vỡ nếu như cơ quan quản lý Nhà nước không theo kịp dòng chảy của thị trường, mất khả năng kiểm soát hệ thống tài chính. Vấn đề này rất dễ xảy ra nếu Việt Nam thiếu một hệ thống cảnh báo sớm trên cơ sở phân tích các thông tin tin cậy, bởi lẽ khó có thể đưa ra một giải pháp hữu hiệu nếu như người điều hành không thể biết thực trạng của các vấn đề đang giải quyết. Chúng ta không thể làm lành mạnh hoá thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán khi mà không một ai có thể biết chính xác các ngân hàng hiện nay đã đổ bao nhiêu tiền, cho vay bao nhiêu trong lĩnh vực này. Điều này có thể giải quyết nếu Việt Nam có được hệ thống thu thập và phân tích thông tin tốt cộng với những

tổ chức nghiên cứu thực thụ, độc lập và đủ khả năng đưa ra những đánh giá khách quan cảnh báo những rủi ro tiềm ẩn của thị trường.

Hiện nay, ở Việt Nam chỉ có cơ quan duy nhất trực thuộc NHNN cung cấp những thông tin về doanh nghiệp và ngân hàng là *Trung tâm thông tin tín dụng ngân hàng (CIC)*. Tuy nhiên, hiện nay Trung tâm này chưa cung cấp đầy đủ các thông tin cần thiết cho NHNN. Một kinh nghiệm được rút ra từ các nền kinh tế lớn là thành lập các trung tâm thông tin tín dụng tư nhân trong khi nước ta chưa hề có. Do hạn chế này, phạm vi thu thập thông tin tín dụng ở Việt Nam là rất hẹp so với các nước có trung tâm thông tin tín dụng tư nhân. Do vậy, bên cạnh việc tiếp tục nâng cao năng lực hoạt động, tính chuyên nghiệp của *Trung tâm thông tin tín dụng ngân hàng (CIC)*, Nhà nước cần cho phép, khuyến khích thành lập các *trung tâm thông tin tín dụng tư nhân* để Việt Nam có được một hệ thống thông tin đầy đủ, tin cậy và kịp thời về TTTC, từ đó có thể giúp cho các cơ quan quản lý nhà nước cũng như các thành viên tham gia thị trường có những đánh giá khách quan.

Bên cạnh việc phát triển hệ thống thu thập thông tin, cần thành lập một tổ chức độc lập làm công tác dự báo (trực thuộc sự quản lý của NHNN), cơ quan này sẽ dựa trên các phương pháp khoa học để đưa ra những dự báo chính xác, khách quan, những cảnh báo sớm về những rủi ro tiềm ẩn của thị trường. Từ đó, mới giúp các nhà quản lý đưa ra những chính sách chủ động lâu dài chứ không phải là những biện pháp nhất thời, bị động như hiện nay.

3.2.1.10. Một số biện pháp nhằm hỗ trợ TTTT Việt Nam trong giai đoạn hiện nay

Để các giải pháp trên có tính khả thi, Nhà nước cần thực hiện các biện pháp có tính hỗ trợ sau:

- *Đối với Chính phủ:*

- Chính phủ cần sớm cho phép NHNN có những quyền hạn rộng rãi hơn trong việc hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ. Bên cạnh đó, cần đôn đốc, chỉ đạo các bộ, ngành triển khai thực hiện cơ chế phối hợp thông tin với NHNN để NHNN có đủ căn cứ làm cơ sở xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ.

- Chính phủ chỉ đạo các bộ, ngành liên quan soạn thảo và hoàn thiện các đề án luật làm cơ sở pháp lý cho hoạt động ngân hàng.

- *Đối với Ngân hàng Nhà nước:*

- NHNN cần ban hành văn bản pháp lý hướng dẫn hoạt động mua bán nợ và quản lý tài sản, hướng dẫn quan hệ mua bán nợ giữa các công ty này với nhau và với các tổ chức kinh tế, cá nhân khác. Rà soát, sửa đổi, bổ sung, ban hành mới các quy định về phân loại nợ, xử lý kiểm soát rủi ro an toàn trong hoạt động ngân hàng đồng bộ và phù hợp với thông lệ quốc tế.

- Tăng cường công tác phòng ngừa rủi ro đặc biệt là rủi ro ngoại hối cho toàn hệ thống. Các hạn mức như tỷ trọng huy động và cho vay ngoại tệ, tỷ lệ cho vay ngoại tệ dài hạn so với nguồn vốn huy động ngắn hạn, tỷ lệ đầu tư vào các cổ phiếu ở nước ngoài của các TCTD cần được điều chỉnh kịp thời để đảm bảo tính thanh khoản và an toàn của toàn hệ thống. Chế độ thông tin báo cáo cần được cải thiện trên phương diện mẫu biểu cũng như hệ thống mạng hiện đại để NHNN có được các thông tin về hệ thống tài chính một cách kịp thời, chính xác.

- Xây dựng hệ thống thông tin quản lý trên toàn ngành và đẩy mạnh công tác thông tin tuyên truyền về hội nhập kinh tế quốc tế. Phối kết hợp với các bộ ngành liên quan, tăng cường trao đổi thông tin để có những đánh giá và dự báo sát hơn về nhu cầu vốn, trên cơ sở đó có biện pháp hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ.

- *Đối với các NHTM:*

- Tiến hành rà soát, bổ sung và chỉnh sửa các quy chế, quy trình nghiệp vụ tín dụng, thực hiện nghiêm túc việc thẩm định các dự án trước khi cho vay và kịp thời ngăn chặn việc phát sinh các khoản nợ xấu.

- Chủ động nghiên cứu quy hoạch, kế hoạch phát triển của các ngành kinh tế, địa phương; đánh giá và dự báo về nhu cầu vốn, khả năng huy động vốn, mức độ rủi ro tín dụng để xác định mức độ tăng trưởng tín dụng và cơ cấu vốn tín dụng cho từng ngành, địa phương.

- Huy động các nguồn vốn để đầu tư dự án hiện đại hoá công nghệ và thiết bị phục vụ cho hoạt động kinh doanh; đồng thời khẩn trương đưa công nghệ, thiết bị mới vào khai thác để phát triển đa dạng các dịch vụ tín dụng, thanh toán và tiện ích ngân hàng, làm tăng hiệu quả kinh doanh và năng lực cạnh tranh.

- Tích cực tham gia các hiệp hội ngân hàng, tổ chức tín dụng để học hỏi kinh nghiệm, tranh thủ sự bảo vệ của các hiệp hội và cơ quan quản lý nhà nước trước sức ép cạnh tranh, tạo cơ hội liên doanh, liên kết với các đối tác trong và ngoài nước.

3.2.2 Những giải pháp nhằm nâng cao vai trò của Nhà nước trong phát triển thị trường chứng khoán

Để nâng cao vai trò của nhà nước trong phát triển thị trường chứng khoán, Nhà nước cần thực hiện các giải pháp sau đây:

3.2.2.1. Hoàn thiện khung pháp lý về CK&TTCK

Xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp lý cho TTCK Việt Nam là một trong những nhiệm vụ quan trọng và có tính liên tục của cơ quan QLNN và các nhà hoạch định chính sách. Một hệ thống pháp lý hoàn chỉnh sẽ tạo ra môi trường pháp lý ổn định, vững chắc và thuận lợi cho các cơ quan quản lý cũng như cho mọi tổ chức, cá nhân khi tham gia kinh doanh, đầu tư vào TTCK và từ đó thu hút được các tổ chức trong và ngoài nước tham gia. Một hệ thống pháp lý hoàn thiện còn là yếu tố quan trọng góp phần đưa Việt Nam hội nhập với TTCK các nước trong khu vực và trên thế giới.

- Nhanh chóng xây dựng và ban hành đầy đủ các văn bản cần thiết để thực hiện Luật Chứng khoán, đồng thời đẩy mạnh việc triển khai thực hiện Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn Luật. Mặc dù Luật Chứng khoán đã được xây dựng tương đối cụ thể và chi tiết để hạn chế việc ban hành các văn bản hướng dẫn, song Luật Chứng khoán là luật chuyên ngành hàm chứa nhiều phạm trù và nội dung còn khá mới lạ như công ty đại chúng, công ty đầu tư chứng khoán, chào bán chứng khoán ra công chúng... Đồng thời các văn bản pháp luật liên quan cũng phải thường xuyên được sửa đổi bổ sung cho phù hợp với sự phát triển của thị trường. Cụ thể như :

+ Cần phải có các văn bản pháp lý quy định một cách cụ thể và chi tiết hơn nữa về việc xử lý các vi phạm pháp luật như giao dịch nội gián, đầu cơ... nhằm bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư, đưa ra các quy định khuyến khích sự điều tiết của thị trường, tránh sự can thiệp hành chính của các cấp quản lý vào hoạt động của thị trường.

+ Bộ Tài chính cần sớm ban hành các quy định về giao dịch kỳ hạn, cho vay cầm cố chứng khoán, vay đầu tư chứng khoán của các NHTM.

+ Bộ Tài chính sớm trình Chính phủ ban hành nghị định tổ chức và hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm (CRA) nhằm hỗ trợ thị trường trái phiếu phát triển...

- Tiếp tục chỉnh sửa và hoàn thiện các văn bản pháp luật chung tham gia điều chỉnh lĩnh vực CK&TTCK. Thực trạng hiện nay là hầu hết các văn bản pháp lý chung tham gia điều chỉnh lĩnh vực CK&TTCK như Luật Đầu tư, Luật Hình sự, Luật Thuế

giá trị gia tăng, Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp đều được ban hành trước khi TTCK được thành lập và hoạt động, cho nên nhiều lĩnh vực liên quan đến CK&TTCK còn bị bỏ ngỏ hay có đề cập thì còn chưa rõ ràng hoặc có mâu thuẫn với các quy định của pháp luật chuyên ngành. Do đó, cần rà soát lại các văn bản pháp luật có liên quan, điều chỉnh những sai khác, thiếu sót trong các luật. Cụ thể như :

+ Sự yếu kém về quản trị công ty hiện nay đang là một trong những nguyên nhân làm hạn chế tính công khai, công bằng và minh bạch của TTCK. Pháp luật về doanh nghiệp cần có hướng dẫn về vấn đề phát hành riêng lẻ, cần có các quy định cụ thể hơn về quản trị công ty áp dụng chung cho tất cả các doanh nghiệp, cần có quy định cụ thể về sự tham gia của các tổ chức, cá nhân nước ngoài. Nhất là cần ban hành các và hướng dẫn việc thực hiện quy chế quản trị công ty đối với các TCPH, TCNY, tổ chức ĐKGD, tổ chức kinh doanh chứng khoán. Các quy chế về quản trị công ty cần được xây dựng trên những thông lệ tốt nhất về tình hình quản trị công ty ở Việt Nam và đáp ứng các yêu cầu cơ bản bảo vệ quyền lợi của cổ đông, đối xử công bằng với các cổ đông, bảo vệ quyền lợi của những người hưởng lợi liên quan đến công ty; thực hiện nguyên tắc CBTT và đảm bảo minh bạch công khai, yêu cầu cao hơn với trách nhiệm của HĐQT.

+ Đối với pháp luật về thuế, xây dựng và hoàn thiện các chính sách thuế liên quan đến lĩnh vực CK&TTCK nhằm tăng nguồn thu cho Ngân sách Nhà nước song vẫn đảm bảo khuyến khích phát triển TTCK. Để thúc đẩy TTCK Việt Nam phát triển, chính sách thuế vẫn phải dành ưu đãi cho một số đối tượng nhất định. Ví dụ như đối với hoạt động của các tổ chức định mức tín dụng doanh nghiệp là rất cần thiết, do đó Nhà nước cần bổ sung hoạt động này vào danh mục hoạt động không chịu thuế VAT và được hưởng ưu đãi tạm thời về thuế thu nhập doanh nghiệp.

+ Đối với hoạt động kế toán, kiểm toán: Nhà nước tiếp tục bổ sung và hoàn chỉnh chế độ kế toán, kiểm toán đối với các đối tượng tham TTCK để tạo điều kiện cho các đối tượng này có thể thực hiện tốt công tác và yêu cầu về kế toán và kiểm toán.

Bên cạnh đó, cần tăng cường trách nhiệm thực hiện kiểm toán và công khai tài chính của các doanh nghiệp chưa niêm yết, chưa ĐKNY. Điều này sẽ thu hẹp chỗ dựa cho sự che giấu các tiêu cực trong các hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp này, đồng thời góp phần tạo ra môi trường kinh doanh bình đẳng, minh bạch.

3.2.2.2. Hoàn thiện bộ máy quản lý nhà nước đối với TTCK

Việc hoàn thiện bộ máy quản lý Nhà nước đối với TTCK cần được thực hiện theo những nội dung cơ bản sau:

- Nâng cao thẩm quyền, đảm bảo vị thế tương đối độc lập của UBCKNN trong bộ máy QLNN. Với những kết quả đạt được có thể thấy mô hình hiện nay về tổ chức cơ quan QLNN đối với TTCK là tương đối phù hợp với điều kiện kinh tế - xã hội, với xuất phát điểm của Việt Nam theo đúng quy luật phổ biến mà nhiều nước triển khai. Tuy vậy, mô hình này hiện nay vẫn còn một số hạn chế như đã đề cập ở chương 2 của Luận án. Bởi vậy, cần nâng cao tính chủ động và độc lập tương đối của UBCKNN trong quá trình cơ quan này thực hiện các chức năng và nhiệm vụ của mình. Cần xác định rõ trách nhiệm, quyền hạn và vị thế pháp lý của UBCKNN. UBCKNN thuộc Bộ Tài chính về mặt pháp lý hành chính, chỉ trực tiếp báo cáo, chịu trách nhiệm và chịu sự chỉ đạo trực tiếp của Bộ trưởng Bộ Tài chính, không chịu sự chi phối của các cục, vụ và uỷ ban khác trực thuộc Bộ Tài chính.

UBCKNN cần có thẩm quyền cao hơn và độc lập hơn đối với lĩnh vực chứng khoán, ví dụ như như việc quản lý việc tổ chức và thực hiện các chính sách vĩ mô đã ban hành, triển khai chiến lược, quy hoạch, kế hoạch đã được duyệt... Bộ Tài chính không nên can thiệp vào việc điều hành hàng ngày của UBCKNN mà chỉ nên giám sát hoạt động của UBCKNN và tạo sự gắn kết của cơ quan này với các cục, vụ có liên quan trong việc ban hành các chính sách quản lý và phát triển TTCK.

- Phân định hợp lý chức năng, nhiệm vụ của UBCKNN với các SGDCK, TTLKCK. UBCKNN không được can thiệp trực tiếp vào hoạt động của SGDCK, TTLKCK, như từng bước đơn giản hoá các thủ tục hành chính trong việc phê duyệt các quyết định quản lý và điều hành các hoạt động diễn ra tại các cơ quan này theo quy định của pháp luật.

- Thực hiện triệt để các cải cách thủ tục hành chính trong lĩnh vực QLNN trong toàn bộ các quy trình triển khai các chức năng QLNN của Bộ Tài chính. UBCKNN và các đơn vị chức năng thuộc UBCKNN. Giám bớt các khâu, các công đoạn, thủ tục rườm rà không cần thiết trong quá trình xây dựng và ban hành các văn bản pháp quy cũng như các chính sách, biện pháp phát triển thị trường chứng khoán để vừa đảm bảo

rút ngắn thời gian ban hành nhưng cũng đồng thời đảm bảo được chất lượng của hoạt động quản lý.

- Chú trọng công tác bồi dưỡng, nâng cao năng lực, trình độ chuyên môn cho đội ngũ lãnh đạo và nhân viên trong các cơ quan QLNN chuyên ngành CK&TTCK. Cần có kế hoạch đào tạo và bồi dưỡng phù hợp với yêu cầu mới trong công tác quản lý mở rộng hợp tác đào tạo và trao đổi chuyên gia với nước ngoài để học hỏi thêm kinh nghiệm và trình độ quản lý.

- Đẩy mạnh sự liên kết phối hợp giữa Bộ Tài chính, UBCKNN với các Bộ, ngành chức năng có liên quan trong việc thống nhất quản lý, ban hành các chính sách đồng bộ có liên quan đến hoạt động của TTCK nói riêng và các hoạt động của nền kinh tế nói chung.

- Tăng cường sự phối hợp giữa UBCKNN và hiệp hội ngành nghề liên quan như Hiệp hội kinh doanh chứng khoán Việt Nam (VASB). Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam (VAFI). Mặc dù các tổ chức này không phải là các cơ quan QLNN, song họ sẽ hỗ trợ đắc lực cho UBCKNN trong việc quản lý và phát triển TTCK như: góp ý xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý về CK&TTCK, tổ chức đào tạo nghề nghiệp, xây dựng các nguyên tắc đạo đức nghề nghiệp và đề xuất giải pháp phát triển TTCK.

- Tăng cường đào tạo, thông tin tuyên truyền, phổ biến các kiến thức về CK&TTCK. Trong thời gian qua, hoạt động đào tạo, thông tin tuyên truyền về CK&TTCK đã được UBCKNN chú trọng thực hiện và đã đạt được những kết quả khả quan. Tuy nhiên, so với yêu cầu của nền kinh tế nói chung và của TTCK trong những năm tới thì số lượng người được đào tạo hoặc tiếp cận các kiến thức về CK&TTCK cho đến nay chỉ là một con số rất nhỏ. Như vậy, việc mở rộng và nâng cao chất lượng đào tạo, phổ biến, tuyên truyền về CK&TTCK là một nhiệm vụ quan trọng đặt ra với UBCKNN nhằm mục tiêu xã hội hoá chứng khoán. Một số giải pháp cụ thể: tiếp tục thực hiện công tác nghiên cứu khoa học để hỗ trợ cho hoạt động quản lý và phát triển TTCK. Bên cạnh đó cần cập nhật chương trình, giáo trình mới nhất, quy định về tiêu chuẩn của người giảng dạy chứng khoán, tránh tình trạng giảng dạy chay.

Tiếp tục mở rộng hoạt động đào tạo, cấp phép hành nghề đồng thời đổi mới các hình thức đào tạo bồi dưỡng kiến thức theo yêu cầu của công chúng. Bên cạnh đó. Bộ Tài chính, UBCKNN cần phối hợp với các cơ quan thông tấn báo chí, phát thanh, truyền hình để xây dựng các chương trình phổ cập các kiến thức chứng khoán một cách thường xuyên, chuyên nghiệp, tăng tần suất, chủng loại và chất lượng thông tin được đưa ra. Tổ chức thường xuyên các cuộc họp báo để định hướng thông tin dư luận và trả lời thắc mắc của báo giới; tổ chức các diễn đàn để thu thập ý kiến phản ánh những bất cập trong chính sách và tiếp thu các góp ý của công chúng.

- UBCKNN cần tiếp tục phát triển các hoạt động hợp tác quốc tế cả về chất lượng và chiều sâu, đưa TTCK Việt Nam hội nhập với TTCK thế giới. Có thể thấy, các hoạt động hợp tác quốc tế ban đầu đã góp phần giúp Việt Nam có được bước đi ban đầu thuận lợi và tương đối vững chắc trong quá trình phát triển TTCK. Chúng ta đã học hỏi được kinh nghiệm quản lý, tận dụng được sự trợ giúp về vốn, kỹ thuật, rút ngắn được khoảng cách về trình độ phát triển trong lĩnh vực chứng khoán so với các khu vực khác trên thế giới. Bởi vậy, cần tiếp tục duy trì các mối quan hệ hợp tác sẵn có, không ngừng mở rộng các mối quan hệ mới được các hình thức như trao đổi thông tin, tổ chức các cuộc hội thảo quốc tế về TTCK, trao đổi chuyên gia, tiếp tục tìm kiếm sự trợ giúp về tài chính, kỹ thuật... để hỗ trợ, phát triển TTCK. Với tư cách là thành viên của IOSCO, Việt Nam phải chủ động tham gia và tổ chức hoạt động của các tổ chức này; xem xét và có kế hoạch thực hiện các đề xuất về các quy tắc quản lý mà tổ chức này khuyến nghị đối với các thành viên trên cơ sở phù hợp với thực tiễn hoàn cảnh đất nước.

- UBCKNN cần triển khai việc đầu tư, áp dụng công nghệ thông tin trong ngành chứng khoán. Công việc trước mắt là triển khai việc thực hiện Dự án hiện đại hoá công nghệ thông tin ngành chứng khoán đến năm 2010, tiến tới tự động hoá toàn bộ các giao dịch, thanh toán, CBTT, giám sát thị trường theo chuẩn quốc tế. UBCKNN cần mở rộng tin học hoá để hoàn chỉnh hệ thống thống kê ngành chứng khoán, xây dựng đơn vị tin học độc lập, chịu trách nhiệm triển khai và vận hành các hệ thống và chương trình ứng dụng cho toàn ngành.

3.2.2.3. Các giải pháp hoàn thiện hoạt động quản lý Nhà nước đối với thị trường chứng khoán

- *Giải pháp đối với hoạt động phát hành ra công chúng*

- *Đối với hoạt động phát hành trái phiếu*

+ Tạo ra tính linh hoạt trong công tác điều hành lãi suất và tăng tính hấp dẫn đối với TPCP. Bộ Tài chính cần quy định lãi suất trần trong đấu thầu TPCP một cách linh hoạt hơn, không chỉ căn cứ vào mục tiêu, nhu cầu huy động vốn của Chính phủ mà còn phải dựa vào diễn biến cung cầu tiền tệ và tình hình kinh tế để định ra mức lãi suất trần cho phù hợp, nhằm đảm bảo thành công các đợt phát hành TPCP. Việc định ra lãi suất TPCP phát hành theo kênh bán lẻ qua hệ thống KBNN thì cần phải xem xét với tình hình lãi suất huy động vốn cùng kì hạn của các NHTM và mức lạm phát của nền kinh tế.

+ Cải tiến phương thức phát hành TPCP, tăng cường phát hành theo phương thức đấu thầu và phương thức bảo lãnh phát hành TPCP. Đa dạng hoá các kì hạn TPCP, xây dựng và thực hiện kế hoạch phát hành theo lịch biểu nhằm cung cấp đều đặn khối lượng trái phiếu cho TTCK. Tăng khối lượng phát hành thay vì phát hành nhiều đợt với số lượng nhỏ nhằm giảm chi phí phát hành và thu hút nhiều hơn các nhà đầu tư có tổ chức tham gia.

+ Bộ Tài chính và Ngân hàng nước cần phải cụ thể hoá các tiêu chuẩn phê duyệt phát hành trái phiếu công ty, trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu của các tổ chức tín dụng. Cần có những biện pháp và hệ thống đánh giá chuẩn hơn để xác định lãi suất phát hành hợp lý, qua đó giảm gánh nặng nợ vay. Thể chế pháp luật và chính sách kinh tế vĩ mô cần được cải thiện hơn nữa nhằm nâng mức xếp hạng, đủ điều kiện để đạt được tiêu chuẩn đầu tư của các nguồn quỹ lớn trên thế giới. Bộ Tài chính nên tiến hành ban hành mẫu Bản cáo bạch chung cho các công ty muốn phát hành trái phiếu và công bố thông tin về kế hoạch ngân sách trung hạn của chính quyền địa phương.

+ Mở rộng quy mô và đa dạng hoá các loại trái phiếu, các phương thức phát hành TPCP, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường vốn; phát triển các loại trái phiếu chuyển đổi của doanh nghiệp, trái phiếu công trình để đầu tư vào các dự án hạ tầng trọng điểm của quốc gia. Cần có chính

sách khuyến khích các Tổng công ty nhà nước phát hành trái phiếu có mục đích để huy động vốn dài hạn cho đầu tư đổi mới công nghệ và tạo hàng cho TTCK.

+ Đẩy mạnh việc phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế: Để đảm bảo cho việc huy động vốn ở thị trường quốc tế với chi phí rẻ, Việt Nam cần hoàn thiện hệ thống pháp luật phù hợp với thông lệ Quốc tế và minh bạch hoá thông tin; khi đó mới được các tổ chức xếp hạng tín nhiệm đánh giá cao.

+ Củng cố bộ máy, nâng cao năng lực quản lý, giám sát của nhà nước đối với thị trường trái phiếu; từng bước tách bạch chức năng quản lý với chức năng giám sát các hoạt động của thị trường; phát huy vai trò của cơ quan giám sát tài chính quốc gia, giúp Thủ tướng Chính phủ điều phối chính sách và công cụ cảnh báo, điều hành, giám sát hoạt động tài chính tiền tệ ở tầm vĩ mô.

- *Đối với hoạt động PHCK ra công chúng của các doanh nghiệp.*

+ Hiện nay hoạt động PHCK ra công chúng chịu sự điều chỉnh của nhiều các văn bản khác nhau, do vậy cần phải quy định một cách thống nhất các vấn đề về cơ sở pháp lý cho hoạt động PHCK ra công chúng của các đối tượng khác nhau.

+ Phối hợp với các Bộ, ngành, địa phương trong việc thực hiện chuyển đổi các DNNN thành các CTCP. Quyết liệt thực hiện kế hoạch CPH DNNN giai đoạn 2006 - 2010, đặc biệt là Quyết định 1729/QĐ-TTg, ngày 29/12/2006 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt danh sách các tập đoàn, các tổng công ty Nhà nước thực hiện CPH giai đoạn 2007 - 2010.

+ Thống nhất việc QLNN đối với các hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng. Theo quy định hiện nay thì việc tổ chức bán đấu giá cổ phần của các DNNN chuyển đổi thành CTCP có thể thực hiện tại trụ sở của doanh nghiệp, qua các tổ chức trung gian hay qua TTCK tùy theo quy mô và khối lượng cổ phần bán ra. Các hình thức này thực chất cũng là việc chào bán chứng khoán ra công chúng song lại được thực hiện theo những quy định riêng trong Nghị định 187 và chịu sự quản lý thống nhất của Ban đổi mới và phát triển doanh nghiệp. Trong khi đó, các trường hợp PHCK ra công chúng thì phải chịu sự quản lý và giám sát của UBCKNN theo quy định trong Luật Chứng khoán. Như vậy xảy ra tình trạng UBCKNN là cơ quan QLNN đầu ngành nhưng lại không được quyền quản lý và giám sát một trong các hoạt động này. Nếu

chậm quản lý công ty đại chúng thì sẽ thiếu động lực thúc đẩy các công ty đại chúng sớm đưa cổ phiếu vào giao dịch trên thị trường chính thức.

Bên cạnh đó, thu hẹp dần được hoạt động của thị trường tự do, tránh rủi ro cho nhà đầu tư tham gia TTCK.

+ Các tổ chức tham gia hoạt động bảo lãnh phát hành cần có sự liên kết phối hợp thành các tổ hợp bảo lãnh phát hành để có thể giải quyết được yêu cầu của các đợt bảo lãnh có giá trị cao, tăng cường chất lượng và kết quả của đợt bảo lãnh.

- *Giải pháp đối với hoạt động niêm yết và giao dịch chứng khoán :*

- Tách thị trường trái phiếu ra khỏi thị trường cổ phiếu để hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt;

- Ban hành thêm các cơ sở pháp lý cho các hoạt động mới nảy sinh như giao dịch các chứng khoán phái sinh (chứng quyền, quyền mua cổ phiếu...). Các hoạt động Repo cổ phiếu, trái phiếu, cầm cố cổ phiếu để đi vay là những hoạt động tiềm ẩn nhiều rủi ro cho thị trường. Do vậy các hoạt động này phải được quy định, quản lý, giám sát chặt chẽ để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các chủ thể có liên quan, duy trì tính ổn định của thị trường đồng thời tạo điều kiện cho các cơ quan QLNN có được căn cứ pháp lý cần thiết để triển khai có hiệu quả các chức năng quản lý và giám sát các hoạt động trên thị trường.

- Xây dựng thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung, từ sau năm 2010 nghiên cứu hình thành và phát triển thị trường giao dịch tương lai cho các công cụ phái sinh, TTCK hóa các khoản cho vay trung dài hạn của ngân hàng;

- Mở rộng việc sử dụng các biện pháp kinh tế, hành chính để đưa doanh nghiệp Nhà nước nắm giữ cổ phần lên niêm yết.

- Đầu tư hiện đại hoá hệ thống giao dịch của SGDCK. Hệ thống GDCK ở SGDCK Tp.HCM hiện nay đã lạc hậu, thiếu đồng bộ, chưa đáp ứng được quy mô giao dịch đang ngày càng tăng, Chính phủ cần triển khai đầu tư hệ thống GDCK hiện đại. Hệ thống này phải đảm bảo cho phép thực hiện giao dịch không sần khi chúng ta chuyển sang hình thức giao dịch tiên tiến này, cho phép việc thực hiện việc giám sát các giao dịch một cách tự động, cho phép truyền, lưu trữ các dữ liệu một cách tự động. Bên cạnh hệ thống giao dịch, các hệ thống khác như hệ thống niêm yết, hệ thống lưu ký... cũng phải được đầu tư một cách đồng bộ. Kết nối mạng diện rộng giữa hệ thống

giao dịch của SGĐCK với các thành viên, đảm bảo các hoạt động được diễn ra thông suốt và nhanh chóng.

- Tăng cường giám sát toàn bộ quy trình giao dịch. Trong thời gian qua đã có một số sai sót trong hoạt động giao dịch như nhà đầu tư không đảm bảo tỷ lệ ký quỹ, vừa đặt lệnh mua, vừa đặt lệnh bán cùng một loại chứng khoán, xuất hiện hoạt động giao dịch nội gián, cố ý nhập sai lệnh để tác động tới giá chứng khoán,... nên đã gây bất bình đối với nhà đầu tư, làm giảm tính công khai, minh bạch trên thị trường. Do vậy, hoạt động của cơ quan QLNN là cần phải tăng cường việc giám sát và thanh tra trên toàn bộ TTCK. Cơ quan QLNN cần đưa ra các cảnh báo công khai và xử lý nghiêm các trường hợp các Công ty chứng khoán, các nhà môi giới vi phạm các quy định về GDCK như không thực hiện đúng quy trình GDCK, tham gia giao dịch nội gián... để tăng cường hiệu quả của công tác giám sát, cơ quan quản lý cần phải đẩy mạnh tin học hoá hoạt động này.

- Nghiên cứu cơ chế giao dịch đối với các chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết theo mô hình thỏa thuận thông qua các công ty chứng khoán; các giao dịch chứng khoán tập trung thanh toán và chuyển giao thông qua TTLKCK.

- *Giải pháp đối với hoạt động công bố thông tin :*

- Quy định trách nhiệm CBTT của các đối tượng tham gia TTCK cao hơn, đặc biệt với các công ty chứng khoán, CTyNY. Thông tin công bố phải đảm bảo minh bạch và dễ dàng tiếp cận giúp các chủ thể tham gia thị trường có thể nhận được các thông tin chính xác và kịp thời. UBCKNN và các SGĐCK cần đa dạng hoá các thông tin trên các trang web, đảm bảo tính cập nhật của thị trường về các thông tin liên quan đến hoạt động của TTCK, các văn bản pháp quy, các mục tiêu, định hướng phát triển thị trường. Các phương tiện thông tin đại chúng cũng được coi là một trong các phương tiện phổ biến và truyền đạt thông tin khá phổ biến và hiệu quả. Hình thức này cũng cần được khai thác đẩy mạnh, tăng hiệu quả hơn nữa để có thể đưa CK&TTCK đi sâu hơn vào đời sống hàng ngày.

- Tăng cường giám sát hoạt động CBTT của các chủ thể tham gia và liên quan đến TTCK. Trên TTCK, tính minh bạch và độ nhạy về thông tin luôn được các nhà đầu tư coi trọng. Chỉ khi nào các đối tượng có trách nhiệm thực hiện đầy đủ, kịp thời và

đúng quy định nghĩa vụ CBTT thì nhà đầu tư mới có thông tin cần thiết, chuẩn xác và kịp thời đưa ra các quyết định mua, bán chứng khoán.

Thực tế hiện nay còn có xuất hiện một số tổ chức chưa thực hiện đúng nghĩa vụ về CBTT. CBTT chậm chễ, có hiện tượng rò rỉ thông tin trong quá trình công bố... Một trong những nguyên nhân của hiện tượng này bởi do quá trình CBTT hiện nay phải trải qua một số công đoạn khá dài, thông tin từ doanh nghiệp sẽ được chuyển về SGDCK, để SGDCK duyệt công bố, thời gian cho quá trình này có thể kéo dài từ 4 - 5 ngày, có nhiều đối tượng sẽ tiếp xúc được với thông tin trong quá trình này vì thế dễ gây rò rỉ.

Các cơ quan chức năng của Nhà nước mà trực tiếp là UBCKNN và SGDCK cần tăng cường giám sát sự tuân thủ quy định về CBTT, điều tra, xác minh, phát hiện và xử lý kịp thời những trường hợp vi phạm để bảo vệ nhà đầu tư. Một mặt, cần phải đẩy nhanh quá trình xử lý thông tin, phân loại thông tin thường và thông tin có độ nhạy cảm cao để có thể đưa thời gian xử lý và ưu tiên công bố cho phù hợp.

Chính phủ cần tăng mức độ xử phạt với các hành vi lợi dụng ưu thế về thông tin, giao dịch nội gián, CBTT sai lệch để thao túng, gây rối loạn thị trường, UBCKNN và SGDCK cần phải chú trọng bồi dưỡng, nâng cao trình độ nghiệp vụ giám sát thị trường chứng khoán cho các cán bộ, nhân viên chuyên trách. Bên cạnh đó đẩy mạnh sự phối hợp với các cơ quan quản lý doanh nghiệp như Thuế... để nhanh chóng phát hiện kịp thời phát hiện, ngăn ngừa và xử lý vi phạm, tạo niềm tin cho công chúng.

Có các quy định cụ thể để bảo hộ nhà đầu tư trước các hành vi vi phạm của các đối tượng phải CBTT như đề ra các quy định về đền bù tổn thất về vốn cho nhà đầu tư, xác định rõ các căn cứ để tính mức độ tổn thất, hình thức đền bù, thời hạn đền bù, đối tượng được đền bù và các biện pháp cưỡng chế thực thi các quyết định xử lý đền bù.

- *Giải pháp đối với hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán :*

- Tiêu chuẩn hóa hoạt động của TTLKCK thông qua hoạt động lưu ký, thanh toán chứng khoán tập trung, giảm thiểu rủi ro trên thị trường tự do.

- Nhà nước cần chú trọng đầu tư về cơ sở vật chất, trang thiết bị, lực lượng nhân sự quản lý và vận hành TTLKCK để đáp ứng yêu cầu về lưu ký tập trung và thực hiện các hoạt động hỗ trợ cần thiết cho hoạt động của các SGDCK. Do đặc thù tổ chức hoạt động ban đầu của TTLKCK nên một số hoạt động nghiệp vụ giữa trụ sở chính và chi

nhánh của TTLKCK chưa được đồng bộ. TTLKCK cần phải nghiên cứu, xây dựng một hệ thống quy trình chuẩn cho toàn bộ hệ thống.

- Thời gian thanh toán các giao dịch cũng cần rút ngắn hơn nữa để tăng tính hấp dẫn của TTCK (T+2). Để làm được điều này, bên cạnh việc chú trọng về công nghệ đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán thì cũng cần phải cải cách các thủ tục hành chính theo hướng đơn giản hơn.

- *Giải pháp đối với các hoạt động kinh doanh và đầu tư chứng khoán*

- *Đối với các hoạt động kinh doanh chứng khoán:*

+ Khuyến khích thêm nhiều loại hình tài chính được thực hiện các hoạt động kinh doanh chứng khoán và đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy sự đa dạng, phong phú, kinh nghiệm và hiệu quả trong hoạt động của các tổ chức trung gian trên thị trường giữ vai trò hết sức quan trọng trong sự phát triển vững chắc của TTCK. Trước yêu cầu phát triển và lộ trình hội nhập của TTCK thì Chính phủ phải thực hiện chính sách đa dạng hoá các loại hình tổ chức được phép hoạt động kinh doanh dịch vụ và đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, trong đó cần quan tâm đến việc xây dựng các cơ sở pháp lý và tạo điều kiện thuận lợi cho việc hình thành các loại hình công ty định mức tín nhiệm. Với loại hình cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm tương đối chặt chẽ của các công ty này, nhà đầu tư và công chúng có thể đánh giá chất lượng và độ tin cậy của các hoạt động giao dịch trên TTCK.

+ Nâng cao năng lực cạnh tranh của các trung gian tài chính thông qua việc yêu cầu, khuyến khích các tổ chức này phải đảm bảo được các yêu cầu về cơ sở vật chất, ứng dụng khoa học công nghệ trong giao dịch trực tuyến, đảm bảo sự kết nối đồng bộ, tương thích với SGDCK và TTLKCK; áp dụng các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp đối với các nhân viên hành nghề theo thông lệ quốc tế. Việc nâng cao chất lượng phục vụ của nhà đầu tư vừa để có thể cung cấp được các dịch vụ chứng khoán mang tính cạnh tranh khi có sự tham gia của các yếu tố nước ngoài, đồng thời cũng là để thực hiện các mục tiêu kích cầu cho TTCK. Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán phải thực hiện một nhiệm vụ cơ bản trong vai trò của một nhà tạo lập thị trường. UBCKNN cần phải đưa ra các quy định bắt buộc các công ty chứng khoán thành viên phải hoạt động như là nhà tạo lập thị trường cho một số chứng khoán nhất định, góp phần điều tiết thị trường.

- *Đối với hoạt động đầu tư chứng khoán :*

+ Khuyến khích phát triển các nhà đầu tư trong nước làm nòng cốt, đảm bảo tính ổn định cho TTCK. Để làm được như vậy thì cần phải chú trọng hoạt động đào tạo, trang bị kiến thức cho nhà đầu tư trong nước về kỹ năng đầu tư, về rủi ro và các biện pháp phòng ngừa, cũng như khả năng phân tích dự báo tình hình biến động của TTCK. Thực tế hiện nay cho thấy, nhà đầu tư trong nước, nhất là rất ít các nhà đầu tư cá nhân có hiểu biết về kỹ năng đầu tư trên TTCK. Họ thường đầu tư theo tâm lý "đám đông", nhất là đầu tư theo các nhà ĐTNN. Do đó, khi thị trường phát triển hay đảo chiều thì họ ồ ạt mua vào hay bán ra làm ảnh hưởng đến tình hình giao dịch của thị trường. Khi đó tâm lý và kỹ năng của nhà đầu tư là rất quan trọng.

+ Có các chính sách để thúc đẩy sự ra đời của các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp như các quỹ đầu tư cá nhân và tập thể, quỹ hưu trí, và sự tham gia của các công ty bảo hiểm nhằm tăng cường yếu tố đầu tư dài hạn, khắc phục xu hướng đầu tư ngắn hạn nhằm mục đích đầu cơ.

+ Xây dựng và công bố lộ trình mở cửa cụ thể để các nhà ĐTNN chủ động tham gia TTCK theo hướng đảm bảo phù hợp với luật pháp Việt Nam và các cam kết WTO. Khi xây dựng lộ trình mở cửa TTCK, chúng ta có thể thực hiện theo hướng là quy định tỷ lệ giới hạn sở hữu của nhà ĐTNN theo từng nhóm ngành nghề khác nhau theo các mức độ khác nhau. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy các nước thường thực hiện những lộ trình mở cửa TTCK một cách khá thận trọng với những công cụ bảo hộ đầu tư trong nước và kiểm soát đầu tư nước ngoài chặt chẽ. Bên cạnh đó, bài học từ cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á năm 1997 xảy ra khi nhà ĐTNN rút vốn ồ ạt trên thị trường buộc chúng ta phải cân nhắc lộ trình mở cửa cho phù hợp. Trước yêu cầu của tiến trình hội nhập, Chính phủ phải tiếp tục mở cửa TTCK song điều quan trọng là cách thức và lộ trình như thế nào để vừa đảm bảo an toàn, vừa đáp ứng được đòi hỏi của tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế.

+ UBCKNN cũng cần khẩn trương hoàn thành dự thảo thông tư hướng dẫn về giao dịch điện tử trong lĩnh vực chứng khoán. Việc giao dịch chứng khoán online là một thông lệ quốc tế và là phương thức tiên tiến, ít tốn kém nhất. Hiện tại NĐTNN muốn tham gia giao dịch tại thị trường VN phải vào VN mở tài khoản, chứ chưa cho mở tài khoản online. Ngoài ra, còn liên quan đến vấn đề đặt lệnh giao

dịch, chuyển tiền ... Hiện các giao dịch trực tuyến của CTyCK nói đúng nghĩa vẫn là phương pháp bán tự động. Nếu kênh giao dịch điện tử được hoàn chỉnh, an toàn thì NĐTNN không nhất thiết phải vào Việt nam mới có thể tham gia thị trường. Điều này sẽ hứa hẹn sự gia tăng mạnh mẽ nguồn vốn gián tiếp.

3.2.2.4. Một số giải pháp nhằm hỗ trợ TTCK Việt Nam trong giai đoạn hiện nay

- *Đối với Chính phủ*

- Chỉ đạo Bộ Tài chính và Ngân hàng nước tập trung phát triển thị trường trái phiếu theo hướng hiện đại, hoàn chỉnh về cấu trúc, vận hành theo các thông lệ quốc tế tốt nhất, có khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế.

- Chỉ đạo Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán nhà nước và các cơ quan có liên quan cần phải tăng tính hấp dẫn của thị trường bằng cách thúc đẩy các NHTM lên niêm yết vì cổ phần của các NHTM luôn giành được sự quan tâm đặc biệt trong danh mục đầu tư của các định chế tài chính nước ngoài.

- Phát triển mạnh các kênh cung cấp vốn cả trong và ngoài nước cho thị trường; mở rộng hệ thống các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức; phát triển đầy đủ các định chế trung gian; đa dạng hoá các dịch vụ cung cấp, ... đảm bảo có đầy đủ các yếu tố cấu thành một thị trường trái phiếu phát triển trong khu vực.

- Kết hợp chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá; hài hoà giữa mục tiêu huy động vốn thông qua thị trường trái phiếu cho tăng trưởng kinh tế, phát triển bền vững thị trường trái phiếu với ổn định kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát, đảm bảo an ninh tài chính quốc gia. Tăng cường quản lý nhà nước, thực hiện có hiệu quả chức năng thanh tra, kiểm tra giám sát việc tuân thủ pháp luật của các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động trên thị trường.

- *Ủy ban Chứng khoán Nhà nước*

- Cải thiện tính minh bạch và củng cố việc thực thi những quy định liên quan đến các giao dịch chứng khoán nhằm bảo vệ tính toàn vẹn và độ tin cậy của TTCK.

- Nâng cấp cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin tại Sở giao dịch chứng khoán và Thị trường giao dịch chứng khoán;

- Phát triển mạnh thị trường giao dịch: hoàn thiện mô hình tổ chức sàn giao dịch chứng khoán nhằm đảm bảo quyền chủ động tổ chức, quản lý và giám sát các hoạt động của các tổ chức này; nghiên cứu triển khai thị trường giao dịch chứng

khoán phái sinh; kết nối giao dịch chứng khoán với các sàn giao dịch chứng khoán trong khu vực và quốc tế. Thu hẹp thị trường tự do: thực hiện quản lý công ty đại chúng theo quy định của Luật doanh nghiệp, Luật Chứng khoán.

- Khuyến khích thành lập các quỹ đầu tư chuyên nghiệp, nâng cao hiểu biết của công chúng về các hình thức đầu tư đa dạng, không hạn chế tỷ lệ nắm giữ chứng khoán niêm yết của các nhà đầu tư nước ngoài (trừ một số lĩnh vực), nâng cao lòng tin của nhà đầu tư đối với TTCK; nâng cao trình độ quản lý công ty, ban hành bộ quy tắc về quản trị công ty

- Phát triển về số lượng, mở rộng phạm vi và nâng cao chất lượng dịch vụ của các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ cũng được tăng cường đồng thời với việc nâng cao chất lượng người hành nghề chứng khoán.

- Duy trì tiêu chuẩn niêm yết nghiêm ngặt để đảm bảo rằng tất cả các công ty niêm yết phải đạt yêu cầu về công bố thông tin phù hợp với những chuẩn mực quốc tế và tăng cường tính an toàn, xử phạt các giao dịch nội gián.

- Tăng cường tính công khai, minh bạch của thị trường; thực hiện giám sát và cưỡng chế thực thi nghiêm ngặt; áp dụng nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ quốc tế đối với các công ty niêm yết, công ty đại chúng. Từng bước mở rộng sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài vào TTCK Việt Nam theo cam kết hội nhập; tạo điều kiện cho các doanh nghiệp Việt Nam, trước mắt là các doanh nghiệp lớn, tham gia vào thị trường vốn quốc tế.

- Để hỗ trợ sức cầu cho TTCK, nghiên cứu cho phép chi nhánh, công ty quản lý quỹ 100% vốn nước ngoài hoạt động sớm hơn ở Việt Nam như cho phép quản lý luồng vốn huy động ở nước ngoài nhằm thu hút và quản lý tốt hơn luồng vốn này.

- *Công ty chứng khoán*

- Nâng cao chất lượng, cải thiện quy mô vốn, mở rộng quy mô nguồn nhân lực của các công ty chứng khoán, đáp ứng nhu cầu thị trường hiện tại cũng như tương lai.

- Nâng cấp và đổi mới hệ thống công nghệ thông tin nhằm tăng cường khả năng tiếp cận thị trường của nhà đầu tư.

- Thực hiện việc quản trị công ty chứng khoán theo thông lệ quốc tế tốt nhất. Nâng cao khả năng giám sát/kiểm soát nội bộ và hiệu quả tác nghiệp của công ty chứng khoán.

3.2.3. Giải pháp tạo sự gắn kết, đồng bộ giữa TTTT và TTCK

TTTT và TTCK là các bộ phận cấu thành TTTC. Chúng là các kênh truyền tải tác động của chính sách tài chính, tiền tệ tới nền kinh tế, có tác dụng như hai bình thông nhau trong sự luân chuyển vốn. Trong trường hợp một trong hai, hoặc cả hai thị trường vận hành không tốt thì sự thông nhau giữa hai thị trường sẽ bị hạn chế, ảnh hưởng tới cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản. Vì vậy, đòi hỏi Nhà nước trong quá trình quản lý, vận hành thị trường tài chính cần tạo ra cơ chế gắn kết chặt chẽ giữa TTTT và TTCK, đảm bảo cả hai bộ phận này hoạt động thông suốt, hiệu quả. Để đạt được mục đích này, Nhà nước cần thực hiện các biện pháp sau:

- Chính phủ phải chỉ đạo Bộ Tài chính, NHNN phối hợp chặt chẽ với các bộ ngành có liên quan trong việc ban hành các văn bản quy phạm pháp luật và thực hiện các giải pháp cụ thể tác động đến TTTT và TTCK đảm bảo được sự gắn kết, đồng bộ trong hoạt động của hai thị trường này.

- Ngân hàng Nhà nước chỉ nên quy định khung quản lý phù hợp với Luật các Tổ chức tín dụng và đưa ra cảnh báo, chứ không nên can thiệp sâu vào nghiệp vụ cụ thể về cho vay cầm cố mua cổ phiếu và hoạt động kinh doanh của các NHTM. Các NHTM cần chủ động đánh giá lại để có biện pháp gia tăng quản lý tín dụng cần thiết, nâng cao khả năng quản trị rủi ro cho mình.

- Chính phủ, Bộ tài chính, UBCKNN cũng cần có những biện pháp cụ thể để giảm thiểu những tác động tiêu cực, tạo sự phát triển ổn định của thị trường chứng khoán. UBCKNN tăng cường các biện pháp thanh tra, giám sát và xử phạt thật nặng, thật nghiêm túc các vi phạm trong giao dịch chứng khoán và các vấn đề có liên quan thực hiện Luật chứng khoán.

- Tạo điều kiện để TTCK phát triển sẽ tạo thêm những công cụ mới, tạo điều kiện cho các NHTM có thể mở rộng khả năng tham gia các nghiệp vụ trên TTTT. Điều này thúc đẩy TTTT phát triển, đồng thời hỗ trợ NHNN thực hiện tốt vai trò điều tiết lưu thông tiền tệ thông qua các công cụ chính sách tiền tệ, nhất là thông

qua công cụ nghiệp vụ thị trường mở. Việc mua bán chứng khoán của NHNN với các NHTM sẽ có tác dụng mở rộng hay thu hẹp khối lượng tiền tệ trong lưu thông, qua đó khối lượng tiền tệ được điều tiết theo mục tiêu đã định, cơ chế truyền tải thông suốt hơn.

- Các cơ quan nhà nước, mà trực tiếp là UBCKNN và NHNN cần phải phối hợp với nhau trong hoạt động quản lý và giám sát các lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán. TTTT và TTCK là những bộ phận cấu thành nên TTTC. Do đó, những biến động trên mỗi bộ phận thị trường thì lại có tác động nhất định tới các bộ phận thị trường còn lại. Ví dụ như, sự điều chỉnh lãi suất ngân hàng lại có tác động tới giá chứng khoán; ngược lại, sự biến động của TTCK cũng có thể tác động đến các hành vi trên TTTT.

Để hạn chế những rủi ro phát sinh do bùng nổ TTCK, các nhà chức trách cần tăng cường các biện pháp duy trì an toàn, đặc biệt là nên chuyển theo hướng tập trung vào quản lý rủi ro liên quan đến TTCK đối với các NHTM. Về nguyên tắc, chỉ những ngân hàng có cơ chế quản lý rủi ro thị trường và rủi ro tín dụng tốt, có cán bộ được đào tạo tốt mới được cấp phép tín dụng để mua chứng khoán hoặc chấp nhận những rủi ro khác liên quan đến TTCK.

- Ở nước ta, TTCK mới được hình thành, chưa đáp ứng được nhu cầu về vốn đầu tư trung và dài hạn của nền kinh tế. Do vậy, gánh nặng về những khoản đầu tư này đè nặng lên hoạt động tín dụng của ngân hàng, nơi thường xuyên nhận tiền gửi ngắn hạn dẫn đến sự bất cập về kỳ hạn thanh toán. Điều này gây dẫn đến sự rủi ro lớn trong thanh toán và sử dụng nguồn vốn kém hiệu quả do phải dự trữ thanh toán lớn. Vì vậy, cần tập trung phát triển TTCK để có thể đáp ứng được yêu cầu đầu tư và phát triển của nền kinh tế.

KẾT LUẬN

Phát triển thị trường tài chính Việt Nam trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế đặt ra yêu cầu phải mở cửa thị trường tài chính, hội nhập với thị trường tài chính toàn cầu. Mở cửa thị trường tài chính trong khi chưa xây dựng được một hệ thống luật pháp, chính sách, và thể chế hoàn thiện có thể làm cho hệ thống tài chính dễ bị tổn thương trước các cú sốc từ bên ngoài, trong trường hợp xấu có thể gây ra khủng hoảng tài chính. Vì vậy, Nhà nước cần phải nỗ lực để hoàn chỉnh khuôn khổ pháp lý và cơ chế quản lý; tổ chức bộ máy điều hành hoạt động, quản lý thị trường để điều chỉnh và tạo điều kiện thúc đẩy thị trường tài chính phát triển một cách ổn định, bền vững. Đề tài nghiên cứu vấn đề: *“Vai trò của Nhà nước trong việc phát triển thị trường tài chính”* nhằm đáp ứng đòi hỏi yêu cầu cấp bách trên.

Để thực hiện mục đích của luận án, tác giả đã đi sâu nghiên cứu và làm rõ những vấn đề sau:

Một là, đã phân tích và khái quát hoá được những vấn đề lý luận cơ bản về TTTC và vai trò của nhà nước đối với sự phát triển của TTTC, trong đó làm rõ chức năng, cấu trúc, cơ chế hoạt động của TTTC, cơ sở khách quan về sự can thiệp của nhà nước nhằm khắc phục những thất bại thị trường để TTTC phát triển mạnh mẽ, ổn định, hiệu quả, cũng như chức năng, nhiệm vụ của các cơ quan quản lý nhà nước đối với TTTC.

Hai là, đã tập trung nghiên cứu kinh nghiệm của các nước Trung Quốc, Nhật Bản và các nước Đông Nam Á trong quản lý, phát triển và hoàn thiện TTTC qua đó rút ra được 6 bài học kinh nghiệm thành công và 4 bài học kinh nghiệm chưa thành công để Việt Nam có thể vận dụng trong chỉ đạo, vận hành, hoàn thiện TTTC Việt Nam trong thời gian tới.

Ba là, đã đánh giá toàn diện thực trạng của TTTC trên cả 2 bộ phận của thị trường là: thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán. Qua sự phân tích đó, luận án đã rút được những thành tựu và những mặt hạn chế của TTTT và TTCK.

Bốn là, đã đánh giá toàn diện vai trò quản lý của nhà nước đối với TTTC Việt Nam trong thời gian qua, trên cả hai phương diện: hệ thống luật pháp và công tác quản lý nhà nước. Từ việc phân tích đó, tác giả đã rút ra được những thành tựu

và những mặt bất cập yếu kém của quản lý Nhà nước trên TTTC và TTCK cũng những nguyên nhân của những bất cập đó. Những kết luận này sẽ là cơ sở quan trọng để đề ra những giải pháp ở chương 3.

Năm là, Luận án đã đưa ra quan điểm, phương hướng trong phát triển đồng bộ, vững chắc TTTC ở Việt Nam đến năm 2020. Đồng thời, nêu lên những cơ hội và thách thức đối với sự phát triển của TTTC Việt Nam cùng với sự phát triển và hội nhập quốc tế của nền kinh tế Việt Nam.

Sáu là, trên cơ sở các quan điểm, định hướng đã nêu, nhằm tăng cường vai trò của nhà nước trong việc phát triển TTTC và TTCK Việt Nam trong giai đoạn hiện nay, Luận án đã tập trung đề xuất, kiến nghị 3 nhóm giải pháp cơ bản trong việc thiết lập và hoàn thiện môi trường thể chế, bảo đảm sự vận hành của TTTC và TTCK trên cơ sở các quan hệ thị trường thực sự, đồng thời tăng cường công tác giám sát của Nhà nước đối với hoạt động của TTTC và TTCK. Trong 3 nhóm giải pháp lớn nói trên, có 9 giải pháp nhằm phát triển thị trường tiền tệ; 4 giải pháp nhằm phát triển thị trường chứng khoán; và 1 giải pháp nhằm kết nối, phát triển đồng bộ, đảm bảo sự vận hành thông suốt giữa hai bộ phận thị trường là thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán. Ngoài ra, Luận án còn kiến nghị một số giải pháp có tính hỗ trợ thực hiện các giải pháp cơ bản trên, nhằm phát triển TTTC một cách ổn định, vững chắc.

Tác giả Luận án hy vọng rằng với những nội dung và những vấn đề được nghiên cứu, phân tích trong Luận án sẽ góp phần hoàn thiện hơn lý luận về vai trò quản lý nhà nước đối với TTTC và tạo cơ sở khoa học cho việc hoạch định chính sách quản lý của Nhà nước nhằm từng bước thiết lập và vận hành thị trường theo đúng quy luật của nó và khai thác tính ưu việt của TTTC để phục vụ sự nghiệp công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước.

Mặc dù có nhiều cố gắng nhưng Luận án chắc vẫn còn nhiều thiếu sót. Rất mong được nhận được sự góp ý của các thầy cô và đồng nghiệp.

**CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI NGHIÊN
CỨU ĐÃ ĐƯỢC CÔNG BỐ**

1. Bùi Văn Thạch (2006), “Sự biến động của Đôla Mỹ - Những ảnh hưởng có thể tới nền kinh tế Việt Nam”, *Thời báo kinh tế Việt Nam*, (6/10), tr.11.
2. Bùi Văn Thạch & Nguyễn Thị Lan (2008), “Điều hành chính sách tiền tệ trong điều kiện tự do hóa tài chính - những vấn đề cần lưu ý”, *Kỷ yếu hội nghị khoa học, Đại học ngoại Thương*, (12/2008), tr.47-59.
3. Bùi Văn Thạch & Nguyễn Thị Lan (2009), “Các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam - thực trạng và giải pháp”, *Kinh tế châu Á - Thái Bình Dương*, (1), tr.60-61.
3. Bùi Văn Thạch & Nguyễn Thị Lan (2009), “Các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam - thực trạng và giải pháp”, *Kinh tế châu Á - Thái Bình Dương*, (2), tr.33-35.
4. Bùi Văn Thạch (2009), “Sự can thiệp của Nhà nước vào thị trường chứng khoán- Từ lý luận đến thực tiễn ở Việt Nam”, *Khoa học xã hội*, (9), tr.20-35.
5. Bùi Văn Thạch (2010), “Thị trường chứng khoán Việt Nam - Cần sự can thiệp mạnh của Nhà nước”, *Thuế Nhà nước*, (3), tr.6-8.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng việt

1. Tạ Thanh Bình (2007), “Quan niệm về pháp luật điều chỉnh hoạt động của TTCK ở một số nước trên thế giới và những gợi mở cho Việt Nam”, *Nhà nước và pháp luật*, (7).
2. Tạ Thanh Bình (2007), “Vai trò tự quản trong quản lý thị trường chứng khoán” *Chứng khoán Việt Nam*, (3).
3. Ban hợp tác quốc tế - UBCK (2006), “30 nguyên tắc quản lý thị trường chứng khoán của IOSCO”, *Chứng khoán Việt Nam*, (11).
4. Ban phát triển thị trường - UBCK (2007), “Giải pháp phát triển bền vững thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Chứng khoán Việt Nam*, (7).
5. Ban pháp chế - UBCK (2007), “Xây dựng khuôn khổ pháp lý cho TTCK Việt Nam”, *Chứng khoán Việt Nam*, (7).
6. Thái Bá Cẩn (chủ biên), Lê Xuân Hiếu, Trần Nguyên Nam (2005), *TTCK Việt Nam - 5 năm hình thành và phát triển*, NXB Tài chính, Hà Nội.
7. Trần Thị Minh Châu (2003), *Thị trường chứng khoán và những điều kiện kinh tế xã hội hình thành và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
8. Nguyễn Lê Cường (2006), “Nhìn lại 6 năm phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Nghiên cứu Tài chính- Kế toán*, (11)
9. Hoàng Chương (2006), “Nhìn nhận những vấn đề phát sinh từ đấu giá cổ phần-Một số đề xuất cho các doanh nghiệp và nhà đầu tư”, *Chứng khoán Việt Nam*, (4).
10. Dương Đăng Chinh (2003), *Giáo trình lý thuyết tài chính*, NXB Tài chính, Hà Nội.
11. Nguyễn Đình Cung (2005), “Luật Doanh nghiệp thống nhất - kiểm soát giao dịch giữa các bên liên quan tiếng công ty cổ phần”, *Chứng khoán Việt Nam*, (1+2).
12. Công ty chứng khoán Kim Long (2008), *Thị trường chứng khoán một năm nhìn lại*, Tài liệu hội thảo, Hà nội.

13. Lê Vinh Danh (2005), *Chính sách tiền tệ và sự điều hành của Ngân hàng Trung ương*, NXB Tài chính, Hà Nội.
14. Lê Vinh Danh (1996), *Tiền và hoạt động ngân hàng*, NXB Chính trị Quốc gia, Hà Nội.
15. Nguyễn Văn Định (2004), *Giải pháp phát triển thị trường bảo hiểm ở Việt Nam*, Đề tài khoa học cấp Bộ, Hà nội.
16. Vũ Xuân Dũng (2007), *Một số giải pháp nâng cao vai trò QLNN đối với thị trường chứng khoán tập trung ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Đại học Thương mại, Hà nội.
17. Trần Trọng Độ (2004), *Thị trường mở từ lý luận đến thực tiễn* - NXB Công an nhân dân, Hà Nội.
18. Nguyễn Minh Đức (2006), *Thị trường chứng khoán trong nền kinh tế chuyển đổi*, NXB Tài chính, Hà Nội.
19. Đảng Cộng sản Việt Nam (2006), *Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ X*. NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội .
20. FREDERIC S.MISHKIN (2001), *Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính* - NXB Khoa học và Kỹ thuật, Hà Nội.
21. Khánh Hạ (2006), “Tăng cường quản lý thị trường giao dịch phi chính thức”, *Chứng khoán Việt Nam*, (4).
22. La Hằng (2007), “Thực trạng và giải pháp nâng các hoạt động đấu thầu trái phiếu Chính phủ”, *Chứng khoán Việt Nam*, (10).
23. Nguyễn Thị Thu Hiền (2007), “Hoạt động quản lý thị trường chứng khoán của một số quốc gia và bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam”, *Chứng khoán Việt Nam*, (4).
24. Nguyễn Đình Hương (2005), *Phát triển đồng bộ các loại thị trường trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa*, Đề tài khoa học cấp Nhà nước, Hà nội.
25. Đặng Thái Hùng và Nguyễn Thị Mùi (2003), *Giải pháp phát triển dịch vụ tài chính - kế toán trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế*, Đề tài Khoa học cấp Bộ, Hà nội.
26. JOSEPH E. STIGLITZ (1995), *Kinh tế học công cộng*, NXB Khoa học và Kỹ thuật, Hà Nội.

27. Hoàng Kim (2001), *Tiền tệ, ngân hàng, thị trường tài chính*, NXB Tài chính, Hà Nội.
28. Vân Linh (2006), “Trung tâm lưu ký chứng khoán - một bước tiên quan trọng trong tiến trình hoàn thiện cấu trúc hạ tầng của thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Chứng khoán Việt Nam*, (5).
29. Vũ Thị Kim Liên (2005), “Đâu là chức năng chính của UBCKNN - Kinh nghiệm quốc tế và thực tiễn ở Việt Nam”, *Chứng khoán Việt Nam*, (1 + 2).
30. Nguyễn Thị Mùi (2005), *Lý Thuyết tiền tệ và ngân hàng*, NXB Thống kê, Hà Nội.
31. Lê Đức Lữ (2001), *Giải pháp phát triển đồng bộ thị trường tài chính ở Việt Nam hiện nay*, Đề tài khoa học cấp Bộ, Hà nội.
32. Nguyễn Hạnh Nam (1998), *Quản lý Nhà nước đối với thị trường chứng khoán ở các nước mới nổi, bài học áp dụng đối với việc xây dựng thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án Thạc sĩ kinh tế, Đại học Ngoại Thương, Hà nội.
33. Lê Hoàng Nga (2004), *Thị trường tiền tệ Việt Nam trong quá trình hội nhập*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
34. Đặng Thị Nhàn (2005), *Phát triển và hoàn thiện thị trường tài chính Việt Nam trong xu thế hội nhập thị trường tài chính quốc tế*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Đại học Ngoại Thương, Hà nội.
35. Ngân hàng Nhà nước, *Các báo cáo thường niên năm 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 và 9 tháng đầu năm 2009*.
36. Ngân hàng Thế giới (2001), *Tài chính cho tăng trưởng lựa chọn chính sách trong một thế giới đầy biến động*, NXB Văn hóa - Thông tin, Hà Nội.
37. Nguyễn Trọng Nghĩa (2004), *Thực trạng và giải pháp hoàn thiện hệ thống pháp luật cho sự phát triển của thị trường tài chính và dịch vụ tài chính*, Đề tài Khoa học cấp Bộ, Hà nội.
38. Tào Hữu Phùng (2004), *An ninh tài chính quốc gia lý luận - cảnh báo - đối sách*, NXB Tài chính, Hà Nội.
39. Nguyễn Văn Phụng (2007), “Quản lý, giám sát và thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển lành mạnh và đúng hướng”, *Tài chính* (5).
40. Hoàng Xuân Quế (2007), “Sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam - Thực trạng và giải pháp”, *Thương mại*, (27).

41. Lương Xuân Quỳ (2006), *Quản lý Nhà nước trong nền kinh tế thị trường định hướng XHCN ở Việt Nam*, NXB Lý luận Chính trị, Hà Nội.
42. Quốc hội (1998), *Luật tổ chức tín dụng*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
43. Quốc hội (2005), *Luật Doanh nghiệp 2005*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
44. Quốc hội (2005), *Luật Đầu tư*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
45. Quốc hội(2007), *Luật Chứng khoán*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
46. Samuelson, Phau A. và Wiliam D.Nordhaus (2004), *Kinh tế học*. NXB Thống kê, Hà Nội.
47. Nguyễn Sơn, Nguyễn Quốc Việt (2000), *Thị trường chứng khoán Việt Nam - mô hình và bước đi*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
48. SBV(2007), “Cho vay để đầu tư kinh doanh chứng khoán, thực trạng và giải pháp phòng ngừa rủi ro”, *Thị trường tài chính tiền tệ* (14).
49. Nguyễn Hữu Tài (2007), *Giáo trình Lý thuyết tài chính - tiền tệ*, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
50. Lê Văn Tề, Trần Đắc Sinh, Nguyễn Văn Hà (2005), *Thị trường chứng khoán tại Việt Nam*, NXB Thống kê, Tp. Hồ Chí Minh.
51. Võ Trí Thành (2004), *Thị trường tài chính Việt Nam - Thực trạng, vấn đề và giải pháp chính sách*, NXB Tài chính, Hà Nội.
52. Nguyễn Hải Thập (2004), “Một số vấn đề về quản lý và quản lý thị trường chứng khoán”, *Kinh tế đối ngoại*, (8).
53. Nguyễn Hải Thập (2005), *Quá trình hình thành và quản lý thị trường chứng khoán ở một số nước và bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Đại học Ngoại Thương, Hà nội.
54. Hồng Thắng (2007), “Nghị định quy định chi tiết một số điều của Luật Chứng khoán - Tạo khung pháp lý đồng bộ thực thi Luật Chứng khoán”, *Chứng khoán Việt Nam*, (1 + 2).
55. Phạm Thị Giang Thu (2004), *Một số vấn đề về pháp luật chứng khoán và thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
56. Lê Thị Thu Thủy và Nguyễn Anh Sơn (2004), *Pháp luật về tổ chức và hoạt động của TTGDCK ở Việt Nam*, NXB Tư pháp, Hà Nội.

57. Lê Văn Tư (2004), *Tiền tệ, ngân hàng, thị trường tài chính*. NXB Tài chính Hà Nội.
58. Đinh Văn Tiến (2007), “Một số vấn đề về quản lý Nhà nước đối với thị trường chứng khoán”, *Quản lý Nhà nước*, (137).
59. Trần Đình Toàn (2005), *Hoàn thiện hệ thống tài chính nhằm góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam giai đoạn 2006-2010*, Luận án tiến sỹ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân, Hà nội.
60. Đinh Xuân Trình và Nguyễn Thị Quy (1998), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, NXB Giáo dục, Hà Nội.
61. Trần Đình Ty và TS Nguyễn Văn Cường (2008), *Quản lý nhà nước đối với tiền tệ, tín dụng một số vấn đề lý luận và thực tiễn*, NXB chính trị quốc gia, Hà Nội.
62. Đoàn Phương Thảo (2009), “Một số đặc điểm cơ bản của nghiệp vụ thị trường mở và phân tích trường hợp của Việt Nam”, *Ngân hàng*, (9).
63. UBCKNN (2007), “Chương trình hành động của UBCKNN để phát triển TTCK năm 2007”, *Chứng khoán Việt Nam*, (4).
64. Phạm Văn Vận và Ths Vũ Vương (2006), *Giáo trình kinh tế công cộng*, NXB Thống kê, Hà Nội.
65. Viện nghiên cứu và phổ biến tri thức bách khoa (1998), *Đại từ điển kinh tế thị trường*, của Trung Quốc, bản dịch tiếng Việt.
66. Viện Kinh tế Việt Nam (2006), *Nghiên cứu kinh tế*, (337).

Tiếng Anh

67. Arestis P.,and Demeteriades (1966), “Finance and Growth: Institutional Considerations and Causality”, *UEL, Department of Economics Working Paper*, (May)
68. Baldacci E., Hillman A.L., Kojó C. (2003), “Growth, Governance, and Fiscal Policy Transmission Channels in Low – Income Countries”, *IMF Working Paper*, Wp/03/237
69. Brownbridge M., Kirkpatrick C. (1999), “Financial sector regulation: The lessons of the Asian crisis”, *Institute for Development policy and Management University of Manchester UK, Working paper series, Paper No.2*, (February)

70. Dollar David (2002), "Reform, Growth and Poverty in Vietnam", *Development Research Group*, WB.
71. Fabozzi F. Miglianni F. Ferri M. (1994), *Foundations of Financial Market and Institutions*, Prentice Hall Inc.
72. Fry Maxwell (1998), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press.
73. Kovsted J. et al. (2003), "Financial sector reform in Vietnam, Selected issues and problems" *Discussion paper 0301 2003 Hanoi, Vietnam CIEM and NIAS*.
74. Saint-Paul Gilles, (1992) "Technological choice, financial markets and economic development", *European Economic Review*, 36(4), pp. 763-781.
75. WB (2000), *Country Economic Review: Socialist Republic of Vietnam*, WB.
76. WB (2002), *Vietnam banking sector review*, WB.
77. WB (2002), *Vietnam Development Report 2002*, WB.
78. WB (2003), *Vietnam development report 2003*, WB.

Các trang Website

79. <http://dddn.com.vn/20080808043340427cat133/>
80. <http://www.toquoc.gov.vn/Thongtin/>
81. <http://www.sbv.gov.vn>
82. <http://www.sacombank.com.vn>
83. <http://vneconomy.vn/2008122902048175P0C6/10-diem-noi-bat-tren-thi-truong-ngan-hang-nam-2008.htm>
84. <http://www.ssc.gov.vn/portal/page/portal/ubck/ktck>
85. <http://www.sbv.gov.vn/vn/home/tintapchi.jsp?tin=657>
86. <http://www.diendankinhhte.info/forum/index.php?showtopic=6906>