HƯỚNG DẪN ĐỌC TOÀN VĂN BÁO CÁO KQNC

☺ BẠN MUỐN ĐỌC NHANH
NHỮNG THÔNG TIN CẦN THIẾT ?

☞ **Hãy đọc qua Mục lục bên tay trái bạn trước khi đọc báo cáo** *(với Acrobat 4.0 trở lên, cho trỏ chuột vào mỗi đề mục để đọc toàn bộ dòng bị che khuất)*

☞ **Chọn đề mục muốn đọc và nháy chuột vào đó**

☺ BẠN MUỐN PHÓNG TO HAY THU NHỎ
TRANG BÁO CÁO TRÊN MÀN HÌNH ?

☞ Chọn, nháy chuột vào 1 trong 3 kích thước có sẵn trên thanh Menu

, *hoặc*

☞ Mở View trên thanh Menu, Chọn Zoom to

☞ Chọn tỷ lệ có sẵn trong hộp kích thước hoặc tự điền tỷ lệ theo ý muốn, Nhấn OK

Chúc bạn hài lòng
với những thông tin được cung cấp

Bộ phận quản trị CSDL toàn văn KQNC
P.508, 24 Lý Thường Kiệt, Hà Nội
Tel.(04)-9-349-126

UỶ BAN CHỨNG KHOÁN NHÀ NƯỚC

ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU KHOA HỌC CẤP BỘ

CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN SƠ CẤP Ở VIỆT NAM

Mã số: CK - 05 - 99

Chủ nhiệm đề tài: **Thạc sỹ Vũ Thị Kim Liên**

Vụ trưởng Vụ Quản lý phát hành-UBCKNN.

Hà nội - năm 1999

3809 B

19/6/01

LỜI MỞ ĐẦU

Để có thể đạt được mục tiêu đề ra trong chiến lược ổn định và phát triển kinh tế xã hội của Việt Nam đến năm 2020 là phấn đấu đưa nước ta về cơ bản trở thành một nước có cơ sở vật chất kỹ thuật hiện đại, đảm bảo tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm bình quân ở mức 9-10% và thực hiện thành công sự nghiệp công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước, thì vốn là nhân tố được đặt lên hàng đầu. Theo ước tính của một số chuyên gia kinh tế, thì trong giai đoạn 1996-2000, Việt Nam cần khoảng từ 41- 42 tỷ USD vốn đầu tư và từ năm 2001-2020 là khoảng 500-550 tỷ USD. Vậy làm thế nào để có thể huy động được một khối lượng vốn khổng lồ đến như vậy?

Như chúng ta đều biết, vốn có thể được huy động thông qua các kênh: tín dụng ngân hàng, thị trường chứng khoán, đầu tư trực tiếp của nước ngoài (FDI) và viện trợ phát triển chính thức (ODA). Trong điều kiện hiện tại, khi nguồn vốn FDI và ODA đang có chiều hướng giảm sút nghiêm trọng do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ trong khu vực và trên toàn thế giới; nguồn vốn tín dụng ngân hàng chủ yếu là vốn ngắn hạn, thì việc xây dựng một thị trường chứng khoán để tạo lập một kênh huy động và phân bổ vốn trung và dài hạn mới cho nền kinh tế đã trở thành một đòi hỏi hết sức cấp bách. Chính điều này cũng đã được khẳng định trong Văn kiện đại hội lần thứ VIII của Đảng: "... Phát triển thị trường vốn, thu hút các nguồn vốn trung và dài hạn qua ngân hàng và các công ty tài chính để đáp ứng nhu cầu cho vay đầu tư phát triển, chuẩn bị các điều kiện cần thiết để từng bước xây dựng thị trường chứng khoán phù hợp với điều kiện Việt Nam và định hướng phát triển kinh tế xã hội của đất nước ...".

Cho đến thời điểm hiện tại, công tác chuẩn bị cho sự ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam (mà cụ thể là Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh) đã đạt được những kết quả bước đầu rất đáng khích lệ. Sự ra đời của cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán - Uỷ ban Chứng khoán Nhà nước, cùng với một hệ thống các văn bản pháp lý về chứng khoán và thị trường chứng khoán như Nghị định 48/CP về chứng khoán và thị trường chứng khoán và các Qui chế, Thông tư hướng dẫn kèm theo đã cơ bản đảm bảo cho việc thiết lập và vận hành thị trường chứng

khoán Việt Nam theo mô hình có trình độ công nghệ tiên tiến, với qui mô phù hợp đã được Chính phủ phê duyệt. Tuy nhiên, nói như vậy không có nghĩa là công tác chuẩn bị cho sự ra đời của thị trường chứng khoán không gặp phải những khó khăn. Khó khăn lớn nhất đó chính là sự kém phát triển của thị trường chứng khoán sơ cấp, dẫn đến sự thiếu hụt hàng hoá có chất lượng cho sự ra đời và phát triển của thị trường thứ cấp (Trung tâm giao dịch chứng khoán). Ngược lại, sự thiếu vắng một thị trường thứ cấp có tổ chức lại là một yếu tố khiến cho thị trường sơ cấp kém phát triển. Mặc dù, hiện nay, trên thị trường sơ cấp đã xuất hiện một số loại chứng khoán như: trái phiếu Chính phủ, trái phiếu ngân hàng, trái phiếu của một số Tổng công ty lớn, cổ phiếu của các công ty cổ phần và cổ phiếu của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá, nhưng do sự chồng chéo, không thống nhất trong các văn bản pháp lý điều chỉnh việc phát hành nên phần lớn các chứng khoán này đều được phát hành theo phương thức phát hành riêng lẻ với số lượng hạn chế, hoặc phát hành rộng rãi ra công chúng nhưng không có công bố thông tin, các trái phiếu hầu hết đều có thời hạn ngắn (dài nhất mới là 5 năm, còn chủ yếu là 2 năm). Do vậy, những trái phiếu, cổ phiếu này chưa thể đáp ứng được các tiêu chuẩn kỹ thuật để đưa ra niêm yết trên thị trường thứ cấp khi Trung tâm giao dịch chứng khoán ra đời.

Chính vì lẽ đó, để có thể xây dựng thành công một thị trường chứng khoán ở Việt Nam nhằm góp phần tăng cường huy động mọi nguồn vốn tiềm tàng trong nước cũng như quốc tế cho đầu tư phát triển, thì đồng thời với việc mở ra một Trung tâm giao dịch chứng khoán tập trung, cũng cần phải đặc biệt chú trọng đến việc xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán sơ cấp. Có như vậy mới đảm bảo được những chứng khoán phát hành là những chứng khoán đủ tiêu chuẩn, có thể được mua đi bán lại trong các điều kiện công bằng, bảo vệ được quyền lợi chính đáng cuả các nhà đầu tư, đồng thời cũng chính là góp phần tạo ra những hàng hoá có chất lượng trên thị trường thứ cấp sau này.

Nhận thức được tầm quan trọng đặc biệt của thị trường chứng khoán sơ cấp đối với sự hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán, chúng tôi đã lựa chọn đề tài "Cơ sở lý luận và thực tiễn phát triển thị trường chứng khoán sơ cấp ở Việt Nam" để nghiên cứu cơ sở lý luận, thực tiễn đất nước và kinh nghiệm quốc tế về thị trường chứng khoán sơ cấp để từ đó hy vọng tìm ra được

một số chính sách và giải pháp trước mắt cũng như lâu dài nhằm phát triển thị trường chứng khoán sơ cấp ở Việt Nam, góp phần tạo điều kiện đẩy nhanh quá trình ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán.

Ngoài phần mở đầu và kết luận, đề tài được chia ra làm 3 chương với nội dung chính như sau:

Chương 1: Cơ sơ lý luận về thị trường sơ cấp

Chương 2: Thực trạng về thị trường sơ cấp của Việt Nam

Chương 3: Chính sách và giải pháp phát triển thị trường chứng khoán sơ cấp ở Việt Nam

Do thời gian nghiên cứu có hạn, nên chắc chắn nội dung bài viết không thể tránh khỏi những thiếu sót. Chúng tôi rất mong nhận được sự góp ý của các đồng nghiệp trong ngành cũng như những người có quan tâm để đề tài được hoàn thiện hơn.

Hà nội, tháng 12/99

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

Nói đến thị trường chứng khoán, người ta thường nghĩ ngay đến thị trường thứ cấp - Sở giao dịch chứng khoán, mà rất ít khi đả động đến thị trường sơ cấp. Tuy nhiên, trên thực tế, thị trường sơ cấp lại là một bộ phận không thể tách rời của thị trường chứng khoán. Hơn thế nữa, nó là tiền đề cho sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán. Chính vì vậy, để phát triển thị trường chứng khoán, công việc đầu tiên và vô cùng quan trọng đó là phát triển thị trường sơ cấp.

I. KHÁI NIỆM THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

Khác với thị trường thứ cấp là nơi các chứng khoán được mua đi bán lại, thì *thị trường sơ cấp là thị trường mua bán lần đầu các chứng khoán mới phát hành.*

Thị trường sơ cấp còn có tên gọi là thị trường cấp một hay thị trường phát hành.

Điểm khác biệt dễ nhận thấy nhất giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp đó là: ở thị trường sơ cấp, thì tổ chức phát hành thu được tiền từ đợt phát hành còn ở thị trường thứ cấp thì không.

II. VAI TRÒ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN SƠ CẤP VÀ MỐI QUAN HỆ VỚI THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP

1. Vai trò của thị trường chứng khoán sơ cấp

Xét trong mối quan hệ tương quan với các bộ phận của thị trường tài chính, bao gồm thị trường tiền tệ, thị trường vốn và thị trường hối đoái, thì thị trường chứng khoán đóng một vai trò hết sức quan trọng bởi lẽ nó là một bộ phận cơ bản của thị trường vốn dài hạn. Với 2 bộ phận cấu thành là thị trường chứng khoán sơ cấp và thị trường chứng khoán thứ cấp, thị trường chứng khoán trở thành một kênh chủ yếu huy động các nguồn vốn trung và dài hạn cho Chính phủ và các doanh nghiệp. Do vậy, sự tạo lập và phát triển thị trường chứng khoán nói chung và thị trường chứng khoán sơ cấp nói riêng có ý nghĩa rất quan trọng đối với sự phát triển của thị trường tài chính cũng như đối với sự nghiệp phát triển kinh tế của các nước có nền kinh tế thị trường. Nếu không có

thị trường chứng khoán, thị trường tài chính không thể hoàn chỉnh và phát triển để cấu thành nên nền kinh tế thị trường theo đúng nghĩa của nó. Chính vì thế, ở hầu hết các nước có nền kinh tế thị trường phát triển đều tồn tại một thị trường chứng khoán sơ cấp với các vai trò chủ yếu sau:

1.1. Đối với nền kinh tế quốc dân

Do khả năng có thể cho phép các chủ thể kinh tế tự do và trực tiếp gọi vốn tiết kiệm của công chúng để đầu tư phát triển, thị trường sơ cấp trở thành công cụ tự do hoá nền kinh tế. Nó tạo điều kiện cung cấp cho nền kinh tế nguồn vốn có thời hạn sử dụng đáp ứng với thời gian cần thiết của khoản đầu tư, đồng thời định hướng đúng nguồn vốn sẵn có với giá rẻ vào nhu cầu sử dụng cần thiết cho nền kinh tế, nhờ vậy góp phần điều hoà, phân phối nguồn vốn trong nền kinh tế, giảm sức ép đối với hệ thống ngân hàng.

1.2. Đối với chính phủ

Do thu hút được nguồn vốn khổng lồ của toàn nền kinh tế và nguồn vốn từ nước ngoài qua việc phát hành trái phiếu, thị trường sơ cấp giúp chính phủ giải quyết được các vấn đề thiếu hụt ngân sách, có thêm vốn để thực hiện các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng mà không phải phát hành thêm tiền tạo ra sức ép về lạm phát. Chính vì lẽ đó, ngày nay, ở hầu hết các quốc gia, việc Chính phủ phát hành trái phiếu qua thị trường sơ cấp để vay tiền của dân là hoạt động diễn ra rất thường xuyên, theo một kế hoạch xác định nằm trong kế hoạch tổng thể của chiến lược huy động vốn của quốc gia. Nếu trái phiếu phát hành là trái phiếu kho bạc thì vốn huy động sẽ được hoà chung vào nguồn thu thuế để phục vụ cho các chi tiêu thường xuyên của Chính phủ. Nếu trái phiếu phát hành là trái phiếu công trình, thì nguồn thu sẽ được sử dụng để phục chính các công trình đó.

1.3. Đối với các doanh nghiệp

Khi chưa có thị trường sơ cấp, các doanh nghiệp đều lệ thuộc vào ngân hàng để có nguồn vốn hoạt động. Ngày nay, sự ra đời của thị trường sơ cấp đã tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tiếp cận với một kênh huy động vốn mới linh hoạt và có hiệu quả hơn. Khi một doanh nghiệp có nhu cầu về vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh thì doanh nghiệp đó có thể phát hành trái phiếu trên thị trường sơ cấp để huy động vốn. Khi muốn tăng nguồn vốn tự có, các doanh nghiệp có thể phát hành cổ phiếu ra thị trường. Đây là những nguồn vốn được

đảm bảo và có khả năng sử dụng lâu dài. Các doanh nghiệp không phải quá lo lắng về thời gian hoàn trả như khi đi vay vốn ngân hàng bởi vì khác với các khoản vay vốn ngân hàng là những khoản vay ngắn hạn thì các khoản huy động trên thị trường sơ cấp đều là những khoản huy động dài hạn (thường là từ 5 năm trở lên).

Ngược lại, khi các doanh nghiệp có vốn nhưng chưa có cơ hội sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp có thể mua chứng khoán như là một tài sản kinh doanh và các chứng khoán đó sẽ được chuyển đổi thành tiền mặt khi cần thiết thông qua thị trường thứ cấp.

1.4. Đối với công chúng đầu tư

Thị trường sơ cấp có chức năng chuyển tiết kiệm thành đầu tư, một mặt huy động nguồn vốn nhàn rỗi tài trợ cho nền kinh tế, mặt khác giúp cho những người có tiền tiết kiệm không có khả năng tiến hành hoạt động sản xuất kinh doanh có thể thực hiện đầu tư trên thị trường chứng khoán để cho khoản tiền đó sinh sôi, nảy nở. Do đó, với những công cụ đầu tư đa dạng phong phú mới của mình, thị trường sơ cấp đã góp phần nâng cao mức sống của các tầng lớp dân cư và của toàn xã hội nói chung.

2. Mối quan hệ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp

Như đã đề cập ở trên, thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp là 2 bộ phận hợp thành của thị trường chứng khoán. Tuy có những điểm khác nhau cơ bản về nội dung và mục đích hoạt động, nhưng giữa hai thị trường này lại có mối quan hệ vô cùng khăng khít, trong đó thị trường sơ cấp là cơ sở, tiền đề và thị trường thứ cấp là động lực. Nếu không có thị trường sơ cấp, chứng khoán không được phát hành thì không thể ra đời thị trường thứ cấp. Ngược lại, nếu không có thị trường thứ cấp, tức là chứng khoán không được dễ dàng mua đi bán lại, hay nói cách khác là không có tính thanh khoản của chứng khoán thì thị trường sơ cấp không thể phát triển được. Chính vì thế, nếu không có thị trường thứ cấp hoặc nếu thị trường thứ cấp không phát triển thì sẽ hạn chế đến việc phát hành của thị trường sơ cấp và ngược lại. Tình hình nước ta hiện nay (sẽ đề cập ở chương II) sẽ minh hoạ rất rõ cho luận điểm này.

Sự phân biệt về mặt lý thuyết giữa 2 loại hình thị trường có ý nghĩa rất quan trọng trong công tác quản lý thị trường chứng khoán. Trong quá trình quản lý, vai trò của thị trường thứ nhất cần được coi trọng, vì đây là hoạt động

nhằm tạo ra hàng hoá có chất lượng cho thị trường thứ cấp; trong khi đó cần giám sát chặt chẽ đối với hoạt động của thị trường thứ hai nhằm hạn chế tác hại của hoạt động đầu cơ, lũng đoạn thị trường. Trên thực tế, hoạt động của thị trường chứng khoán song song tồn tại giao dịch của cả hai loại thị trường nói trên.

III. HÀNG HOÁ TRÊN THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

Để có thể vận hành được một thị trường, thì hàng hoá đóng một vai trò vô cùng quan trọng. Đối với thị trường chứng khoán cũng vậy. Chất lượng hàng hoá của thị trường chứng khoán sơ cấp là yếu tố quyết định đối với sự tồn tại và phát triển của thị trường. Tuy nhiên, không giống với các thị trường hàng hoá thông thường khác, hàng hoá trên thị trường chứng khoán sơ cấp là loại hàng hoá đặc biệt. Đó là chứng khoán.

1. Khái niệm về chứng khoán

Có rất nhiều định nghĩa khác nhau về chứng khoán, nhưng tựu trung lại chứng khoán có thể được hiểu như sau:

Chứng khoán là bằng chứng xác nhận quyền sở hữu hay quyền chủ nợ hợp pháp có thể chuyển nhượng được của người sở hữu chứng khoán đối với vốn, tài sản và các lợi ích khác của người phát hành.

Với sự phát triển ngày càng cao của công nghệ chứng khoán, ngày nay khái niệm về chứng khoán đã có sự thay đổi. Nó không chỉ là một chứng từ hiện vật dưới hình thức giấy tờ mà còn có thể được thể hiện trên hệ thống điện tử.

Như vậy, chứng khoán là loại hàng hoá đặc trưng, tách rời với giá trị thực của chúng là giá trị tài sản của các tổ chức phát hành. Do đó, Các Mác gọi chứng khoán là tư bản giả.

2. Phân loại hàng hoá trên thị trường sơ cấp

Theo cách hiểu về chứng khoán như định nghĩa ở trên, thì hàng hoá trên thị trường sơ cấp gồm có: cổ phiếu, trái phiếu và các công cụ phái sinh.

2.1. Cổ phiếu

Cổ phiếu là loại hàng hoá thông dụng nhất trên thị trường sơ cấp. Nó là một chứng từ do công ty cổ phần phát hành, xác nhận quyền sở hữu hợp pháp

của người nắm giữ cổ phiếu đối với tài sản của tổ chức phát hành tương ứng với phần vốn góp.

Trong quá trình đầu tư, do nhu cầu của các nhà đầu tư vô cùng đa dạng, có những nhà đầu tư ưa mạo hiểm muốn thu lợi nhuận cao cho dù có phải chịu rủi ro cao, có những nhà đầu tư lại muốn có thu nhập ổn định, rủi ro thấp nên cổ phiếu phát hành cũng chia ra làm nhiều loại khác nhau nhằm đáp ứng được các yêu cầu đó.

2.1.1. Cổ phiếu thường (hay còn gọi là cổ phiếu phổ thông)

Cổ phiếu thường là loại cổ phiếu thông dụng nhất của công ty cổ phần. Mỗi cổ phiếu thường thể hiện quyền sở hữu của cổ đông đối với tài sản công ty. Số lượng cổ phiếu mà cổ đông nắm càng nhiều, quyền lợi sở hữu của anh ta đối với tài sản của công ty càng lớn.

Cổ phiếu thường có thể có mệnh giá hoặc không có mệnh giá.

Đặc điểm cổ phiếu thường:

- Người nắm giữ cổ phiếu thường (cổ đông) có quyền tham dự đại hội cổ đông, được quyền bầu cử và ứng cử vào bộ máy quản lý, kiểm soát của công ty.

- Cổ đông có quyền bỏ phiếu cho các vấn đề ảnh hưởng đến toàn bộ công ty.

- Cổ đông có quyền kiểm tra các sổ sách của công ty.

- Cổ đông có quyền được hưởng cổ tức khi công ty làm ăn có hiệu quả.

- Cổ đông có quyền được chia số tiền do thanh lý, giải thể công ty sau khi đã thanh toán hết cho các chủ nợ và những người được hưởng quyền ưu đãi khác..

2.1.2. Cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu ưu đãi cũng thể hiện quyền lợi sở hữu trong một công ty. Tuy nhiên, nó được gọi là cổ phiếu ưu đãi vì những cổ đông nắm giữ loại cổ phiếu này được hưởng một số ưu đãi hơn so với những cổ đông thường, chẳng hạn về cổ tức hoặc quyền biểu quyết. Ngoài ra, trong trường hợp công ty giải thể, phá sản thì việc thanh toán giá trị cổ phiếu ưu đãi được ưu tiên trước khi thanh toán cổ phiếu thường.

Cổ phiếu ưu đãi có thể có mệnh giá hoặc không có mệnh giá. Một cổ phiếu ưu đãi có mệnh giá thì cổ tức có thể được chia theo giá trị tuyệt đối bằng tiền hoặc theo tỉ lệ phần trăm dựa vào mệnh giá đó. Một cổ phiếu ưu đãi không có mệnh giá thì cổ tức được công bố đơn giản bởi một con số trên mỗi cổ phiếu do công ty phát hành ấn định.

Các loại cổ phiếu ưu đãi:

Một công ty có thể phát hành một loại cổ phiếu thường nhưng công ty có thể phát hành nhiều loại cổ phiếu ưu đãi. Việc phát hành các loại cổ phiếu ưu đãi khác nhau nhằm tạo nên sức hấp dẫn và phù hợp với tâm lý cuả các nhà đầu tư.

Nếu một công ty cổ phần phát hành nhiều xêri cổ phiếu ưu đãi, họ có thể chỉ định một loại là cổ phiếu ưu đãi thứ nhất, loại kia là cổ phiếu ưu đãi thứ hai. Hoặc họ có thể gọi một loại là ưu đãi trước tiên, còn loại kia chỉ là ưu đãi thông thường.

Điều này xác định quyền ưu tiên của loại này đối với loại kia trong việc phân chia cổ tức hoặc phân phối tài sản, hoặc cả hai. Ví dụ, cổ đông của loại cổ phiếu ưu đãi thứ nhất sẽ được hưởng quyền nhận cổ tức trước khi những cổ đông có cổ phiếu ưu đãi thứ hai được hưởng.

Ngoài ra, cổ phiếu ưu đãi còn có thể được phân thành các loại sau đây:

- Cổ phiếu phiếu ưu đãi tham gia (participating prefered): để thu hút các nhà đầu tư, đôi khi một công ty cổ phần phát hành cổ phiếu ưu đãi tham gia. Điều đó có nghĩa là cổ đông ưu đãi, ngoài việc hưởng cổ tức theo qui định, còn được quyền tham gia cùng các cổ đông bình thường hưởng bất kỳ một khoản phân chia lợi nhuận nào khác. Việc tham gia được thực hiện theo một số cách nhất định tuỳ theo qui định của từng công ty cổ phần.

- Cổ phiếu ưu đãi không tham gia (non participating prefered): Là loại cổ phiếu mà cổ đông chỉ được hưởng cổ phần ưu đãi, ngoài ra không được hưởng thêm bất cứ phần lợi nhuận nào.

- Cổ phiếu ưu đãi tích luỹ (Commulative prefered): Là loại cổ phiếu được hưởng một khoản lãi cổ phần nhất định, nhưng trong trường hợp công ty chưa có khả năng thanh toán cổ tức trong kỳ này thì cổ tức đó sẽ được cộng dồn cho kỳ sau hoặc kỳ kế tiếp.

- Cổ phiếu ưu đãi không tích luỹ (Non Commulative prefered): Là loại cổ phiếu được hưởng một khoản lãi cổ phần nhất định, nhưng trong trường hợp công ty không có khả năng thanh toán cổ tức trong kỳ thì lãi cổ tức kỳ đó sẽ được huỷ bỏ và không được cộng dồn vào kỳ tiếp theo.

- Cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi (Convertible prefered): Là loại cổ phiếu cho phép chủ sở hữu quyền chuyển đổi thành một loại chứng khoán khác, thường là cổ phiếu thường của chính công ty đó sau một thời gian nhất định với một tỷ lệ định trước.

- Cổ phiếu ưu đãi có thể chuộc lại : Là loại cổ phiếu có thể được hoàn lại vốn cổ phần cộng thêm phần bù theo tỉ lệ phần trăm trên mệnh giá cổ phiếu cho chủ sở hữu. Loại cổ phiếu này thường được áp dụng trong trường hợp công ty cần huy động một lượng vốn lớn để mua công ty nhỏ sau đó chuộc lại cổ phiếu này nhằm đảm bảo sự lành mạnh tình hình tài chính của công ty.

2.2. Chứng chỉ quĩ đầu tư

Chứng chỉ quĩ đầu tư là một loại chứng khoán do quĩ đầu tư theo mô hình tín thác phát hành (trường hợp Quĩ đầu tư được thành lập theo mô hình công ty, thì khi đó Quĩ đầu tư là một công ty cổ phần và Quĩ được phép phát hành cổ phiếu để huy động vốn cho mục đích đầu tư).

Chứng chỉ này có những đặc điểm tương tự như cổ phiếu thường, như quyền được hưởng lợi tức từ số vốn góp, quyền được kiểm tra sổ sách của Quĩ ... nhưng khác với cổ phiếu thường ở chỗ không có quyền bỏ phiếu.

Người nắm giữ chứng chỉ quĩ đầu tư theo mô hình tín thác được gọi là người thụ hưởng và vì thế, chứng chỉ quĩ đầu tư còn được gọi là chứng chỉ hưởng lợi.

Tuỳ theo từng loại quĩ đầu tư khác nhau mà chứng chỉ quĩ đầu tư có những đặc điểm riêng:

- Đối với quĩ mở: người tham gia góp vốn đầu tư được phép bán lại chứng chỉ quĩ đầu tư cho chính quĩ đầu tư để thu hồi vốn. Do vậy, chứng chỉ quĩ đầu tư có tính thanh khoản cao.

- Đối với quĩ đóng: người tham gia góp vốn đầu tư không được phép rút vốn bằng cách bán lại chứng chỉ cho quĩ mà chỉ có thể bán lại trên Sở giao dịch chứng khoán hoặc thị trường OTC, do vậy những chứng chỉ quĩ đầu tư

loại này thường có tính thanh khoản không cao. Chính vì vậy, giá chứng chỉ quĩ đóng thường thấp hơn giá trị thực của nó.

2.3. Trái phiếu

Trái phiếu là một loại chứng khoán thể hiện cam kết của người phát hành sẽ thanh toán một số tiền xác định vào một ngày xác định trong tương lai với một mức lãi cố định.

2.3.1. Đặc điểm của trái phiếu

- **Mệnh giá:** Mệnh giá là giá trị ghi trên trái phiếu mà nhà phát hành cam kết trả cho người sở hữu trái phiếu vào ngày đáo hạn.

- **Ngày đáo hạn**: Là ngày mà nhà phát hành thanh toán số tiền theo mệnh giá cho chủ sở hữu trái phiếu.

- **Lãi suất:** Mỗi trái phiếu có ghi cam kết của nhà phát hành cam kết sẽ thanh toán cho chủ sở hữu trái phiếu một số tiền lãi cố định vào một ngày xác định. Lãi suất thường được công bố theo tỉ lệ phần trăm (%) so với mệnh giá của trái phiếu. Mặc dù lãi suất được qui định cho hàng năm, nhưng việc trả lãi có thể được thực hiện theo các cách thức khác nhau: Trả lãi trước, trả lãi sau, trả lãi định kỳ. Trường hợp trái phiếu được trả lãi định kỳ thì việc trả lãi thường được thực hiện nửa năm một lần.

- **Giá mua:** giá mua trái phiếu là khoản tiền thực tế mà người mua bỏ ra để có được quyền sở hữu trái phiếu. Giá mua có thể là "ngang giá" (trả bằng mệnh giá), có thể là "giá gia tăng" (cao hơn mệnh giá) hoặc "giá chiết khấu" (thấp hơn mệnh giá). Tuy nhiên, dù giá mua là loại giá nào thì tiền lãi luôn được xác định theo mệnh giá trái phiếu. Và đến ngày đáo hạn, người nắm giữ trái phiếu sẽ được thanh toán theo mệnh giá trái phiếu.

2.3.2. Phân loại trái phiếu

❖ *Nếu xét theo hình thức phát hành, trái phiếu được phân thành 2 loại là trái phiếu vô danh và trái phiếu ký danh.*

- **Trái phiếu vô danh**: là loại trái phiếu không ghi tên người chủ sở hữu trái phiếu trên bề mặt trái phiếu cũng như trên sổ của nhà phát hành. Đặc điểm của trái phiếu vô danh là dễ dàng chuyển nhượng, bất kỳ người nào có trái phiếu trong tay đều có quyền hưởng lãi và quyền được thanh toán trái

phiếu. Người sở hữu trái phiếu có thể nắm giữ trái phiếu đến ngày đáo hạn hoặc có thể bán nó trên thị trường chứng khoán (thứ cấp) trước ngày đáo hạn.

• **Trái phiếu ghi danh**: Là loại trái phiếu ghi rõ họ tên và địa chỉ người chủ sở hữu trái phiếu trên bề mặt trái phiếu và trong sổ nhà phát hành. Đặc điểm của trái phiếu ghi danh là khó chuyển nhượng, trường hợp bị mất có thể xin cấp lại. Đến ngày nhận tiền lãi sẽ được đại lý công ty phát hành gửi séc trả tiền lãi đó.

❖ *Nếu căn cứ vào đối tượng phát hành, trái phiếu được phân thành trái phiếu công ty và trái phiếu chính phủ.*

• **Trái phiếu công ty**: là trái phiếu được phát hành bởi các công ty nhằm huy động vốn cho đầu tư phát triển. Trái phiếu công ty là một khoản vay trong đó tổ chức phát hành là người đi vay, còn người mua trái phiếu là chủ nợ. Các công ty phát hành trái phiếu khi có nhu cầu huy động vốn lớn để tài trợ cho việc mở rộng, phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh mà không đủ điều kiện hoặc không muốn phát hành cổ phiếu, hoặc do chiến lược quản lý vốn của công ty.

Trái phiếu công ty có thể là trái phiếu ngắn hạn, trung hạn và dài hạn. Nhưng thông thường, khi có nhu cầu vốn ngắn hạn với khối lượng không lớn, công ty áp dụng các hình thức vay vốn qua các ngân hàng thương mại, hơn là phát hành kỳ phiếu (trái phiếu ngắn hạn).

Các loại trái phiếu công ty đặc trưng:

- Trái phiếu có thể thu hồi: Một số công ty qui định trong trái phiếu của họ một điều khoản cho phép công ty mua lại trái phiếu trước khi đến hạn. Thông thường, công ty chấp nhận trả cho người có trái phiếu theo giá gia tăng (tức là, lớn hơn mệnh giá của trái phiếu) khi công ty muốn mua lại trái phiếu đó. Loại trái phiếu này thường được phát hành khi công ty có nhu cầu vốn khẩn cấp, do đó phải chào mời một mức lãi suất cao hơn bình thường. Do vậy, khi lãi suất trên thị trường hạ thấp, và nhu cầu về vốn không còn nữa, công ty có thể thu hồi lại trái phiếu loại này và phát hành một đợt trái phiếu mới với lãi suất thấp hơn.

- Trái phiếu có thể chuyển đổi: Một trái phiếu có thể chuyển đổi tương tự như cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi. Trái phiếu chuyển đổi cho phép người sở hữu nó được quyền chuyển đổi sang một loại chứng khoán nhất định.

Chứng khoán này có thể là cổ phiếu ưu đãi hay cổ phiếu thường của công ty phát hành. Nhiều công ty phát hành trái phiếu có thể chuyển đổi vì điều đó làm cho trái phiếu trở nên hấp dẫn và dễ bán hơn.

- Trái phiếu bảo đảm: Để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu phát hành, cũng như những người đi vay khác, công ty thường đưa ra các tài sản làm vật bảo đảm cho các khoản vay. Khi công ty thực hiện điều này, chúng ta nói rằng nó đã phát hành một trái phiếu có bảo đảm.

Tuỳ theo hình thức trái phiếu được bảo đảm, người ta chia ra làm 3 loại trái phiếu đảm bảo chủ yếu là:

+ Trái phiếu có tài sản thế chấp (Collateral Trust Bond): Một trái phiếu có tài sản thế chấp tương đương với việc thế chấp bất động sản thông thường mà một người giao cho ngân hàng để bảo đảm khả năng thanh toán nợ. Việc thế chấp của công ty có thể tiến hành trên những tài sản nhất định (ví dụ một nhà máy mới) hoặc có thể là thế chấp toàn bộ trên tất cả các tài sản mà công ty sở hữu, kể cả tài sản mà công ty sẽ có được.

+ Trái phiếu có tài sản cầm cố (Mortgage Bond): Để phát hành trái phiếu này đòi hỏi công ty phát hành phải có tài sản cầm cố tương đương (thường là các chứng khoán dễ chuyển nhượng như cổ phiếu, trái phiếu mà công ty sở hữu của các công ty khác) ký thác tại một bên thứ ba (thường là công ty uỷ thác) nhằm đảm bảo khả năng thanh toán trái phiếu.

+ Chứng từ thế chấp tư liệu sản xuất (Equipment Trust Certificate): là một loại trái phiếu chủ yếu do ngành đường sắt phát hành. Nó được đảm bảo bằng vốn vận hành của ngành đường sắt (xe khách, xe hàng và máy móc) và một số phương tiện tiêu chuẩn của ngành đường sắt. Một tỷ lệ nhất định các trái phiếu phát hành được thanh toán hàng năm. Điều này làm tăng khả năng đảm bảo cho những người giữ trái phiếu còn lại.

- Trái phiếu không có đảm bảo: Loại này thường được áp dụng ở các công ty lớn, có danh tiếng, dựa vào uy tín của mình để phát hành, không đưa ra một tài sản gì làm vật bảo đảm.

- Trái phiếu xêri: Là loại trái phiếu được phát hành một đợt nhưng mỗi xêri có ngày đáo hạn khác nhau, theo định kỳ đều đặn cho đến khi toàn bộ đợt phát hành được hoàn trả.

• **Trái phiếu chính phủ và chính quyền địa phương**: đây là loại trái phiếu do chính phủ hoặc chính quyền địa phương phát hành nhằm mục đích cân bằng ngân sách, thực hiện các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng, và được bảo đảm bằng ngân sách quốc gia.

Trái phiếu chính phủ là loại trái phiếu an toàn nhất, hầu như không có rủi ro vì có nguồn vốn ngân sách bảo đảm cuối cùng.

Trái phiếu chính phủ được chia thành: tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc trung và dài hạn.

- Tín phiếu kho bạc: Tín phiếu kho bạc là những công cụ ngắn hạn từ một năm trở xuống, phổ biến nhất là các loại 3 tháng và 6 tháng. Các tín phiếu ngắn hạn là những công cụ chiết khấu.

- Trái phiếu kho bạc trung và dài hạn: Các trái phiếu kho bạc trung và dài hạn là các công cụ có kỳ hạn dài hơn tín phiếu kho bạc. Trái phiếu trung hạn được phát hành từ 1 đến 10 năm. Trái phiếu dài hạn được phát hành với kỳ hạn từ 10 đến 30 năm. Các trái phiếu trung và dài hạn có mức lãi suất cố định và được trả lãi trên cơ sở nửa năm.

Trái phiếu chính quyền địa phương là những công cụ nợ do chính quyền địa phương và các cơ quan của họ phát hành để tài trợ cho các dự án và các nhu cầu chi tiêu của chính quyền địa phương. Trái phiếu chính quyền địa phương bao gồm những loại sau:

- Tín phiếu địa phương ngắn hạn: Tín phiếu địa phương ngắn hạn thường có kỳ hạn 6 tháng hoặc ít hơn. Có 3 loại tín phiếu địa phương ngắn hạn. Loại thứ nhất là những tín phiếu được phát hành trên cơ sở dự tính trước các khoản thuế sẽ thu gọi là tín phiếu ứng trước thuế. Loại thứ hai là những tín phiếu được phát hành dựa trên ước tính thu nhập tương lai gọi là tín phiếu ứng trước thu nhập. Loại thứ ba là những tín phiếu phát hành trước đợt phát hành trái phiếu mới được gọi là tín phiếu ứng trước cho phát hành trái phiếu. Các loại tín phiếu ứng trước thuế, thu nhập và trái phiếu thường là những công cụ chiết khấu. Trái chủ không được trả lãi mà thay vào đó khi mua trả với giá thấp hơn (hay được khấu trừ đi) mệnh giá đầy đủ mà họ được thanh toán khi đến hạn. Khoản chênh lệch giữa giá tiền trả khi mua và số tiền nhận được khi đến hạn là khoản lãi.

- Trái phiếu trách nhiệm chung: được đảm bảo bằng năng lực thu thuế của chính quyền địa phương. Tiền để trả lãi và gốc lấy từ tổng thu nhập về thuế.

- Trái phiếu bảo đảm bằng thuế cụ thể: được đảm bảo bằng một loại thuế nhất định, như thuế tiêu thụ của địa phương.

- Trái phiếu thu nhập: được đảm bảo bằng thu nhập từ dự án xây dựng.

❖ *Ngoài ra, nếu căn cứ vào lãi suất trái, có thể phân trái phiếu ra làm 2 loại: trái phiếu có lãi suất cố định và trái phiếu có lãi suất thả nổi.*

2.4. Các công cụ phái sinh

Cùng với sự phát triển của khoa học kỹ thuật, hàng hoá trên thị trường sơ cấp cũng ngày càng được mở rộng. Bên cạnh những hàng hoá truyền thống là cổ phiếu và trái phiếu, đã xuất hiện những hàng hoá khác như: hợp đồng lựa chọn, hợp đồng tương lai, chứng quyền, quyền mua. Những công cụ phái sinh này đã làm phong phú thêm các sản phẩm của thị trường sơ cấp.

2.4.1. Hợp đồng tương lai (future)

Hợp đồng tương lai (hay còn được gọi một cách không chính xác là hợp đồng kỳ hạn vì nó chuẩn hoá các giao dịch có kỳ hạn) là một hợp đồng tài chính, trong đó hai bên cam kết chắc chắn mua hoặc bán một công cụ tài chính vào một thời điểm trong tương lai với giá được xác định ở thời điểm ký hợp đồng. Tuy nhiên, trên thực tế nó không bao gồm việc chuyển nhượng ngay chính hàng hoá đó. Nói cách khác, bạn có thể mua và bán hàng hoá trên thị trường tương lai mà không cần quan tâm tới việc bạn có sở hữu hàng hoá đó vào thời điểm ký kết hợp đồng hay không, nhưng đến thời điểm, bạn phải thanh toán chênh lệch giá trị hàng hoá.

Các điều khoản và điều kiện của hợp đồng phải nêu rõ: số lượng, chất lượng phải giao, địa điểm giao hàng, thời điểm giao hàng, giá cả và nhiều qui định cụ thể khác. Giá cả được thoả thuận giữa người mua và người bán bằng đấu giá công khai, trong phòng giao dịch của Sở giao dịch các hợp đồng tương lai có tổ chức.

2.4.2. Hợp đồng lựa chọn (options)

Hợp đồng này cho phép người nắm giữ quyền được mua (call options) hoặc bán (put options) một loại chứng khoán nào đó, ví dụ như cổ phiếu với

giá xác định và thời hạn nhất định. Hợp đồng này có hiệu lực trong thời hạn quy định ghi trên hợp đồng. Đối với hợp đồng lựa chọn kiểu Mỹ, thì quyền mua/ bán có thể được thực hiện bất cứ lúc nào cho đến khi hết hạn hợp đồng, còn đối với hợp đồng lựa chọn kiểu châu Âu, thì quyền mua/ bán chỉ có thể thực hiện được khi đến hạn hợp đồng.

2.4.3. Quyền mua (rights)

Quyền mua là một quyền ưu đãi của công ty cung cấp cho các cổ đông hiện thời của công ty quyền được mua hoặc đặt mua một số lượng chứng khoán mới tỉ lệ với số cổ phiếu mà họ đang nắm giữ, thường với giá thấp hơn giá trị thị trường hiện hành của cổ phiếu. Các quyền mua thường có thời hạn ngắn từ 2 tuần đến 30 ngày. Trong thời gian đó, người nắm giữ quyền mua có thể sử dụng nó để mua cổ phiếu hoặc đem bán trên thị trường.

Quyền mua được phát hành khi trong điều lệ công ty có điều khoản "quyền ưu tiên mua trước". Mục đích của điều khoản này là nhằm đảm bảo cho tỷ lệ sở hữu của các cổ đông trong công ty không bị suy giảm do việc phát hành thêm các cổ phiếu mới. Nếu các cổ đông hiện tại không muốn tham gia đặt mua, họ có thể bán quyền mua của họ hoặc để chúng hết hạn.

2.4.4. Chứng quyền (warrant)

Chứng quyền, gắn với một loại chứng khoán khác, cho phép người giữ nó được quyền mua cổ phiếu thường hoặc một công cụ nào đó khác theo một giá xác định trong một thời kỳ nhất định. Giá xác định trên chứng quyền cao hơn giá thị trường hiện hành của cổ phiếu thường. Chứng quyền là loại phát hành có kỳ hạn dài hơn quyền mua.

Các chứng quyền thường được phát hành cùng với các trái phiếu hoặc các cổ phiếu ưu đãi để giúp cho việc chào bán lần đầu những chứng khoán này trở lên hấp dẫn hơn. Do các trái phiếu được hưởng lãi và các cổ phiếu được hưởng tỷ lệ cổ tức theo qui định, cả hai khoản này được thanh toán trước khi các cổ đông thường nhận được cổ tức của họ, nên việc phát hành các chứng quyền có thể cho phép công ty phát hành cổ phiếu ưu đãi hoặc trái phiếu với tỷ lệ lãi hoặc cổ tức thấp, nhờ đó tiết kiệm chi phí cho công ty.

Do các chứng quyền có kỳ hạn dài nên một công ty có thể có một vài loại chứng quyền lưu hành vào cùng một thời điểm. Giá của mỗi loại phát hành

do các mối quan hệ giữa những nhân tố sau quyết định: thời hạn còn lại trên chứng quyền và giá cổ phiếu cơ bản của nó.

IV. CÁC CHỦ THỂ THAM GIA THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

Thị trường chứng khoán sơ cấp hoạt động được là nhờ vào hoạt động của 3 chủ thể khác nhau. 3 chủ thể đó là: Chủ thể phát hành, chủ thể đầu tư và các tổ chức trung gian và phụ trợ. Tuy khác nhau về tính chất, mục tiêu và cách làm, nhưng hoạt động của họ liên quan và bổ sung chặt chẽ cho nhau, và nhờ thế vốn từ sở hữu của người này được chuyển sang sở hữu của người khác một cách hợp lý và hài hoà, đảm bảo cho nền kinh tế hoạt động với những giá trị mới được tạo ra từng giờ mỗi ngày.

1. Chủ thể phát hành

Chủ thể phát hành chứng khoán là tổ chức huy động vốn bằng cách bán chứng khoán cho người đầu tư. Chủ thể phát hành bao gồm Chính phủ và các doanh nghiệp.

1.1. Chính phủ

Trong phần xác định hàng hoá của thị trường ở phía trên, chúng ta đã hiểu rằng Chính phủ từ trung ương đến địa phương là một trong những chủ thể phát hành nhiều nhất của thị trường. Điều này là dễ hiểu vì không phải lúc nào chính phủ cũng có thể bù đắp sự thiếu hụt vốn xảy ra khá thường xuyên trong chi tiêu của mình bằng cách yêu cầu Ngân hàng trung ương in thêm tiền mặt. Cho nên, vay của nhân dân trên thị trường sơ cấp là cách làm phổ biến nhất. Do vậy, về phương diện này có thể nói Chính phủ tham gia thị trường sơ cấp như một doanh nghiệp bình thường, cung cấp hàng hoá ra thị trường thông qua việc phát hành các công cụ trái phiếu (trái phiếu chính phủ, trái phiếu địa phương, trái phiếu công trình) nhằm huy động vốn từ các tầng lớp dân cư phục vụ cho các nhu cầu chi tiêu của nhà nước.

1.2. Các doanh nghiệp

Việc thiếu vốn trong kinh doanh, sản xuất, trả lương công nhân, mua nguyên vật liệu để tiếp tục sản xuất ... là điều thường thấy trong hoạt động kinh doanh của một doanh nghiệp. Không phải lúc nào doanh nghiệp cũng có thể dễ dàng giải quyết vấn đề thiếu vốn bằng cách vay ngân hàng. Khi đã có thị trường sơ cấp, một cách đơn giản và mau lẹ nhất là huy động vốn trên thị

trường. Phát hành cổ phiếu để mời cộng tác làm ăn, hay phát hành trái phiếu để vay vốn là những cách phổ biến nhất.

Hơn nữa, khi muốn mở rộng sản xuất, đầu tư vào trang thiết bị, máy móc, cơ sở vật chất thì doanh nghiệp thường cần những khoản vốn lớn và thường phải mất rất nhiều năm để thu hồi vốn. Trong những trường hợp như vậy, ngân hàng thường ít mặn mà trong việc cho vay. Do vậy vay dài hạn trên thị trường là cách tốt nhất.

Trong nền kinh tế thị trường, có 3 hình thức tổ chức doanh nghiệp cơ bản:

- Doanh nghiệp tư nhân.
- Công ty góp vốn.
- Công ty cổ phần.

Ngoài ra, ở các nước xã nội chủ nghĩa chuyển sang cơ chế thị trường có thêm 2 loại doanh nghiệp là doanh nghiệp nhà nước và hợp tác xã.

Trong các hình thức doanh nghiệp nêu trên, công ty cổ phần là chủ thể chiếm vị trí quan trọng nhất, nó tạo ra một khối lượng hàng hoá lớn trên thị trường chứng khoán thông qua việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu công ty. Đối với các doanh nghiệp khác, trừ doanh nghiệp tư nhân, có thể phát hành trái phiếu ra thị trường để bổ sung vốn phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

2. Chủ thể đầu tư

Nếu như chủ thể phát hành là người tạo ra sức cung hàng hoá thì chủ thể đầu tư chính là những người tạo ra sức cầu của hàng hoá. Điều đó có nghĩa là, chủ thể đầu tư là những người trực tiếp mua các chứng khoán do các chủ thể phát hành cung cấp.

Có 2 loại chủ thể đầu tư. Đó là các nhà đầu tư cá nhân và các nhà đầu tư có tổ chức. Các nhà đầu tư cá nhân thường là những hộ gia đình- những người có vốn tạm thời nhàn rỗi chưa sử dụng đến. Thay vì việc gửi khoản tiền nhàn rỗi này vào ngân hàng, họ đem mua chứng khoán để hy vọng nhận được tiền lãi, hoặc cổ tức và các khoản chênh lệch giá khi bán chứng khoán đi. Còn đối *với các nhà đầu tư có tổ chức, bao gồm các quĩ đầu tư, quĩ hưu trí, công ty bảo* hiểm, ngân hàng ... là những tổ chức có kiến thức chuyên sâu về chứng khoán.

Họ sử dụng số tiền huy động được từ dân chúng để đầu tư vào chứng khoán nhằm thu được lợi nhuận.

3. Các tổ chức tài chính trung gian và phụ trợ

Không giống như thị trường hàng hoá thông thường, nơi hoạt động mua bán thường được diễn ra một cách trực tiếp, thị trường chứng khoán sơ cấp đòi hỏi phải có những tổ chức tài chính trung gian - những tổ chức đứng ở giữa người mua và người bán chứng khoán.

3.1. Tổ chức bảo lãnh phát hành

Tổ chức bảo lãnh phát hành là tổ chức đứng ra giúp tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước và sau khi chào bán chứng khoán như định giá chứng khoán, chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành chứng khoán, phân phối chứng khoán ...

Như vậy, bảo lãnh phát hành gồm 2 khâu cơ bản, đó là tư vấn tài chính và phân phối chứng khoán.

Thông thường, để phát hành chứng khoán ra công chúng, tổ chức phát hành cần phải có được sự bảo lãnh của một hoặc một số tổ chức bảo lãnh phát hành. Nếu tổ chức phát hành là một công ty nhỏ, và số lượng phát hành không lớn, thì chỉ cần có một tổ chức bảo lãnh phát hành. Nếu đó là một công ty lớn, và số lượng chứng khoán phát hành vượt quá khả năng của một tổ chức bảo lãnh thì cần phải có một tổ hợp bảo lãnh phát hành, bao gồm một hoặc một số tổ chức bảo lãnh chính và một số tổ chức bảo lãnh phát hành thành viên.

Các tổ chức bảo lãnh phát hành được hưởng phí bảo lãnh hoặc một tỷ lệ hoa hồng nhất định trên số tiền thu được từ đợt phát hành. Phí bảo lãnh phát hành chính là mức chênh lệch giữa giá bán chứng khoán cho người đầu tư và số tiền tổ chức phát hành nhận được.

Phí bảo lãnh hoặc hoa hồng bảo lãnh cao hay thấp là tuỳ thuộc vào hình thức bảo lãnh, mức độ rủi ro và tính chất của đợt phát hành (lớn hay nhỏ, thuận lợi hay khó khăn). Nói chung, nếu đợt phát hành đó là đợt phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng thì mức phí hoặc hoa hồng phải cao hơn lần phân phối sơ cấp. Phí bảo lãnh phát hành trái phiếu thường thấp hơn phí bảo lãnh phát hành cổ phiếu, ngoài ra phí bảo lãnh (hoặc hoa hồng) còn phụ thuộc vào lãi suất trái phiếu (lãi suất trái phiếu thấp thì phí bảo lãnh phát hành phải cao, và ngược lại).

Việc bảo lãnh phát hành thường được thực hiện theo một trong các phương thức sau:

- Bảo lãnh với cam kết chắc chắn: là phương thức bảo lãnh mà theo đó tổ chức bảo lãnh cam kết sẽ mua toàn bộ chứng khoán phát hành cho dù có phân phối hết hay không. Một biến tướng phổ biến nhất của phương thức này là "cam kết dự phòng', theo đó, tổ chức bảo lãnh sẽ đứng ra phân phối chứng khoán, nếu không hết sẽ mua nốt số chứng khoán còn lại.

- Bảo lãnh với cố gắng cao nhất: là phương thức bảo lãnh mà theo đó tổ chức bảo lãnh thỏa thuận làm đại lý cho tổ chức phát hành. Tổ chức bảo lãnh phát hành không cam kết bán toàn bộ số chứng khoán mà cam kết sẽ cố gắng hết mức để bán chứng khoán ra thị trường nhưng phần không phân phối hết sẽ được trả lại cho tổ chức phát hành.

- Bảo lãnh theo phương thức bán tất cả hoặc không: là phương thức bảo lãnh mà theo đó tổ chức phát hành chỉ thị cho tổ chức bảo lãnh phát hành nếu không bán hết số chứng khoán thì huỷ bỏ toàn bộ đợt phát hành.

- Như vậy, phương thức bảo lãnh phát hành này hoàn toàn khác với phương thức bảo lãnh với cố gắng cao nhất. Ở phương pháp bảo lãnh phát hành trước, có thể chỉ có một phần chứng khoán được bán, còn ở phương thức bảo lãnh phát hành này thì hoặc là tất cả chứng khoán được bán hết hoặc là huỷ bỏ đợt toàn bộ phát hành và tiền đã bán chứng khoán được hoàn trả lại cho người mua.

- Bảo lãnh theo phương thức tối thiểu - tối đa: đây là phương thức bảo lãnh trung gian giữa phương thức bảo lãnh với cố gắng cao nhất và phương thức bảo lãnh bán tất cả hoặc không bán gì. Theo phương thức này, tổ chức phát hành chỉ thị cho tổ chức bảo lãnh phát hành phải bán tối thiểu một tỷ lệ nhất định chứng khoán phát hành. Nếu lượng chứng khoán bán được đạt tỷ lệ thấp hơn tỷ lệ yêu cầu thì toàn bộ đợt phát hành sẽ bị huỷ bỏ.

Hoạt động bảo lãnh phát hành về cơ bản gồm các hoạt động sau:

- Nghiên cứu và tư vấn cho các tổ chức phát hành chứng khoán cách thức phát hành, cơ cấu phát hành, định giá chứng khoán;

- Hoàn tất các thủ tục pháp lý cần thiết cho đợt phát hành;

- Thoả thuận hợp tác với các nhà bảo lãnh phát hành khác và các công ty chứng khoán, thực hiện công tác tiếp thị, phân phối chào bán chứng khoán;

- Quản lý, phân phối và thanh toán chứng khoán;

- Thực hiện các công việc hỗ trợ cho thị trường và các dịch vụ sau khi phát hành.

3.2. Đại lý phân phối chứng khoán

Để có thể phân phối chứng khoán một cách dễ dàng tới công chúng đầu tư, một số tổ chức phát hành thường thuê một hoặc một nhóm công ty đứng ra làm đại lý phân phối chứng khoán. Công ty này thường có mạng lưới chi nhánh rộng lớn, tạo điều kiện để tiếp cận dễ dàng với công chúng đầu tư. Kết thúc đợt phát hành, tổ chức phát hành sẽ thanh toán phí cho tổ chức đứng ra làm đại lý phân phối dựa trên khối lượng và giá trị đợt phát hành.

3.3. Tổ chức định mức tín nhiệm

Đây là tổ chức được hình thành nhằm mục đích đánh giá mức độ "tín nhiệm" của các công ty và xếp hạng chúng theo mức độ rủi ro mất khả năng thanh toán để các nhà đầu tư có được những thông tin cần thiết, trên cơ sở đó đưa ra các quyết định đầu tư cần thiết, chủ yếu là trong trường hợp đầu tư vào trái phiếu.

Có hai tổ chức đánh giá tín nhiệm nổi tiếng là Moody's Investors Services và Standard & Poor 's Corp.

Mức độ "tín nhiệm" của các công ty được ghi bằng các chữ cái A, B, a, b ... theo thứ tự xếp loại. Ví dụ, theo xếp hạng của Standard & Poor's, Công ty được xếp hạng AAA là công ty làm ăn có hiệu quả, có khả năng thanh toán cao, , với hạng AA thì năng lực đó chỉ kém một chút so với AAA; tiếp đó là các hạng A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, ... và thấp nhất là D.

Nếu một tổ chức phát hành được đánh giá mức độ tín nhiệm cao thì phụ phí phát hành thấp, và do vậy lãi suất trái phiếu phát hành sẽ thấp. Ngược lại, một tổ chức phát hành được đánh giá mức độ tín nhiệm thấp thì phụ phí phát hành cao và lãi suất phát hành trái phiếu sẽ cao.

Ví dụ: công ty X phát hành trái phiếu có tín nhiệm được đánh giá loại A, kỳ hạn 5 năm, lãi suất trái phiếu kho bạc là 10%, phụ phí 1%. Lãi suất phát hành trái phiếu sẽ được tính như sau:

Xtp = 10% + 1% = 11%

3.4. Đại diện người sở hữu trái phiếu

Đại diện người sở hữu trái phiếu là tổ chức rất quan trọng khi phát hành trái phiếu. Tổ chức này thay mặt những người sở hữu trái phiếu của một công ty tiến hành đàm phán các vấn đề liên quan đến quyền lợi của trái chủ với công ty. Những quyền lợi này bao gồm quyền hưởng lãi, quyền được thanh toán vốn gốc khi công ty bị phá sản, giám sát các cam kết về vay nợ của tổ chức phát hành ...

Thông thường, trước khi tiến hành một đợt phát hành trái phiếu ra công chúng, công ty phát hành phải tìm được một tổ chức đứng ra làm đại diện người sở hữu trái phiếu và ký hợp đồng với tổ chức này. Đại diện người sở hữu trái phiếu sẽ được hưởng phí do công ty phát hành trả tuỳ theo khối lượng trái phiếu phát hành. Ở Mỹ, các đợt phát hành trái phiếu bắt buộc phải có đại diện người sở hữu trái phiếu. Tuy nhiên, ở một số thị trường mới nổi nhưng đã có các công ty định mức tín nhiệm thì chỉ khi phát hành trái phiếu có bảo đảm, tổ chức phát hành mới phải chỉ định đại diện người sở hữu trái phiếu.

V. CÁC HÌNH THỨC PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

Có 2 hình thức phát hành chứng khoán trên thị trường sơ cấp. Đó là phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng.

1. Phát hành riêng lẻ

Phát hành riêng lẻ là việc phát hành trong đó chứng khoán được bán trong phạm vi một số người nhất định (thông thường là cho các nhà đầu tư có tổ chức), với những điều kiện (khối lượng phát hành) hạn chế, không tiến hành một cách rộng rãi ra công chúng.

Việc phát hành chứng khoán riêng lẻ thông thường chịu sự điều chỉnh của Luật Công ty và chứng khoán phát hành như vậy không phải là đối tượng giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán.

2. Phát hành ra công chúng

2.1. Khái niệm

Phát hành ra công chúng là việc phát hành trong đó chứng khoán được bán rộng rãi ra công chúng, cho một số lượng lớn người đầu tư (trong đó phải

giành một tỷ lệ nhất định cho các nhà đầu tư nhỏ) và khối lượng phát hành phải đạt mức nhất định.

Những công ty phát hành chứng khoán ra công chúng được gọi là các công ty đại chúng.

Nhìn chung, việc phát hành chứng khoán ra công chúng phải chịu sự chi phối của pháp luật về chứng khoán và phải được cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán cấp phép. Sau khi phát hành trên thị trường sơ cấp, chứng khoán sẽ được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán nếu đáp ứng được các qui định của Sở giao dịch chứng khoán. Những công ty phát hành chứng khoán ra công chúng phải thực hiện một chế độ báo cáo, công bố thông tin công khai và chịu sự giám sát riêng theo qui định của pháp luật chứng khoán.

Mục đích phân biệt hai hình thức phát hành: phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng như trên trước hết là để quản lý, nhằm bảo vệ cho công chúng đầu tư, nhất là những nhà đầu tư nhỏ không có kiến thức chuyên sâu bởi vì, để phát hành ra công chúng thì tổ chức phát hành phải là những công ty làm ăn có chất lượng cao, hoạt động sản xuất kinh doanh có hiệu quả, đáp ứng được các điều kiện do cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán (Uỷ ban chứng khoán nhà nước) qui định. Mặt khác, sự phân biệt giữa phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng còn nhằm xác định phạm vi thị trường của các loại chứng khoán đó. Chỉ có các chứng khoán được phát hành rộng rãi cho công chúng mới đủ điều kiện hình thành nên thị trường thứ cấp có tổ chức và có tính thanh khoản.

2.2. Các phương thức phát hành chứng khoán ra công chúng

Việc phát hành ra công chúng được phân biệt giữa phát hành cổ phiếu và phát hành trái phiếu.

❖ Trường hợp phát hành cổ phiếu ra công chúng, việc phát hành được thực hiện theo một trong hai phương thức sau:

- *Phát hành lần đầu ra công chúng (IPO):* là việc phát hành trong đó cổ phiếu của công ty lần đầu tiên được bán rộng rãi cho công chúng đầu tư.

- *Chào bán sơ cấp (phân phối sơ cấp)*: là đợt phát hành cổ phiếu bổ sung của công ty đại chúng cho rộng rãi công chúng đầu tư.

❖ Trường hợp phát hành trái phiếu ra công chúng, việc phát hành được thực hiện bằng một phương thức duy nhất, đó là chào bán sơ cấp (phân phối sơ cấp).

2.3. Các phương pháp phân phối chứng khoán ra công chúng

Để có thể phân phối chứng khoán đến tận tay các nhà đầu tư, thì tổ chức phát hành, tổ chức bảo lãnh phát hành, và đại lý phân phối chứng khoán (sau đây gọi chung là tổ chức phân phối) thường sử dụng các phương pháp: chào bán/ghi mua, bán qua trung gian, bán thẳng, và đưa ra niêm yết. Các phương pháp này không loại trừ nhau, do đó trong một đợt phân phối chứng khoán người ta có thể sử dụng kết hợp 2, 3 phương pháp.

2.3.1. Phương pháp chào bán/ Ghi mua

Chào bán/ghi mua là phương pháp phân phối chứng khoán được các tổ chức phân phối sử dụng rộng rãi nhất. Theo phương pháp này, để bán chứng khoán, tổ chức phân phối phải tiến hành quảng cáo trên các phương tiện thông tin đại chúng để thu hút các nhà đầu tư. Sau đó, các nhà đầu tư sẽ gửi phiếu đăng ký mua kèm theo séc để thanh toán số tiền mua chứng khoán. Giá bán chứng khoán có thể là giá cố định do tổ chức phân phối công bố hoặc cũng có thể là giá đấu thầu công khai.

Hạn chế lớn nhất của phương pháp này là có một khoảng thời gian trễ kể từ khi gửi phiếu đăng ký mua đến khi nhận được thông báo về việc phân phối chứng khoán (thường là 2 tuần). Do đó, khi gửi phiếu đặt mua chứng khoán xong thì người mua cũng không biết chính xác là mình sẽ được sở hữu bao nhiêu chứng khoán bởi lẽ nếu số lượng chứng khoán đặt mua lớn hơn số lượng chứng khoán chào bán, thì những phiếu đăng ký mua đến sau sẽ không được phân phối hoặc nếu đến cùng một thời điểm thì sẽ được phân phối theo tỷ lệ. Chính vì thế, sẽ rất khó cho người mua khi muốn bán lại những chứng khoán mà mình đã đặt mua trong khoảng thời gian trễ này.

Nhằm khắc phục hạn chế này, các tổ chức phân phối đã sử dụng một phương pháp mới, đó là phương pháp bán qua trung gian.

2.3.2. Phương pháp bán qua trung gian

Ở phương pháp này, thay vì trực tiếp nhận phiếu đặt mua của các nhà đầu tư cá nhân, các tổ chức phân phối sẽ thuê các công ty môi giới chứng khoán đứng ra phân phối. Điều này đem lại lợi ích cả cho tổ chức phân phối,

công ty môi giới chứng khoán, cũng như các nhà đầu tư. Thứ nhất, đối với tổ chức phân phối, việc phân phối qua trung gian sẽ giúp tổ chức phân phối tiết kiệm được chi phí . Tổ chức phân phối, thay vì phải bỏ ra một khoản chi phí lớn cho quảng cáo trên các phương tiện thông tin đại chúng, chi phí quản lý ..., chỉ phải trả cho tổ chức môi giới một khoản phí hoa hồng, tính trong phí bảo lãnh phát hành. Thứ hai, đối với công ty môi giới: bên cạnh khoản tiền hoa hồng nhận được từ việc phân phối chứng khoán, công ty môi giới cũng nắm rõ được tỷ lệ sở hữu chứng khoán của các khách hàng của mình từ đó xác định được những khách hàng quan trọng. Thứ ba, đối với các nhà đầu tư, do có mối quan hệ mật thiết với công ty môi giới nên họ sẽ có được những lời tư vấn cần thiết khi mua chứng khoán, và họ sẽ biết được ngay là mình được phân phối bao nhiêu chứng khoán sau khi đặt mua. Do vậy, các nhà đầu tư có thể dễ dàng bán chứng khoán ngay trong ngày giao dịch đầu tiên mà không phải đợi đến khi nhận được thư thông báo về việc phân phối chứng khoán như trong trường hợp chào bán/ ghi mua.

2.3.3. Phương pháp bán thẳng

Bán thẳng là phương pháp được các tổ chức phân phối ưa thích nhất. Theo phương pháp này, tổ chức phân phối sẽ tiến hành tiếp xúc với những nhà đầu tư tiềm tàng có lựa chọn (thường là những khách hàng quen biết), bao gồm cả các nhà đầu tư cá nhân và các nhà đầu tư có tổ chức để đánh giá, xác định nhu cầu của họ đối với loại chứng khoán cần phân phối và sau đó, khi số lượng chứng khoán đăng ký mua đã bằng với số lượng chứng khoán cần phân phối thì tiến hành phân phối chứng khoán theo nhu cầu của các nhà đầu tư.

2.3.4. Phương pháp đưa ra niêm yết

Phương pháp đưa ra niêm yết là một phương pháp phân phối chứng khoán đơn giản nhất. Ở phương pháp này, tổ chức phát hành không phát hành ngay chứng khoán mới mà chỉ đơn thuần là đưa các chứng khoán đã phát hành ra niêm yết. Do vậy, nhiệm vụ của các tổ chức trung gian chỉ là chuẩn bị các thủ tục để đưa chứng khoán ra niêm yết. Trên thực tế, phương pháp này sẽ không có ý nghĩa nếu công ty không phát hành thêm chứng khoán sau đó hoặc các cổ đông hiện hữu không bán lại cổ phiếu của họ bởi vì theo phương pháp này thì tổ chức phát hành sẽ không huy động thêm được một đồng vốn nào.

VI. QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI VIỆC PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

1. Các mô hình quản lý nhà nước đối với việc phát hành chứng khoán

Hiện nay, trên thế giới đang áp dụng 2 mô hình quản lý nhà nước đối với việc phát hành chứng khoán ra công chúng. Đó là mô hình quản lý theo chế độ chất lượng và mô hình quản lý theo chế độ công bố thông tin.

1.1. Quản lý theo chế độ xem xét chất lượng

Theo mô hình này, cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán (Uỷ ban chứng khoán) có thẩm quyền xem xét trước nội dung của việc phát hành, bao gồm cả việc xác định giá bán chứng khoán lần đầu và sẽ không cấp phép phát hành nếu họ phát hiện có những yếu tố không phù hợp đứng trên giác độ bảo vệ quyền lợi các nhà đầu tư.

Điểm đặc biệt của mô hình này là cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán thay mặt nhà đầu tư xem xét chất lượng của chứng khoán phát hành. Tuy nhiên, trên thực tế, việc cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán đứng ra xem xét về chất lượng chứng khoán phát hành hầu như không thể thực hiện được. Vì thế, phương pháp này chỉ được áp dụng trong một phạm vi nhất định ở các thị trường mới nổi, khi mà cả các tổ chức phát hành lẫn các nhà đầu tư đều chưa có nhiều kinh nghiệm và các tiêu chuẩn kế toán, kiểm toán còn chưa đầy đủ, rõ ràng.

1.2. Quản lý theo chế độ công bố thông tin

Theo mô hình này, tổ chức phát hành phải cung cấp đầy đủ cho các nhà đầu tư các thông tin quan trọng về công ty của mình để từ đó các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định đầu tư đúng đắn và họ phải tự chịu trách nhiệm về các quyết định đó.

Để có thể áp dụng được phương pháp quản lý theo chế độ công bố thông tin một cách có hiệu quả, thì điều kiện kiên quyết là phải có một khung pháp lý hoàn thiện về chứng khoán và thị trường chứng khoán, mà theo đó các chủ thể tham gia trên thị trường như tổ chức phát hành, và các định chế trung gian phải triệt để tuân theo.

Điểm nổi bật của mô hình này là cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán không đứng ra xem xét chất lượng chứng khoán phát hành, do đó rủi ro gắn liền với việc đầu tư chứng khoán có thể được chuyển từ phía tổ chức phát hành sang phía các nhà đầu tư. Vì thế, đối với mô hình này thì vai trò của các chuyên gia trong lĩnh vực phân tích chứng khoán là hết sức quan trọng.

Trên thực tế, ở hầu hết các quốc gia, kể cả nhiều nước có thị trường mới nổi đều sử dụng mô hình quản lý theo chế độ công bố thông tin. Điều này dẫn đến cuộc cạnh tranh giữa các thị trường chứng khoán trên toàn thế giới về lĩnh vực này. Mỗi thị trường chứng khoán đều cố gắng củng cố hệ thống công bố thông tin để tăng cường tính cạnh tranh của thị trường nước mình bởi lẽ các nhà đầu tư nói chung và các nhà đầu tư nước ngoài nói riêng thường ưa thích những thị trường có hệ thống công bố thông tin đã được hoàn thiện. Điều này cũng có nghĩa là, hệ thống công bố thông tin là một trong những nhân tố cơ bản để đánh giá sức cạnh tranh của một thị trường chứng khoán.

Tuy nhiên, cho dù có được quản lý theo chế độ xem xét chất lượng hay theo chế độ công bố thông tin, thì tất cả các nước đều đề ra một số điều kiện nhất định đối với phát hành chứng khoán ra công chúng. Các điều kiện đó là:

- Thứ nhất, về qui mô vốn: Tổ chức phát hành phải đáp ứng được yêu cầu về vốn điều lệ tối thiểu ban đầu, và sau khi phát hành phải đạt được một tỷ lệ phần trăm nhất định về vốn cổ phần do công chúng nắm giữ và số lượng công chúng tham gia.

- Thứ hai, về tính liên tục của hoạt động sản xuất kinh doanh: Công ty được thành lập và hoạt động trong vòng một thời gian nhất định (thường khoảng từ 3 đến 5 năm).

- Thứ ba, về đội ngũ quản lý công ty: Công ty phải có đội ngũ quản lý tốt, có đủ năng lực và trình độ quản lý các hoạt động sản xuất, kinh doanh của công ty.

- Thứ tư, về hiệu quả sản xuất, kinh doanh: công ty phải làm ăn có lãi với mức lợi nhuận không thấp hơn mức qui định và trong một số năm liên tục nhất định (thường từ 2-3 năm).

- Thứ năm, về tính khả thi của dự án: công ty phải có dự án khả thi trọng việc sử dụng nguồn vốn huy động được

Tuy nhiên, các nước đang phát triển thường cho phép một số trường hợp ngoại lệ, tức là có những doanh nghiệp sẽ được miễn giảm một số điều kiện nêu trên, ví dụ: doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công ích, hạ tầng cơ sở có thể được miễn giảm điều kiện về hiệu quả sản xuất kinh doanh.

Sau đây là ví dụ minh hoạ về điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng ở một số nước.

Tên nước	**Điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng**			
	Vốn điều lệ tối thiểu	***Lợi nhuận***	***Số cổ đông nhỏ***	***Tỷ lệ phát hành ra công chúng***
Hungary (Có ngoại lệ)	2 triệu $	3 năm	>=50	>=20% và 5 triệu $
Thái Lan	2,4 triệu $	3 năm	>=600	15-30%
Trung Quốc	50 triệu NDT	3 năm	Mỗi cổ đông không quá 0,05% số cổ phiếu	-25%. -15% nếu vốn điều lệ > 400 triệu NDT
Malaysia	50 triệu RM	5 năm > = 5 triệu	500-1000	>=25%

2. Các cơ quan quản lý thị trường sơ cấp

Hoạt động của thị trường sơ cấp chịu điều hành, quản lý và giám sát của các cơ quan sau:

2.1. Cơ quan quản lý nhà nước

Hiện nay, trên thế giới đang tồn tại 2 mô hình cơ quan quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán. Đó là mô hình cơ quan quản lý chuyên trách và mô hình cơ quan quản lý kiêm nhiệm.

- Theo mô hình cơ quan quản lý chuyên trách, thì Chính phủ sẽ thành lập ra một cơ quan độc lập trực thuộc Chính phủ để thực hiện chức năng quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán như ở Mỹ, Đức, Pháp,

Canada, úc, Philippin, Malaysia .... Cơ quan này thường có tên gọi là Uỷ ban chứng khoán hoặc Uỷ ban giám sát chứng khoán. Việc thực hiện mô hình cơ quan quản lý chuyên trách này góp phần nâng cao được khả năng quản lý ở tầm vĩ mô, đồng thời cũng tạo điều kiện để có thể giám sát việc tuân thủ pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán một cách hữu hiệu. Cơ quan quản lý chuyên trách có thể đưa ra các quyết định nhanh chóng, tránh được sự chậm trễ và quan liêu và tạo điều kiện thuận lợi cho công chúng đầu tư giảm bớt những thủ tục phiền hà, phức tạp, đôi khi còn chồng chéo giữa nhiều cơ quan quản lý.

- Đối với mô hình cơ quan quản lý kiêm nhiệm, thì không hình thành một cơ quan quản lý độc lập với cơ cấu tổ chức bộ máy riêng, mà là sự tham gia của một số cơ quan chính phủ có liên quan đảm nhiệm từng phần theo chức năng. Ví dụ, tại Anh Sở giao dịch chứng khoán London có trách nhiệm giám sát thị trường chứng khoán, đưa ra các qui định giao dịch, còn Bộ Thương mại thì chịu trách nhiệm đăng ký, Ngân hàng trung ương Anh thì căn cứ vào chiến lược và kế hoạch huy động vốn hàng năm để xét cấp phép phát hành theo hạn ngạch. Mô hình cơ quan quản lý thị trường chứng khoán theo hình thức kiêm nhiệm có cấu trúc gọn nhẹ có khả năng huy động được nhân lực của các bộ phận trong Bộ khi cần thiết và điều hoà dễ dàng hơn trong chính sách chiến lược phát triển của ngành với chiến lược phát triển TTCK. Tuy nhiên, việc không có cơ quan quản lý chuyên trách khiến cho hiệu lực quản lý không cao và bị phân tán, do đó ngày càng không thích hợp với nền kinh tế hiện đại, nhất là trong bối cảnh toàn cầu hoá các thị trường hiện nay.

2.2. Các tổ chức tự quản (bao gồm Sở giao dịch chứng khoán và các Hiệp hội)

Ở các quốc gia có thị trường phát triển như Mỹ, Anh, Nhật ... các tổ chức tự quản (trong đó có Hiệp hội các công ty niêm yết chứng khoán) có vai trò rất lớn trong hệ thống quản lý. SGD và các hiệp hội tự đặt ra các luật lệ, đưa ra các qui định cho các thành viên phải tuân thủ để đảm bảo thị trường hoạt động công bằng, hiệu quả và có kỷ luật. Tuy nhiên, UBCK vẫn giữ vai trò quản lý chung. UBCK yêu cầu tất cả các tổ chức tự quản phải đăng ký với UBCK. Những luật lệ mà các cơ quan này tự đặt ra chỉ có hiệu lực khi được UBCK chuẩn y.

Tuy nhiên, tổ chức tự quản của thị trường mới nổi thường không mạnh như ở các thị trường phát triển. UBCK thường cử đại diện của mình tham gia hội đồng quản trị hoặc ban điều hành SGD để trực tiếp điều hành các hoạt động của SGD.

Cả hai chế độ quản lý (nhà nước và tự quản) đều có mặt tích cực và mặt hạn chế. Tự quản cho phép các luật lệ bám sát nhu cầu thực tế của những người tham gia nhưng cơ quan tự quản có thể làm giảm tính trung thực của thị trường vì lợi ích trước mắt khi các lợi ích của thành viên và khách hàng mâu thuẫn với nhau. Các tổ chức tự quản thường là người năng động sáng tạo nhất trong hoạt động thị trường, trong việc phát triển định chế của thị trường, nhưng họ cũng có thể là những người cản trở cạnh tranh. Đôi khi các tổ chức tự quản hành động như những "phường hội" để bảo vệ cho đặc quyền của các thành viên của mình. Họ có thể ấn định giá cả, hạn chế những người muốn gia nhập, chống lại sự sắp xếp lại cơ cấu ngành có thể đe dọa lợi ích trước mắt của các thành viên.

Hiện nay vẫn tồn tại một mô hình quản lý được sử dụng tại một số nước là hệ thống giám sát hay kiểm soát trực tiếp của chính phủ đối với thị trường, ít dựa vào chế độ tự quản. Mô hình này chỉ phát huy được tích cực trong giai đoạn phát triển ban đầu của thị trường. Bước sang những giai đoạn tiếp theo chính phủ các quốc gia dần dần chuyển đổi từ chế độ kiểm soát sang chế độ quản lý kép (quản lý nhà nước kết hợp với tự quản).

3. Khung pháp lý điều chỉnh việc phát hành trên thị trường sơ cấp

Thông thường, hoạt động phát hành trên thị trường sơ cấp có thể được điều chỉnh bởi một hệ thống các văn bản pháp luật được phân thành hai nhóm:

3.1. Nhóm văn bản pháp luật cơ bản (bao gồm Luật Công ty và các văn bản hướng dẫn kèm theo)

Nhóm văn bản pháp luật này thường đưa ra quy định cho những vấn đề liên quan tới việc thành lập, tổ chức quản lý và hoạt động của các loại hình doanh nghiệp, cụ thể là:

- Quy định về việc thành lập và đăng ký kinh doanh của doanh nghiệp;
- Quy định về các loại chứng khoán mà doanh nghiệp được phép phát hành;

- Quy định về chế độ công bố thông tin: bao gồm trách nhiệm báo cáo định kỳ và báo cáo năm;

- Quy định về kế toán và kiểm toán, với các quy định cụ thể về năm tài chính, báo cáo tài chính và kiểm toán;

- Quy định về quyền sở hữu và việc tự do chuyển nhượng chứng khoán;

- Quy định về việc sáp nhập và giải thể doanh nghiệp;

- Quy định về quan hệ giữa doanh nghiệp và các bên liên quan, trong đó có quan hệ xung quanh việc phát hành chứng khoán.

3.2. Nhóm văn bản pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán (thường bao gồm Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn kèm theo)

Nội dung chủ yếu được qui định trong nhóm văn bản pháp luật này bao gồm:

- Các quy định về việc chào bán chứng khoán ra công chúng;

- Các quy định về việc giao dịch các loại chứng khoán trên thị trường thứ cấp;

- Các quy định về việc thanh tra giám sát các hoạt động giao dịch không công bằng.

- Các qui định về việc giải quyết tranh chấp và xử lý vi phạm trong lĩnh vực phát hành chứng khoán.

Cả hai nhóm văn bản pháp luật nói trên hợp thành một hệ thống khung pháp lý cho hoạt động của thị trường sơ cấp và trở thành nền tảng, xương sống cho hoạt động của thị trường này. Do vậy, để đánh giá hoạt động của bất kỳ một thị trường sơ cấp nào, người ta chỉ cần nhìn ngay vào hệ thống khung pháp lý của thị trường đó để đánh giá. Điều này cũng có thể thấy rất rõ qua phân tích ở chương sau "Thực trạng về thị trường sơ cấp của Việt Nam".

CHƯƠNG 2
THỰC TRẠNG VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN SƠ CẤP CỦA VIỆT NAM

I. MÔI TRƯỜNG KINH TẾ

Trong hơn 10 năm qua, với chính sách kinh tế mở, nền kinh tế nước ta đã thu hút có kết quả nguồn vốn, công nghệ, kinh nghiệm quản lý kinh tế của nước ngoài, nhưng thực tiễn hiện nay cho thấy, chỉ khi nào nội lực mạnh, thì mới có thể hấp thụ tốt ngoại lực, tạo điều kiện để nền kinh tế phát triển bền vững. Nền kinh tế Việt nam sau 10 năm đổi mới đã tăng trưởng liên tục với mức bình quân khoảng 7-8% năm cho cả giai đoạn, đã vượt qua được thời kỳ khủng hoảng của những năm cuối thập niên 80, qua được thời kỳ lạm phát phi mã với 2 con số để tiếp tục giữ mức ổn định giá cả tương đối trong vài năm gần đây. Đây là những yếu tố kinh tế vĩ mô rất quan trọng để phát triển các định chế tài chính, tín dụng. Sau gần 10 năm thực hiện Luật công ty và Luật doanh nghiệp tư nhân, đã có khoảng 32.000 doanh nghiệp ra đời hoạt động. Khu vực tư nhân trong nước và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đã cấu thành những bộ phận quan trọng trong cơ cấu nền kinh tế.

Bước vào năm 1999, nền kinh tế nước ta đang trên đà giảm sút nhịp độ tăng trưởng. Tác động của cuộc khủng hoảng tài chính-tiền tệ trong khu vực tiếp tục gây nhiều ảnh hưởng bất lợi đối với nước ta. Trong hoàn cảnh đó chúng ta đã có những nỗ lực và đạt được những kết quả nổi bật. Tổng sản phẩm trong nước tăng 4,7-5% so với năm 1998, tuy nhịp độ tăng trưởng kém năm trước và chỉ đạt xấp xỉ mức kế hoạch dự kiến tăng 5-6%, nhưng đã xuất hiện chiều hướng nhích dần mức tăng trưởng qua từng quý. Trong điều kiện đầu tư của nước ngoài giảm sút, tiết kiệm và đầu tư trong nước đã được đẩy mạnh. Nông nghiệp tăng trưởng 5,2-5,5%, công nghiệp duy trì được mức tăng trưởng trên 10%.

Tuy nhiên, trong nền kinh tế hiện đang tồn tại những vấn đề lớn cản trở sự phát triển bền vững và có hiệu quả:

- Cơ cấu kinh tế nhiều thành phần đã được xác lập, nhưng chưa phát huy được mạnh mẽ tiềm năng của các thành phần kinh tế. Khu vực kinh tế nhà nước nhìn chung hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp Nhà nước còn

thấp và tiếp tục giảm sút. Chủ trương cổ phần hoá, đổi mới quan hệ sở hữu và cơ chế quản lý doanh nghiệp Nhà nước tiến hành còn chậm. Việc phát triển và nâng cao hiệu quả của các loại hình kinh tế hợp tác và hợp tác xã chưa được quan tâm đúng mức. Các thành phần kinh tế dân doanh, nhất là kinh tế tư nhân, trong thực tế còn bị kỳ thị, phân biệt đối xử, nên chưa giải toả được tâm lý e ngại đầu tư kinh doanh, làm giàu.

- Chúng ta chủ trương thực hiện cơ chế thị trường có sự quản lý của Nhà nước, nhưng cho đến nay các yếu tố của kinh tế thị trường chưa hình thành đồng bộ, môi trường hợp tác, cạnh tranh bình đẳng chưa được tạo lập đầy đủ. Nhiều vấn đề về lý luận chưa được làm sáng tỏ, do đó hệ thống luật pháp còn nhiều quy định mâu thuẫn, chồng chéo.

- Cơ hội và cơ cấu đầu tư còn bấp bênh. Hệ thống tài chính, ngân hàng yếu kém. Trong khi đó các doanh nghiệp lại thiếu phương án sản xuất, kinh doanh có hiệu quả, hàng hoá bị ứ đọng nhiều.

Như vậy, việc phát triển thị trường chứng khoán ở Việt nam hiện nay là cần thiết và phù hợp với xu thế chung của thế giới. Tuy nhiên, những khó khăn và tồn tại của nền kinh tế cũng đã cản trở sự phát triển của thị trường chứng khoán sơ cấp nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung. Điều này được thể hiện rất rõ quan khuôn khổ pháp lý và thực trạng của thị trường sơ cấp nước ta hiện nay.

II. KHUNG PHÁP LÝ CHO THỊ TRƯỜNG PHÁT HÀNH

Như đã trình bày ở trên (Phần I), để xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt nam, cần có một khung pháp lý đồng bộ. Tuy nhiên, một số lớn các đạo luật của nước ta nói chung, đạo luật kinh tế nói riêng, do nhu cầu của cuộc sống phải xây dựng nhanh, nên thường chỉ giới hạn ở các quy định mang tính nguyên tắc, thiếu tính chi tiết và cụ thể, tính thiếu đồng bộ thường nảy sinh, nhất là khi các văn bản dưới luật được ban hành để thể chế hoá các điều luật. Thực tế cho đến nay, sự chồng chéo, mâu thuẫn, thiếu đồng bộ giữa các văn bản luật pháp tồn tại rất nhiều.

Hiện nay, thị trường chứng khoán ở Việt nam đang ở trong giai đoạn hình thành, nên các văn bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán chưa nhiều, nhưng ở các văn bản này đã thể hiện sự thiếu đồng bộ, thống nhất, do nhiều cơ quan ban hành, đây là một nguyên nhân quan trọng ảnh hưởng xấu

tới hoạt động của thị trường chứng khoán nói chung và thị trường chứng khoán sơ cấp nói riêng.

1. Các văn bản pháp lý

1.1. Nhóm văn bản pháp lý cơ bản

1.1.1. Luật công ty (1990 và sửa đổi năm 1994)

Luật công ty của Việt nam ban hành năm 1990 có thể được coi là cơ sở pháp lý đầu tiên cho việc hình thành thị trường phát hành chứng khoán ở Việt nam. Lần đầu tiên trong hệ thống văn bản pháp lý của Việt nam, các quy định cho việc thành lập công ty được đưa ra.

Theo Luật Công ty, Công ty cổ phần là công ty trong đó vốn điều lệ của công ty được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần. Người chủ sở hữu cổ phần gọi là cổ đông. Luật cũng đưa ra hai loại cổ phiếu, cổ phiếu ghi tên và cổ phiếu không ghi tên. Cổ phiếu ghi tên do các sáng lập viên và thành viên hội đồng quản trị nắm giữ, cổ phiếu ghi tên chỉ được chuyển nhượng nếu có sự đồng ý của Hội đồng quản trị (HĐQT). Cổ phiếu không ghi tên do các cổ đông khác nắm giữ và được tự do chuyển nhượng.

Trong các loại hình doanh nghiệp chịu sự điều chỉnh của Luật Công ty (công ty trách nhiệm hữu hạn và công ty cổ phần), chỉ có công ty cổ phần là được phép phát hành chứng khoán, còn công ty trách nhiệm hữu hạn không được phép phát hành bất kỳ một loại chứng khoán nào (Điều 25).

Để được cấp phép phát hành, Luật công ty quy định công ty cổ phần xin phép phát hành cổ phiếu phải được cơ quan nhà nước có thẩm quyền cho phép và đáp ứng các điều kiện nhất định: hoạt động kinh doanh của công ty có hiệu quả; được ngân hàng đảm nhiệm giúp đỡ dịch vụ ngân quỹ và kết toán; có chương trình và kế hoạch cụ thể công khai gọi vốn trong công chúng. Luật Công ty cũng còn yêu cầu thêm rằng trong giấy phép phát hành cổ phiếu mới phải quy định rõ tổng số vốn gọi thêm, số cổ phiếu được phát hành và thời hạn thực hiện việc gọi thêm vốn. Các điều kiện phát hành trái phiếu cũng tương tự như những quy định cho việc phát hành cổ phiếu, ngoài ra phải có phương án kinh doanh cụ thể.

Luật Công ty 1990 đã được ban hành kịp thời trong bối cảnh nền kinh tế có nhiều đổi thay, phát sinh nhiều quan hệ kinh tế. Tuy nhiên cho tới nay, với tốc độ phát triển kinh tế nhanh chóng, Luật Công ty 1990 không thể bao quát hết các vấn đề nảy sinh trong thực tiễn. Khi vận dụng những nội dung liên quan tới hoạt động phát hành chứng khoán, Luật Công ty đã bộc lộc nhiều điểm hạn chế gây khó khăn cho quá trình thực hiện:

- Trong xu hướng phát triển nền kinh tế nhiều thành phần, giảm dần số lượng doanh nghiệp Nhà nước sở hữu 100% vốn, khu vực tư nhân phát triển theo hướng chuyển từ doanh nghiệp một chủ sở hữu sang đa chủ sở hữu, Luật Công ty 1990 chưa chế định hình thức công ty hợp danh, công ty trách nhiệm hữu một chủ, để phục vụ cho bước quá độ chuyển các doanh nghiệp từ một chủ sang đa chủ sở hữu, phục vụ cho việc công ty hoá các DNNN và doanh nghiệp tư nhân; chưa chế định loại hình công ty đại chúng để phân biệt với các công ty cổ phần nhưng không mang tính chất đại chúng.

- Mặt hạn chế cơ bản nữa trong Luật công ty và các văn bản dưới luật là các quy định về cơ quan quản lý việc thành lập và đăng ký kinh doanh không rõ ràng. Chính việc quy định không rõ ràng về đăng ký kinh doanh, nên các cơ quan quản lý Nhà nước chỉ "nắm" được các doanh nghiệp khi họ xin đăng ký kinh doanh. Còn khi các công ty đã bước vào hoạt động thì không có một cơ quan cụ thể nào làm đầu mối quản lý giám sát các công ty này, dẫn tới tình trạng hiện nay ở Việt nam các công ty chịu sự quản lý chồng chéo của rất nhiều các cơ quan quản lý như cơ quan thuế, cơ quan quản lý ngành, Uỷ ban nhân dân, ...

- Trong Luật Công ty 1990, các quy định về chứng khoán còn quá sơ sài. Luật công ty mới chỉ đưa ra quy định hai loại chứng khoán là cổ phiếu và trái phiếu mà chưa đề cập đến các loại chứng khoán khác được mua bán trên thị trường chứng khoán. Ngay trong quy định cho cổ phiếu, mới chỉ đưa ra khái niệm cổ phiếu ở mức đơn giản nhất chứ chưa có quy định cụ thể gì về các loại cổ phiếu khác như cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi, ... Các quy định đối với trái phiếu cũng trong tình trạng tương tự như cổ phiếu.

- Vấn đề mệnh giá chứng khoán cũng chưa được đề cập trong Luật Công ty, dẫn tới thực trạng là các công ty có những quy định rất khác nhau về mệnh giá cổ phiếu, trái phiếu.

- Luật Công ty cũng đã đề cập khái quát tới vấn đề phát hành chứng khoán nhưng chưa tách biệt giữa việc phát hành chứng khoán riêng lẻ và phát hành chứng khoán ra công chúng. Vì vậy, khi các công ty phát hành chứng khoán rộng rãi ra công chúng theo luật này thì quyền lợi của công chúng đầu tư chưa được pháp luật bảo vệ đầy đủ.

- Về chế độ kế toán, kiểm toán và công bố thông tin, tại điểm 5 Điều 13 Luật Công ty 1990 chỉ có quy định rất chung chung "ghi chép sổ sách kế toán, kiểm toán theo quy định của pháp luật về kế toán, thống kê và chịu sự kiểm tra của cơ quan tài chính". Pháp lệnh về Kế toán và Thống kê hiện hành được áp dụng cho tất cả các loại hình doanh nghiệp, nhưng các văn bản hướng dẫn thực hiện Pháp lệnh chủ yếu chỉ hướng dẫn cho DNNN nên việc thực hiện chế độ kế toán, kiểm toán, công bố thông tin đối với các công ty (không phải là DNNN) không được quy định rõ ràng.

- Việc hợp nhất và sáp nhập doanh nghiệp cũng không được đề cập trong Luật Công ty, điều này gây khó khăn rất nhiều cho doanh nghiệp trong điều kiện hiện nay hiện tượng sáp nhập, chia tách đang trở thành phổ biến trong nền kinh tế thị trường.

Tóm lại, Luật Công ty 1990 ra đời đã kịp thời phục vụ cho yêu cầu về khung pháp lý phục vụ cho phát triển nền kinh tế nhiều thành phần trong thời kỳ đó. Tuy nhiên, với tư cách là một đạo luật chủ yếu, cho đến nay Luật Công ty 1990 rõ ràng chưa đáp ứng được các yêu cầu của phát triển nền kinh tế nói chung, cũng như thị trường chứng khoán nói riêng, do những hạn chế trong các quy định về loại hình doanh nghiệp, về đăng ký kinh doanh, về chứng khoán, về chế độ kế toán, kiểm toán và công bố thông tin, việc sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp...

1.1.2. Luật Doanh nghiệp nhà nước (DNNN)

Luật DNNN được ban hành vào năm 1996, trong bối cảnh Nhà nước chủ trương phát triển nền kinh tế nhiều thành phần, trong đó thành phần kinh tế Nhà nước vẫn giữ vai trò chủ đạo. Luật DNNN khẳng định quyền sở hữu và

quản lý vốn và tài sản của Nhà nước tại các DNNN, phân chia các loại DNNN và quy định rõ quyền và nghĩa vụ của từng loại DNNN nhằm phục vụ cho việc thực hiện các mục tiêu kinh tế - xã hội do Nhà nước đề ra. Luật cũng quy định các bước thành lập, tổ chức, hợp nhất và giải thể các DNNN để đảm bảo cho các DNNN hoạt động có hiệu quả theo đúng mục tiêu.

Hiện tại, khi Nhà nước đang chủ trương đa dạng hoá sở hữu các DNNN và thúc đẩy cổ phần hoá các DNNN, các quy định trong Luật DNNN gây không ít ảnh hưởng tới việc phát hành chứng khoán để huy động vốn của các DNNN và để cổ phần hoá các DNNN, thể hiện ở những mặt hạn chế sau:

- Về nội dung liên quan đến chủ sở hữu, Luật quy định DNNN có thể có 100% hoặc dưới 100% vốn đầu tư của nhà nước. Trong thời gian hoạt động của doanh nghiệp, vốn đầu tư của nhà nước có thể không còn chiếm tới 100%, doanh nghiệp có thể gọi thêm vốn của cán bộ công nhân viên chức hoặc vay vốn bên ngoài để đầu tư. Tuy nhiên, nhà nước vẫn giữ quyền thành lập và tổ chức quản lý, doanh nghiệp vẫn phải thực hiện những mục tiêu, nhiệm vụ của nhà nước giao, nhưng về tổ chức hoạt động và điều hành doanh nghiệp sẽ thực hiện theo Luật Công ty hoặc Luật Đầu tư nước ngoài. Ở đây vẫn còn nhiều điểm chưa rõ ràng về ranh giới xác định DNNN và trách nhiệm các bên liên quan, gây khó khăn cho việc điều hành và quản lý các DNNN.

- Về chế độ kế toán và kiểm toán, đây là những vấn đề ảnh hưởng lớn tới hoạt động phát hành chứng khoán, Luật DNNN cũng mới chỉ đưa ra các quy định rất chung rằng "các DNNN có nghĩa vụ thực hiện đúng chế độ về kế toán, hạch toán, chế độ kiểm toán". Tuy nhiên, trong các văn bản hướng dẫn cụ thể còn tồn tại rất nhiều quy định gây khó khăn cho việc thực hiện. Ví dụ, tại Điểm 22 Thông tư số 22//TC-CĐKT hướng dẫn thực hiện "Quy chế kiểm toán độc lập trong nền kinh tế quốc dân" ban hành theo Nghị định số 07/CP ngày 29/01/1994 của Chính phủ quy định rằng "các số liệu, tài liệu để kiểm toán...có xác nhận của tổ chức kiểm toán độc lập, được các cơ quan Nhà nước tin cậy và sử dụng phục vụ yêu cầu quản lý của mình" nhưng "trường hợp số liệu, tài liệu kế toán và báo cáo quyết toán đã có xác nhận của kiểm toán nhưng không đủ độ tin cậy cần thiết...thì doanh nghiệp, tổ chức, cơ quan phải chấp hành quyết định của cơ quan quản lý Nhà nước". Chính những quy định chung chung, mâu thuẫn như thế này gây ảnh hưởng rất lớn trong công tác

quản lý nói chung cũng như trong công tác quản lý phát hành chứng khoán nói riêng.

- Về chế độ công bố thông tin, Luật chỉ quy định các DNNN có nghĩa vụ công khai báo cáo tài chính năm và thông tin để đánh giá đúng đắn và khách quan về hoạt động của doanh nghiệp. Việc công bố thông tin của các DNNN đã được quy định cụ thể trong "Thông tư số 73 TC/TCDN ngày 12/11/1996 của Bộ tài chính hướng dẫn lập, công bố công khai và kiểm tra báo cáo tài chính, kiểm tra kế toán các DNNN", nhưng thông tin phải công khai rất sơ sài, không đáp ứng yêu cầu tìm hiểu thông tin của các đối tượng bên ngoài. Các quy định chủ yếu nghiêng về nghĩa vụ của các doanh nghiệp, tổ chức phải công bố thông tin, chứ không đưa ra được những quy định cơ quan, tổ chức nào quản lý hay làm dịch vụ công bố thông tin, nên dẫn tới tình trạng khi cần tìm hiểu thông tin về doanh nghiệp, không biết phải tìm ở đâu.

- Về sáp nhập hợp nhất doanh nghiệp, Luật có quy định các biện pháp tổ chức lại DNNN bao gồm sáp nhập, chia tách và những biện pháp làm thay đổi mục tiêu hoạt động và hình thức tổ chức của doanh nghiệp. Nhưng cơ chế tổ chức, bao gồm "sáp nhập, hợp nhất, chia tách", chỉ thực hiện dựa trên ý chí chủ quan của "người quyết định thành lập doanh nghiệp", chứ không do nhu cầu khách quan của chính bản thân các doanh nghiệp sáp nhập, nên việc chia tách không có tính thực tiễn. Hiện nay, việc chuyển đổi hình thức DNNN sang các hình thức khác, có tính khả thi nhất, là chuyển các DNNN thành công ty cổ phần, thực hiện theo quy định trong Nghị định 28/CP và Nghị định 44/CP về cổ phần hoá DNNN.

1.1.3. Pháp lệnh Ngân hàng 1990, Luật các Tổ chức tín dụng 1997

Pháp lệnh Ngân hàng và sau đó là Luật các tổ chức tín dụng quy định tổ chức, hoạt động của các tổ chức tín dụng và hoạt động ngân hàng của các tổ chức khác ở Việt nam.

Luật các tổ chức tín dụng quy định Ngân hàng nhà nước là cơ quan có thẩm quyền cấp giấy phép thành lập và hoạt động cho các tổ chức tín dụng, đồng thời đưa ra các quy định cụ thể về điều kiện để các tổ chức này được cấp phép thành lập và hoạt động cũng như thủ tục, hồ sơ xin cấp phép.

Về chế độ kế toán, kiểm toán, Luật quy định các tổ chức tín dụng phải lập hệ thống kiểm tra, kiểm toán nội bộ, phải tiến hành kiểm toán hoạt động nghiệp vụ để đánh giá kết quả hoạt động kinh doanh và thực trạng tài chính, thực hiện hạch toán theo hệ thống tài khoản, chế độ chứng từ theo quy định của pháp luật về kế toán thống kê. Bên cạnh đó, các tổ chức này còn phải được kiểm toán bởi một tổ chức kiểm toán độc lập được ngân hàng nhà nước chấp thuận. Các kiểm toán viên của các tổ chức kiểm toán này phải đảm bảo thực hiện các trách nhiệm quy định trong luật này.

Về chế độ công bố thông tin, Luật quy định các tổ chức tín dụng có trách nhiệm thực hiện chế độ báo cáo tài hính theo quy định của pháp luật về kế toán, thống kê và báo cáo hoạt động nghiệp vụ định kỳ theo quy định của Thống đốc Ngân hàng nhà nước. Ngoài trách nhiệm báo cáo định kỳ, cụ thể là nộp báo cáo năm trong vòng 90 ngày sau ngày kết thúc năm tài chính, các tổ chức tín dụng còn có trách nhiệm báo cáo khi có những sự kiện bất thường ảnh hưởng nghiêm trọng đến tình hình kinh doanh hoặc khi có thay đổi lớn về tổ chức. Các báo cáo tài chính của các tổ chức tín dụng phải được công khai theo quy định của pháp luật.

Việc chia, tách, hợp nhất, sát nhập, mua lại, giải thể các tổ chức tín dụng phải được Ngân hàng Nhà nước chấp thuận. Trong Luật có quy định cụ thể các trường hợp phải giải thể và các biện pháp phải tiến hành khi giải thể các tổ chức tín dụng.

Luật các tổ chức tín dụng đã đưa ra các quy định khái quát với những nội dung yêu cầu cơ bản như: yêu cầu đối với kế toán, kiểm toán, công bố thông tin cho tới việc chia, tách, sáp nhập và giải thể. Tuy nhiên, kể từ khi Luật này được ban hành đến nay, vẫn còn một số tồn tại lớn sau:

- Về việc thành lập và đăng ký kinh doanh, vẫn còn thể hiện sự chồng chéo giữa Luật các tổ chức tín dụng và các Luật khác, chẳng hạn như trong trường hợp tổ chức tín dụng là một DNNN thì việc thành lập và đăng ký hoạt động chịu sự điều chỉnh của cả hai Luật, Luật các tổ chức tín dụng và Luật DNNN.

- Về văn bản hướng dẫn, kể từ khi Luật các tổ chức tín dụng được phê chuẩn vào năm 1997 cho tới nay gần như chưa có các văn bản dưới luật hướng

dẫn cụ thể, vì thế gây khó khăn cho việc thực hiện. Trong khi đó, hầu hết các văn bản ra đời trước khi có Luật các tổ chức tín dụng vẫn còn hiệu lực và đang gây trở ngại cho việc đưa chứng khoán của các ngân hàng ra niêm yết, đặc biệt là các văn bản liên quan tới chứng khoán đều ra đời trước khi có Luật các tổ chức tín dụng, ví dụ như quy định về cổ phần, cổ phiếu, cổ đông của các tổ chức tín dụng cổ phần thực hiện theo quyết định 275/QĐ/NHNN5 do Thống đốc Ngân hàng Nhà nước ban hành ngày 7/11/1994, hoặc quy định về phát hành trái phiếu của các ngân hàng thương mại thực hiện theo quyết định số 212-QĐ-NH1 ngày 22/9/1994 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước.

1.1.4. Luật Doanh nghiệp 1999

Luật Doanh nghiệp được Quốc hội thông qua năm 1999 để thay thế Luật Công ty 1990, và bắt đầu có hiệu lực từ ngày 1/1/2000. Luật Doanh nghiệp ra đời, với nhiều điểm đổi mới ưu việt so với Luật Công ty sẽ khuyến khích các doanh nghiệp hơn nữa trong việc tổ chức thành lập cũng như hoạt động kinh doanh. Về những nội dung liên quan tới việc phát hành chứng khoán của các doanh nghiệp, Luật Doanh nghiệp đưa ra cơ sở pháp lý rõ ràng và cụ thể hơn, giúp các doanh nghiệp chủ động trong việc huy động vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Về chủ thể phát hành chứng khoán, mở rộng hơn so với Luật Công ty 1990, Luật Doanh nghiệp đã quy định thêm quyền phát hành trái phiếu cho công ty trách nhiệm hữu hạn. Việc cho phép công ty trách nhiệm hữu hạn phát hành trái phiếu để vay vốn trực tiếp của các nhà đầu tư sẽ tạo điều kiện cho doanh nghiệp lựa chọn các hình thức huy động vốn.

Về loại chứng khoán được phát hành, nếu như Luật công ty chưa có quy định cụ thể những loại chứng khoán được phép phát hành thì Luật Doanh nghiệp đã đưa ra được những quy định cụ thể. Những loại chứng khoán được phép phát hành bao gồm:

- Cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu ưu đãi biểu quyết, cổ phiếu ưu đãi cổ tức, cổ phiếu ưu đãi hoàn lại

- Trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi

- Các loại chứng khoán khác theo quy định của pháp luật và điều lệ doanh nghiệp.

Như vậy, so với Luật công ty 1990, Luật doanh nghiệp đã tạo thêm thuận lợi cho doanh nghiệp lựa chọn loại chứng khoán phù hợp với điều kiện của mình để phát hành, nhờ đó tạo sự hấp dẫn đối với nhà đầu tư.

Về quy định đối với việc chuyển nhượng chứng khoán, Luật doanh nghiệp chỉ quy định điều kiện chuyển nhượng đối với cổ phiếu của cổ đông sáng lập và cổ phiếu ưu đãi biểu quyết, còn các loại chứng khoán khác được tự do chuyển nhượng theo quy định của pháp luật. Một điểm mới trong Luật Doanh nghiệp là luật này quy định cụ thể những trường hợp công ty phải mua lại cổ phần theo yêu cầu của cổ đông và được quyền mua lại cổ phần theo quyết định của công ty. Những quy định mới này sẽ tạo cho chứng khoán có tính thanh khoản cao để khuyến khích các nhà đầu tư mua chứng khoán.

Về loại hình doanh nghiệp, trong Luật Doanh nghiệp mới bổ sung một số loại hình doanh nghiệp, trong đó có công ty trách nhiệm hữu hạn chỉ có một thành viên. Quy định mới này tạo điều kiện cho các tổng công ty lớn, các ngân hàng, công ty tài chính thành lập công ty chứng khoán trực thuộc mà không muốn liên kết với bên ngoài. Như vậy, các tổ chức này có thể tự đứng ra thành lập các công ty con trực thuộc để có thể tự quyết định tất cả các vấn đề quan trọng đối với công ty mà không phải góp vốn với bên ngoài mới thành lập được công ty chứng khoán.

So với Luật Công ty, Luật Doanh nghiệp đã có nhiều điểm đổi mới và ưu việt hơn, tạo thêm thuận lợi cho việc thành lập doanh nghiệp cũng như cho việc huy động vốn của các doanh nghiệp thông qua phát hành chứng khoán.

1.2. Nhóm văn bản pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán

1.2.1. Văn bản về phát hành trái phiếu chính phủ:

Việc phát hành trái phiếu chính phủ trong nước được thực hiện theo Nghị định 72/CP ngày 26/7/1994 của Chính phủ.

Để tăng cường huy động các nguồn vốn nhàn rỗi trong nước để đáp ứng nhu cầu chi của Ngân sách nhà nước, đầu tư phát triển và thực hiện nghiệp vụ thị trường mở, Nghị định 72/CP đã tạo ra cơ sở pháp lý để đa dạng hoá các hình thức huy động vốn của Chính phủ.

Nghị định 72/CP đưa ra ba loại trái phiếu chính phủ: Tín phiếu kho bạc, Trái phiếu kho bạc và trái phiếu công trình.

Theo Nghị định này, người mua có thể lựa chọn bất kỳ loại trái phiếu chính phủ nào với số lượng không hạn chế. Trái phiếu chính phủ được mua bán trên thị trường chứng khoán, được dùng trong các quan hệ chuyển nhượng, thừa kế, thế chấp, cầm cố và được chính phủ đảm bảo thanh toán đúng hạn cả gốc và lãi. Để khuyến khích người mua, lãi suất trái phiếu chính phủ đảm bảo cho người mua trái phiếu được hưởng lãi suất thực cộng với chỉ số trượt giá.

Việc phát hành trái phiếu chính phủ được thực hiện thông qua các phương thức: (1) phát hành trực tiếp qua kho bạc nhà nước; (2)phát hành thông qua các đại lý là các tổ chức trung gian: các ngân hàng thương mại, các công ty tài chính và bảo hiểm; (3)phát hành theo phương thức đấu thầu. Như vậy, nghị định này đã tạo cơ chế và đã đưa ra một số phương thức phát hành góp phần khai thông các kênh giao lưu vốn, tăng vòng quay của vốn tiền tệ, nâng cao hiệu quả sử dụng các nguồn vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế.

Tuy nhiên, để có thể là một hàng hoá lưu thông trên thị trường chứng khoán, Nghị định 72/CP đã bộc lộ những hạn chế cơ bản sau:

- Với việc phát hành như hiện nay, trái phiếu Chính phủ chưa được chuẩn hoá, thời gian đáo hạn không thống nhất nên không thể đưa ra niêm yết trên thị trường chứng khoán.

- Việc định nghĩa các loại trái phiếu còn sơ sài, không thể hiện được bản chất và mục đích phát hành. Đặc biệt khái niệm trái phiếu công trình quá chung chung dẫn đến không thể phân định một cách rạch ròi giữa trái phiếu của DNNN với trái phiếu công trình của Chính phủ, gây khó khăn trong việc triển khai thực hiện

- Các quy định về phương thức phát hành và cơ chế chuyển nhượng chưa đáp ứng yêu cầu tạo thuận lợi cho giao dịch trái phiếu, cụ thể là Nghị

định chưa đề cập tới phương thức phát hành qua các tổ chức môi giới trên thị trường chứng khoán - là phương pháp được chính phủ các nước áp dụng rộng rãi. Việc chuyển nhượng quyền sở hữu các loại trái phiếu kho bạc và trái phiếu công trình phải thực hiện qua kho bạc nhà nước gây khó khăn cho việc mua bán, giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp.

Với nhu cầu cấp bách tạo điều kiện về hàng hoá cho thị trường chứng khoán, Nghị định 72/CP sắp tới sẽ được sửa đổi để tạo thuận lợi cho giao dịch trái phiếu chính phủ - là hàng hoá sẽ được giao dịch chủ yếu trên thị trường trong giai đoạn đầu.

1.2.2. Nhóm văn bản về phát hành trái phiếu doanh nghiệp

Văn bản pháp lý liên quan trực tiếp đến việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp của Việt nam hiện nay bao gồm 2 nhóm văn bản chính:

- *Nghị định số 120/CP ngày 17/9/1994 của Chính phủ ban hành kèm theo quy chế tạm thời về việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu DNNN (với Thông tư hướng dẫn số 91 ngày 5/11/1994 của Bộ Tài chính)*, và *Nghị định 23/CP ngày 22/3/1994 của Chính phủ về phát hành trái phiếu quốc tế* hướng dẫn việc phát hành trái phiếu huy động vốn trong nước và nước ngoài đầu tư cho sản xuất kinh doanh.

- *Quyết định số 212/QĐ-NH1 ngày 22/9/1994 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước ban hành Thể lệ phát hành trái phiếu Ngân hàng thương mại, Ngân hàng đầu tư phát triển* hướng dẫn việc phát hành trái phiếu của các tổ chức tín dụng.

- Trái phiếu của các công ty cổ phần chưa có văn bản nào quy định cụ thể, ngoài quy định ở Luật công ty 1990 (đã trình bầy ở trên).

Do việc phát hành trái phiếu ở nước ta chủ yếu là các DNNN, nên ở đây chúng ta đi sâu vào nhóm văn bản thứ hai là Nghị định 120/CP.

Nghị định 120/CP, ngoài việc đưa ra định nghĩa trái phiếu DNNN, còn phân loại trái phiếu theo: trái phiếu ký danh, vô danh; phát hành dưới dạng chứng chỉ và ghi sổ; trái phiếu lĩnh lãi định kỳ, trả lãi một lần khi đến hạn.

Mệnh giá của các loại trái phiếu được Bộ Tài chính quy định là 100.000 đồng, và bội số của 100.000 đồng.

Căn cứ và phương thức xác định lãi suất: đảm bảo cho người mua được hưởng lãi suất thực cộng với chỉ số trượt giá và hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Trái phiếu DNNN được tự do mua bán, chuyển nhượng, thừa kế, dùng làm tài sản thế chấp. Chuyển nhượng không mất phí và thực hiện tại doanh nghiệp

Để được phát hành trái phiếu, các DNNN phải đáp ứng các điều kiện: đã được cấp phép đăng ký kinh doanh; có dự án đầu tư được cấp có thẩm quyền phê duyệt; có tổng tài sản cố định và lưu động tối thiểu là 20 tỷ đồng và tổng giá trị phát hành không được vượt quá 50% tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp; hoạt động sản xuất kinh doanh 3 năm trước khi phát hành có lãi, tài chính lành mạnh, hiệu suất doanh lợi cao, triển vọng phát triển tốt; và được Bộ tài chính hoặc tổ chức trung gian tài chính có uy tín bảo lãnh bằng 1% tổng mức dự kiến phát hành.

Các DNNN có thể lựa chọn 3 phương thức phương thức phát hành: bán trực tiếp tại doanh nghiệp; thông qua đại lý là các tổ chức trung gian tài chính như ngân hàng thương mại, công ty tài chính, bảo hiểm; hoặc đấu giá theo quy chế riêng của Bộ tài chính, tổ chức trúng thầu được bán lại trái phiếu.

Sau khi có Nghị định 120/CP, nhiều doanh nghiệp đã trình Bộ Tài chính phương án phát hành trái phiếu và một số đã triển khai thực hiện. Tuy nhiên, trong 5 năm qua, có rất ít doanh nghiệp huy động vốn theo Nghị định này và kết quả huy động đạt rất thấp, mà nguyên nhân là do những hạn chế về thủ tục xét duyệt, phê chuẩn đề án phát hành theo Nghị định còn rất phức tạp. Cùng với nhược điểm này, đối tượng được mua trái phiếu còn hạn chế theo Nghị định và không có quy định cho việc giao dịch và giám sát các hoạt động giao dịch trái phiếu của các doanh nghiệp này trên thị trường thứ cấp.

1.2.3. Nhóm văn bản về phát hành cổ phiếu

Tương tự việc phát hành trái phiếu, văn bản pháp lý liên quan trực tiếp đến việc phát hành cổ phiếu của các doanh nghiệp Việt nam có thể chia thành 2 nhóm văn bản chính:

- *Nghị định 28/CP ngày 22/3/1994 và Nghị định 44/CP ngày 29/6/1998 của Chính phủ về cổ phần hoá DNNN* hướng dẫn việc phát hành cổ phiếu của DNNN.

- *Quyết định số 275/QĐ-NH5 ngày 7/11/1994 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước ban hành Quy chế cổ phần, cổ đông của các tổ chức tín dụng cổ phần.*

Nghị định của Chính phủ về cổ phần hoá DNNN, được ban hành với mục tiêu cổ phần hoá DNNN, nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh, tăng cường vai trò làm chủ doanh nghiệp của người lao động. Theo quy định trong Nghị định này thì cổ phần của các doanh nghiệp này được bán công khai tại các các doanh nghiệp hoặc thông qua các ngân hàng thương mại, các công ty tài chính và các sở, trung tâm giao dịch chứng khoán.

Tuy đã có nhiều chính sách để khuyến khích các DNNN chuyển sang hình thức công ty cổ phần, nhưng hai nghị định này vẫn còn một số điểm hạn chế cơ bản sau:

- Qủy định về việc mua cổ phiếu lần đầu của các DNNN cổ phần hoá của các cá nhân cũng như pháp nhân bị giới hạn về quyền và tỷ lệ mua cổ phiếu được mua, làm hạn chế sự tham gia của các nhà đầu tư dẫn tới làm chậm tiến trình cổ phần hoá.

- Việc cổ phần hoá không quy định công bố thông tin ra công chúng, nên chỉ được tiến hành trong nội bộ các doanh nghiệp, không đảm bảo sự bình đẳng quyền lợi cho các nhà đầu tư.

- Việc xác định giá trị thực tế của doanh nghiệp không bắt buộc phải do kiểm toán độc lập thực hiện và việc giao cho Bộ Tài chính thẩm quyền quyết định giá trị doanh nghiệp có mức vốn trên 10 tỷ đồng sẽ không đảm bảo cho việc định giá chính xác và khách quan. Việc hạn chế giá trị lợi thế chỉ được tính tối đa 30% vào giá trị thực tế của doanh nghiệp sẽ làm hạ thấp giá trị doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và có uy tín.

- Thiếu các quy định về tiêu chuẩn kế toán, kiểm toán và tài chính, đặc biệt là chế độ tài chính của công ty cổ phần, làm hạn chế sự tham gia của người đầu tư bên ngoài vào các doanh nghiệp cổ phần hoá.

1.2.4. Nhóm văn bản về chứng khoán phát hành để giao dịch trên thị trường chứng khoán

Chứng khoán phát hành để giao dịch trên thị trường chứng khoán chịu sự điều chỉnh của Nghị định 48/1998/NĐ-CP do Chính phủ ban hành ngày 11/7/1998 và Thông tư và quy chế hướng dẫn Nghị định 48/CP. Đây là nhóm văn bản mới được ban hành, tuy còn ở mức đơn giản nhưng đã thể hiện tương đối đầy đủ về các khía cạnh của việc phát hành chứng khoán ra công chúng, ngoài ra, Nghị định 48/CP cũng đưa ra những quy định về giao dịch chứng khoán, các định chế trung gian, tổ chức thị trường thứ cấp.... Tuy nhiên, phạm vi điều chỉnh việc phát hành chứng khoán ra công chúng trong Nghị định 48/CP rất hạn hẹp, chỉ áp dụng đối với những chứng khoán phát hành ra công chúng để niêm yết trên thị trường chứng khoán và trước mắt là Trung tâm Giao dịch Chứng khoán.

Chứng khoán quy định tại Nghị định 48/CP có thể là chứng chỉ vật chất hoặc phi vật chất (ghi sổ), ghi danh hoặc vô danh. Đối với cổ phiếu mệnh giá thống nhất là 10.000 đồng, đối với trái phiếu tối thiểu là 100.000 đồng và bội số của 100.000 đồng.

Nhằm đảm bảo thị trường hoạt động an toàn và hiệu quả, Nghị định đưa ra các tiêu chuẩn phát hành, quy định các phương thức, cụ thể hoá các điều kiện làm cơ sở cho việc đưa vào giao dịch tại TTGDCK những hàng hoá có chất lượng cao. Tổ chức phát hành chứng khoán ra công chúng phải đáp ứng các điều kiện nhất định: có mức vốn điều lệ tối thiểu là 10 tỷ đồng; hoạt động kinh doanh có lãi trong 2 năm liên tục gần nhất; thành viên HĐQT và giám đốc có kinh nghiệm quản lý kinh doanh; có phương án khả thi về việc sử dụng vốn phát hành; và phải đảm bảo tỷ lệ phát hành ra công chúng tối thiểu 20% vốn cổ phần của tổ chức phát hành phải được bán cho trên 100 người đầu tư ngoài tổ chức phát hành; và trường hợp cổ phiếu phát hành vượt 10 tỷ đồng phải có tổ chức bảo lãnh phát hành.

Nghị định 48/CP cũng lần đầu tiên đưa ra một định chế tài chính trung gian rất quan trọng trong hoạt động của thị trường chứng khoán đó là tổ chức

bảo lãnh phát hành. Để được bảo lãnh phát hành chứng khoán, tổ chức bảo lãnh phải là công ty chứng khoán có giấy phép hoạt động bảo lãnh phát hành do UBCKNN cấp và không phải là người có liên quan tới tổ chức phát hành và không được bảo lãnh quá 4 lần hiệu số giữa giá trị tài sản có lưu động và tài sản nợ ngắn hạn nhằm ngăn ngừa rủi ro đối với tổ chức bảo lãnh phát hành.

Ngoài ra, Nghị định 48/CP cũng đưa ra những tiêu chuẩn về công bố thông tin tương đối chi tiết, bắt buộc tổ chức phát hành chứng khoán ra công chúng phải tuân thủ chế độ báo cáo nghiêm ngặt cả trước và sau khi phát hành nhằm đảm bảo tính công khai và bảo vệ các nhà đầu tư:

- Tổ chức xin phép phát hành chứng khoán ra công chúng phải chuẩn bị một bản cáo bạch cho mỗi đợt phát hành, trong đó có đầy đủ các thông tin chính xác và cần thiết, có xác nhận của cơ quan kiểm toán được UBCKNN chấp thuận.

- báo cáo UBCKNN về kết quả đợt phát hành trong vòng 10 ngày sau khi kết thúc đợt phát hành

- thực hiện đầy đủ chế độ báo cáo định kỳ hàng năm

- báo cáo kịp thời cho UBCKNN và công bố các thông tin có thể tác động đến giá chứng khoán.

Như vậy, Nghị định 48/1998/ND-CP đã đưa ra đầy đủ quy định từ khái niệm đầy đủ cho các loại chứng khoán, vấn đề thống nhất mệnh giá ... cho tới quy định về việc công bố thông tin với mục đích cuối cùng là bảo vệ người đầu tư. Tuy các quy định mới chỉ ở mức đơn giản nhưng cũng đã tạo ra một khung pháp lý tương đối hoàn chỉnh cho hoạt động của thị trường chứng khoán trong giai đoạn đầu mới hình thành và phát triển.

2. Các cơ quan quản lý phát hành chứng khoán

Như đã nói ở trên, các văn bản pháp lý về chứng khoán và thị trường chứng khoán ở Việt nam tuy vẫn chưa nhiều do thị trường chứng khoán mới ở giai đoạn hình thành, nhưng các văn bản này do rất nhiều cơ quan quản lý ban hành, chưa có một đầu mối thống nhất, làm cho thị trường phát hành chứng khoán của ta mặc dù còn nhỏ bé nhưng bị chia cắt rất nhiều. Hiện nay ở Việt nam có thể phân thành 4 nhóm cơ quan quản lý sau:

2.1. Bộ Tài chính

- Quản lý việc phát hành trái phiếu chính phủ theo Nghị định 72/CP

- Quản lý việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp Nhà nước theo Nghị định 120/CP.

- Quản lý việc phát hành cổ phiếu của các DNNN thực hiện cổ phần hoá theo Nghị định 28/CP và Nghị định 44/CP.

- Quản lý việc phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế theo Nghị định 23/CP.

2.2. Uỷ ban nhân dân tỉnh thành phố trực thuộc trung ương hoặc đơn vị hành chính tương: quản lý việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu của các công ty cổ phần theo Luật Công ty 1990.

2.3. Ngân hàng nhà nước: quản lý việc phát hành chứng khoán của các tổ chức tín dụng theo Pháp lệnh Ngân hàng 1990 và nay là Luật các tổ chức tín dụng.

2.4. Uỷ ban chứng khoán nhà nước: quản lý việc phát hành chứng khoán ra công chúng để được niêm yết trên thị trường chứng khoán (Trung tâm giao dịch Chứng khoán).

Như vậy, công tác quản lý phát hành chứng khoán ở Việt nam chưa có một đầu mối thống nhất như ở các nước khác trên thế giới, thường là Uỷ ban Chứng khoán.

III. THỰC TRẠNG PHÁT HÀNH TRONG THỜI GIAN QUA VÀ NHỮNG VẤN ĐỀ TỒN TẠI

1. Nhu cầu và tiềm năng về vốn:

Trong 5 năm 1991-95, vốn đầu tư phát triển toàn xã hội đạt xấp xỉ 18 tỷ USD. Trong đó Vốn ngân sách nhà nước chiếm 43%, vốn đầu tư của dân chiếm 30% và vốn đầu tư nước ngoài chiếm 27%.

Ước tính nguồn vốn trong dân cư là khoảng 6 tỷ USD trong đó có 44% tiền để dành của dân là mua vàng và ngoại tệ, 20% tiền để dành của dân là mua nhà, đất và cải thiện điều kiện sinh hoạt, 17% gửi tiết kiệm chủ yếu là tiết kiệm

ngắn hạn, 19% dùng trực tiếp cho các dự án đầu tư nhưng phần lớn là đầu tư ngắn hạn. Tuy nhiên, Chính phủ mới huy động được 36% vốn hiện có trong dân dành cho đầu tư phát triển. Bên cạnh đó, còn có 339 triệu USD vốn đầu tư nước ngoài do các quỹ Việt nam quản lý, trong đó chưa đầy 50% mới được đầu tư chủ yếu dưới dạng vốn mạo hiểm, còn lại đang chờ cơ hội để đầu tư vào các chứng khoán thực sự đủ tiêu chuẩn được phát hành ra công chúng.

Gần đây, do nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển, Nhà nước đã mở rộng và đa dạng các hình thức huy động vốn trong dân như trái phiếu kho bạc, tín phiếu, các hình thức tiết kiệm ngắn hạn, dài hạn với lãi suất tương đối phù hợp với xu hướng biến động của thị trường vốn và chỉ số giá cả hàng hoá và dịch vụ.

- Về nhu cầu huy động vốn của Chính phủ thông qua phát hành trái phiếu: Trong năm 1999 và những năm tiếp theo, nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển khá lớn. Theo số liệu của Bộ Tài chính, riêng năm 1999 cần huy động từ **18.000 -19.000** tỷ đồng thông qua phát hành trái phiếu Chính phủ. Trước mắt, Chính phủ đã duyệt kế hoạch huy động khoảng 10.000 tỷ.

- Về nhu cầu huy động vốn của các doanh nghiệp:

Hiện tại ở Việt nam, các doanh nghiệp đang gặp nhiều khó khăn trong việc huy động cả vốn cổ phần và vốn nợ. Hầu hết các công ty cổ phần mới là các công ty cổ phần nội bộ với số vốn điều lệ bình quân chưa đến 9 tỷ đồng, số lượng cổ phiếu phát hành ra công chúng không đáng kể. Chỉ có vài công ty vừa cổ phần hoá có cổ phiếu phát hành ra ngoài công ty đạt mức 20% tổng giá trị cổ phiếu. Riêng đối với các DNNN, nhiều DNNN chưa được Nhà nước cấp đủ vốn điều lệ hoặc vốn bị hao hụt, mất mát do làm ăn thua lỗ, kém hiệu quả mà không được bổ sung. 25% trên tổng số 5790 DNNN hiện nay có vốn dưới 1 tỷ đồng và chỉ có 23% là có vốn từ 10 tỷ đồng trở lên.

Về tình hình vốn nợ của các doanh nghiệp, do thị trường tài chính ở Việt nam chưa phát triển, hầu hết vốn nợ của các doanh nghiệp là nợ ngân hàng, chủ yếu là nợ ngắn hạn. Tuy nhiên, do nguồn tiết kiệm hầu hết là ngắn hạn và do các doanh nghiệp thiếu phương án sản xuất kinh doanh có hiệu quả, chỉ có khoảng 2/3 các doanh nghiệp là vay được vốn của ngân hàng, trong số đó hơn 50% không được vay đủ số vốn cần thiết. Mặt khác, các doanh nghiệp hiện nay có vốn cổ phần quá mỏng, tỷ lệ bình quân vốn nợ/vốn chủ sở hữu hiện nay

là 70/30, thậm chí có những DNNN tỷ lệ này lên tới 10-20 lần. Vì vậy, không ít doanh nghiệp đã sử dụng vốn vay ngắn hạn để đầu tư dài hạn, thể hiện tình trạng tài chính mất cân đối và không an toàn.

Trong khi đó, hiện nay hệ thống ngân hàng đang đứng trước yêu cầu tổ chức lại, nâng cao chất lượng tín dụng và củng cố môi trường pháp lý. Đối với nhiều doanh nghiệp, việc tiếp cận tín dụng ngân hàng sẽ còn khó khăn hơn trước. Việc vay nợ nước ngoài thông qua tín dụng thương mại hoặc vay ngắn hạn chứa đựng rủi ro hối đoái rất lớn và sẽ bị quản lý chặt chẽ hơn. Đầu tư trực tiếp của nước ngoài đang giảm sút mạnh.

Theo kết quả điều tra các doanh nghiệp, nhiều doanh nghiệp có nhu cầu mở rộng sản xuất (nhu cầu vốn dài hạn), nhưng nguồn huy động chủ yếu lại từ việc vay vốn ngắn hạn ngân hàng (chiếm 84.5%), lượng vốn vay lại không đủ, do vậy hạn chế hiệu quả của đồng vốn vay phục vụ việc mở rộng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Theo số liệu điều tra mẫu 150 doanh nghiệp thì từ nay đến năm 2000, nhu cầu vốn cho hoạt động kinh doanh của 150 doanh nghiệp vừa điều tra là trên 8000 tỷ đồng, tính bình quân mỗi doanh nghiệp là khoảng 84 tỷ đồng. Tính từ năm 2000 đến 2005 thì con số này vào khoảng trên 10.000 tỷ đồng, tức là trung bình mỗi doanh nghiệp cần khoảng 100 tỷ đồng.

Tình hình trên đặt ra yêu cầu cấp bách phát triển thị trường vốn nhằm huy động và phân bổ vốn trung và dài hạn cho các doanh nghiệp. Thực tế ngày càng có nhiều doanh nghiệp đã phát hành cổ phiếu ra công chúng mà không có công bố thông tin, ví dụ như năm 1997 Ngân hàng Sài gòn thương tín thông báo bán 150 tỷ đồng cổ phiếu, công ty viễn thông SACOM bán 240.000 cổ phiếu mệnh giá 500.000 đồng.

2. Tình hình phát hành trái phiếu Chính phủ

2.1. Phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường trong nước

Hiện nay, trái phiếu Chính phủ được phát hành thông qua hai phương thức chính: đấu thầu qua Ngân hàng Nhà nước và bán lẻ trực tiếp tại Kho bạc Nhà nước.

- Trái phiếu Chính phủ phát hành bằng phương thức đấu thầu qua Ngân hàng Nhà nước bao gồm các tín phiếu, trái phiếu Kho bạc có thời hạn từ

1 năm trở xuống, theo phương thức đấu thầu kiểu Hà Lan dưới hình thức ghi sổ. Ngân hàng Trung ương làm đại lý cho Bộ Tài chính trong việc nhận đơn đặt thầu, tổ chức xét chọn thầu, công bố kết quả, thanh toán tiền mua trái phiếu và thanh toán trả gốc lãi khi đến hạn; giữ sổ sách và làm thủ tục cầm cố, chuyển nhượng trái phiếu.

- Trái phiếu Chính phủ bán lẻ trực tiếp tại Kho bạc Nhà nước là các trái phiếu Kho bạc thời hạn 2 năm và công trái xây dựng tổ quốc thời hạn 5 năm. Các loại trái phiếu này được phát hành dưới hình thức chứng chỉ với nhiều loại mệnh giá khác nhau, với lãi suất cố định được ấn định theo từng đợt riêng biệt. Theo phương thức này, trái phiếu kho bạc và công trái xây dựng Tổ quốc được bán tại trụ sở Kho bạc nhà nước tỉnh, thành phố, quận huyện trên cả nước. Kho bạc Nhà nước vừa là người bán trái phiếu thu tiền cho ngân sách nhà nước, vừa là người giữ sổ sách làm thủ tục chuyển nhượng và thanh toán gốc, lãi trái phiếu khi đến hạn.

Theo báo cáo của Bộ Tài chính, doanh số phát hành trái phiếu Chính phủ trong những năm qua khá lớn, bình quân từ 5.000 đến 6.000 tỷ/năm. Số dư nợ trái phiếu Chính phủ đến hết năm 1998 đạt 8.600 tỷ, trong đó dư nợ trái phiếu Kho bạc 1 năm phát hành qua đấu thầu là 3.365 tỷ đồng, dư nợ trái phiếu Kho bạc loại kỳ hạn 2 năm bán lẻ là 5.235 tỷ đồng. Tính đến tháng 5/1999, trái phiếu kho bạc phát hành là 3.988 tỷ (trong đó đấu thầu trái phiếu 1 năm là 700 tỷ, trái phiếu bán lẻ 2 năm đạt trên 3.280 tỷ). Dự kiến từ nay đến hết năm 1999, Bộ Tài chính còn phát hành 2.510 tỷ trái phiếu kho bạc và trên 3.000 tỷ công trái xây dựng Tổ quốc (chưa tính nhu cầu huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu Chính phủ cho các công trình).

Kết quả huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu Chính phủ đã góp phần quan trọng trong việc giải quyết thiếu hụt ngân sách nhà nước và cho đầu tư phát triển, góp phần ổn định điều hoà lưu thông tiền tệ.

Với độ an toàn cao, phạm vi và đối tượng huy động rộng, cơ chế quản lý ngày càng hoàn thiện, Trái phiếu chính phủ có khả năng đáp ứng được các nhu cầu giao dịch và trao đổi trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, việc phát hành trái phiếu chính phủ cũng gặp phải những khó khăn và hạn chế sau:

- Môi trường kinh tế vĩ mô không thuận lợi: nền kinh tế còn trong tình trạng phát triển chưa vững chắc, thu nhập bình quân đầu người và tỷ trọng nguồn vốn tiết kiệm để đầu tư còn thấp, đồng tiền chưa thật sự ổn định.

- Khối lượng trái phiếu chính phủ phát hành hàng năm còn thấp, mới chỉ ở mức trên dưới 2% GDP; thời hạn trái phiếu còn ngắn, loại kỳ hạn 2 năm trở xuống chiếm tới 90% doanh số phát hành. Lãi suất trái phiếu hoặc là quy định ở mức khá cao, hoặc phải vận dụng cơ chế thả nổi hàng năm.

- Thị trường vốn dài hạn gần như chưa hoạt động, thị trường vốn ngắn hạn tuy đã phát triển dưới nhiều hình thức khác nhau nhưng chưa được tổ chức, quản lý thống nhất. Chưa có các định chế tài chính trung gian, chuyên môn hoá các nghiệp vụ bảo lãnh, môi giới, kinh doanh chứng khoán. Vì vậy các loại trái phiếu ít về số lượng, mẫu mã chưa được chuẩn hoá, chưa có cơ chế giao dịch, mua bán, chiết khấu.

- Cơ chế quản lý, phát hành và thanh toán trái phiếu chưa bảo đảm tính khoa học, công nghệ thạnh toán lạc hậu, cơ chế chuyển nhượng của một một số loại trái phiếu còn bị gò bó, chưa đáp ứng nhu cầu giao lưu vốn thông thoáng trên thị trường thứ cấp.

- Cơ chế phát hành trái phiếu huy động cho các công trình trong kế hoạch đầu tư XDCB của Nhà nước còn nhiều hạn chế do cơ chế chính sách quá chặt chẽ, không phù hợp với thực tế. Phần lớn các công trình không tự tổ chức huy động được mà phải dựa vào kênh huy động vốn của Kho bạc, dù lãi suất huy động đã giảm nhiều nhưng thời hạn trái phiếu đấu thầu 1 năm như hiện nay là quá ngắn, không phù hợp với thời gian thi công và khả năng hoàn vốn của công trình.

- Thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc qua Ngân hàng nhà nước có số thành viên tham gia thị trường hạn chế là các ngân hàng thương mại quốc doanh và các công ty bảo hiểm nhà nước quen thuộc. Các phiên đấu thầu chưa được tổ chức định kỳ thường xuyên và chưa có nhiều loại tín phiếu có kỳ hạn khác nhau. Trong từng phiên đấu thầu còn quy định một loại kỳ hạn và áp dụng cơ chế lãi suất trần, vì thế chưa phát huy đầy đủ hiệu lực của pháp luật hiện hành (cho phép tổ chức đấu thầu các loại tín phiếu và trái phiếu kho bạc theo Luật NHNNVN).

2.2. Phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị trường vốn quốc tế

Trong điều kiện quốc tế hoá nền kinh tế thế giới hiện nay, việc tham gia hoạt động trên thị trường vốn quốc tế thông qua phát hành trái phiếu quốc tế mà trước hết là trái phiếu Chính phủ ra thị trường vốn quốc tế được nhiều nước thực hiện có hiệu quả. Đối với Việt nam, trong điều kiện nguồn vốn trong nước còn hạn hẹp, huy động vốn từ nước ngoài dưới hình thức ODA, FDI gặp nhiều khó khăn, việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu quốc tế có ý nghĩa và tầm quan trọng đặc biệt trong giai đoạn đẩy mạnh công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế nhanh, hiệu quả cao và bền vững.

Ngay từ đầu những năm 1990, Bộ Tài chính đã xúc tiến việc nghiên cứu, xây dựng đề án phát hành trái phiếu Chính phủ Việt nam ra thị trường vốn quốc tế. Việt nam có các điều kiện thuận lợi để phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế như: ổn định về chính trị, tỷ lệ tăng trưởng kinh tế khá cao, lạm phát đã được kiềm chế, giá trị đồng tiền Việt nam và tỷ giá hối đoái tương đối ổn định, tỷ lệ bội chi ngân sách nhà nước so với GDP đã thu hẹp, quan hệ quốc tế đang được mở rộng và có xu hướng phát triển tốt, đặc biệt Việt nam đã giải quyết xong nợ Chính phủ tại Câu lạc bộ Paris, đang xúc tiến đàm phán nợ thương mại tại câu lạc bộ London. Các nhân tố đó tạo ra sự tin tưởng cho các nhà đầu tư quốc tế đang rất quan tâm đến thị trường châu Á.

Năm 1995, Bộ Tài chính đã phối hợp với các Bộ, ngành, nghiên cứu chuẩn bị phương án phát hành trái phiếu Chính phủ Việt nam lần đầu ra thị trường vốn quốc tế với mức phát hành 100-150 triệu đô la Mỹ vào thị trường châu Âu. Dự kiến vốn huy động sẽ được đầu tư phát triển các ngành trọng điểm: điện lực, dầu khí, hàng không, bưu chính viễn thông,... làm động lực phát triển kinh tế đất nước. Trên cơ sở phát hành đầu tiên thực hiện thành công sẽ mở đường cho các doanh nghiệp, ngân hàng thương mại quốc doanh phát hành trái phiếu quốc tế tăng vốn cho đầu tư phát triển kinh doanh. Tuy nhiên, trong thời gian này, công việc chuẩn bị cho đợt phát hành trái phiếu còn gặp nhiều trở ngại như các vấn đề có liên quan tới đàm phán nợ tại Câu lạc bộ London bị trì hoãn nhiều lần, đến tháng 3/1998 mới kết thúc, tình hình thị trường vốn quốc tế lúc này có nhiều biến động không thuận lợi cho việc phát hành, nhất là thị trường châu Á do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính

- tiền tệ của các nước trong khu vực xảy ra từ giữa năm 1997. Cũng trong quá trình chuẩn bị, các tổ chức quốc tế như IMF và WB khuyến nghị Việt nam chưa nên phát hành trái phiếu quốc tế vì họ cho rằng việc phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị trường vốn quốc tế cũng như vay thương mại, thời hạn ngắn, lãi suất cao. Trong giai đoạnh này Việt nam nên triệt để sử dụng vốn vay ưu đãi ODA, hạn chế vay thương mại, giảm bớt gánh nặng trả nợ nước ngoài. Hơn nữa, Việt nam cần xử lý dứt điểm nợ cũ trước khi dự tính đến việc vay mới. Đồng thời họ cũng khuyến nghị rằng nếu Việt nam phát hành trái phiếu quốc tế, nguồn vốn huy động phải được sử dụng cho các công trình dự án vay lại, không được chi dùng cho ngân sách nhà nước.

Vì những lý do trên, việc chuẩn bị cho đợt phát hành trái phiếu quốc tế lần đầu tạm thời bị gián đoạn. Tuy nhiên, trong thời gian tới cũng như lâu dài, Việt nam cần phải tham gia vào thị trường vốn quốc tế, vì việc thu hút vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài ngày càng khó khăn, các khoản vay ODA ngày càng hạn chế với các điều kiện cam kết chặt chẽ hơn.

3. Tình hình phát hành trái phiếu doanh nghiệp

3.1. Phát hành trái phiếu theo Luật công ty 1990

Trong Luật Công ty 1990 cho phép các công ty cổ phần phát hành trái phiếu, đồng thời cũng đã quy định các điều kiện cho việc cấp phép phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, cho tới nay chưa có văn bản hướng dẫn cụ thể và cũng chưa có doanh nghiệp nào phát hành trái phiếu theo Luật này.

3.2. Phát hành trái phiếu của DNNN theo Nghị định 120/CP

Trước khi có Nghị định 120/CP, tháng 6 năm 1994, Tổng công ty Xi măng Việt nam đã được Bộ Tài chính phê duyệt đề án phát hành trái phiếu huy động vốn đầu tư xây dựng Nhà máy xi măng Hoàng thạch mở rộng. Kế hoạch huy động này chia làm hai đợt với tổng số huy động dự kiến là 150 tỷ(trong đó đợt I là 50 tỷ), trái phiếu có kỳ hạn 4 năm, lãi suất công bố hàng năm. Đối tượng mua trái phiếu là các doanh nghiệp và các tầng lớp dân cư trên địa bàn cả nước. Nhưng thực tế đợt phát hành lần đầu vào tháng 7 năm 1994, Tổng công ty Xi măng chỉ huy động được 45 tỷ đồng (30% kế hoạch) và chủ yếu bán cho cán bộ công nhân viên của nhà máy và ngành xi măng.

Sau khi Chính phủ ban hành Nghị định số 120/CP, nhiều DNNN đang có nhu cầu đầu tư vốn vào sản xuất kinh doanh, đặc biệt là các doanh nghiệp

trong ngành điện và xi măng, đã trình Bộ Tài chính phương án phát hành trái phiếu và một số doanh nghiệp đã triển khai thực hiện.

Từ tháng 9/1994 đến tháng 6/1995, Nhà máy Xi măng Anh Sơn phát hành trái phiếu thông qua hệ thống kho bạc trên địa bàn tỉnh Nghệ an. Đối tượng mua trái phiếu là cán bộ, nhân dân tỉnh Nghệ an, các cá nhân thuộc mọi thành phần kinh tế là người Nghệ an sống và làm việc trong nước và nước ngoài. Đợt phát hành dự kiến huy động 52 tỷ đồng để đầu tư dây chuyền sản xuất kinh doanh, thời hạn 3 năm và 5 năm, lãi suất 15%/năm. Sau gần 10 tháng phát hành, kết quả huy động được 7,7 tỷ đồng, trong đó trái phiếu thời hạn 3 năm chiếm tới 97%.

Năm 1997, Bộ Tài chính phê duyệt đề án phát hành trái phiếu của Công ty Thép Miền nam dự kiến huy động 9,2 tỷ đồng từ cán bộ, công nhân viên của công ty để góp vốn liên doanh Công ty Thép Long Bình và Công ty Gia công và dịch vụ Thép Sài gòn. Trái phiếu phát hành có thời hạn 25 và 30 năm. Lãi suất công bố hàng năm và được tính toán dựa trên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Đánh giá việc triển khai thực hiện Nghị định 120/CP, thực tế có ít doanh nghiệp lựa chọn hình thức huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu theo Nghị định này và kết quả đạt được rất thấp do những nguyên nhân sau:

- Các doanh nghiệp chưa quen với hình thức huy động vốn này, thủ tục xét duyệt, phê chuẩn đề án phát hành trái phiếu còn rất phức tạp nên họ đã chuyển sang các hình thức huy động khác như huy động trực tiếp từ cán bộ công nhân viên của doanh nghiệp, góp vốn liên doanh, liên kết hoặc vay ngân hàng...

- Trái phiếu được bán cho một số đối tượng hạn chế, trong điều kiện người dân chưa quen với hình thức đầu tư này nên kết quả phát hành đạt thấp (Nhà máy Xi măng Anh Sơn huy động đạt 14,8%, Nhà máy Xi măng Hoàng Thạch đạt 30% so với kế hoạch).

- Các doanh nghiệp chưa nhận thức được tầm quan trọng của hình thức huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu. Đây là biện pháp tài trợ vốn có nhiều ưu việt so với các hình thức huy động vốn khác, doanh nghiệp phát hành có cơ hội mở rộng đối tượng cho vay vốn, được tiếp xúc trực tiếp với các nhà đầu tư nên có khả năng huy động khối lượng vốn lớn, giảm chi phí so với các

khoản vay của ngân hàng. Ngoài ra, trái phiếu DNNN được Bộ Tài chính bảo đảm thanh toán, giúp cho doanh nghiệp có điều kiện giảm chi phí lãi suất.

3.3. Phát hành trái phiếu của các tổ chức tín dụng

Từ vài năm nay, các ngân hàng thương mại đã chủ động phát hành trái phiếu có thời hạn trên 1năm, với lãi suất khá hấp dẫn. Trong vòng hơn một tháng, kể từ ngày 17/4/1999, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt nam đã phát hành được 1900 tỷ đồng trái phiếu có kỳ hạn từ 2 năm đến 5 năm, trong đó loại trái phiếu kỳ hạn 2 năm chiếm tới 80%, lãi suất trả trước là 12,5%/năm. Trước đó, cùng thời kỳ này năm 1998, Ngân hàng này cũng đã phát hành được hơn 1000 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 1-5 năm, với lãi suất từ 1,163%/tháng đến 1,350%/tháng. Công ty tài chính quốc tế Việt nam VILC, thông qua Ngân hàng Công thương Việt nam làm đại lý phát hành, chỉ trong 2 giờ làm việc ngày 10/8/1999 đã phát hành đợt 1 được 10 tỷ đồng trái phiếu, thời hạn 2 năm, 6 tháng trả lãi một lần, lãi suất năm đầu là 12%, lãi suất năm sau khong thấp hơn năm trước. Và gần đây, ngày 25/10 VILC đã phát hành tiếp đợt 2 được 10 tỷ đồng trái phiếu với cùng thời hạn và định kỳ trả lãi như đợt 1 những với lãi suất 9,5%/năm.

3.4. Về việc phát hành trái phiếu quốc tế của các DNNN

Tuy Nghị định 23/CP về phát hành trái phiếu quốc tế được ban hành đã lâu, nhưng thực tế chưa có doanh nghiệp nào phát hành chứng khoán theo Nghị định này. Nguyên nhân chủ yếu là do:

- Hiện tại, Việt nam có định mức tín nhiệm rất thấp trên thị trường vốn quốc tế. Theo tiêu chuẩn của Moody thì nhà nước Việt nam có định mức tín nhiệm B1, còn theo tiêu chuẩn đánh giá của Standard & Poor thì là CCC. Với mức tín nhiệm thấp như vậy, các doanh nghiệp nhà nước Việt nam muốn phát hành trái phiếu ra thị trường Eurobond hoặc thị trường Yankee bond thì sẽ phải chịu mức lãi suất ít nhất là 8%/năm, cộng thêm các chi phí phát hành khác thì tổng mức chi phí sẽ lên khoảng 10%/năm.

- Một số doanh nghiệp dự định phát hành trái phiếu quốc tế dưới hình thức thế chấp nguồn thu ngoại tệ hoặc phát hành dưới tên của các tổ chức tài chính lớn. Theo hình thức phát hành này, các doanh nghiệp cũng phải chịu mức tổng chi phí vốn vay trên 8,5%/năm.

Tóm lại, việc phát hành trái phiếu ở Việt nam còn ít chủ yếu do những nguyên nhân sau:

- Với mức lạm phát không ổn định (năm 1998 tỷ lệ lạm phát ở mức 9,2% - gấp đôi so với năm 1997) cộng thêm lãi suất huy động của các ngân hàng thương mại và lãi suất trái phiếu kho bạc ở mức khá cao, cụ thể là các ngân hàng thương mại huy động với mức lãi suất 12%, còn trái phiếu kho bạc có mức lãi suất cao tới 13%. Các doanh nghiệp muốn tạo sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư sẽ phải cạnh tranh đưa ra mức lãi suất trên 13%, cộng thêm chi phí phát hành vào khoảng 1-2% thì hàng năm sẽ phải chịu mức chi phí lên tới 15%. Với điều kiện kinh doanh chung hiện nay thì các doanh nghiệp không thể có khả năng chịu được mức chi phí cao như vậy.

- Ngoài ra, có nhiều doanh nghiệp nhà nước được hưởng vốn vay ưu đãi của chính phủ với mức lãi suất khá thấp (6-7%/năm). Điều này thực sự gây trở ngại cho những doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu để huy động vốn với mức lãi suất phải trả lên tới 13-14%/năm.

4. Tình hình phát hành cổ phiếu

4.1. Đối với doanh nghiệp nhà nước thực hiện cổ phần hoá

Chủ trương cổ phần DNNN lần đầu tiên được nêu lên tại Nghị quyết Hội nghị lần thứ 2 Ban chấp hành Trung ương khoá VII (tháng 11/91). Qua 8 năm thực hiện, quá trình cổ phần hoá có thể chia làm 2 giai đoạn chính:

- Giai đoạn thí điểm (1992-1995): sau 4 năm triển khai Quyết định số 202/CT đã chuyển được 5 DNNN thành công ty cổ phần: Công ty đại lý liên hiệp vận chuyển (1993); Công ty Cơ điện lạnh (1993); Xí nghiệp giày Hiệp An (1994); Xí nghiệp chế biến hàng xuất khẩu (1995) và Xí nghiệp Chế biến thức ăn gia súc (1995).

- Giai đoạn mở rộng (1996-nay): trên cơ sở đánh giá các ưu khuyết trong giai đoạn thí điểm, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 28/CP ngày 7/5/1996. Tuy nhiên ròng rã hơn 5 năm mà các ngành các địa phương trong cả nước mới chỉ cổ phần hoá được 18 doanh nghiệp, là quá ít và chậm. Để tạo ra một bước chuyển biến mạnh mẽ hơn cho quá trình cổ phần hoá, Chính phủ có chỉ thị 20/1998/CT-TTg về đẩy mạnh sắp xếp và đổi mới doanh nghiệp Nhà

nước và Chính phủ ban hành Nghị định 44/1998/NĐ-CP ngày 29/6/1998 thay thế cho Nghị định 28/CP.

Như vậy, tính đến tháng 8/1999, cả nước có 226 doanh nghiệp Nhà nước đã thực hiện cổ phần hoá với tổng số vốn điều lệ trên 1.000 tỷ đồng:

- Hầu hết các doanh nghiệp cổ phần hoá là các doanh nghiệp nhỏ, vốn điều lệ thấp (bình quân 5,7 tỷ đồng trên 1 doanh nghiệp). Trong số 226 công ty cổ phần, chỉ có 31 công ty có vốn điều lệ trên 10 tỷ đồng; còn lại là các công ty có vốn điều lệ dưới 10 tỷ đồng; thậm chí có 22 công ty có vốn điều lệ không đạt 1 tỷ đồng.

- Phần vốn thuộc sở hữu nhà nước vẫn chiếm tỷ lệ lớn (35%); phần bán cho cán bộ công nhân viên trong doanh nghiệp chiếm tỷ lệ còn cao hơn (38%); tỷ lệ cổ phần bán cho công chúng ngoài doanh nghiệp thấp, trong đó chỉ có khoảng 50 công ty đạt được tỷ lệ bán ra công chúng trên 20 %.

- Các doanh nghiệp cổ phần hoá phát hành cổ phiếu dưới hình thức chứng chỉ có mệnh giá phổ biến là 100.000 đồng - gấp 10 lần mệnh giá quy định trong Nghị định 48/CP. Các chứng chỉ này do Kho bạc Nhà nước in và cung cấp cho công ty; số cổ phiếu thuộc sở hữu nhà nước và số cổ phiếu mua chịu của CBCNV được lưu giữ tại công ty; phần CBCNV đã mua và phần bán ra công chúng ngoài doanh nghiệp do cá nhân các nhà đầu tư nắm giữ.

- Kết quả bước đầu của những công ty thực hiện cổ phần hoá: vốn điều lệ tăng bình quân 19,06%/năm; doanh thu tăng bình quân 46%/năm; lợi nhuận tăng bình quân 44%/năm; Các khoản nộp ngân sách tăng bình quân 82%/năm; số lao động làm việc tại công ty tăng bình quân 14,3%/năm.

Tuy nhiên, so với mục tiêu chuyển 150 DNNN (năm 1998) và 400 DNNN (năm 1999) thành công ty cổ phần và so với số lượng các DNNN không thuộc diện nhà nước nắm giữ 100% vốn thì tiến trình cổ phần còn quá chậm là do các nguyên nhân chủ yếu sau:

- *Một là:* cơ chế chính sách cổ phần hoá chậm được ban hành và thiếu đồng bộ, thiếu tính cụ thể, quy trình xác định giá trị doanh nghiệp quá phức tạp, còn nhiều mặt chưa phù hợp;

- *Hai là:* trước yêu cầu mới, các doanh nghiệp còn nhiều bỡ ngỡ, lúng túng;

- *Ba là*: một số Bộ và địa phương, TCT Nhà nước chưa nhận thức đầy đủ ý nghĩa chủ trương cổ phần. Do đó, thiếu chủ động và chưa kiên quyết tổ chức triển khai;

- *Bốn là:* công tác tuyên truyền giáo dục từ trong Đảng, trong bộ máy Nhà nước từ Trung ương đến địa phương chưa được đẩy mạnh;

- *Năm là*: môi trường kinh tế chưa thật sự bình đẳng, chưa tạo được mặt bằng thống nhất về cơ chế chính sách cho các thành phần kinh tế cùng cạnh tranh phát triển, cơ chế tài chính cho các doanh nghiệp ngoài quốc doanh, công ty cổ phần chưa có;

- *Sáu là:* việc thực hiện các quy định công khai tài chính của doanh nghiệp chưa thành nền nếp thường xuyên. Các thông tin tài chính về cổ phần hoá thường chỉ được phổ biến trong nội bộ doanh nghiệp và các cơ quan liên quan, chưa được phổ biến rộng rãi ra bên ngoài. Đây là trở ngại chính làm cho công tác cổ phần hoá chưa được sự hưởng ứng, tham gia đông đảo của công chúng đầu tư bên ngoài doanh nghiệp cổ phần hoá;

- *Bảy là:* chưa có thị trường vốn phát triển, chưa có thị trường chứng khoán để tạo điều kiện thúc đẩy cổ phần hoá.

4.2. Đối với công ty cổ phần và các tổ chức tín dụng cổ phần phát hành theo Luật Công ty 1990 và Luật các Tổ chức tín dụng

Đến tháng 9/1999, cả nước có trên 200 công ty cổ phần và các tổ chức tín dụng cổ phần; trong đó có 52 ngân hàng thương mại cổ phần; 4 công ty tài chính; 5 công ty bảo hiểm; còn lại là các công ty thuộc lĩnh vực sản xuất kinh doanh và thương nghiệp dịch vụ:

- Ngoài các ngân hàng thương mại cổ phần có vốn điều lệ lớn, còn đa phần các công ty cổ phần đều có vốn điều lệ nhỏ. Trong số trên 200 công ty thành lập theo Luật Công ty 1990 này thì các NHTMCP có hoạt động kinh doanh có hiệu quả hơn cả. Tuy nhiên hiện nay các ngân hàng này cũng phải đối đầu với những khó khăn trong hoạt động kinh doanh, hiệu quả kinh doanh

thấp do hoạt động tín dụng kém hiệu quả ở nhiều ngân hàng để lại từ những năm 1996,1997.

- Đa số các ngân hàng này có tỷ lệ nợ quá hạn khá cao, một mặt do chất lượng tín dụng kém, mặt khác do những vướng mắc trong xử lý tài sản thế chấp và lập dự phòng.

- Việc thực hiện quy định tăng vốn điều lệ nhằm tăng nội lực hoạt động của các ngân hàng tiến triển chậm

- Thực tế có một số NHTMCP đáp ứng ba tiêu chuẩn chủ yếu quy định trong Nghị định 48/1998/ND-CP, nhưng để được niêm yết trên TTGDCK thì các ngân hàng gặp phải một số vướng mắc liên quan đến cổ phiếu do có những quy định chặt chẽ về việc chuyển nhượng cổ phần và tăng vốn của ngân hàng nhà nước. Để hỗ trợ cho các ngân hàng này tham gia niêm yết trên TTGDCK, cần có sự hợp tác của ngân hàng nhà nước để tháo gỡ những vướng mắc này.

5. Các định chế trung gian tài chính

Cho đến tháng 9/1999, ở Việt nam chỉ **có 52 ngân hàng thương mại cổ phần; 4 công ty tài chính; 5 công ty bảo hiểm**. Các trung gian tài chính còn ít và chưa đảm bảo nguyên tắc trung gian trong hoạt động, không đảm bảo được lợi ích cho cả nhà đầu tư và nhà phát hành. Hoạt động bảo lãnh phát hành còn rất hạn chế, quá trình phát hành chứng khoán của các tổ chức phát hành chưa gắn với hoạt động của các tổ chức bảo lãnh phát hành chứng khoán. Sự thiếu vắng các tổ chức bảo lãnh phát hành ảnh hưởng tới việc định giá chứng khoán không được đảm bảo, chứng khoán không được phân phối cho đông đảo các nhà đầu tư như đã nêu ở trên.

6. Công tác kế toán và kiểm toán:

Từ năm 1996 trở lại đây, Hệ thống kế toán Việt Nam đã được đổi mới về cơ bản và khá toàn diện, ngày càng phù hợp hơn với nguyên tắc và thông lệ Kế toán quốc tế, mà khởi đầu bằng việc ban hành Hệ thống Kế toán doanh nghiệp vào tháng 11/1995. Kế toán công cũng được cải cách một bước. Kiểm toán độc lập, kiểm toán nhà nước, kiểm toán nội bộ dần dần hình thành và khẳng định được vai trò của mình.

Hệ thống kiểm toán độc lập của Việt nam phát triển khá nhanh, tạo thành một thị trường cung cấp dịch vụ kế toán - kiểm toán rộng khắp trong cả nước với 18 công ty đang hoạt động, trong đó có 6 công ty là doanh nghiệp nhà nước, 7 công ty tư nhân, 4 công ty 100% vốn đầu tư nước ngoài, 1 công ty liên doanh và một số văn phòng tư vấn tài chính kế toán khác. Số lượng các nhân viên làm việc tại các công ty kế toán, kiểm toán từ chỗ chỉ có 15 người vào cuối năm 1991, hiện nay đã có 1331 người trong đó có 258 người có chứng chỉ kiểm toán viên Việt nam và 86 người có chứng chỉ kiểm toán nước ngoài, chiếm hơn 33% nhân viên chuyên nghiệp. Với các kết quả đạt được trong những năm qua, các công ty dịch vụ kế toán - kiểm toán đã khẳng định được sự cần thiết cũng như vị trí, vai trò của mình và đáp ứng được một phần các nhu cầu của loại dịch vụ này trong nền kinh tế thị trường Việt nam hiện nay.

Hệ thống kiểm toán nhà nước cũng đang hình thành hệ thống thống nhất với trên 500 cán bộ làm việc tại văn phòng trung ương và 3 văn phòng khu vực: Hà nội, Quảng nam Đà nẵng và thành phố Hồ Chí Minh.

Từ tháng 10/1997 đến nay, Việt nam cũng đã hình thành hệ thống kiểm toán nội bộ trong các doanh nghiệp nhà nước lớn với hàng trăm người làm việc.

Hội kế toán Việt nam từ một hội quần chúng đã trở thành một hội nghề nghiệp với trên 6000 hội viên, đã trở thành thành viên thứ 170 của Liên đoàn Kế toán quốc tế (IFAC), và là thành viên thứ 7 của Hiệp hội kế toán ASEAN (AFA).

Vừa qua, Bộ Tài chính đã ban hành một số chuẩn mực kiểm toán Việt nam, trong đó quy định rõ các nguyên tắc, quy trình thực hiện kiểm toán, các thủ tục cơ bản và hướng dẫn thể thức áp dụng các nguyên tắc và thủ tục cơ bản đó trong quá trình kiểm toán báo cáo tài chính. Hiện tại có 4 chuẩn mực kiểm toán đầu tiên được công bố như sau:

- Chuẩn mực số 200 quy định mục tiêu và nguyên tắc cơ bản chi phối kiểm toán báo cáo tài chính: Kiểm toán viên và công ty kiểm toán phải luôn nắm vững mục tiêu kiểm toán là đưa ra ý kiến về sự trung thực và hợp lý của báo cáo tài chính trên cơ sở các nguyên tắc cơ bản là tuân thủ pháp luật của

nhà nước, tuân thủ các nguyên tắc đạo đức nghề nghiệp, tuân thủ chuẩn mức kiểm toán và kiểm toán viên phải có thái độ hoài nghi mang tính nghề nghiệp.

- Chuẩn mực số 210 về hợp đồng kiểm toán: chuẩn mực này quy định các nguyên tắc và nội dung cơ bản của các thoả thuận giữa công ty kiểm toán với khách hàng về các điều khoản và điều kiện của hợp đồng kiểm toán, về trách nhiệm của công ty kiểm toán và khách hàng khi thực hiện hoặc thay đổi các điều khoản của hợp đồng kiểm toán. Chuẩn mực này cũng hướng dẫn các nguyên tắc và nội dung cơ bản của hợp đồng kiểm toán.

- Chuẩn mực số 230 về hồ sơ kiểm toán: chuẩn mực này quy định các kiểm toán viên phải thu thập và lưu trong hồ sơ kiểm toán mọi tài liệu, thông tin cần thiết liên quan đến cuộc kiểm toán đủ để làm cơ sở cho việc hình thành ý kiến kiểm toán của mình và chứng minh rằng cuộc kiểm toán đã được thực hiện theo đúng các chuẩn mực kiểm toán Việt nam (hoặc chuẩn mực kế toán quốc tế được công nhận).

- Chuẩn mực số 700 quy định báo cáo kiểm toán về báo cáo tài chính: kiểm toán viên và công ty kiểm toán phải soát xét và đánh giá những kết luận rút ra từ các bằng chứng thu thập được và sử dụng những kết luận này để làm cơ sở cho ý kiến của mình về báo cáo tài chính của đơn vị được kiểm toán. Báo cáo kiểm toán phải ghi rõ ý kiến của kiểm toán và công ty kiểm toán về toàn bộ báo cáo tài chính đã được kiểm toán.

Hệ thống các chuẩn mực kiểm toán mới ban hành đã đánh dấu một bước chuyển biến tích cực theo xu hướng hội nhập quốc tế của ngành Tài chính kế toán Việt nam. Tuy nhiên, bước chuyển đổi này vẫn tiến hành theo những bước đi dè dặt, chưa thực sự chuyển mình. Thực tế là chưa công bố hết toàn bộ các chuẩn mực kiểm toán, trong khi đó chuẩn mực kế toán mới trong giai đoạn soạn thảo. Hệ thống chuẩn mực Kế toán Việt Nam hiện nay chưa phù hợp với thông lệ quốc tế, chưa được quốc tế công nhận làm cơ sở ghi chép kế toán và lập báo cáo tài chính.Việc áp dụng chế độ kế toán chưa thống nhất. Cụ thể là các doanh nghiệp Việt nam áp dụng chế độ kế toán thống kê của Việt nam trong khi doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài áp dụng chế độ kế toán theo tiêu chuẩn quốc tế (nếu được Bộ Tài chính chấp thuận). Phương pháp hạch toán kế toán yếu kém, quy chế tài chính không đòi hỏi phải có các báo cáo tài

chính đúng hạn và chính xác. Cộng với việc các chủ sở hữu và đội ngũ quản lý doanh nghiệp tự đặt ra các nguyên tắc riêng trong quản lý tài chính nhằm trốn tránh nghĩa vụ thuế, hợp lý hoá các khoản chi tiêu sai nguyên tắc... đã làm cho thông tin do báo cáo tài chính đưa lại không còn phản ánh chính xác tình hình tài chính của doanh nghiệp. Nhiều cơ quan nhà nước được giao nhiệm vụ quản lý tài chính đã không theo kịp tình hình phát triển của doanh nghiệp. Nội dung quản lý trùng lắp, không xuyên suốt, không thực sự phối hợp một cách đồng bộ nên chưa nắm được thực chất hoạt động của các đơn vị.

Tóm lại công tác kế toán, kiểm toán còn một số tồn tại chủ yếu sau:

- Kế toán, kiểm toán còn nhiều điểm chưa theo tiêu chuẩn quốc tế;
- Việc thực hiện pháp lệnh kế toán không nghiêm, không bị cưỡng chế;
- Chưa có chế độ tài chính thống nhất cho các công ty cổ phần và các loại hình doanh nghiệp khác ngoài DNNN;
- Ngoài ra, chính sách thuế áp dụng cho người đầu tư và các công ty chứng khoán cho tới nay cũng chưa được ban hành.

7. Về công bố thông tin.

Như đã nói ở trên, đây là vấn đề cơ bản nhất trong việc phát hành chứng khoán nếu muốn có sự tham gia đông đảo của công chúng đầu tư. Tuy nhiên việc công bố thông tin doanh nghiệp chưa được thực hiện thường xuyên và chưa được thể hiện đầy đủ trong các văn bản pháp luật. Đây là một trong nguyên nhân chính làm cho việc phát hành chứng khoán chưa có sự tham gia đông đảo của công chúng đầu tư.

Tóm lại, để thị trường chứng khoán sơ cấp Việt nam phát triển, còn nhiều việc phải làm. Trước mắt là chúng ta phải khắc phục những tồn tại đã nêu trên về khung pháp lý cho thị trường sơ cấp; về công tác kế toán kiểm toán; công tác công bố thông tin, phát triển các tổ chức tài chính trung gian, ngoài ra cần phải có sự tuyên truyền, giáo dục không chỉ đông đảo trong dân chúng mà cả những cán bộ quản lý, điều hành thị trường này.

CHƯƠNG 3
CHÍNH SÁCH VÀ GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN SƠ CẤP Ở VIỆT NAM

I. GIẢI PHÁP TRƯỚC MẮT

Thực tế là chúng ta đang xây dựng thị trường chứng khoán trong điều kiện còn chưa đầy đủ nền tảng cơ sở hạ tầng, thiếu kiến thức kinh nghiệm và chưa đạt được độ tin cậy cao từ phía người đầu tư. Điều này đòi hỏi chúng ta phải có một hướng đi phù hợp trong việc hình thành và phát triển thị trường chứng khoán, trong đó có thị trường sơ cấp.

Như đã nói ở trên, thị trường sơ cấp là thị trường phát hành với sự tham gia hoạt động chủ yếu của thành phần sau:

- Các chủ thể tham gia thị trường sơ cấp, trong đó có tổ chức phát hành là các doanh nghiệp từ mọi thành phần kinh tế đang có nhu cầu thu hút vốn đầu tư, tổ chức tài chính trung gian làm nhiệm vụ kết nối cung cầu, kết nối thị trường sơ cấp với thị trường thứ cấp và các nhà đầu tư mua chứng khoán trực tiếp trên thị trường sơ cấp.

- Bộ máy quản lý nhà nước với chức năng quản lý, giám sát các hoạt động trên thị trường;

Để có được một thị trường sơ cấp hoạt động hiệu quả cần phải có một bộ máy quản lý nhà nước nhất quán, trong đó phải thống nhất việc phân cấp quản lý giữa các bộ, ngành và có sự phối hợp đồng bộ các chính sách vĩ mô chi phối việc quản lý và hoạt động của các chủ thể tham gia thị trường này. Đồng thời, việc xây dựng chính sách nên tham khảo các tiêu chuẩn quốc tế với sự vận hành sáng tạo vào tình hình, hoàn cảnh thực tế của Việt nam.

Về tổng thể, để sớm đưa thị trường chứng khoán, trong đó có thị trường sơ cấp vào hoạt động có hiệu quả, cần phải hoàn thiện và đồng bộ hoá khung pháp lý; đồng thời có các chính sách ưu tiên, khuyến khích các chủ thể tham gia thị trường từ các góc độ khác nhau:

1. Đối với các tổ chức phát hành

Ở nước ta, những tổ chức phát hành chứng khoán chính trên thị trường sơ cấp là:

- Các doanh nghiệp cổ phần và các doanh nghiệp cổ phần hoá phát hành cổ phiếu và trái phiếu;

- Các công ty trách nhiệm hữu hạn và doanh nghiệp nhà nước phát hành trái phiếu công ty;

- Chính phủ phát hành trái phiếu Chính phủ (TPCP).

1.1. Khuyến khích các doanh nghiệp phát hành và niêm yết chứng khoán

Về lâu dài, trái phiếu và cổ phiếu công ty được xác định là nguồn hàng chính cho thị trường. Tuy nhiên, hiện nay, tiến trình cổ phần hoá vẫn còn chậm và chất lượng kém nên phần lớn các doanh nghiệp chưa đủ điều kiện phát hành ra công chúng. Hơn nữa, các văn bản pháp luật hiện hành vẫn còn nhiều vấn đề chưa được hoàn thiện; chưa đồng bộ và thiếu chặt chẽ nên chưa tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp phát hành chứng khoán. Do vậy, cần phải có một số biện pháp khuyến khích và nâng cao chất lượng các công ty cổ phần hoá; đồng thời khắc phục các hạn chế trong khung pháp lý để tạo điều kiện dễ dàng cho các công ty phát hành ra công chúng.

1.1.1. Đơn giản hoá điều kiện phát hành, niêm yết chứng khoán cho phù hợp với điều kiện Việt nam

Việc khuyến khích doanh nghiệp phát hành và niêm yết trước hết được thể hiện trong Nghị định 48/CP thông qua việc quy định các tiêu chuẩn phát hành không quá khắt khe. Hiện nay, các tổ chức phát hành (ngoại trừ Chính phủ phát hành TPCP) muốn phát hành cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng để niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung phải đáp ứng các quy định tại Nghị định số 48-1998/NĐ-CP của Chính phủ ban hành ngày 11/07/1998 về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Các điều kiện phát hành quy định tại Nghị định này so với tiêu chuẩn quốc tế là chưa cao, song ta dựa trên tình hình thực tế hiện nay nhằm khuyến khích số lượng nhất định các doanh nghiệp phát

hành hoặc niêm yết, trong khi vẫn đảm bảo chất lượng theo điều kiện Việt nam. Cụ thể, theo quy định tại Nghị định này thì điều kiện chủ yếu để các doanh nghiệp có thể xin phép phát hành chứng khoán ra công chúng là có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên, hoạt động có lãi liên tục trong hai năm gần nhất và có triển vọng phát triển. Đồng thời, tối thiểu 20% tổng số phát hành (đối với doanh nghiệp có vốn dưới 100 tỷ đồng) và 15% (đối với doanh nghiệp có vốn từ 100 tỷ đồng trở lên) phải bán cho tối thiểu 100 người đầu tư ngoài tổ chức phát hành chứng khoán có thể chuyển nhượng được. Việc quy định như vậy là để đảm bảo chất lượng và số lượng cổ phiếu phát hành có thể giao dịch trên TTGDCK. Nếu doanh nghiệp có vốn ít và hoạt động kém hiệu quả thì không bảo đảm được chất lượng chứng khoán phát hành, gây rủi ro cho người đầu tư. Nếu số người đầu tư quá ít và chứng khoán không thể chuyển nhượng được (như các chứng khoán do các cán bộ, nhân viên của tổ chức phát hành nắm giữ nhưng không được phép chuyển nhượng trong thời hạn nhất định) thì sẽ không tạo nên được một thị trường thứ cấp cho loại chứng khoán này. Để thuận lợi cho việc niêm yết và giao dịch chứng khoán, mệnh giá cổ phiếu đã được quy định thống nhất 10.000 đồng. Thêm vào đó, để khuyến khích các doanh nghiệp Việt nam niêm yết cổ phiếu tại TTGDCK chúng ta chưa quy định thủ tục, tiêu chuẩn niêm yết riêng, tách biệt với việc phát hành chứng khoán ra công chúng như ở các thị trường quốc tế mà gắn việc cho phép phát hành ra công chúng với việc niêm yết, tức là đã được phát hành ra công chúng để niêm yết là nghiễm nhiễn được phép niêm yết. Ít nhất trong một vài năm tới, các tiêu chuẩn phát hành trên đây cần được duy trì để khuyến khích nhiều doanh nghiệp phát hành và niêm yết.

1.1.2. Đẩy mạnh quá trình cổ phần hoá, nâng cao chất lượng doanh nghiệp cổ phần hoá

Như đánh giá ở Chương II, quá trình cổ phần hoá tuy đã đạt được những thành quả nhất định, nhưng nhìn chung tốc độ vẫn chậm và còn nhiều vướng mắc. Trong giai đoạn đầu ở Việt nam, các cổ phiếu được niêm yết chủ yếu tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán (TTGDCK) là các cổ phiếu của các doanh nghiệp cổ phần hoá. Nhưng trong thực tế số doanh nghiệp cổ phần hoá đáp ứng đủ các tiêu chuẩn của UBCKNN (theo Nghị định 48/CP) không nhiều. Để thúc

đẩy quá trình cổ phần hoá và nâng cao chất lượng doanh nghiệp cổ phần hoá, trong thời gian tới chúng ta phải có những biện pháp cụ thể như:

- Đề nghị Thủ tướng Chính phủ tiếp tục giao chỉ tiêu cổ phần hoá cho các Bộ, địa phương, Tổng công ty 91; Kế hoạch và danh mục các doanh nghiệp cổ phần hoá của từng ngành, địa phương phải đồng thời xác định các doanh nghiệp đủ tiêu chuẩn ra niêm yết trên TTGDCK, từ đó, gắn quá trình cổ phần hoá với việc phát hành ra công chứng để niêm yết.

- Chính phủ cần tăng cường chỉ đạo và thường xuyên kiểm điểm tiến độ triển khai cổ phần hoá của Bộ, các địa phương và các Tổng công ty 91, kịp thời tháo gỡ khó khăn, vướng mắc; biểu dương những đơn vị làm tốt, phê phán những đơn vị triển khai yếu kém. Thủ trưởng các Bộ, địa phương, Tổng công ty 91 phải thường xuyên chỉ đạo nắm bắt chặt chẽ tình hình cổ phần hoá của Bộ, địa phương;

- Đào tạo nâng cao kỹ năng, chuyên môn thực hiện cổ phần hoá của các cán bộ nhà nước lẫn lãnh đạo doanh nghiệp;

- Tiếp tục cải tiến quy trình cổ phần hoá theo hướng đơn giản, dễ thực hiện, trong đó tập trung một số vấn đề sau:

+ Cải tiến quy trình, phương thức định giá doanh nghiệp, chẳng hạn như bỏ hạn chế tối đa 30% đối với giá trị lợi thế vì như thế là tự hạ thấp giá trị doanh nghiệp trong trường hợp có nhà đầu tư, nhất là nhà đầu tư nước ngoài, sẵn sàng trả giá cao hơn;

+ Xây dựng phương án bán cổ phiếu cho người đầu tư, xác định số lượng tương đối và định giá cổ phần sẽ bán cho cán bộ và người đầu tư ngoài doanh nghiệp. Đồng thời phải quy định rõ trách nhiệm của doanh nghiệp cổ phần hoá trong việc bán chịu cổ phần cho người lao động nghèo thông qua việc kiểm soát cổ phần bán chịu và cổ tức liên quan;

+ Khi đã bỏ các mức khống chế và để khắc phục tình trạng chỉ muốn bán cổ phần cho cán bộ công nhân viên trong doanh nghiệp, cần quy định các doanh nghiệp phải công khai hoá việc bán cổ phần của doanh nghiệp, ngoài ra cần quy định việc công bố thông tin bắt buộc, đặc biệt là các doanh nghiệp có tối thiểu 20% vốn cổ phần bán cho người ngoài doanh nghiệp. Việc bán cổ

phần của doanh nghiệp cổ phần hoá tốt nhất nên để Ban cổ phần hoá của UBND tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương (đối với các doanh nghiệp thuộc địa phương), cơ quan chủ quản (đối với các doanh nghiệp thuộc các Bộ, Tổng cục), Tổng công ty 91 (đối với các doanh nghiệp thành viên Tổng công ty) tổ chức thực hiện.

+ Khi cổ phần hoá, các doanh nghiệp có khối lượng cổ phần lớn phát hành ra công chúng sẽ cần có các tổ chức chuyên môn (như ngân hàng, công ty chứng khoán) đứng ra làm đại lý hoặc bảo lãnh phát hành. Trong trường hợp bảo lãnh phát hành, tổ chức bảo lãnh chỉ có thể cam kết bảo lãnh phát hành khi được tham gia vào quá trình định giá doanh nghiệp. Vì vậy, chúng ta nên cho phép các tổ chức bảo lãnh phát hành (nếu có) được tham gia vào quá trình xác định giá trị doanh nghiệp.

+ Cần có các hướng dẫn cụ thể về quy trình, thủ tục đăng ký lại để niêm yết đối với các doanh nghiệp chuẩn bị cổ phần hoá mà đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn phát hành cổ phiếu ra công chúng theo Nghị định 48/CP, để khi doanh nghiệp tiến hành thủ tục cổ phần hoá thì có thể đồng thời chuẩn bị việc xin phép đăng ký lại để niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán.

+ Cách thức phân bổ nguồn tiền thu được từ bán cổ phiếu;

+ Xây dựng kế hoạch cơ cấu lại vốn và hoạt động cũng như tổ chức cho giai đoạn sau cổ phần hoá nhằm tăng cường khả năng hoạt động có lãi của công ty.

- Để gia tăng số lượng và nâng cao chất lượng các công ty cổ phần hoá, cần có một số thay đổi trong chính sách cổ phần hoá. Trước mắt, cần cho phép các doanh nghiệp nhà nước thuộc loại A được cổ phần hoá. Đồng thời, phải tiêu chuẩn hoá việc cổ phần hoá bằng cách xây dựng một "ba rem" rõ ràng các điều kiện để được cổ phần hoá. Tạo lập một cơ sở dữ liệu tài chính của tất cả các doanh nghiệp nhà nước để dễ dàng kiểm tra, lựa chọn. Nếu thấy doanh nghiệp nào đủ điều kiện cổ phần hoá cần đưa vào danh sách cổ phần hoá ngay. Đồng thời có chế độ ưu đãi đặc biệt đối với các doanh nghiệp cổ phần hoá và người lao động của doanh nghiệp đó.

1.1.3. Điều chỉnh chính sách cấp phát vốn NSNN đối với các doanh nghiệp nhà nước, mở rộng quyền làm chủ tài chính của các doanh nghiệp

Trong quá trình cải cách doanh nghiệp nhà nước, xoá bỏ dần cơ chế bao cấp về vốn, bao cấp qua giá và bao cấp qua bù lỗ sản xuất kinh doanh, bù lỗ xuất nhập khẩu..., chúng ta đã đạt được những thành tựu nhất định. Tuy nhiên việc xóa bỏ bao cấp chưa được tiến hành một cách triệt để. Hàng năm, NSNN vẫn phải cho một khoản không nhỏ để tái cấp phát vốn hay bù lỗ cho nhiều doanh nghiệp làm ăn thua lỗ. Nhiều ngành, nghề vẫn được bao cấp về giá.

Việc xóa bỏ hoàn toàn chế độ bao cấp là một việc làm lâu dài, nhưng trước mặt Chính phủ cần có những điều chỉnh thích hợp trong việc cấp phát vốn NSNN. Việc điều chỉnh cần được thực hiện theo hướng giảm dần vốn cấp phát, khuyến khích doanh nghiệp tự huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu, liên doanh, liên kết. Song song với việc điều chỉnh chính sách cấp phát vốn, Chính phủ cần phải có các chính sách về sắp xếp, giải quyết doanh nghiệp như cổ phần hoá, giải thể hoặc bán đối với các doanh nghiệp làm ăn thua lỗ triền miên. Đối với những Tổng công ty trọng yếu mà Nhà nước nắm giữ 100% vốn thì nên có chính sách khuyến khích việc phát hành trái phiếu thường hoặc trái phiếu chuyển đổi với một tỷ lệ nhỏ so với vốn chủ sở hữu.

Việc đổi mới chính sách tái cấp phát vốn phải đi cùng với việc mở rộng quyền làm chủ kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp theo hướng:

- Cho phép các doanh nghiệp tự huy động các nguồn vốn thông qua các phương thức như: phát hành trái phiếu, góp vốn liên doanh, hợp tác kinh doanh trong và ngoài nước;

- Cho phép các doanh nghiệp được chủ động sử dụng linh hoạt các loại vốn, các loại quỹ để phục vụ kịp thời nhu cầu sản xuất kinh doanh;

- Việc mở rộng quyền làm chủ tài chính phải được thực hiện trên nguyên tắc bảo toàn vốn theo pháp luật quy định.

- Để thúc đẩy các công ty huy động vốn theo hình thức phát hành trái phiếu, cổ phiếu, bên cạnh các biện pháp hạn chế và tiến đến huỷ bỏ hình thức cấp vốn ngân sách nhà nước cho các tổng công ty như đã nêu ở phần trên, nhà nước cần đồng thời xoá bỏ dần các chương trình cho vay ưu đãi qua kênh tín

dụng ngân hàng; Đặt ra các yêu cầu trực tiếp đối với công ty để khuyến khích phát hành chứng khoán như: quy định một khung hệ số Nợ/Vốn cổ phần mà các công ty được phép áp dụng theo đó các công ty chỉ được phép vay nợ ngân hàng ở một mức nhất định, còn lại phải huy động vốn qua hình thức phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu; yêu cầu những công ty được hưởng ưu đãi về thuế theo Luật Đầu tư khi có nhu cầu huy động vốn phải thông qua hình thức phát hành chứng khoán chứ không vay nợ tín dụng;

. 1.1.4. Những biện pháp khuyến khích cụ thể đối với các công ty phát hành và niêm yết chứng khoán

Để khuyến khích các tổ chức tham gia phát hành chứng khoán ra công chúng và niêm yết chứng khoán tại TTGDCK, bước đầu chúng ta cần có những chính sách khuyến khích thích hợp như cho phép các tổ chức này áp dụng phương pháp khấu hao nhanh để tái đầu tư tài sản cố định nhanh hơn, giảm các lợi thế về thuế giữa hình thức vay nợ ngân hàng với hình thức phát hành cổ phiếu. Kinh nghiệm của một số quốc gia như Hàn Quốc, Malaysia... trong thời kỳ đầu thành lập thị trường chứng khoán, thì các chính sách ưu đãi đóng một vai trò vô cùng quan trọng trong việc đưa các công ty cổ phần ra niêm yết trên thị trường. (Bảng dưới đây thể hiện chính sách ưu đãi về thuế của một số quốc gia trong thời kỳ khuyến khích các công ty tham gia niêm yết.)

Chính sách thuế của một số quốc gia

trong thời kỳ khuyến khích các công ty tham gia niêm yết

Thị trường	Tên nước	Thời kỳ	Thuế công ty (thuế thu nhập doanh nghiệp) của các công ty niêm yết so với với các công ty không tham gia niêm yết
1	Indonesia	1978	Giảm từ 40-20%
2	Philippines	Trong những năm 1970	Giảm khoảng 5%
3	Srilanka	1980	Giảm từ 40-50%
4	Thailand	Cuối những năm 1970	Giảm 10%

5	Brazil	Những năm 1960-1970	Giảm từ 30-25%

Ở Hàn quốc năm 1968, để khuyến khích các công ty tham gia niêm yết, chính phủ Hàn quốc đã ban hành một bộ luật đặc biệt "Luật hỗ trợ thị trường vốn" để khuyến khích các công ty tham gia niêm yết.

Trước mắt trong thời gian từ 2 đến 3 năm đầu hoạt động, chúng ta cần miễn hoàn toàn các phí phát hành, phí lưu ký, phí niêm yết.... đối với các công ty niêm yết đợt đầu tiên. Bên cạnh đó, các chính sách ưu đãi tài chính cũng cần được áp dụng như giảm thuế thu nhập doanh nghiệp (có thể từ 20 đến 50%).

1.1.5. Khuyến khích các NHTM niêm yết cổ phần và huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu ngân hàng đủ điều kiện niêm yết trên TTGDCK

Trong thời gian tới, cần phải có các biện pháp khuyến khích các NHTM phát hành trái phiếu trên thị trường sơ cấp vì trái phiếu ngân hàng là hình thức đã rất quen thuộc với người đầu tư tại Việt nam hiện nay và cũng đã đạt được một độ tin cậy nhất định từ phía người đầu tư. Đồng thời khuyến khích và tạo điều kiện cho một số ngân hàng cổ phần đủ điều kiện được đăng ký lại để niêm yết. Do đó, về phía NHNN cần xây dựng và chỉnh sửa một số văn bản sau:

- Chỉnh sửa Quyết định 212/QĐ-NH1 ngày 22/9/1991 của Thống đốc NHNN về thể lệ phát hành trái phiếu NHTM, Ngân hàng phát triển và đầu tư, đảm bảo các điều kiện cho trái phiếu ngân hàng được chuẩn hoá để có thể đưa vào giao dịch tại TTGDCK;

- Chỉnh sửa Quyết định 275/QĐ-NH5 cho thống nhất với Nghị định 48/CP, trong đó có một số nội dung cần phải sửa như quy định việc chuyển nhượng phải được HĐQT xem xét; đồng thời chỉnh sửa các quy định về cổ phần, mệnh giá cổ phiếu cho thống nhất với nội dung Nghị định 48/CP. Giữa NHNN và UBCKNN cần đưa ra một quy trình hướng dẫn chung để các NHTM có thể đưa cổ phiếu vào giao dịch trên TTGDCK;

- Sửa đổi điều lệ của các NHTM cổ phần cho phép chuyển nhượng cổ phiếu để các ngân hàng có thể đăng ký lại và niêm yết hoặc cho phép tăng vốn điều lệ để các ngân hàng phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng.

1.6. Một số các biện pháp hành chính khác:

- Trong số các doanh nghiệp cổ phần hoá, có một số doanh nghiệp đủ tiêu chuẩn và điều kiện ra niêm yết nhưng bản thân các doanh nghiệp chưa quan tâm hoặc chưa muốn niêm yết. Để các doanh nghiệp này ra niêm yết, bên cạnh các biện pháp khuyến khích, ưu đãi nêu trên, nhà nước trong một số trường hợp có thể phải áp dụng cả các biện pháp hành chính bắt buộc những công ty đủ điều kiện phải niêm yết.

- Trong điều kiện chúng ta sắp sửa mở cửa Trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK), việc tăng hàng hoá ban đầu cho TTGDCK hoạt động là vô cùng quan trọng. Để đảm bảo có đượng lượng hàng cổ phiếu nhất định cho Trung tâm hoạt động, Nhà nước nên triển khai chương trình cổ phần hoá kết hợp với niêm yết luôn một số doanh nghiệp nhà nước được đánh giá sơ bộ là đủ tiêu chuẩn niêm yết tại TTGDCK. Trong khi đó vẫn tiếp tục triển khai cổ phần hoá các doanh nghiệp khác.

- Còn một vấn đề quan trọng khác trong việc "tạo hàng", đó là việc yêu cầu những cổ đông lớn của các doanh nghiệp niêm yết đợt đầu phải bán bớt cổ phiếu của mình ra thị trường. Thực tế là những doanh nghiệp đăng ký niêm yết đợt đầu hầu hết là những doanh nghiệp cổ phần đã phát hành từ trước khi ra đời Nghị định 48/CP, nay các doanh nghiệp này chỉ xin đăng ký lại để niêm yết. Song vấn đề ở chỗ là nếu những cổ đông hiện tại không bán bớt cổ phiếu ra thì trong bối cảnh thị trường rất thiếu công cụ đầu tư, có thể xảy ra tình trạng có ngươì mua và không có người bán. Để giải quyết vấn đề này, Nhà nước cần có chủ trương bán bớt hoặc toàn bộ cổ phần của các cổ đông nhà nước trong các công ty niêm yết trên thị trường. Điều này cũng phù hợp với chủ trương của Nhà nước rút bớt cổ phần nhà nước trong các doanh nghiệp đã cổ phần hoá không nhất thiết có vốn nhà nước (Nghị quyết 08 ngày 09/07/1999 của Chính phủ, Mục IV, điểm 4).

1.2. Phát huy vai trò của Chính phủ trong việc cung ứng nguồn hàng TPCP

Qua kinh nghiệm thực tế của các thị trường trái phiếu sơ cấp các nước đang phát triển trên thế giới cho thấy các thị trường này phát triển mạnh nhờ vào nhu cầu phát hành trái phiếu của Chính phủ. Theo số liệu thống kê của một số nước đang phát triển như Hồng Kông, Philippin, Trung Quốc... cho thấy đến cuối năm 1993 thì TPCP chiếm 40% tổng số trái phiếu phát hành trên thị trường sơ cấp của các nước này. Như vậy, TPCP là một nguồn cung ứng rất quan trọng cho thị trường sơ cấp. Điều này lại càng đúng đối với điều kiện hiện nay của Việt nam. Thị trường sơ cấp Việt nam sẽ giao dịch chủ yếu dựa trên 2 loại hàng hoá là cổ phiếu, trái phiếu công ty và TPCP. Tuy nhiên, trong thời gian trước mắt, việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu công ty còn hạn chế do chỉ có rất ít công ty cổ phần, và cổ phần hoá đủ tiêu chuẩn và đăng ký phát hành. Thêm nữa, nhiều công ty còn chưa sẵn sàng phát hành ra công chúng. Trong khi đó, nhu cầu huy động vốn của ngân sách nhà nước thông qua phát hành TPCP là rất lớn. Do vậy, nếu đưa được nguồn trái phiếu này vào giao dịch trên thị trường thì sẽ tạo được một nguồn hàng lớn. Tuy nhiên, với các loại TPCP phát hành như hiện nay thì chưa đủ điều kiện đưa vào giao dịch tại TTGDCK. Do vậy, để đưa TPCP vào giao dịch cần phải chỉnh sửa Nghị định 72/CP về phát hành TPCP, theo đó cần chuẩn hoá mọi điều kiện kỹ thuật của trái phiếu, chẳng hạn, thống nhất chủ thể phát hành là Bộ Tài chính, tiêu chuẩn hoá về kỳ hạn, mệnh giá. Bên cạnh đó, để đảm bảo cung cấp hàng hoá đều đặn cho thị trường, lịch trình phát hành TPCP phải mang tính thường xuyên. Đồng thời cải tiến phương thức phát hành theo phương thức bảo lãnh phát hành và đấu thầu qua TTGDCK. Như đã nêu ở trên, để xây dựng được một thị trường TPCP chuẩn, một mặt cần chỉnh sửa những bất cập trong các quy định hiện hành, mặt khác cần tập trung xây dựng các văn bản hướng dẫn từ khâu phát hành TPCP đến khâu niêm yết, đăng ký, lưu ký, giao dịch và thanh toán bù trừ. Cụ thể một số công việc trước mắt cần xử lý như sau:

1.2.1. Hoàn chỉnh và ban hành các văn bản pháp quy

Để tạo điều kiện thuận lợi cho việc tổ chức thực hiện phát hành và đưa TPCP vào giao dịch, mặt khác đây là nghiệp vụ mới, vì vậy cán bộ, ngành cần có hướng dẫn cụ thể như sau:

- Ban hành các thông tư về việc phát hành và giao dịch TPCP qua TTGDCK. Trong đó quy định một số nội dung chính sau đây:

+ Phát hành TPCP thông qua hình thức đấu thầu, đại lý và bảo lãnh phát hành;

+ Phương thức giao dịch TPCP sau khi phát hành;

+ Các nghiệp vụ khác như: niêm yết, đăng ký, lưu ký, thanh toán;

+ Các biện pháp quản lý thị trường: giá, chế độ báo cáo...

1.2.2. Xây dựng kế hoạch đưa TPCP vào giao dịch tại TTGDCK:

Xây dựng kế hoạch phát hành TPCP theo hình thức đấu thầu và bảo lãnh phát hành:

- Trước mắt, chuẩn bị thí điểm đấu thầu hoặc bảo lãnh phát hành trái phiếu kỳ hạn 3 năm, có thể thực hiện vào đầu năm 2000, với khối lượng vừa phải. Trên cơ sở đó sẽ rút kinh nghiệm và nâng dần thời hạn cũng như khối lượng phát hành;

- Có kế hoạch tuyên truyền cho dân chúng để mọi người hiểu rõ về phương pháp phát hành, giao dịch TPCP mới;

1.2.3. Giải quyết các chính sách và biện pháp quản lý số trái phiếu bán lẻ

- Cần có chính sách lãi suất hợp lý:

+ Lãi suất TPCP nằm trong khung lãi suất huy động vốn chung trong nền kinh tế; trước mắt có thể áp dụng lãi suất chỉ đạo trong việc đấu thầu, khi thị trường phát triển có thể tháo bỏ lãi suất chỉ đạo này;

+ Lấy lãi suất đấu thầu tín phiếu Kho bạc làm nền cho việc xây dựng lãi suất TPCP; đảm bảo trái phiếu dài hạn có lãi suất lớn hơn lãi suất tín phiếu Kho bạc ngắn hạn;

+ Lãi suất trái phiếu Kho bạc bán lẻ không được cao hơn lãi suất trái phiếu đấu thầu và tổ hợp bảo lãnh phát hành;

- Có chính sách miễn giảm thuế đối với TPCP đối với các nhà đầu tư có tổ chức (hiện tại thuế thu nhập từ trái phiếu đối với cá nhân đã được miễn);

- Quản lý số trái phiếu Kho bạc bán lẻ:

+ Đối với số trái phiếu Kho bạc bán lẻ, Kho bạc Nhà nước vẫn quản lý phát hành, thanh toán trả nợ theo chế độ do Bộ Tài chính quy định;

+ Trong một số năm tới, có thể vẫn duy trì hình thức bán lẻ trực tiếp qua Kho bạc Nhà nước; tiến tới chỉ phát hành dưới hình thức bảo lãnh phát hành và đấu thầu qua TTGDCK;

- Tuy nhiên còn một vấn đề rất quan trọng cần được quan tâm là phải xác lập một khung lãi suất chuẩn làm cơ sở cho việc xác định lãi suất TPCP cũng như trái phiếu công ty theo từng thời điểm.

Hiện nay, nhiều nước trên thế giới dùng lãi suất tín phiếu kho bạc loại 3 tháng (T-bill) làm lãi suất chuẩn để xác định các loại lãi suất khác. Mức lãi suất này được xác định trên cơ sở đấu thầu qua từng phiên giao dịch và được coi là lãi suất thị trường chuẩn tại thời điểm đó. Sở dĩ lãi suất tín phiếu kho bạc được dùng làm lãi suất chuẩn vì đây là lãi suất của loại công cụ nợ không có rủi ro với những lý do sau đây:

- Tín phiếu kho bạc do Chính phủ phát hành nên sẽ không có rủi ro tín nhiệm (tức rủi ro kinh doanh hay tài chính);

- Kỳ hạn 3 tháng nên không có (hoặc rất ít) rủi ro kỳ hạn (hay rủi ro lạm phát).

Như vậy sau khi xác định được lãi suất chuẩn có thể xác định các loại lãi suất khác nhau như sau:

Lãi suất TPCP = lãi suất cơ sở + % bù đắp rủi ro kỳ hạn (lạm phát). Thông thường, kỳ hạn trái phiếu càng dài thì lãi suất càng cao. Hãn hữu cũng có một số trường hợp có thể lãi suất trái phiếu dài hạn thấp hơn ngắn hạn khi các nhà đầu tư dự đoán nền kinh tế có thể rơi vào tình trạng giảm phát;

Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp = lãi suất cơ sở + % bù đắp rủi ro kỳ hạn + % bù đắp rủi ro tín nhiệm (rủi ro kinh doanh hay tài chính) = lãi suất TPCP cùng kỳ hạn + % bù đắp rủi ro tín nhiệm

Như vậy, đối với Việt nam có thể dùng lãi suất tín phiếu kho bạc 3 hoặc 6 tháng được đấu thầu qua sàn giao dịch của NHNN làm lãi suất chuẩn để xác định các loại lãi suất khác. Điều này đòi hỏi tín phiếu Kho bạc phải được đấu thầu định kỳ qua NHNN với các kỳ hạn phong phú từ 3 tháng đến 1 năm, chứ không chỉ có một loại duy nhất kỳ hạn 1 năm như hiện nay.

2. Thành lập và phát triển các tổ chức tài chính trung gian

Các tổ chức tài chính trung gian chính tham gia thị trường sơ cấp là các NHTM, Ngân hàng đầu tư, công ty chứng khoán... Các tổ chức này đóng một vai trò cực kỳ quan trọng trên thị trường thông qua việc kết nối thị trường sơ cấp với thị trường thứ cấp, chủ yếu thông qua các hoạt động bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư và môi giới chứng khoán, nhờ đó hàng hoá trên thị trường được lưu thông và có tính thanh khoản cao. Do vậy, cần phát huy vai trò của các tổ chức này trên thị trường sơ cấp:

- Các tổ chức hỗ trợ phát hành chứng khoán như đại lý phát hành, tổ chức bảo lãnh phát hành có vai trò hết sức quan trọng trong sự thành công của một đợt phát hành. Với tư cách là nhà tư vấn, nhà phân phối chứng khoán hay tổ chức bao tiêu chứng khoán, các tổ chức này sẽ là một sự hỗ trợ đắc lực cho tổ chức phát hành. Trên thế giới, việc phát hành chứng khoán thông qua các đại lý hay tổ chức bảo lãnh phát hành rất phổ biến. Các phương pháp bảo lãnh phát hành trên thế giới thường áp dụng là cam kết chắc chắn (bao tiêu toàn bộ), cố gắng tối đa, toàn bộ hoặc không và tối đa - tối thiểu. Tuy nhiên, hiện nay ở Việt nam chỉ quy định hình thức cam kết chắc chắn còn việc bảo lãnh phát hành theo phương thức cố gắng tối đa được coi như hình thức đại lý phát hành. Quy định như vậy là phù hợp với điều kiện thực tế hiện nay của chúng ta vì TTCK Việt Nam mới đang ở giai đoạn sơ khai, việc tổ chức bảo lãnh phát hành bao tiêu toàn bộ chứng khoán phát hành sẽ đảm bảo được khả năng thành công của đợt phát hành, giúp các doanh nghiệp yên tâm hơn khi ra quyết định phát hành. Đây cũng là một hình thức khuyến khích doanh nghiệp phát hành ra công chúng. Hơn nữa, việc phát hành theo hình thức đại lý nếu xét riêng ở góc

độ phân phối chứng khoán thì cũng tương tự như hình thức bảo lãnh phát hành cố gắng tối đa. Hình thức đại lý phát hành có những đặc tính ưu việt nhất định. Trong điều kiện hiện nay của chúng ta, đó là cho phép các NHTM và các TCTD khác được tham gia giúp doanh nghiệp phân phối chứng khoán dưới hình thức đại lý phát hành trong khi đối với hình thức bảo lãnh phát hành cam kết chắc chắn, chỉ các công ty chứng khoán có giấy phép hoạt động bảo lãnh phát hành mới được thực hiện. Để phát huy được vai trò của các tổ chức hỗ trợ phát hành, đưa các phương thức phát hành thông qua đại lý, bảo lãnh phát hành áp dụng rộng rãi, UBCKNN cần nhanh chóng ban hành các văn bản hướng dẫn cụ thể về quy trình, thủ tục, cách thức phát hành chứng khoán theo các phương thức này. Các chính sách về phí hoa hồng phải phù hợp với quy định và lợi ích của các bên tham gia;

- Ở Việt nam, NHTM là những tổ chức có khả năng lớn nhất tham gia trên thị trường sơ cấp vì ngân hàng có đầy đủ thế mạnh về vốn và kinh nghiệm trong lĩnh vực chuyên môn, mặt khác ngân hàng có cơ sở vật chất, trang thiết bị đầy đủ và hệ thống khách hàng rộng khắp, do đó ngân hàng sẽ có đầy đủ điều kiện để làm tiên phong trong lĩnh vực này. Nhờ hoạt động của NHTM trên phạm vi toàn cầu, ngân hàng tham gia cho vay cả ngắn, trung và dài hạn với tất cả các thành phần kinh tế (kinh tế quốc doanh, tập thể, cá nhân - tư doanh và các thành phần khác). NHTM có được những bản lý lịch, những thông tin khá đầy đủ và chính xác về các ngành kinh tế, các loại hình xí nghiệp khác nhau... Những thông tin này rất quan trọng, tạo điều kiện thuận lợi cho ngân hàng tham gia thị trường chứng khoán ngay từ đầu, cụ thể: thông qua hoạt động tín dụng, ngân hàng rất có kinh nghiệm trong việc xác định giá trị tài sản thế chấp, đánh giá giá trị tài sản của doanh nghiệp, công nợ, lời, lỗ... Thông qua các công ty chứng khoán của mình, ngân hàng có thể giúp các doanh nghiệp Nhà nước tiến hành cổ phần hoá, bảo lãnh phát hành cổ phiếu, trái phiếu cho khách hàng để hưởng hoa hồng. Ngân hàng có thể sử dụng vốn huy động cho các cổ đông vay mua cổ phiếu hoặc trái phiếu và thu nợ bằng cách trừ dần tiền lương (trích lấy từ tài khoản tiền gửi của doanh nghiệp cổ phần) hoặc bằng cách thu lời từ lợi tức cổ phiếu.

Ngân hàng có thể dùng vốn tự có để đầu tư chứng khoán ở những công ty có triển vọng thu lợi nhuận cao. Vì ngân hàng có được những thông tin

chính xác về tình hình làm ăn của công ty, kết hợp với sự phân tích và tài phán đoán về triển vọng của công ty trong tương lai sẽ giúp cho ngân hàng có được sự lựa chọn mua chứng khoán cho chính mình.

Theo quy định của pháp luật, các công ty cổ phần phải công khai hoá các báo cáo tài chính, lãi lỗ hoạt động của công ty. Nhưng các nhà đầu tư đôi khi không có thời gian theo dõi, hoặc không có khả năng phân tích một cách có hệ thống và chưa có tài phán đoán, hoặc đọc, song không hiểu rõ tường tận....(Nhất là thời gian đầu thành lập thị trường chứng khoán). Nhưng các NHTM do nghề nghiệp của mình nên rất thành thạo về công việc này, khách hàng có thể nhờ ngân hàng tư vấn trong mua bán chứng khoán hoặc nhờ ngân hàng mua bán hộ và trả phí cho ngân hàng.

Tóm lại, hoạt động tín dụng tạo thuận lợi cho ngân hàng tham gia vào các nghiệp vụ của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, để tránh sự lạm dụng tiền gửi của dân vào hoạt động chứng khoán, gây mất an toàn cho hệ thống ngân hàng khi mà hệ thống quản lý chưa tốt, theo quy định của Nghị định 48/CP, NHTM muốn tham gia các hoạt động chứng khoán cần phải thành lập công ty chứng khoán độc lập. Do vậy, để tạo điều kiện thuận lợi cho các NHTM hoạt động chứng khoán, các bộ ngành liên quan cần có chính sách khuyến khích và trợ giúp các ngân hàng tham gia thị trường chứng khoán. Chẳng hạn, NHNN cần trợ giúp về vốn và điều kiện kỹ thuật để các NHTM thành lập công ty chứng khoán, UBCKNN giúp đào tạo cán bộ và hướng dẫn các mặt nghiệp vụ, Bộ Tài chính cần có chính sách ưu đãi về thuế đối với các công ty chứng khoán trong thời gian đầu hoạt động.

Hiện nay, với chủ trương của Chính phủ phát hành và niêm yết TPCP tại TTGDCK thì vai trò bảo lãnh phát hành của các NHTM là đặc biệt quan trọng trên thị trường sơ cấp TPCP. Phải nhìn nhận rằng, việc cho phép chính các NHTM được thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành TPCP mà không cần phải thông qua công ty chứng khoán độc lập là một khuyến khích đối với các tổ chức này. Tuy nhiên, để quản lý các mặt hoạt động được tốt, UBCKNN cần phối hợp với NHNN đề ra các chính sách quản lý các ngân hàng trong vai trò là thành viên tham gia thị trường chứng khoán, tránh sự chồng chéo, không đồng nhất hoặc tạo ra kẽ hở hoặc gây ách tắc cho hoạt động của NHTM.

3. Xây dựng và phát triển thị trường thứ cấp

Sẽ là không đầy đủ nếu chỉ nói phát triển thị trường sơ cấp mà không đề cập tới việc phát triển thị trường thứ cấp. Nếu thị trường sơ cấp là thị trường phát hành (tạo hàng) thì thị trường thứ cấp là thị trường lưu thông hàng hoá và là thành tố không thể thiếu được của thị trường chứng khoán. Thị trường thứ cấp không chỉ quan trọng với vai trò cung cấp thanh khoản cho người đầu tư mà còn là nơi tạo ra một cơ chế định giá chuẩn cho các loại chứng khoán. Đây là vai trò rất quan trọng của thị trường thứ cấp để phát triển thị trường sơ cấp. Mục đích cuối cùng của thị trường chứng khoán là huy động và phân bổ vốn cho doanh nghiệp sản xuất, nếu định giá chứng khoán trên thị trường thứ cấp sai thì dễ tạo điều kiện cho những người nắm được thông tin chính xác thực hiện hành vi thao túng thị trường, giao dịch nội gián.... gây thiệt hại cho người đầu tư, từ đó người đầu tư sẽ rút khỏi thị trường và mục đích phát hành trên thị trường sơ cấp sẽ không thực hiện được.

Vì thị trường thứ cấp là nơi hoạt động của các tổ chức trung gian và người đầu tư, nên để khuyến khích sự phát triển thị trường thứ cấp, cũng cần phải tạo điều kiện cho các thành phần này phát triển đồng bộ:

Các tổ chức tài chính trung gian trên thị trường thứ cấp là các công ty chứng khoán, tổ chức định mức tín nhiệm và tư vấn đầu tư. Nếu công ty chứng khoán tham gia thị trường sơ cấp với vai trò bảo lãnh phát hành thì chúng tham gia thị trường sơ cấp trong các vai trò chính như sau:

- Phát triển một mạng lưới phân phối lưu thông hàng hoá trên thị trường;

- Giúp thị trường phát triển thông qua các hoạt động kinh doanh cũng như đào tạo nghiệp vụ cho cán bộ;

- Trợ giúp người đầu tư trong các lĩnh vực môi giới, quản lý vốn đầu tư, định mức tín nhiệm, tư vấn đầu tư.

Như vậy, sự phát triển của thị trường cũng đồng nghĩa với sự phát triển một cách lành mạnh và ổn định của các tổ chức này. Muốn vậy cần phải có một số chính sách hỗ trợ và quản lý thích hợp. Cụ thể như sau:

- Về mặt quản lý nhà nước, UBCKNN cần ban hành đầy đủ khung chính sách quản lý hoạt động của công ty chứng khoán. Một mặt, tạo điều kiện cho các công ty chứng khoán hoạt động thuận lợi. Mặt khác, phải có chế độ quản lý chặt chẽ để bảo vệ quyền lợi người đầu tư, tránh rủi ro đổ vỡ của thị trường. Điều đặc biệt quan trọng trong vấn đề quản lý hoạt động công ty chứng khoán là phải đặt ra các chuẩn mực về trách nhiệm tài chính, chế độ báo cáo, kiểm tra, thanh tra chặt chẽ để bảo đảm rằng công ty chứng khoán tuân thủ mọi quy định đề ra, tránh gian lận trong kinh doanh. Đồng thời phải có các biện pháp xử lý đề phòng tình huống công ty chứng khoán gian lận hoặc mất khả năng thanh toán. Vì các loại hình chứng khoán có mức độ rủi ro khác nhau nên để có biện pháp thích hợp bảo vệ người đầu tư và tạo điều kiện thuận lợi cho việc theo dõi, giám sát, trước mắt nên phân định các công ty chứng khoán được phép hoạt động chuyên về một hoặc một số loại hình chứng khoán nhất định, chẳng hạn công ty chứng khoán chuyên doanh về TPCP, trái phiếu công ty, và cổ phiếu doanh nghiệp tuỳ theo lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp đó...;

- Cần tạo lập một quy trình giao dịch và thanh toán chính xác và nhanh gọn theo nguyên tắc "giao hàng đồng thời với thanh toán tiền". Đây là vấn đề rất quan trọng trong khâu lưu thông hàng hoá, giúp nhà đầu tư quay vòng vốn nhanh, từ đó tạo điều kiện cho thị trường hoạt động tích cực và đạt tính thanh khoản cao. Mặt khác, điều này cũng giúp nhà đầu tư hạn chế được rủi ro đầu tư chứng khoán như rủi ro giảm giá chứng khoán; rủi ro thanh toán hoặc gian lận trong giao dịch chứng khoán, nhất là trong giai đoạn có biến động mạnh về giá cả. Để có thể thực hiện được vấn đề này đòi hỏi phải có sự chuẩn bị tốt các điều kiện kỹ thuật, bao gồm hệ thống giao dịch và hệ thống phụ trợ về đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán. Các hệ thống này vừa phải đạt tính hiện đại nhanh chóng nhưng phải bảo đảm độ chính xác, an toàn cao, dễ vận hành và quản lý. Đối với việc thanh toán, cần phải có sự đánh giá, chọn lựa một NHTM có đủ các điều kiện nêu trên làm ngân hàng chỉ định thanh toán. Đồng thời, phát huy vai trò của ngân hàng này trong việc hỗ trợ TTGDCK quản lý các hoạt động kinh doanh chứng khoán của khách hàng. Quy trình thanh toán nên tổ chức song song giữa thanh toán chứng khoán tại TTGDCK với thanh toán tiền tại ngân hàng chỉ định. Để đảm bảo tính nhanh gọn và an toàn trong thanh toán, ngân hàng chỉ định nên quản lý cả tài khoản của thành

viên giao dịch lẫn tài khoản của khách hàng mua bán. Đồng thời, nếu điều kiện kỹ thuật cho phép thì TTGDCK cũng nên quản lý đến cả tài khoản lưu ký của khách hàng lẻ.

4. Củng cố công tác kế toán và kiểm toán

Cùng với sự ra đời của các doanh nghiệp có sự tham gia vốn của công chúng và tính hữu hạn về trách nhiệm, việc chuẩn hoá thông tin trở nên tối quan trọng, nhất là trong điều kiện có thị trường chứng khoán. Báo cáo tài chính doanh nghiệp chính là "tiếng nói" của doanh nghiệp, là cơ sở để công bố thông tin cho người đầu tư và các cơ quan quản lý liên quan. Vì vậy, để các báo cáo tài chính doanh nghiệp được thể hiện bằng một tiếng nói chung, điều cần thực hiện ngay trong giai đoạn hiện nay là phải ban hành Hệ thống chuẩn mực kế toán Việt nam, đồng thời cần điều chỉnh các quy định về công bố thông tin trong Pháp lệnh Kế toán thống kê để phù hợp với các yêu cầu công bố thông tin của Nghị định 48/CP về chứng khoán cũng như các văn bản hướng dẫn Nghị định này, vì yêu cầu công bố thông tin là điều kiện cơ bản để thị trường có cơ sở đánh giá đúng giá trị của cổ phiếu, có như vậy người đầu tư mới tin tưởng bỏ tiền mua chứng khoán.

Để chuẩn bị cho hàng hoá có một chất lượng cao đưa vào giao dịch trên thị trường, công việc kiểm toán các doanh nghiệp có đủ điều kiện phát hành và niêm yết là một việc làm hết sức cần thiết. Điều này cũng đồng nghĩa với việc phải lựa chọn một đội ngũ kiểm toán độc lập có đủ uy tín và chất lượng để kiểm toán các tổ chức phát hành. Trên thế giới để bảo đảm có được lượng thông tin đầy đủ và chính xác của các doanh nghiệp phát hành chứng khoán, Chính phủ các nước thắt chặt các yêu cầu về kế toán và kiểm toán theo một số biện pháp khác nhau. Ví dụ ở Mỹ, Uỷ ban chứng khoán Mỹ đã cùng với Hiệp hội các nhà kế toán chuyên nghiệp xây dựng lên các chuẩn mực kế toán như giá trị thị trường hợp lý, tính nhất quán, tính tích luỹ, phương pháp hạch toán khi phát sinh, phương pháp tính toán giá trị tài sản của doanh nghiệp đang hoạt động... và các quy tắc này đã trở thành nguyên tắc được tuân thủ rộng rãi đối với tất cả những công ty muốn phát hành chứng khoán; đồng thời việc kiểm toán cũng phải thực hiện trên các nguyên tắc đó. Đối với công tác kiểm toán ở Việt nam, cần sắp xếp lại các công ty kiểm toán theo mô hình tổ chức độc lập (hiện nay phần lớn là công ty TNHH) có quy mô đủ lớn để có thể thực hiện tốt

vai trò trách nhiệm của mình khi làm đối tác với tổ chức phát hành. Về chất lượng kiểm toán, trên thực tế chưa có một cơ quan nhà nước nào kiểm soát được chất lượng kiểm toán. Điều này gây khó khăn cho việc UBCKNN lựa chọn một số công ty kiểm toán có uy tín và hiệu quả hoạt động tốt để chấp thuận cho phép kiểm toán các tổ chức phát hành. Đồng thời với lựa chọn công ty kiểm toán, còn lựa chọn đến từng kiểm toán viên của công ty kiểm toán đó. Do vậy, UBCKNN cần đặt ra những tiêu chuẩn lựa chọn kiểm toán độc lập, đồng thời gắn các nghĩa vụ và trách nhiệm của các công ty kiểm toán được chấp thuận đối với công ty được kiểm toán và cả đối với UBCKNN, bảo đảm sao cho các công ty kiểm toán này không những là chỗ tin cậy xác nhận tính trung thực của thông tin tài chính doanh nghiệp mà còn là "tai mắt" của UBCKNN. Trước mắt, UBCKNN chỉ nên lựa chọn một số công ty kiểm toán nhà nước, liên doanh và nước ngoài vì những lý do sau đây:

- Các công ty kiểm toán trong nước thông hiểu về luật lệ kế toán, kiểm toán và môi trường kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, hầu hết đều thiếu kinh nghiệm và chưa đạt trình độ quốc tế, vì vậy hiện nay chỉ nên chọn một số công ty kiểm toán Nhà nước có qui mô lớn, có uy tín, kinh nghiệm hơn và số lượng khách hàng nhiều. Còn lại, hầu hết các công ty TNHH đều có quy mô nhỏ và chưa có uy tín trên thị trường;

- Ngoài các công ty kiểm toán trong nước và liên doanh nói trên, chúng ta nên lựa chọn cả những Tổ chức kiểm toán 100% vốn nước ngoài để kiểm toán độc lập vì những Tổ chức kiểm toán nước ngoài vào Việt Nam hầu hết là những tổ chức lớn, có uy tín, có nhiều kinh nghiệm kiểm toán quốc tế và được đánh giá là khách quan trong công việc kiểm toán. Đồng thời chúng tôi được biết các Tổ chức kiểm toán nước ngoài có mô hình kiểm tra chéo trong nội bộ các văn phòng kiểm toán với nhau nên bảo đảm chất lượng kiểm toán cao hơn. Mặt khác, về tâm lý người đầu tư (cả trong nước và nước ngoài) khi có chữ ký của kiểm toán nước ngoài sẽ yên tâm, tin tưởng hơn. Hơn nữa, chế độ kế toán, kiểm toán nước ta đang tiến dần theo chuẩn mực quốc tế nên cần thiết phải cho phép kiểm toán nước ngoài tham gia thị trường vừa để các Tổ chức kiểm toán trong nước học hỏi kinh nghiệm vừa tạo môi trường cạnh tranh.

5. Phối hợp giữa các cơ quan quản lý nhà nước

Nghị định 75/CP ngày 28/11/1990 của Chính phủ đã đánh dấu sự ra đời của Uỷ ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) với vai trò quản lý nhà nước đối với tất cả các hoạt động liên quan đến thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, việc phát hành chứng khoán hiện còn do nhiều cơ quan quản lý, nên thị trường sơ cấp bị chia cắt và hỗn độn, gây lầm lẫn cho các doanh nghiệp và người đầu tư. Trong điều kiện đó, UBCKNN với vai trò là cơ quan quản lý chính về chứng khoán cần chủ động phối kết hợp chặt chẽ với các cơ quan quản lý nhà nước khác như Bộ tài chính, Ngân hàng Nhà nước, ban đổi mới doanh nghiệp ... trong hướng dẫn phát hành trái phiếu công ty, trái phiếu Chính phủ cũng như trong quá trình cổ phần hoá để chuẩn bị cho một thị trường chứng khoán hoàn chỉnh hoạt động hiệu quả. Trước mắt, các bộ ngành liên quan cần phối hợp thực hiện một số công việc cụ thể như sau:

- Phối kết hợp trong việc cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước:

+ Lựa chọn danh sách các doanh nghiệp cổ phần hoá tham gia niêm yết trên TTGDCK: UBCKNN, Ban đổi mới Doanh nghiệp Trung ương và Ban cổ phần hoá (Bộ tài chính) căn cứ vào điều kiện quy định tại Nghị định 48/CP và tình hình hoạt động của các doanh nghiệp cổ phần hoá lựa chọn, lập danh sách các doanh nghiệp có thể tiến hành cổ phần hoá kết hợp với đăng ký lại để niêm yết và thông báo cho các Bộ, UBND tỉnh, thành phố, các tổng công ty 91 để thực hiện.

+ Xây dựng các chính sách ưu đãi: Bộ Tài chính phối hợp với UBCKNN xây dựng Chính sách ưu đãi đối với công ty niêm yết, người đầu tư tham gia mua cổ phiếu công ty niêm yết trình Chính phủ ra quyết định.

+ Sửa đổi các quy định quản lý của các ngành hạn chế việc tham gia thị trường chứng khoán: NHNN và các bộ ngành liên quan khác phối hợp với UBCKNN sửa đổi điều lệ, cho phép cổ phiếu NHTM cổ phần và cổ phiếu các doanh nghiệp khác được chuyển nhượng tự do. Căn cứ vào điều kiện đăng ký lại và tình hình hoạt động của các tổ chức tín dụng cổ phần lựa chọn, lập danh sách các doanh nghiệp đăng ký lại để niêm yết gửi về Ban ĐMQLDNTƯ;

+ Thí điểm cổ phần hoá các công ty liên doanh: Bộ Kế hoạch Đầu tư phối hợp với Bộ Tài chính và UBCKNN làm thí điểm việc cổ phần hoá để niêm yết của một số liên doanh

+ Hướng dẫn, tuyên truyền: Các Bộ, Ngành và UBND các cấp tổ chức hướng dẫn tuyên truyền, chỉ đạo các doanh nghiệp cổ phần hoá chuẩn bị hồ sơ đăng ký lại để niêm yết.

- Phối kết hợp trong việc phát hành trái phiếu công ty: trước mắt UBCKNN cần phối hợp với NHNN sửa đổi các văn bản về phát hành trái phiếu của các ngân hàng thương mại nhằm chuẩn hoá các trái phiếu để có thể niêm yết trên TTGDCK. Tập trung cho việc phát hành trái phiếu NHTM vì các NHTM là các chủ thể phát hành lớn, do đó các trái phiếu của các NHTM như trái phiếu ngân hàng đầu tư và phát triển sẽ là một loại hàng hoá có chất lượng trên TTGDCK.

- Phối hợp trong việc xây dựng một thị trường trái phiếu Chính phủ chuẩn: Để các trái phiếu Chính phủ thực hiện được vai trò là một công cụ chuẩn trên thị trường, Bộ Tài chính cần phối hợp chặt chẽ với UBCKNN và NHNN trong việc chỉnh sửa những vướng mắc hiện tại trong các văn bản pháp quy để trái phiếu Chính phủ có đủ điều kiện niêm yết, giao dịch tại TTGDCK. Đồng thời ban hành mới các văn bản pháp quy, xây dựng kế hoạch phát hành và xác định lãi suất để chuẩn bị đầy đủ các điều kiện cho một thị trường TPCP hoạt động hiệu quả.

6. Tăng cường năng lực thẩm định của UBCKNN

Để chuẩn bị cho sự ra đời và hoạt động của TTGDCK, UBCKNN đã tổ chức nhiều khoá đào tạo cán bộ của UBCKNN về các nghiệp vụ chuyên môn liên quan đến thị trường chứng khoán; đồng thời cũng đã sưu tập một khối lượng lớn các tài liệu tham khảo. Tuy nhiên, hiện nay cán bộ của UBCKNN vẫn thiếu kỹ năng chuyên môn do chưa có kinh nghiệm thực tế. Đối với hoạt động thị trường sơ cấp, điều quan trọng hàng đầu là phải tạo ra được một nguồn hàng lớn và bảo đảm chất lượng. Muốn vậy cần phải nâng cao năng lực thẩm định của cán bộ UBCKNN. Hiện nay, năng lực thẩm định của cán bộ UBCKNN đang nằm trong một thực trạng chung là chưa có kinh nghiệm nên chưa thể khẳng định là có khả năng đáp ứng tốt các yêu cầu đặt ra. Để xây

dựng năng lực thể chế cho việc đánh giá mức độ tuân thủ của doanh nghiệp đối với các tiêu chuẩn và quy định đề ra, UBCKNN cần tổ chức những khoá đào tạo chuyên sâu, tiến hành thẩm định thử nghiệm một số trường hợp thực tế; đồng thời mời giảng viên chuyên gia nước ngoài hướng dẫn thực hiện phần tác nghiệp cụ thể. Có như vậy mới bảm đảm được năng lực thẩm định của cán bộ khi tiến hành công việc thẩm định thực tế.

7. Khuyến khích người đầu tư tham gia thị trường chứng khoán

Cần có các chính sách ưu đãi về thuế đối với việc đầu tư vào thị trường chứng khoán, nhất là trong giai đoạn đầu khi Trung tâm giao dịch chứng khoán mới mở cửa hoạt động.

Người đầu tư là bộ phận cấu thành một nửa quy trình cung/ cầu của thị trường. Trên thị trường sơ cấp và thứ cấp, người đầu tư thường là các tổ chức đầu tư như quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán, NHTM và người đầu tư cá nhân.

Để khuyến khích nhu cầu đầu tư chứng khoán của người đầu tư, trước hết cần tạo được niềm tin của tổ chức đầu tư vào chứng khoán và tạo điều kiện thuận lợi cho việc giao dịch và thanh toán giao dịch trên thị trường:

Để tạo niềm tin với người đầu tư, cần bảo đảm các loại hàng hoá chứng khoán có chất lượng cao và giá cả hợp lý. Do vậy, UBCKNN một mặt cần phải xem xét đưa ra thị trường những "mặt hàng" ít rủi ro như TPCP; một số loại trái phiếu và cổ phiếu NHTM lớn và của những doanh nghiệp lớn, làm ăn có hiệu quả bảo đảm độ rủi ro thấp. Riêng trái phiếu công ty, trước mắt chỉ nên cho phát hành loại trái phiếu có bảo đảm. Mặt khác cần có biện pháp kiểm soát mức giá phát hành, tránh tình trạng mời chào giá quá cao;

Vì thị trường chứng khoán là hoàn toàn mới mẻ ở Việt nam nên người đầu tư nói chung, kể cả các tổ chức đầu tư chưa có kinh nghiệm định giá chứng khoán, do đó UBCKNN cần soạn thảo hướng dẫn những nguyên tắc định giá chứng khoán giúp cho các thành viên tham gia thị trường và người đầu tư tham khảo để định giá chứng khoán;

Tăng cường công tác phổ biến kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán nhằm tăng cầu chứng khoán. Việc tuyên truyền phổ biến kiến

thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán nhằm tăng cầu chứng khoán là một công tác rất quan trọng. Khác với các nước tư bản khi thị trường chứng khoán tập trung được thành lập thì đại đa số dân chúng đã có những kiến thức cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán thông qua các giao dịch tự phát đã hình thành trước đó. Đối với nước ta, đại bộ phận dân chúng vẫn còn rất xa lạ với danh từ "chứng khoán", rất nhiều người không hiểu được bản chất của thị trường chứng khoán vẫn coi thị trường chứng khoán như là một sòng bạc, nên sẽ không nhiệt tình tham gia vào thị trường khi các TTGDCK được thành lập. Do vậy, để mọi tầng lớp dân cư tham gia vào đầu tư trên thị trường chứng khoán cần phải tiến hành mạnh mẽ mọi hình thức tuyên truyền trên mọi phương tiện thông tin đại chúng.

II. CÁC GIẢI PHÁP DÀI HẠN THÚC ĐẨY THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN SƠ CẤP VIỆT NAM PHÁT TRIỂN:

Về lâu dài, ta cần xác định rõ mục tiêu phát triển thị trường chứng khoán nói chung và thị trường sơ cấp nói riêng là tạo ra một khung pháp lý, quản lý và một nền tảng cơ sở thị trường phát triển vững mạnh, để đảm nhiệm tốt vai trò của mình là nơi thu hút vốn đầu tư trong nước, đồng thời đủ điều kiện cạnh tranh trên thế giới trong việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài và tham gia thị trường tài chính quốc tế.

Như đã nói ở trên, thị trường chứng khoán sơ cấp là thị trường phát hành, nơi tham gia trực tiếp của các doanh nghiệp cần vốn, các tổ chức tài chính trung gian (bảo lãnh phát hành) giúp các doanh nghiệp huy động vốn và một phần các nhà đầu tư mua riêng lẻ hoặc thông qua bảo lãnh phát hành. Đồng thời, đó cũng là nơi tham gia gián tiếp của các tổ chức và cá nhân đầu tư thông qua các tổ chức tài chính trung gian kết nối thị trường sơ cấp với thị trường thứ cấp. Như vậy, sự phát triển lâu dài của thị trường sơ cấp sẽ phụ thuộc vào sự ổn định và phát triển của các môi trường chi phối hoạt động của các đối tượng nêu trên, đó là môi trường pháp lý và quản lý, môi trường kinh tế vĩ mô, môi trường sản xuất kinh doanh và môi trường hoạt động của chính các thành viên tham gia thị trường chứng khoán...

1. Môi trường kinh tế vĩ mô

1.1. Để phát triển dài hạn thị trường chứng khoán sơ cấp, điều quan trọng là phải giữ được lòng tin của các nhà đầu tư trong và ngoài nước

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

Để công chúng đầu tư tin tưởng, các chứng khoán được giao dịch trên thị trường luôn luôn phải là những chứng khoán có chất lượng của các tổ chức phát hành hoạt động sản xuất kinh doanh tốt. Bởi vì vấn đề không nằm ở số lượng chứng khoán phát hành mà ở chất lượng của nó; tức là có hàng hoá nhiều nhưng mua rồi mất vốn luôn thì chẳng ai muốn mua.

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

Cần thực hiện chính sách mở cửa thị trường ở mức độ thích hợp để khuyến khích đầu tư nước ngoài vào thị trường trái phiếu và cổ phiếu của Việt nam. Khi thị trường chứng khoán đã hoạt động ổn định tuỳ theo từng tình hình cụ thể, có thể nới lỏng tỷ lệ đầu tư của người nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt nam, cho phép một số quỹ đầu tư quốc tế hoạt động đầu tư tại Việt nam. Mặt khác, cần nghiên cứu chính sách và biểu thuế của các nước (đặc biệt là của các nước trong khu vực) để có mức thuế hợp lý nhằm thu hút vốn đầu tư trái phiếu và cổ phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, trong việc phát

hành trái phiếu quốc tế ra nước ngoài, cần cân nhắc thận trọng giữa lãi suất trái phiếu và điều kiện vay thương mại, đảm bảo việc huy động vốn phải đạt hiệu quả cao nhất.

1.2. Lành mạnh hoá môi trường tài chính - tiền tệ:

Nói đến môi trường kinh tế vĩ mô, ta không thể tách rời khỏi môi trường tài chính tiền tệ vì nó được coi là cơ sở hạ tầng, là huyết mạch của nền kinh tế. Đặc biệt, môi trường tài chính tiền tệ có một vai trò vô cùng quan trọng đối với thị trường chứng khoán vì đó chính là cái nôi của thị trường chứng khoán. Để có một môi trường tài chính ổn định, trước hết phải một nền tài chính quốc gia lành mạnh. Tiếp theo, cần phải có một đồng tiền ổn định thông qua sự điều tiết chính sách tiền tệ và lãi suất của NHTƯ.

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

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

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

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

- Thứ nhất, bên cạnh việc tạo lập một môi trường kinh tế và pháp lý cần thiết, Nhà nước cần phải duy trì một chính sách tài chính quốc gia lành mạnh. Trong những năm gần đây, việc giảm thâm hụt ngân sách nhà nước và giảm sự tài trợ thâm hụt thông qua nguồn tín dụng ngân hàng đã đánh dấu một bước chuyển biến tích cực trong chính sách quản lý tài chính quốc gia. Tuy nhiên, nhà nước cần phải thực hiện các chính sách quản lý tài chính và quản lý nợ chặt chẽ và hiệu quả hơn thông qua các chế độ tài chính thích hợp. Trước hết, nhà nước cần chú trọng hơn đến việc cân đối thu chi ngân sách, bảo đảm nguyên tắc chi tiêu ngân sách dựa vào nguồn thu mà chủ yếu là thu thuế. Để đạt được điều này, chính sách thuế cần tiếp tục được cải tổ và hoàn thiện để tận thu hết các nguồn thuế cho ngân sách nhà nước; đồng thời pnát huy vai trò điều tiết vĩ mô của chính sách thuế, chú trọng hơn các vấn đề tác động của thuế tới tích luỹ và tiêu dùng thông qua việc điều chỉnh giảm tỷ lệ điều tiết thu nhập công ty để chuyển dần và mở rộng thuế thu nhập cá nhân. Vấn đề đặt ra là nhà nước cần điều chỉnh các mức thuế suất phù hợp cho từng giai đoạn phát triển cụ thể, để đảm bảo có được một mức huy động hợp lý, cân đối trong mối quan hệ giữa khuyến khích tích luỹ đầu tư và tiêu dùng; giữa nguồn thu và chi của ngân sách nhà nước. Mặt khác, việc vay nợ để bổ sung cho thiếu hụt ngân sách tạm thời cũng như thường xuyên cần được xác lập trên cơ sở kế hoạch ngân sách hàng năm một cách chủ động; chuyển dần từ hình thức phát hành trái phiếu bán lẻ sang các hình thức đấu thầu, bán buôn qua bảo lãnh phát hành và đại lý để giảm chi phí vay và quản lý nợ, đồng thời tạo điều kiện cho thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán phát triển.

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

Từ những cơ sở và thực tế ở Việt nam hiện nay, định hướng xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ quốc gia là kết hợp sử dụng những tác động cùng chiều các biện pháp kinh tế với vai trò quản lý Nhà nước để đưa ra một chính

sách và điều hành tiền tệ quốc gia sát hợp và hữu hiệu; từng bước hoà nhập với thông lệ quốc tế trong xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ.

Với vai trò điều tiết khối lượng tiền tệ nhằm mục tiêu số 1 là ổn định giá trị đồng tiền thì chính sách tiền tệ của NHTW cần phải được độc lập ở một mức độ nhất định, nhất là không được có các sức ép chính trị. Từ những năm trước đây, chính sách tiền tệ chủ yếu của NHTW được thực hiện thông qua các công cụ kiểm soát trực tiếp như ấn định khung lãi suất tiền gửi, tiền vay của các ngân hàng; kiểm soát chính sách tín dụng của các NHTM và yêu cầu dự trữ bắt buộc. Gần đây, chính sách tiền tệ có một động thái mới là mở thêm hình thức tái chiết khấu, bỏ quy định lãi suất tiền gửi và bắt đầu xây dựng thị trường mở, song việc sử dụng hình thức này còn rất hạn chế và chưa thực sự hiệu quả. Để thực hiện chính sách tiền tệ một cách hiệu quả và phù hợp với thông lệ quốc tế, NHTƯ nên chuyển hướng áp dụng chính sách tiền tệ theo xu hướng thị trường, tức là: chuyển sang điều tiết lượng tiền cung ứng một cách gián tiếp thông qua điều tiết lãi suất cơ bản, từng bước phát triển hoạt động thị trường mở, mà chủ yếu là mua bán tín phiếu NHNN và tín phiếu Kho bạc.

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

Những biến động trong chính sách lãi suất của NHNN tất yếu sẽ ảnh hưởng lớn đến việc phát hành trái phiếu, từ đó tác động dây chuyền đến giá cả cổ phiếu và cả thị trường nói chung. Lãi suất phải thể hiện được đầy đủ các yếu tố rủi ro về lạm phát, rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, rủi ro khả năng thanh toán, và rủi ro kỳ hạn. Vì vậy, NHNN nên điều chỉnh mức lãi suất phù hợp với tỷ lệ lạm phát để có mức lãi suất thực không quá cao. Thông qua lãi suất và các công cụ trực tiếp khác (như dự trữ bắt buộc, hạn mức tín dụng). Chính sách tín dụng của NHNN đóng một vai trò quan trọng đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán sơ cấp. Nếu NHNN thắt chặt tín dụng thì sẽ

khuyến khích các tổ hợp doanh nghiệp vay vốn bằng cách phát hành chứng khoán. Trên cơ sở đó, các tiêu chuẩn lãi suất được hình thành căn cứ vào quan hệ cung - cầu. Doanh nghiệp thường huy động vốn thông qua vay nợ tín dụng hoặc phát hành chứng khoán trên thị trường chứng khoán. Để doanh nghiệp có thể huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu và trái phiếu thì chi phí cho việc phát hành phải thấp hơn chi phí vay vốn từ ngân hàng. Đồng thời, có như vậy thì giá cả trái phiếu cũng như lãi suất trái phiếu mới được quyết định theo tín hiệu của thị trường trong mối quan hệ với các khả năng đầu tư khác.

Tương tự, người đầu tư cũng sẽ so sánh giữa hai hình thức là tiết kiệm và đầu tư chứng khoán. Nếu lãi suất của ngân hàng trả cho nguồn tiết kiệm cao, người tiết kiệm sẽ thích gửi tiền vào ngân hàng để hưởng lãi suất cao và rủi ro thấp, hơn là mua chứng khoán với lãi suất thấp và rủi ro cao.

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

2. Môi trường pháp lý và quản lý

Để cho môi trường pháp lý thực sự là một "lực đẩy" cho các hoạt động kinh tế phát triển, trước hết, cần phải có sự phối kết hợp giữa các bên tham gia, từ các tổ chức luật pháp đến các cơ quan quản lý nhà nước và giữa các cơ quan

nhà nước với nhau để đảm bảo có một khung pháp lý đầy đủ, đồng bộ và thống nhất, có tác dụng khuyến khích các hoạt động kinh tế nói chung.

Vấn đề luật pháp là một vấn đề đòi hỏi có sự phối hợp chặt chẽ giữa các Bộ, ngành. Các cơ quan quản lý nhà nước liên quan đến các hoạt động cần chủ động phối hợp với nhau, đệ trình Chính phủ các văn bản sửa đổi, bổ sung hay các văn bản pháp lý mới để từng bước xây dựng một hệ thống pháp luật có hiệu lực pháp lý cao, đồng bộ, dần dần loại bỏ những qui định bất hợp lý cho sự vận hành của thị trường. Cụ thể, do các chủ thể tham gia hoạt động chứng khoán trên thị trường sơ cấp là những tổ chức thuộc các thành phần kinh tế khác nhau nên những tổ chức này ngoài việc phải tuân thủ các quy định của UBCKNN trong các hoạt động chứng khoán còn phải chịu sự quản lý từ phía các cơ quan quản lý nhà nước khác như Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) và các cơ quan chủ quản khác. Do đó, cần có sự phân định rõ ràng về chức năng quản lý nhà nước giữa các cơ quan này; đồng thời có sự phối hợp đồng bộ trong việc quản lý các chủ thể tham gia thị trường để tránh sự quản lý chồng chéo. Trước hết, cần thống nhất việc quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán vào đầu mối UBCKNN. Từ đó việc ban hành các văn bản quản lý sẽ đồng bộ và nhất quán.

2.1. Hoàn chỉnh khung pháp lý cho hoạt động TTCK

Để hoàn chỉnh bộ khung pháp lý cho hoạt động chứng khoán theo nguyên tắc bảo vệ người đầu tư, đưa ra các quy tắc và kỷ luật của thị trường và ngăn chặn những hành vi gian lận, nhưng vẫn bảo đảm khuyến khích các thành viên tham gia thị trường. Luật pháp về chứng khoán và thị trường chứng khoán cần được thống nhất thành một hệ thống hoàn chỉnh. Như đề cập ở chương II, khung pháp lý cho thị trường chứng khoán ở Việt nam hiện tại còn nhiều vướng mắc. Các văn bản pháp quy còn nhiều chồng chéo, mâu thuẫn. Đặc biệt là giữa các văn bản pháp lý hiện tại của Việt nam như Luật công ty trước đây và Luật doanh nghiệp hiện tại và một số Nghị định của Chính phủ và qui định, qui chế của các ngành còn nhiều điểm khác với Nghị Định 48/CP về chứng khoán và giao dịch chứng khoán. Để khắc phục được tình trạng này, sau một thời gian thị trường chứng khoán đi vào hoạt động, chúng ta cần rà soát, phát hiện những điểm còn tồn tại, thiếu sót và chưa hợp lý để điều chỉnh và nâng cấp Nghị định 48/CP thành Luật thị trường chứng khoán để thống nhất quản lý

việc phát hành (kể cả phát hành không niêm yết và phát hành riêng lẻ) và niêm yết, giao dịch chứng khoán (giao dịch tại Sở và mở thêm hình thức phi tập trung OTC) vào một đầu mối là Uỷ ban chứng khoán Nhà nước và bãi bỏ các Nghị định khác điều chỉnh việc phát hành hiện nay. Các điều kiện phát hành, niêm yết và việc quản lý các thành viên thị trường cũng phải được thắt chặt hơn như nâng cao yêu cầu về vốn, hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh, khả năng đáp ứng các nhu cầu chi trả nợ, năng lực điều hành của lãnh đạo doanh nghiệp... Đây là trách nhiệm lớn nhất của UBCKNN. Để thực hiện tốt vấn đề này, UBCKNN phải cân đối giữa cái được và cái mất của cơ chế quản lý khuyến khích các thành viên thị trường thực hiện tốt vai trò của mình song song với việc bảo vệ quyền lợi người đầu tư, từ đó đưa ra một khung quản lý thích hợp với từng đối tượng tuỳ thộc vào tình hình phát triển của thị trường ở các thái điểm khác nhau.

Đồng thời cần phải sửa đổi, bổ sung hai nhóm Luật riêng: các chế định về công ty chứng khoán, quỹ đầu tư... và các chế định liên quan đến nhà đầu tư. Song song với công việc này là tiến hành rà soát lại các văn bản luật hiện hành như Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư nước ngoài, Luật thuế và tất cả các luật liên quan đến hoạt động của thị trường chứng khoán nhằm đồng bộ hoá các quy định và gỡ bỏ những vấn đề gây cản trở đến sự phát triển của thị trường chứng khoán.

Một công việc vô cùng quan trọng trong giai đoạn tới là chúng ta cần phải thiết lập một môi trường pháp lý chuẩn cho hoạt động kế toán - kiểm toán, thực hiện mục tiêu tiến tới sự công nhận của quốc tế về hệ thống kế toán - kiểm toán Việt nam, để các nhà đầu tư (đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài) yên tâm và tin tưởng vào các thông tin tài chính được công bố làm cơ sở để đầu tư vào thị trường chứng khoán. Trong tương lai, một khi hoạt động thị trường đã phát triển và trình độ đánh giá của người đầu tư được nâng cao thì đối với việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán, ta có thể chuyển từ hình thức "quản lý theo chế độ xem xét chất lượng" (merit regulation) sang phương thức "công bố thông tin đầy đủ" (full disclosure) như nhiều thị trường tiên tiến đang thực hiện. Khi đó vai trò của kế toán và kiểm toán lại càng quan trọng. Để thực hiện vấn đề này, chúng ta cần tiến hành một số công việc cụ thể trong thời gian tới như sau:

- Công bố Hệ thống chuẩn mực Kế toán Việt nam và Điều lệ kế toán nhà nước phù hợp với thông lệ Quốc tế (GAAP) và được Quốc tế công nhận làm cơ sở ghi chép kế toán và lập báo cáo tài chính được các tổ chức quốc tế như WB, ADB, IMF và nhà đầu tư nước ngoài chấp nhận.

- Hoàn chỉnh Hệ thống chuẩn mực kiểm toán Việt nam phù hợp với thông lệ quốc tế và được Quốc tế công nhận làm cơ sở cho kiểm toán viên Việt nam cũng như kiểm toán viên quốc tế kiểm tra và xác nhận sự trung thực và hợp lý của báo cáo tài chính, phục vụ các tổ chức tài chính và nhà đầu tư nước ngoài.

- Phát triển số lượng và nâng cao chất lượng hoạt động dịch vụ kế toán - kiểm toán bằng cách:

+ + Phát triển mạnh mẽ về số lượng, quy mô cũng như chất lượng hoạt động của các công ty dịch vụ kế toán - kiểm toán đã có trong nước, tiếp tục phát triển thêm (không hạn chế số lượng) các công ty kế toán - kiểm toán của Việt nam cũng như của nước ngoài.

+ Nâng cao chất lượng hoạt động của các tổ chức nghề nghiệp về kế toán - kiểm toán (Hội Kế toán Việt nam, Câu lạc bộ Kế toán trưởng).

+ Mở rộng và phát triển dịch vụ kế toán - kiểm toán thành hệ thống kiểm toán độc lập và hệ thống tư vấn Tài chính - Kế toán.

+ Hoàn thiện các quy trình đào tạo, thi tuyển, đăng ký hành nghề kế toán - kiểm toán, tăng cường quản lý hoạt động, kiểm soát chất lượng dịch vụ và đạo đức nghề nghiệp của kiểm toán viên.

- Chuyển dần vai trò quản lý nhà nước về kế toán - kiểm toán cho các tổ chức nghề nghiệp.

- Từng bước cho phép cá nhân tự do hành nghề kế toán - kiểm toán.

2.2. Phối hợp giữa các cơ quan quản lý Nhà nước

Trên cơ sở hoàn thiện khung pháp lý như đã nói ở trên, cần phải thống nhất một số nguyên tắc quản lý giữa UBCKNN với NHNN và Bộ Tài chính như sau:

- NHNN và UBCK cần có sự phối hợp trong việc điều tiết vốn khả dụng cho thị trường chứng khoán, đặc biệt trong những tình huống khó khăn. Đồng thời, UBCKNN cần phối hợp với NHNN trong việc quản lý hoạt động đầu tư chứng khoán của các ngân hàng và kinh doanh chứng khoán của các công ty chứng khoán do ngân hàng lập ra. Chẳng hạn, NHNN quyết định về chủ trương cho phép một Ngân hàng Thương mại (NHTM) thành lập công ty chứng khoán. Sau khi nhận được sự chấp thuận nguyên tắc của NHNN, NHTM đó phải thành lập một công ty chứng khoán riêng, hạch toán độc lập và được UBCKNN cấp giấy phép hoạt động. Mọi hoạt động của công ty này phải chịu sự giám quản lý của UBCKNN. NHNN chỉ quản lý những vấn đề mà công ty chứng khoán có thể gây ảnh hưởng tới vốn của ngân hàng.

- Trong quan hệ với Bộ Tài chính cũng cần làm sáng tỏ chức năng quản lý cũng như cần có sự phối hợp giữa UBCKNN và Bộ Tài chính. Bộ Tài chính quản lý tài chính công ty theo Luật doanh nghiệp, trong đó quy định loại hình chứng khoán mà công ty có thể phát hành, quyền lợi của cổ đông... Còn UBCKNN quản lý những vấn đề liên quan đến việc phát hành và niêm yết chứng khoán ra công chúng theo các văn bản pháp quy về chứng khoán. Đối với các công ty chứng khoán, cũng cần có sự phối kết hợp giữa Bộ Tài chính và UBCKNN để quản lý tài chính của các công ty này. Bộ Tài chính ban hành chế độ quản lý tài chính của công ty chứng khoán, trên cơ sở đó UBCKNN sẽ hướng dẫn và quản lý việc thực hiện cụ thể.

3. Tạo một môi trường sản xuất kinh doanh hiệu quả

Chúng ta cần nhìn nhận một vấn đề là việc phát triển chính bản thân thị trường sơ cấp chưa phải là mục tiêu cuối cùng. Thị trường sơ cấp là nơi huy động vốn nhàn rỗi cho sản xuất kinh doanh để doanh nghiệp phát triển, từ đó tạo thêm thu nhập và việc làm. Như vậy, mục tiêu phát triển của thị trường sơ cấp là tạo ra một kênh huy động vốn để các hoạt động sản xuất kinh doanh có điều kiện mở mang và phát triển. Một khi các hoạt động kinh doanh có hiệu quả sẽ có tác động ngược lại giúp thị trường sơ cấp phát triển vì đồng tiền luôn tìm đến những nơi đầu tư mang lại hiệu quả cao. Hiện nay, mạng lưới doanh nghiệp ở nước ta chủ yếu vẫn là khối doanh nghiệp nhà nước, chỉ có số ít các doanh nghiệp cổ phần hoá và tư nhân. Để tạo ra một môi trường kinh doanh phát triển, thứ nhất, nhà nước cần tăng tốc và tăng cường các hoạt động cải tổ

doanh nghiệp nhà nước và kèm theo đó là cải tổ khu vực tài chính, ngân hàng, thương mại, đầu tư... Đồng thời, tiếp tục xây dựng và tiếp tục phát triển hệ thống pháp luật kinh tế và doanh nghiệp, với luật doanh nghiệp mới sẽ có hiệu lực từ ngày 1/1/2000. Tiếp theo, cần tiếp tục có những biện pháp khuyến khích về thuế; nhanh chóng tháo gỡ những hàng rào cản trở không cần thiết đối với hoạt động doanh nghiệp. Song song với công việc này, nhà nước cần tiếp tục đẩy nhanh và đi đến kết thúc tiến trình cổ phần hoá. Mặt khác, cần tạo điều kiện cho khối doanh nghiệp tư nhân tham gia thị trường và được tiếp cận nguồn vốn và liên doanh với đối tác nước ngoài, tạo ra một sân chơi bình đẳng cho các doanh nghiệp cạnh tranh và phát triển.

Thứ hai, cần phải tiếp tục mở rộng toàn quyền tự chủ tài chính cho các doanh nghiệp. Đây là vấn đề rất quan trọng giúp cho doanh nghiệp được linh hoạt lựa chọn các hình thức huy động vốn có hiệu quả nhất, đồng thời chủ động được nguồn vốn phục vụ sản xuất kinh doanh. Nhà nước, mặt khác, cần khuyến khích các doanh nghiệp mạnh dạn đầu tư vào những dự án mạo hiểm, rủi ro cao nhưng tiềm năng phát triển lớn. Điều này đòi hỏi có sự đầu tư từ các quỹ vốn mạo hiểm khi Nhà nước cho phép các quỹ này được thành lập.

Thứ ba, để đảm bảo một thị trường chứng khoán minh bạch, đáp ứng được lòng tin của công chúng đầu tư và cũng là để tạo một sự cạnh tranh công bằng thì chế độ tài chính và quản trị doanh nghiệp phải được công khai hoá. Có nghĩa là tình hình tài chính của doanh nghiệp cần phải được kiểm toán và công bố cho các cổ đông, công chúng đầu tư biết. Việc điều hành, quản trị của các doanh nghiệp cũng cần phải được công khai. Thực tế là các doanh nghiệp Việt nam rất sợ công bố về tài chính của doanh nghiệp mình và thường tránh né hoặc công bố những số liệu không đảm bảo độ chính xác, trong khi đó thường trì hoãn việc kiểm toán báo cáo tài chính. Đây là cả một sự thay đổi lớn về tư duy sản xuất, kinh doanh mà chúng ta cần từng bước thực hiện.

Thứ tư, bên cạnh các chính sách công khai hoá và tự chủ tài chính nêu trên, Nhà nước cần có các biện pháp khuyến khích doanh nghiệp phát triển bộ phận quản lý vốn doanh nghiệp để trước mắt thúc đẩy việc quản lý, sử dụng vốn hiệu quả và tiến tới tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán. Hiện nay nhiều doanh nghiệp lớn, nhất là các Tổng công ty lớn, nhiều khi còn tồn đọng vốn tạm thời trong thời gian đã thu được tiền bán hàng những chưa phải chi trả

tiền mua sắm vật tư sản xuất. Nguồn vốn này được gửi tại tài khoản thanh toán của ngân hàng và hưởng lãi suất rất ít, thậm chí không được hưởng lãi. Nếu các doanh nghiệp này có một kế hoạch cân đối nguồn vốn tốt thì có thể sử dụng vốn nhàn rỗi đầu tư vào TPCP hoặc các hình thức chứng khoán ít rủi ro có tính thanh khoản cao, khi cần có thể bán lấy tiền sử dụng được ngay. Ngoài ra, nguồn vốn từ các quỹ hình thành trong hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp cũng rất lớn. Các doanh nghiệp có thể sử dụng nguồn vốn của các quỹ này để tái đầu tư vào những dự án ngắn hạn hoặc lập quỹ đầu tư hưu trí thu lãi cố định. Việc kết hợp và cân đối đầu tư nguồn vốn nhàn rỗi tạm thời với nguồn vốn từ các quỹ trên cơ sở tính toán cân nhắc thận trọng chắc chắn sẽ mang lại cho doanh nghiệp không ít lợi nhuận. Hiện nay trên thế giới đa phần doanh nghiệp đã phát triển bộ phận tài chính quản lý vốn của mình thành một mảng chiến lược đầu tư mang lại lợi nhuận rất lớn, đồng thời cho phép doanh nghiệp tiếp cận thường xuyên với thị trường tài chính để có được những công cụ rào chắn rủi ro trong hoạt động tài chính như rủi ro ngoại hối, rủi ro lãi suất, rủi ro phát hành ... Các doanh nghiệp của Việt nam cần phải cải tiến phương pháp quản lý vốn một cách năng động và tận dụng tối đa cơ hội phát triển theo xu hướng của thế giới, nhất là khi TTCK được mở ra thì các cơ hội này càng phải được phát huy hiệu quả sử dụng tối đa. Có như vậy mới hy vọng đạt được sự phát triển mạnh của tài chính doanh nghiệp và điều đó ngược lại sẽ đem lại sự phát triển nhanh chóng cho TTCK nói chung và thị trường sơ cấp nói riêng.

4. Khuyến khích và phát triển các thành phần tham gia phát hành chứng khoán trên thị trường sơ cấp

Để có định hướng đúng cho việc phát triển lâu dài của thị trường sơ cấp, trước hết cần phải xác định những đối tượng có thế mạnh tiềm tàng để có biện pháp khuyến khích phát triển. Trong các đối tượng phát hành, hiện nay TPCP đang được coi là nguồn hàng có tiềm năng to lớn cho thị trường. Song, về lâu dài chúng ta cần tập trung phát triển các loại công cụ nợ khác như trái phiếu NHTM, trái phiếu doanh nghiệp nhằm tạo lập một thị trường trái phiếu phát triển. Đồng thời phải phát triển thị trường cổ phiếu doanh nghiệp để tiến tới mục tiêu dài hạn là gây dựng một thị trường chứng khoán phát triển hoàn chỉnh. Tuy nhiên, tiến trình và tốc độ phát triển của từng thị trường (trái phiếu và cổ phiếu) sẽ phụ thuộc nhiều vào đặc điểm phát triển của nền kinh tế nói

chung và của lĩnh vực tài chính nói riêng. Hiện nay, chúng ta đang xây dựng thị trường chứng khoán với một đặc thù là nền kinh tế chủ yếu phụ thuộc vào nguồn tài trợ vốn từ các ngân hàng và trong điều kiện thiếu sự hiểu biết cũng như độ tin cậy từ phía người đầu tư. Như vậy, thị trường trái phiếu sẽ được phát triển sớm hơn, mà trước hết là TPCP và trái phiếu NHTM vì 2 loại trái phiếu này đã quen thuộc và đã đạt được độ tin cậy nhất định từ phía người đầu tư. Song song với việc phát triển 2 loại trái phiếu trên sẽ từng bước hình thành và phát triển trái phiếu và cổ phiếu doanh nghiệp và về lâu dài đây sẽ là mặt hàng chủ yếu của thị trường. Điều này cũng phù hợp với kinh nghiệm phát triển thị trường chứng khoán của nhiều nước đang phát triển.

Từ định hướng phát triển nêu trên là dựa vào nguồn cổ phiếu làm 'hàng hóa chính''cho TTCK về lâu dài, nhà nước cần tiến hành cổ phần hoá mạnh mẽ hơn, nhất là đối với các doanh nghiệp lớn, các Ngân hàng thương mại và tiến tới cổ phần hoá các doanh nghiệp liên doanh với nước ngoài, các doanh nghiệp tư nhân và trách nhiệm hữu hạn. Để thực hiện tốt vấn đề này, thứ nhất, Chính phủ cần phải có biện pháp kiên quyết yêu cầu các doanh nghiệp trong danh sách cổ phần hoá cần tiến hành cổ phần hoá ngay. Trên cơ sở các mục tiêu kinh tế xã hội dài hạn đề ra, Chính phủ cần tiếp tục sắp xếp đổi mới doanh nghiệp ở phạm vi sâu rộng hơn. Kèm theo đó là tiếp tục đưa vào danh sách cổ phần hoá các doanh nghiệp Nhà nước có quy mô vừa và lớn và công bố hàng năm. Đồng thời nếu doanh nghiệp nào đủ điều kiện thì yêu cầu lập kế hoạch phát hành ra công chúng để niêm yết tại thị trường tập trung. Để thực hiện tốt công việc này, Nhà nước cần dành những khoản ngân sách lớn hoặc các dự án nước ngoài cho việc thuê chuyên gia nước ngoài giúp các doanh nghiệp thực hiện tốt các vấn đề chuẩn bị cổ phần hoá, kế toán kiểm toán và công bố thông tin cũng như các vấn đề quản trị doanh nghiệp sau khi cổ phần hoá. Song song với công việc này, Nhà nước phải giải quyết dứt điểm các vấn đề còn vướng mắc và trì trệ trong khâu cổ phần hoá như vướng mắc về tài chính, định giá doanh nghiệp, chính sách ưu tiên và quyền lợi người lao động.Trong mấy năm tới tốc độ cổ phần hoá cần phải đẩy nhanh hơn nữa, Nhà nước nên đặt ra chỉ tiêu cổ phần hoá tối thiểu 800 doanh nghiệp mỗi năm thì mới hy vọng có thể nhanh chóng hoàn thành kế hoạch cổ phần hoá đề ra. Thứ hai, tiếp tục có những biện pháp lâu dài khuyến khích doanh nghiệp cổ phần hoá phát hành và niêm yết Chứng khoán thông qua việc giảm thuế, có chính sách phù hợp sau

khi doanh nghiệp phát hành để tạo điều kiện cho công ty phát triển vững mạnh, có như vậy thì cổ phiếu của họ bán ra mới có giá trị và có sức hấp dẫn.

Vấn đề tiếp theo là chúng ta cần mở rộng hình thức phát hành chứng khoán. Quá trình thực hiện trao đổi và giao lưu vốn giữa các chủ thể kinh tế - xã hội càng phong phú bao nhiêu thì việc khai thác tối đa các nguồn vốn trong và ngoài nước đáp ứng kịp thời nhu cầu vốn đầu tư của ngân sách Nhà nước và các thành phần kinh tế, đảm bảo đầy đủ yêu cầu vốn cho việc thực hiện các mục tiêu kinh tế - xã hội càng thuận lợi bấy nhiêu. Quá trình trao đổi và giao lưu vốn đó gắn liền với việc đa dạng hoá các công cụ tài chính. Với các công cụ huy động vốn hạn hẹp như hiện nay rõ ràng đã không tạo điều kiện để các chủ thể kinh tế - xã hội lựa chọn, thực hiện trao đổi và giao lưu vốn giúp cho việc huy động vốn được phong phú và hiệu quả.

Để mở rộng các hình thức phát hành, nhà nước cần phổ biến và cho phép các doanh nghiệp phát hành đa dạng hơn nữa các loại hình chứng khoán như trái phiếu có lãi suất thả nổi, trái phiếu được quyền mua lại trước hạn, trái phiếu chuyển đổi phát hành ra Quốc tế và tiến từng bước đến phát hành cổ phiếu ra thị trường Quốc tế..Nhà nước thực hiện việc bảo lãnh cho các doanh nghiệp Nhà nước đủ điều kiện phát hành trái phiếu ra nước ngoài để tăng khả năng thu hút vốn trên thị trường. Đồng thời, cần khuyến khích và tạo điều kiện cho các tổ chức bảo lãnh phát hành đưa trái phiếu và cổ phiếu doanh nghiệp ra bán ở nước ngoài..Việc phát hành chứng khoán ra nước ngoài có một ý nghĩa không kém phần quan trọng so với các nguồn vốn huy động từ bên ngoài như đầu tư trực tiếp, tài trợ ODA, quỹ đầu tư, vay thương mại, kiều hối.... Tuy nhiên, đây là công việc mới mẻ, phức tạp cần phải thận trọng.

5. Phát triển các thể chế liên quan đến chứng khoán và TTCK

Đây chính là điều kiện cơ bản để phát triển thị trường chứng khoán, kể cả sơ cấp lẫn thứ cấp. Để thị trường phát triển dài hạn và ổn định, chúng ta cần phải duy trì được lòng tin của người đầu tư; đồng thời có định hướng phát triển lâu dài các chủ thể tham gia thị trường. Sau đây là một số giải pháp trong các vấn đề này:

5.1. Phát triển mạng lưới tổ chức bảo lãnh phát hành trên thị trường sơ cấp

Đối với các tổ chức tài chính trung gian cũng cần phải có định hướng phát triển lâu dài, đặc biệt là vai trò bảo lãnh phát hành của các tổ chức này trên thị trường sơ cấp. Hiện nay, chúng ta chỉ cho phép các công ty chứng khoán hoạt động nghiệp vụ bảo lãnh phát hành trừ trường hợp trái phiếu Chính phủ cho phép cả các NHTM được bảo lãnh phát hành. Việc các công ty chứng khoán hoạt động nghiệp vụ bảo lãnh phát hành là hoàn toàn phù hợp với điều kiện thực tế và thông lệ quốc tế. Tuy nhiên, để có thể phát huy hơn nữa vai trò của bảo lãnh phát hành trong việc giúp các doanh nghiệp phát hành trên thị trường sơ cấp, trong thời gian trung hạn có thể hình thành một hệ thống các tổ chức chuyên doanh về bảo lãnh phát hành (bao gồm các dịch vụ tư vấn, quản lý, bảo lãnh phát hành và phân phối chứng khoán) gọi là các ngân hàng đầu tư, theo mô hình của nhiều nước trên thế giới đang áp dụng; Lợi ích của điều này là các ngân hàng đầu tư chuyên doanh sẽ có điều kiện chuyên sâu về lĩnh vực bảo lãnh phát hành, thông hiểu hơn về thị trường phát hành và đối tượng phát hành để từ đó có những tư vấn phù hợp và bảo đảm thực hiện thành công cam kết bảo lãnh phát hành.

Trong tương lai dài hạn hơn, khi TTCK đã hoạt động ổn định và phát triển thì ta nên mở cửa cho các tổ chức tài chính hoạt động theo mô hình đa năng, tức là các ngân hàng thương mại được phép kinh doanh Chứng khoán, bảo lãnh phát hành cùng với kinh doanh tiền tệ. Ưu điểm của mô hình này là NHTM có thể kết hợp nhiều lĩnh vực kinh doanh nhờ đó giảm bớt rủi ro cho hoạt động kinh doanh chung và có nhiều khả năng chịu đựng được các biến động của TTCK. Hơn nữa, NH thường có thế mạnh về chuyên môn cũng như cơ sở vật chất để thực hiện kinh doanh Chứng khoán. Hiện nay mô hình đa năng hoàn toàn này đang được áp dụng ở châu Âu, Anh và Úc. Riêng ở Mỹ, sau cuộc đại khủng hoảng TTCK năm 1929, đã ban hành bộ luật ngăn cấm các hoạt động ngân hàng, bảo hiểm và Chứng khoán không được kinh doanh lẫn lộn. Tuy nhiên, trước xu hướng toàn cầu hoá hoạt động tài chính cũng như vấn đề cạnh tranh quyết liệt giữa các tổ chức tài chính với nhau, Mỹ hiện nay cũng đang xem xét vấn đề gỡ bỏ đạo luật nêu trên để cho phép các tổ chức tài chính mở rộng hoạt động kinh doanh và dễ bề cạnh tranh trên toàn cầu.

Khi đó, ta có thể mở rộng các hình thức cam kết bảo lãnh phát hành cho phù hợp với tình hình phát triển của thị trường và thông lệ quốc tế. Trong tương lai, ta cũng nên cho phép các tổ chức 100% vốn nước ngoài hoạt động bảo lãnh phát hành tại thị trường Việt nam. Điều này đặc biệt có ý nghĩa với chủ trương kêu gọi vốn nước ngoài và cho phép người nước ngoài đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt nam vì chỉ có các tổ chức bảo lãnh phát hành nước ngoài mới có đủ uy tín, kinh nghiệm và mạng lưới khách hàng đầu tư nước ngoài để phân phối chứng khoán ở nước ngoài. Thêm vào đó, việc cho phép cả tổ chức bảo lãnh phát hành nước ngoài vào Việt nam còn đem lại lợi ích thu hút "công nghệ" và kinh nghiệm bảo lãnh phát hành của nước ngoài; đồng thời tạo ra sự cạnh tranh để phát triển.

5.2. Thành lập và phát triển hệ thống các tổ chức định mức tín nhiệm

Song song với việc phát triển các tổ chức kinh doanh chứng khoán, việc phát triển một mạng lưới các tổ chức định mức tín nhiệm và tư vấn là một vấn đề mang tính chiến lược để phát triển thị trường chứng khoán. Như ta đã biết, để cho người đầu tư yên tâm tham gia tại trường chứng khoán thì vấn đề quan trọng là giá chứng khoán được xác định hợp lý. Giá hợp lý đó được hình thành trên cơ sở khả năng sinh lời của các công ty phát hành ra chứng khoán đó và nó luôn luôn thay đổi để thích ứng với những thông tin liên quan đến tiềm năng sinh lời này. Nói chung, giá chứng khoán phải gắn liền với thực lực tài chính và khả năng sinh lời của các công ty. Một công ty có tiềm lực tài chính mạnh, khả năng sinh lời cao sẽ là nơi có sức hút đối với đồng vốn của công chúng. Nếu bức tranh tài chính của công ty là đúng thì giá của chứng khoán sẽ đúng và sức mua sẽ tăng và ngược lại. Như vậy, để có được một bức tranh tài chính trung thực, chúng ta cần có một mạng lưới các tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp xây dựng nên bức tranh đó và phân tích đánh giá chúng để người đầu tư biết được mức độ rủi ro khi đầu tư vào chứng khoán của doanh nghiệp, từ đó có thể đưa ra mức giá phù hợp. Đối với thị trường thứ cấp, tổ chức định mức tín nhiệm đóng vai trò cực kỳ quan trọng vì các tổ chức này vừa có vai trò thúc đẩy hoạt động thị trường vừa bảo vệ người đầu tư tránh rủi ro. Hiện nay, chúng ta chưa có một tổ chức định mức tín nhiệm sẽ là điều hạn chế cho thị trường phát triển. Do vậy trong những năm tới, ta cần khẩn trương

thành lập một số tổ chức định mức tín nhiệm, tốt nhất là liên doanh với nước ngoài, trong đó nhà nước có nắm cổ phần, để vừa kết hợp kinh nghiệm quốc tế và đào tạo đội ngũ nhân viên Việt nam, vừa có thể kiểm soát được hoạt động của tổ chức này cũng như mức độ tin cậy của các đánh giá. Để xây dựng các tổ chức định mức tín nhiệm, trước hết chúng ta cần phải có cơ chế hoạt động cho các tổ chức này và đưa ra các yêu cầu cụ thể trong việc định mức tín nhiệm. Bên cạnh việc ban hành các văn bản pháp quy, việc đào tạo các chuyên gia đánh giá độ tín nhiệm để đảm bảo cho sự chính xác của việc định mức tín nhiệm cũng rất quan trọng. Trong tương lai, để có một hệ thống định mức tín nhiệm phát triển, cần phải có một hệ thống kế toán, báo cáo và tiết lộ thông tin chuẩn mực; đồng thời cần phải thiết lập các yêu cầu đầu tư thận trọng để khuyến khích người đầu tư sử dụng quy định mức tín nhiệm. Thậm chí, trong một số trường hợp còn phải yêu cầu bắt buộc sử dụng định mức tín nhiệm, yêu cầu các trái phiếu phát hành ra công chúng phải có định mức tín nhiệm. Đồng thời, để đảm bảo được sự phát triển ổn định lâu dài của các tổ chức này, UBCKNN cần thiết phải xây dựng các tiêu chuẩn định mức tín nhiệm, kèm theo đó có thể cho phép các tổ chức định mức tín nhiệm 100% vốn nước ngoài hoạt động và tăng cường số lượng các tổ chức định mức tín nhiệm, tạo ra một môi trường cạnh tranh trong lĩnh vực định mức tín nhiệm. Một khi thị trường chứng khoán Việt nam đã phát triển và gắn liền với thị trường tài chính quốc tế thì đòi hỏi phải thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm mang tính đa quốc gia.

5.3. Hoàn thiện và phát triển thị trường thứ cấp

5.3.1. Phát triển hệ thống cơ sở hạ tầng của thị trường thứ cấp

Về lâu dài, cần có định hướng phát triển thị trường thứ cấp thành một thị trường có quy mô lớn với các điều kiện kỹ thuật hiện đại, tiên tiến. Để đạt được điều này, trước hết cần phải nâng cấp TTGDCK thành Sở Giao dịch Chứng khoán. Hiện nay, do thị trường chứng khoán của ta còn trong giai đoạn sơ khai, do đó cần đến sự hỗ trợ mạnh từ phía Chính phủ trong việc hình thành thị trường chứng khoán. Điều này được thể hiện bằng việc thành lập 2 Trung tâm giao dịch theo mô hình cơ quan Nhà nước. Mô hình này phù hợp với điều kiện của chúng ta hiện nay vì nó cung cấp cơ sở ban đầu cho hoạt động thị trường mà không đòi hỏi thành viên tham gia phải đóng góp. Đồng thời với mô

hình này thì quyền lợi người đầu tư được chú trọng hơn. Tuy nhiên, mô hình này cũng có một nhược điểm là thiếu tính độc lập, do đó việc quản lý sẽ kém hiệu quả hơn. Về lâu dài, các Trung tâm giao dịch cần được nâng cấp và kết nối thành Sở giao dịch duy nhất theo mô hình công ty cổ phần mà cổ đông chính là các thành viên tham gia giao dịch. Đây là mô hình đang rất phổ biến ở các nước phát triển. Ưu điểm của mô hình này là hoạt động của Sở được quản lý hiệu quả hơn do phải tuân thủ Luật Công ty, quản lý theo hướng tự quản kinh doanh. Do thành viên vừa là người tham gia, vừa là người quản lý Sở nên chi phí giao dịch thấp và dễ ứng phó với tình hình thị trường. Đồng thời, về lâu dài có thể mở thêm thị trường OTC giao dịch chứng khoán của doanh nghiệp nhỏ chưa đủ điều kiện niêm yết tại Sở. Kèm theo đó là nối mạng tất cả các thành viên giao dịch với Sở Giao dịch Chứng khoán và giữa các thành viên với nhau, tạo thành một hệ thống liên hoàn đảm bảo đáp ứng yêu cầu giao dịch, thanh toán nhanh, chính xác và linh hoạt. Một khi điều kiện giao dịch qua mạng được phát triển và ta có được một thị trường OTC hoàn hảo thì có thể ghép 2 Trung tâm giao dịch vào thành một Sở giao dịch lớn, tập trung được tất cả các nguồn giao dịch, vừa dễ quản lý, vừa đạt tính thanh khoản cao và chi phí giao dịch thấp. Đây cũng là xu hướng phát triển chung trên thế giới.

Trong tương lai, khi các hoạt động thị trường đi vào ổn định và phát triển thì khối lượng giao dịch lớn đồng thời với việc phát triển nhiều loại hình giao dịch, dọ đó đòi hỏi bộ phận thanh toán, lưu ký phải đủ lớn để một mặt có thể đáp ứng yêu cầu giao dịch thanh toán; mặt khác có thể quản lý tốt các hoạt động giao dịch kinh doanh. Vấn đề này đòi hỏi phải thành lập một trung tâm thanh toán, lưu ký riêng có chức năng tổng hợp gồm quản lý và thanh toán cả chứng khoán lẫn tiền mà hiện nay đang phân tách riêng cho TTGDCK và ngân hàng chỉ định. Nhiều nước tiên tiến trên thế giới hiện đang áp dụng mô hình này. Nếu thị trường chứng khoán Việt nam có một trung tâm thanh toán, lưu ký toàn diện như vậy thì quy trình xử lý thanh toán sẽ bảo đảm nhanh chóng, an toàn và thuận lợi hơn. Mặt khác, việc quản lý cũng dễ dàng hơn do tập trung được tất cả các khâu thanh toán vào một đầu mối.

5.3.2. Phát huy vai trò các thể chế tài chính trung gian

Tiếp theo, một vấn đề hết sức quan trọng cần phai chú trọng là việc phát triển một cách hoàn chỉnh và đồng bộ mạng lưới các Tổ chức kinh doanh

chứng khoán. Một khi TTGDCK được nâng cấp thành Sở Giao dịch Chứng khoán, yêu cầu về quy mô cũng như các tiêu chuẩn thành viên của công ty chứng khoán kể cả về chất và lượng cũng cần được nâng lên. Trong thời gian đầu hoạt động của TTGDCK, để đảm bảo cho các giao dịch được triển khai an toàn, tránh việc thao túng gây ra những biến động giả tạo, việc quy định cấm các hành vi bán khống và mua bảo chứng là điều cần thiết để bảo vệ thị trường khi còn sơ khai. Sau này, khi thị trường đã hoạt động ổn định và phát triển thì ta có thể cho phép thực hiện các giao dịch này. Đồng thời mở rộng các hình thức giao dịch tinh vi hơn, đặc biệt là những giao dịch chứng khoán phái sinh để vừa giúp nâng cao tính thanh khoản của thị trường, vừa giúp các công ty kinh doanh chứng khoán và người đầu tư chứng khoán có đầy đủ phương tiện phòng tránh rủi ro. Bên cạnh đó, vai trò giám sát và quản lý hoạt động chứng khoán của UBCKNN phải luôn luôn được phát huy ngang tầm với tốc độ phát triển của thị trường.

5.3.3. Tăng cường năng lực quản lý, giám sát thị trường

Để đảm bảo cho TTCK hoạt động an toàn, công bằng và bảo vệ quyền lợi chính đáng cho các nhà đầu tư, cũng như việc quản lý giám sát thị trường, nhằm mục tiêu phát triển thị trường theo đúng định hướng. Hệ thống giám sát cần đươc tổ chức chặt chẽ và có sự phân cấp quản lý với các cấp độ khác nhau:

- *Cấp giám sát tại các tổ chức kinh doanh chứng khoán,* bao gồm các công ty chứng khoán, các tổ chức phụ trợ trên thị trường. Các tổ chức này đều phải thành lập các bộ phận giám sát, điều tra và kiểm toán nội bộ. Ngoài ra, các tổ chức này còn chịu sự kiểm tra giám sát của các tổ chức có chức năng quản lý, giám sát cấp trên. Đó là TTGDCK (hoặc Sở GDCK), UBCKNN và các tổ chức thanh tra, kiểm toán của Nhà nước.

- *Cấp giám sát tại thị trường giao dịch tập trung* (TTGDCK hoặc SGDCK). Đây là những tổ chức tự quản, phải thành lập các bộ phận giám sát thường xuyên và bộ phận thanh tra chuyên biệt. Ngoài ra, còn phải có bộ phận thanh tra giám sát và kiểm toán đối với các công ty chứng khoán thành viên, các công ty niêm yết và bộ phận này chịu sự quản lý, giám sát của UBCKNN.

- *Cấp giám sát tại UBCKNN*, ngoài mục tiêu theo dõi hoạt động của các vụ chuyên môn, các Vụ chức năng của UBCK, đặc biệt là Vụ Thanh tra

phải có trách nhiệm thanh tra và giám sát toàn bộ các hoạt động có liên quan đến chứng khoán và TTCK. Các vi phạm pháp luật sẽ được tiến hành xử lý theo quy định phân cấp cụ thể, từ hình thức phạt hành chính, đình chỉ hoạt động một thời gian, đình chỉ vĩnh viễn, thu hồi giấy phép hạc truy cứu trách nhiệm hình sự.

5.4. Đào tạo một cách hệ thống và có quy củ đối với đội ngũ cán bộ quản lý và vận hành thị trường

Sau tất cả những vấn đề trình bày ở trên còn một vấn đề thực thi mang tính quyết định là yếu tố con người. Thực tế, chúng ta không thể thành công trong việc xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán nói chung và thị trường sơ cấp nói riêng nếu thiếu một đội ngũ nhân viên quản lý và vận hành thị trường có đủ năng lực và kiến thức chuyên môn về thị trường chứng khoán.

Đối với Việt nam, chứng khoán là ngành rất mới và phức tạp. Do vậy việc nghiên cứu khảo sát, học tập kinh nghiệm của các nước là một nhu cầu bức thiết. Đẩy mạnh công tác đào tạo cán bộ và tăng cường cơ sở vật chất cho thị trường chứng khoán cũng là nhân tố quan trọng, cần phải đi trước một bước. Đây là đòi hỏi vừa cấp bách, vừa lâu dài để đáp ứng nguồn lực cho sự phát triển và an toàn, hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt nam.

Đội ngũ cán bộ tham gia hoạt động điều hành và quản lý thị trường cần phải có trình độ chuyên môn sâu, rộng, được đào tạo cơ bản, hệ thống và kiến thức luôn được cập nhật. Chiến lược phát triển nhân sự cho ngành chứng khoán cần được chú trọng từ cơ quan quản lý của Chính phủ, tới các tổ chức tham gia hoạt động trên thị trường, hơn nữa, ngay từ các trường đại học, các viện nghiên cứu... Cụ thể là việc đào tạo cán bộ cho ngành chứng khoán được thể hiện trên 3 mặt: đào tạo cán bộ quản lý nhà nước, cán bộ vận hành thị trường và cán bộ kinh doanh chứng khoán. Đồng thời, bản thân TTGDCK, các công ty chứng khoán, các ngân hàng, doanh nghiệp phải tự đào tạo cho cán bộ, nhân viên của mình, cơ quan quản lý Nhà nước có trách nhiệm xây dựng nội dung, chương trình và hướng dẫn đào tạo.

Những hoạt động đào tạo về chứng khoán cần được tổ chức phong phú, đa dạng. Chương trình đào tạo của các trung tâm, viện, trường được xây dựng một cách cụ thể và thiết thực để vừa phát huy được sở trường của mỗi đối

tượng tham gia thị trường, vừa đáp ứng được yêu cầu phát triển của ngành. Các loại hình đào tạo được đa dạng hoá như: hội thảo chuyên đề (trong nước và quốc tế), vừa đào tạo chuyên môn, vừa nâng cao trình độ ngoại ngữ và tin học, các kiến thức về pháp luật, quản trị kinh doanh, phát triển các hình thức phổ cập kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán và điều đặc biệt quan trọng là phải chú trọng đến các hình thức đào tạo dài hạn, có hệ thống và chuyên sâu.

- Một lần nữa, muốn có thị trường chứng khoán sơ cấp và thị trường vận hành an toàn có hiệu quả và ngày càng phát triển, không thể coi nhẹ yếu tố nhân lực quản lý và kinh doanh trên thị trường. Vì vậy, đào tạo bồi dưỡng nhân lực quản lý và kinh doanh chứng khoán không chỉ có ý nghĩa quyết định trong giai đoạn trước mắt mà cho cả sự phát triển của thị trường chứng khoán sơ cấp ở Việt nam trong tương lai.

6. Kích cầu chứng khoán thông qua phát triển các quỹ đầu tư và khuyến khích sự tham gia của người đầu tư cá nhân trên cả thị trường sơ cấp lẫn thứ cấp

Để cho hoạt động của TTCK được ổn định và hiệu quả lâu dài, bên cạnh các biện pháp tăng cung nêu trên, chúng ta không thể không chú trọng đến biện pháp kích cầu - một khía cạnh khác của cùng một vấn đề. Để đạt được điều này cần có một số biện pháp dài hạn sau đây:

- Kiểm tra và yêu cầu các công ty phát hành công bố thông tin trung thực và đầy đủ các thông tin cần thiết để người đầu tư có thể đánh giá được tình hình tài chính và mức độ rủi ro của công ty;

- Tạo điều kiện cho các quỹ đầu tư thành lập và hoạt động. Trước hết cần thấy vai trò của các quỹ đầu tư là đặc biệt quan trọng đối với việc phát triển của thị trường, nhất là trong giai đoạn đầu. Ở giai đoạn đầu phát triển kinh tế, thu nhập quốc dân nước ta còn thấp, tích luỹ nội bộ chưa có nhiều, chỉ có những tầng lớp giàu có trong xã hội mới có khả năng đầu tư chứng khoán với tư cách cá nhân. Để khối lượng nhà đầu tư tư nhân tăng, vấn đề đầu tiên là cần nâng cao mức thu nhập. Bên cạnh đó cũng rất cần thiết phải tổ chức các quỹ đầu tư để thực hiện đầu tư tập thể.

Theo kinh nghiệm của các nước công nghiệp và công nghiệp mới thì vai trò của quỹ đầu tư tập thể rất có ý nghĩa trong việc tập hợp những nguồn vốn tiết kiệm lẻ tẻ trong công chúng để đầu tư chứng khoán. Với ta, các quỹ này còn có ý nghĩa hơn nhiều. Vì dân ta có ý thức tiết kiệm và để dành, nhưng số tiền của họ rất nhỏ và kinh nghiệm đầu tư chứng khoán chưa có, do đó rất cần những tổ chức đại lý đầu tư (quỹ đầu tư). Có thể thành lập quỹ đầu tư tập thể và quỹ đầu tư Nhà nước. Các quỹ đầu tư sẽ phát hành chứng khoán huy động vốn trong công chúng, dùng vốn đó đầu tư chứng khoán kiếm lời cho người tham gia.

Hiện nay, các công ty bảo hiểm, bưu điện và các quỹ xã hội như quỹ hưu trí, quỹ bảo hiểm là những tổ chức đầu tư tiềm năng, cần khuyến khích các tổ chức này thành lập quỹ đầu tư chuyên nghiệp vừa đầu tư tiền nhàn rỗi của chính mình, vừa thu hút thêm tiền của các nhà đầu tư riêng lẻ. Do TTCK của ta chưa phát triển nên bước đầu chỉ cho phép các loại quỹ đầu tư theo mô hình tín thác. Mô hình quỹ đầu tư tín thác phù hợp với điều kiện Việt Nam hiện nay khi trình độ dân trí chưa cao và trình độ quản trị đầu tư của người đầu tư còn thấp, mặt khác mô hình tín thác cũng giúp tránh được những mâu thuẫn giữa quỹ và công ty quản lý quỹ vì nếu quỹ hoạt động theo mô hình công ty thì HĐQT của quỹ có trách nhiệm giám sát hoạt động của quỹ, do vậy có thể nảy sinh mâu thuẫn với công ty quản lý quỹ trong quá trình điều hành hoạt động của quỹ. Trong tương lai, khi thị trường hoạt động ổn định và phát triển thì ta có thể mở thêm các dạng quỹ đầu tư theo mô hình công ty, tức là quỹ có tư cách pháp nhân đầy đủ, những người đầu tư góp vốn vào quỹ trở thành các cổ đông và có quyền bầu cử uỷ viên HĐQT của quỹ. HĐQT là cơ quan đại diệncho quỹ để thuê công ty quản lý quỹ giám sát hoạt động của công ty quản lý quỹ và NH bảo quản tài sản của quỹ. Tuy nhiên, Ngân hàng bảo quản tài sản ở đây chỉ đóng vai trò bảo quản giao nhận chứng khoán cho quỹ trong các giao dịch chứ không có vai trò giám sát và hoạt động đầu tư của công ty quản lý quỹ đặt dưới sự giám sát của cổ đông của quỹ.

Như đã nói ở trên, việc thành lập và phát triển quỹ đầu tư mang lại rất nhiều lợi ích cho thị trường chứng khoán và người đầu tư. Tuy nhiên, nếu các quỹ này không được quản lý chặt chẽ thì chính nó sẽ gây những thiệt hại cũng vô cùng to lớn cho thị trường chứng khoán và người đầu tư, thậm chí, có thể

gây sụp đổ cả hệ thống thị trường một khi lòng tin của người đầu tư bị xói mòn. Vì để đảm bảo tính lành mạnh và hiệu quả của hoạt động quỹ đầu tư, UBCKNN cần phải xây dựng đầy đủ và đồng bộ các loại văn bản quản lý và kiểm tra, giám sát hoạt động và tổ chức của tổ chức đầu tư. Tuy nhiên cần tránh các yêu cầu, thủ tục quá phức tạp phiền hà.

Quỹ đầu tư phải đảm bảo các yêu cầu sau:

- Xác định rõ mục đích, hình thức và chế độ quản lý quỹ;

- Các thông tin công bố cho người đầu tư của quỹ phải đầy đủ, cập nhật và chính xác;

- Định giá cổ phiếu của quỹ phải khách quan và phản ánh đúng các điều kiện của thị trường;

- Đặt ra các yêu cầu chặt chẽ về trách nhiệm quản lý hoạt động và quản lý tài chính của công ty quản lý quỹ;

- Có chế độ kiểm tra, giám sát và thanh tra chặt chẽ đối với hoạt động của quỹ. Ngoài ra, cần có biện pháp kiểm soát các hoạt động quản lý điều hành quỹ thông qua các giám đốc độc lập, các đại diện cổ đông và các công ty chứng khoán độc lập;

- Cần quy định các hạn chế về phạm vi đầu tư của quỹ nhằm hạn chế quỹ đầu tư vào những chứng khoán rủi ro. Trước mắt chỉ cho phép các quỹ đầu tư vào một số loại chứng khoán có độ an toàn cao như TPCP, trái phiếu và cổ phiếu các NHTM và doanh nghiệp lớn;

- Cần có biện pháp kiểm soát và khống chế mức thù lao cho những người điều hành quỹ;

- Thành lập một số quỹ đầu tư sở hữu của nhà nước để làm trụ cột hướng các hoạt động đầu tư theo quỹ đạo chung, đồng thời có thể làm công cụ điều tiết giúp ổn định thị trường khi cần thiết. Đối với các quỹ đầu tư cổ phần, để đảm bảo ổn định nguồn vốn hoạt động ban đầu của quỹ, trước mắt chỉ nên cho phép thành lập quỹ đầu tư đóng, chỉ cho phép quỹ đầu tư dạng mở hoạt động khi thị trường hoạt động ổn định và có tính thanh khoản cao. Có như vậy thì các công ty quản lý quỹ mới kịp thời đáp ứng được các yêu cầu rút vốn của

người đầu tư mà không gây ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của quỹ. Hoặc ta có thể xem xét cho thành lập một vài dạng quỹ lưỡng quyền, chẳng hạn dưới hình thức quỹ mở nhưng chỉ cho phép người đầu tư rút vốn sau một thời gian nhất định.

Trong tương lai, ta cũng có thể khuyến khích thành lập các quỹ vốn mạo hiểm dưới dạng quỹ đầu tư tư nhân để đầu tư vào các dự án có độ rủi ro cao nhưng có tiềm năng phát triển lớn, và do đó, là đối tượng tiềm tàng của thị trường chứng khoán. Loại hình này phù hợp với các tổ chức đầu tư lớn và các cá nhân giàu có. Quỹ đầu tư mạo hiểm phần lớn là đầu tư vào các công ty không niêm yết, vốn của chúng rất lớn để có thể đa dạng hoá đầu tư, tránh tập trung vào một số dự án. Theo kinh nghiệm của nhiều nước trên thế giới thì dạng quỹ này không phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư ra công chúng vì chúng chỉ thuộc quyền sở hữu của một số cá nhân giàu có và các tổ chức đầu tư lớn, do đó chúng không phải là mô hình quỹ đầu tư tập thể. Vì vậy, các quỹ đầu tư như vậy thường không phải đăng ký phát hành với UBCK hoặc không phải tuân theo một số nguyên tắc đầu tư ngặt nghèo như áp dụng đối với các quỹ đầu tư tập thể. Khi các doanh nghiệp có vốn mạo hiểm phát triển ổn định thường mong muốn rút vốn ra thông qua việc đưa công ty ra niêm yết trên TTCK. Như vậy, một mặt các quỹ vốn mạo hiểm góp phần tạo ra cung chứng khoán tiềm tàng cho TTCK, mặt khác, TTCK là yếu tố góp phần thúc đẩy các quỹ vốn mạo hiểm phát triển vì nó tạo lối ra thuận lợi cho các quỹ đó.

Đồng thời để kích thích đầu tư nước ngoài, trong tương lai khi điều kiện cho phép ta nên mở rộng tỷ lệ tham gia của người đầu tư nước ngoài, cho phép công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư 100% vốn nước ngoài hoạt động tại Việt Nam

Có các chính sách bảo vệ và khuyến khích các nhà đầu tư cá nhân và tập thể tham gia thị trường:

- Chính sách bảo vệ nhà đầu tư được thể hiện thông qua các qui định về công bố thông tin đối với tổ chức phát hành và các quy định về tỷ lệ người đầu tư cá thể, các chính sách về quyền lợi người lao động trong doanh nghiệp cổ phần hoá. Chúng ta đã có những quy định này nhưng trong thực tế việc thực hiện không được tốt. Các doanh nghiệp vẫn còn e ngại và trốn tránh trách

nhiệm công khai thông tin. Các chính sách về người lao động trong doanh nghiệp cổ phần hoá khi thực hiện còn chậm, thủ tục rắc rối nảy sinh nhiều hiện tượng tiêu cực...

- Để giải quyết được tốt vấn đề này, ngoài việc ban hành các qui định mang tính bắt buộc, Chính phủ cần có những qui định xử phạt nghiêm minh đối với các vi phạm. Bên cạnh đó, Chính phủ cần quan tâm đến các chính sách ưu đãi đối với các nhà đầu tư mà trong đó các chính sách về thuế (đặc biệt là thuế từ đầu tư trái phiếu) đóng một vai trò rất quan trọng.

- Ngoài các ưu đãi về thuế, cần phải sử dụng kết hợp các hình thức ưu đãi khác phù hợp với lợi ích của nhà đầu tư bằng việc cho phép các nhà đầu tư mua TPCP với số lượng lớn được mua một số tài sản, đồ dùng lâu bền với giá thấp, trả tiền thuê của Nhà nước, thuê bao điện thoại, nước sinh hoạt với giá thấp...

KẾT LUẬN

Việc xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán là một tất yếu trong quá trình đổi mới của đất nước. Là một bộ phận không thể thiếu, cấu thành nên thị trường chứng khoán, thị trường sơ cấp là cơ sở, tiền đề cho việc ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán. Trong những năm qua, thị trường chứng khoán sơ cấp Việt nam đã có những bước phát triển nhất định, ngày càng khẳng định sự cần thiết và vai trò quan trọng của nó trong nền kinh tế thị trường. Tuy nhiên, do môi trường kinh tế và quản lý còn nhiều hạn chế, mẫu thuẫn, chồng chéo nên thị trường chứng khoán sơ cấp nước ta còn rất manh mún và chưa tạo tiền đề cho một thị trường thứ cấp phát triển. Thực trạng này đòi hỏi phải có những giải pháp trước mắt và lâu dài thích hợp, dựa trên sự nghiên cứu sâu về thị trường chứng khoán sơ cấp. Do đó, Đề tài " cơ sở lý luận và thực tiễn phát triển thị trường chứng khoán sơ cấp ở Việt nam. " đã đi sâu tìm hiểu và nghiên cứu cơ sở lý luận về thị trường chứng khoán sơ cấp, đặc biệt là xem xét vai trò, mối quan hệ của các công cụ, chủ thể trên thị trường. Tiếp đó, Đề tài đã phác họa chi tiết bức tranh tổng thể của thị trường chứng khoán sơ cấp Việt nam;.chú trọng phân tích những tồn tại, hạn chế cần khắc phục trong cơ chế quản lý và phát hành trên thị trường phát hành Việt nam. Trên cơ sở đó, nhóm nghiên cứu đã đưa ra nhiều giải pháp cấp bách trước mắt cũng như các giải pháp lâu dài để thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán sơ cấp, tạo tiền đề cho TTCK ở Việt nam hình thành và phát triển nhằm thực hiện mục tiêu huy động vốn trung và dài hạn phục vụ cho công cuộc phát triển đất nước.

Tuy nhiên, với một lĩnh vực mới mẻ, đề cập đến nhiều vấn đề lớn và đang trong giai đoạn bức xúc, nên nhiều điểm trong Đề tài chưa được cụ thể hóa và đó là nghiên cứu của các đề tài chi tiết tiếp theo.

MỤC LỤC

Trang

Lời mở đầu *1*

Chương 1. Cơ sở lý luận về thị trường sơ cấp .....

I. Khái niệm thị trường sơ cấp *4*

II. Vai trò của thị trường sơ cấp và mối quan hệ .....

1. Vai trò của thị trường chứng khoán sơ cấp *4*

2. mối quan hệ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp *6*

III. Hàng hoá trên thị trường sơ cấp *7*

1. Khái niệm chứng khoán *7*

2. Phân loại hàng hoá trên thị trường *7*

2.1. Cổ phiếu *8*

2.2. Chứng chỉ quỹ đầu tư *10*

2.3. Trái phiếu *11*

2.4. Các công cụ phái sinh *15*

IV. Các chủ thể tham gia thị trường sơ cấp *17*

1. Chủ thể phát hành *17*

1.1. Chính phủ *17*

1.2. Các doanh nghiệp *18*

2. Chủ thể đầu tư *18*

3. Các tổ chức tài chính trung gian và phụ trợ *19*

3.1. Các tổ chức bảo lãnh phát hành *19*

3.2. Đại lý phân phối chứng khoán *21*

3.3. Tổ chức định mức tín nhiệm *21*

3.4. Đại diện người sở hữu trái phiếu *22*

V. Các hình thức phát hành chứng khoán trên thị trường sơ cấp *22*

1. Phát hành riêng lẻ *22*

2. Phát hành ra công chúng 23
2.1. Khái niệm 23
2.2. Các phương thức phát hành ra công chúng 23
2.3. Các phương pháp phân phối chứng khoán 24
VI. Quản lý Nhà nước đối với việc phát hành trên thị trường sơ cấp .. 26
1. Mô hình quản lý nhà nước 26
1.1. Chế độ xem xét chất lượng 26
1.2. Chế độ công bố thông tin 27
2. Các cơ quan quản lý thị trường sơ cấp 28
2.1. Cơ quan quản lý Nhà nước 28
2.2. Các tổ chức tự quản 29
3. Khung pháp lý điều chỉnh việc phát hành trên thị trường sơ cấp 30
3.1. Nhóm văn bản pháp luật cơ bản 30
3.2. Nhóm văn băn pháp luật về chứng khoán 31
Chương 2. Thực trạng thị trường chứng khoán sơ cấp của Việt nam
I. Môi trường kinh tế 32
II. Khung pháp lý cho thị trường phát hành 33
1. Các văn bản pháp lý 34
1.1. Nhóm văn bản cơ bản 34
1.2. Nhóm văn bản về chứng khoán 41
2. Các cơ quan quản lý thị trường phát hành 47
2.1. Bộ Tài chính 47
2.2. Uỷ nhân dân Tỉnh, Thành phố 48
2.3. Ngân hàng Nhà nước 49
2.4. Uỷ ban chứng khoán Nhà nước 49
III. Thực trạng phát hành 50
1. Nhu cầu và tiềm năng về vốn 50
2. Tình hình phát hành trái phiếu Chính phủ 51

2.1. Phát hành trái phiếu Chính phủ trong nước 51
2.2. Phát hành trái phiếu Chính phủ ra nước ngoài 52
3. Tình hình phát hành trái phiếu doanh nghiệp 54
3.1. Phát hành theo luật công ty 1990 54
3.2. Phát hành theo NĐ 120/CP 54
3.3. Phát hành trái phiếu của các tổ chức tín dụng 55
3.4. Phát hành trái phiếu quốc tế 56
4. Tình hình phát hành cổ phiếu 57
4.1. Đối với doanh nghiệp cổ phần hoá 57
4.2. Đối với công ty cổ phần và tổ chức tín dụng 59
5. Các định chế trung gian tài chính 60
6. Công tác kế toán và kiểm toán 60
7. Công bố thông tin 61
Chương 3. Các giải pháp phát triển thị trường sơ cấp .....
I. Các giải pháp trước mắt 64
1. Đối với các tổ chức phát hành 65
1.1. Khuyến khích các doanh nghiệp phát hành và niêm yết 65
1.2. Phát huy vai trò Chính phủ 73
2. Thành lập và phát triển các tổ chức tài chính trung gian 76
3. Xây dựng và phát triển thị trường thứ cấp 79
4. Củng cố công tác kế toán và kiểm toán 81
5. Phối hợp giữa các cơ quan nhà nước 83
6. Tăng cường năng lực thẩm định 84
7. Khuyến khích người đầu tư tham gia 85
II. Các giải pháp dài hạn 86
1. Môi trường kinh tế vĩ mô 87
1.1. Tạo dựng lòng tin của người đầu tư 87
1.2. Lành mạnh môi trường tài chính - tiền tệ 88

2. Môi trường pháp lý và quản lý *91*
2.1. Hoàn chỉnh khung pháp lý *92*
2.2. Phối hợp giữa các cơ quan nhà nước *94*
3. Tạo môi trường kinh doanh hiệu quả *95*
4. Khuyến khích các thành phần tham gia phát hành *97*
5. Phát triển các thể chế liên quan *99*
5.1. phát triển các tổ chức bảo lãnh phát hành *99*
5.2. Thành lập và phát triển tổ chức định mức tín nhiệm *101*
5.3. Hoàn thiện và phát triển thị trường thứ cấp *102*
5.4. Đào tạo đội ngũ cán bộ *105*
6. Kích cầu thông qua phát triển các quỹ đầu tư *106*
Kết luận *111*