

VAI TRÒ KÊNH HUY ĐỘNG VỐN CHO NỀN KINH TẾ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

THE ROLE OF THE VIETNAM SECURITIES MARKET AS A CAPITAL MOBILIZATION CHANNEL

Tô Thị Thanh Trúc, Nguyễn Thị Diễm Hiền

Trường Đại Học Kinh tế - Luật, ĐHQG HCM - Email: tructtt@uel.edu.vn

(Bài nhận ngày 22 tháng 1 năm 2015, hoàn chỉnh ngày 03 tháng 06 năm 2015)

**TÓM TẮT**

Bài viết này nhằm đánh giá vai trò kênh huy động vốn cho nền kinh tế của thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua hoạt động của thị trường sơ cấp trong khoảng thời gian từ năm 2005 đến năm 2013, tập trung qua sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội. Bài viết cũng đã tóm tắt quá trình hình thành, phát triển và hoạt động của thị trường thứ cấp trong giai đoạn 2005 đến 2013 qua các vấn đề về quy mô thị trường, tính thanh khoản của cả thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu. Kết quả phân tích hoạt động huy động vốn trên thị trường sơ cấp cho thấy thị trường chứng khoán vẫn chưa là một kênh huy động vốn hữu hiệu cho các doanh nghiệp và cần có các chính sách hỗ trợ, thúc đẩy thị trường từ các cơ quan quản lý, thay đổi trong chất lượng của các thành viên tham gia thị trường, cải thiện trong hoạt động và trong quản trị của các công ty niêm yết để thị trường phát triển an toàn và trở thành kênh huy động vốn hiệu quả.

**Từ khóa:** huy động vốn, trái phiếu, thị trường chứng khoán.

**ABSTRACT**

This paper attempts to evaluate the role of Vietnam securities market as a capital mobilization channel for the economy through the activities on the primary market in the period between 2005 and 2013, focusing on Hanoi Stock Exchange. A summary of the establishment, development and operations of the secondary market in the period from 2005 to 2013 with information of size, liquidity of both stock and bond markets is also included. Through the analysis the efficiency of capital mobilization on the primary market, we find that the securities market is yet to become an efficient capital mobilization channel for companies. Therefore, in order for the securities market to develop safely and become an efficient capital mobilization channel, authorities need to have promoting policies, enhance the quality of market participants as well as the governance and operations of listed companies.

**Key words:** Capital mobilization, bonds, securities market.

**1. GIỚI THIỆU**

Thị trường chứng khoán có vị trí quan trọng trong quá trình phát triển kinh tế của các quốc gia và thế giới. Trong số các vai trò đó, vai trò là kênh huy động vốn cho nền kinh tế là vai trò được nhấn mạnh và hiểu biết rõ ràng nhất.

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam chính thức đi vào hoạt động từ năm 2000. Sau hơn 13 năm hoạt động, thị trường đã đạt được những thành tựu nhất định và có những bước tiến lớn so với thời kỳ đầu. Tính đến cuối năm 2013, trên toàn thị trường có 680 mã cổ phiếu, 2 chứng chỉ quỹ và 507 mã trái phiếu giao dịch trên cả hai sàn Hồ Chí Minh và Hà Nội. Mức

vốn hóa thị trường vào khoảng 949 nghìn tỷ đồng, tương đương 31% GDP (Cafef, 2014).

Những thành tựu của TTCK trong thời gian qua có thể được ghi nhận ở các khía cạnh: Khuôn khổ pháp lý và chính sách phát triển thị trường ngày càng được củng cố và hoàn thiện; Quy mô và tính thanh khoản của TTCK ngày càng tăng đã góp phần thu hẹp thị trường tự do, giảm rủi ro giao dịch cho nhà đầu tư; TTCK đã thu hút đồng đảo các nhà đầu tư trong và ngoài nước; góp phần quan trọng cho công tác cổ phần hóa, cải cách doanh nghiệp Nhà nước; TTCK cũng đã góp phần tăng tính công khai, minh bạch cũng như trình độ quản trị của các công ty. Tuy nhiên, với vai trò là kênh huy động vốn cho nền kinh tế, đặc biệt là kênh huy động vốn cho doanh nghiệp thì hầu như TTCK Việt Nam thể hiện rất mờ nhạt. Chính vì vậy, việc đánh giá lại vai trò kênh huy động vốn cho nền kinh tế của thị trường chứng khoán là việc cần thiết.

## **2. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU**

Bài viết tập trung vào đánh giá vai trò kênh huy động vốn cho nền kinh tế thông qua hoạt động của thị trường sơ cấp trong khoảng thời gian từ năm 2005 đến năm 2013 trên TTCK Hà Nội.

Lý do của việc lựa chọn thị trường Hà Nội mà không phải TP. HCM là hoạt động huy động vốn trực tiếp trên thị trường trong thời gian qua chủ yếu là huy động thông qua phát hành trái phiếu, mà chủ yếu là trái phiếu Chính phủ được đấu thầu tại Sở GDCK Hà Nội (theo báo cáo của Ủy ban chứng khoán Nhà nước huy động vốn trên thị trường chứng khoán năm 2013 đạt khoảng 200 ngàn tỷ đồng trong đó từ trái phiếu là hơn 190 ngàn tỷ đồng).

## **3. QUÁ TRÌNH HÌNH THÀNH, PHÁT TRIỂN VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP**

### **3.1. Quá trình hình thành và phát triển**

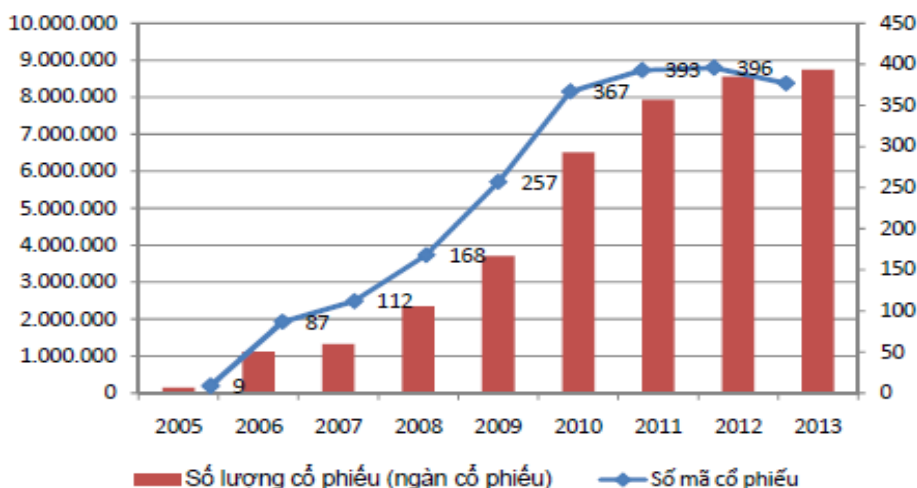
Trung tâm GDCK Hà Nội chính thức khai trương và đi vào hoạt động từ năm 2005, đến năm 2009 được chuyển thành Sở GDCK Hà Nội. Hiện tại Sở GDCK Hà Nội tổ chức hoạt động đấu giá cổ phần, tổ chức đấu thầu trái phiếu Chính phủ, huy động vốn cho ngân sách Nhà nước và vận hành các thị trường giao dịch thứ cấp. Các tài sản giao dịch trên thị trường chứng khoán Hà Nội bao gồm cổ phiếu niêm yết, trái phiếu và cổ phiếu của công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCoM) - thị trường cho cổ phiếu này bắt đầu hoạt động từ tháng 9/2009.

### **3.2. Hoạt động của thị trường thứ cấp**

Hoạt động của thị trường thứ cấp Sở GDCK Hà Nội trong thời gian qua có thể được mô tả qua những điểm chính như sau:

#### **- Thị trường cổ phiếu:**

Về quy mô thị trường, tính đến cuối năm 2013, thị trường có 377 mã cổ phiếu giao dịch với tổng khối lượng niêm yết vào khoảng 8.752 triệu cổ phiếu và mức vốn hóa thị trường xấp xỉ 106.871 tỷ đồng. Trong suốt giai đoạn hoạt động vừa qua, số công ty niêm yết tăng dần qua các năm, ấn tượng nhất là trong giai đoạn từ 2006 đến 2011, số công ty niêm yết đã tăng hơn 4 lần từ 87 công ty năm 2006 đến 393 công ty năm 2011. Tương tự, số lượng cổ phiếu niêm yết cũng tăng lên nhanh chóng trong giai đoạn này với tốc độ tăng bình quân mỗi năm là 50%. Tuy nhiên, từ năm 2012 số công ty niêm yết và khối lượng cổ phiếu niêm yết tăng không đáng kể, thậm chí giảm trong năm 2013.

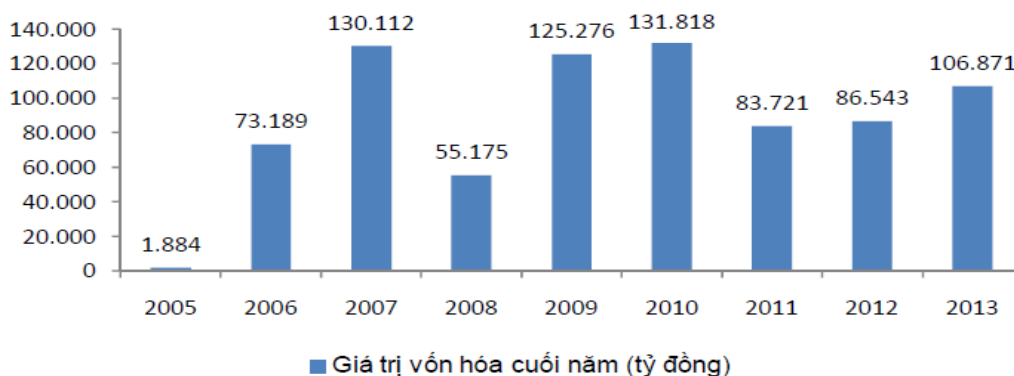


**Hình 1. Diễn biến số mã cổ phiếu và khối lượng cổ phiếu niêm yết tại Sở GDCK Hà Nội**

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội*

Tuy số lượng cổ phiếu niêm yết không ngừng tăng lên, giá trị vốn hóa thị trường biến động mạnh, mức cao nhất đạt 130.112 tỷ đồng năm 2007, năm mà thị trường chứng khoán Việt Nam bùng nổ, chỉ số chứng khoán trên cả hai sàn đều tăng mạnh. Sau đó, cùng với sự suy giảm của chỉ số chứng khoán năm 2008, giá trị

thị trường giảm nhanh chóng và phục hồi nhẹ trong năm 2009 nhờ vào việc gia tăng số lượng công ty và cổ phiếu niêm yết cùng với sự tăng lên trong chỉ số chứng khoán do các chính sách kích thích kinh tế của Chính phủ mà cụ thể là gói hỗ trợ lãi suất trị giá 17.000 tỷ đồng năm 2009 (Biểu đồ 2).



**Hình 2. Giá trị vốn hóa thị trường**

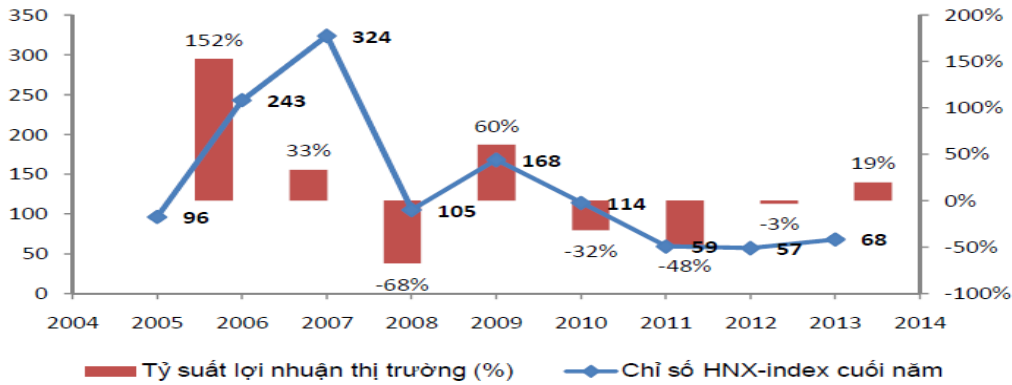
*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội*

**Chỉ số HNX index:** Biểu đồ 3 biểu diễn chỉ số HNX - index và lợi suất thị trường tính theo năm, ta có thể dễ dàng nhận thấy chỉ số chứng khoán tăng nhanh trong giai đoạn 2005 - 2007, từ 96 điểm vào cuối năm 2005 chỉ số tăng hơn 3 lần, kết thúc năm 2007 tại mức 324 điểm. Bị

ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng tài chính Thế giới năm 2008, chỉ số lao dốc mạnh trong năm này và trở về gần như mốc ban đầu sau 3 năm hoạt động. Năm 2009, nhờ vào các chính sách kích thích kinh tế của Chính phủ, HNX - index đã gia tăng đáng kể, hơn 50 điểm, đạt mức 168

điểm vào cuối năm 2009. Từ năm này trở đi, chỉ số liên tục sụt giảm và chỉ phục hồi nhẹ trong năm 2013, cũng nhờ vào chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản của Chính phủ (30 ngàn tỷ đồng hỗ trợ lãi suất mua nhà). Cùng với sự biến động tăng, giảm đột ngột của chỉ số

là biến động trong tỷ suất lợi nhuận của toàn thị trường, tỷ suất lợi nhuận danh mục thị trường đạt mức cao nhất trong năm 2006, và thấp nhất năm 2011 với con số tương ứng là 152% và 48%.

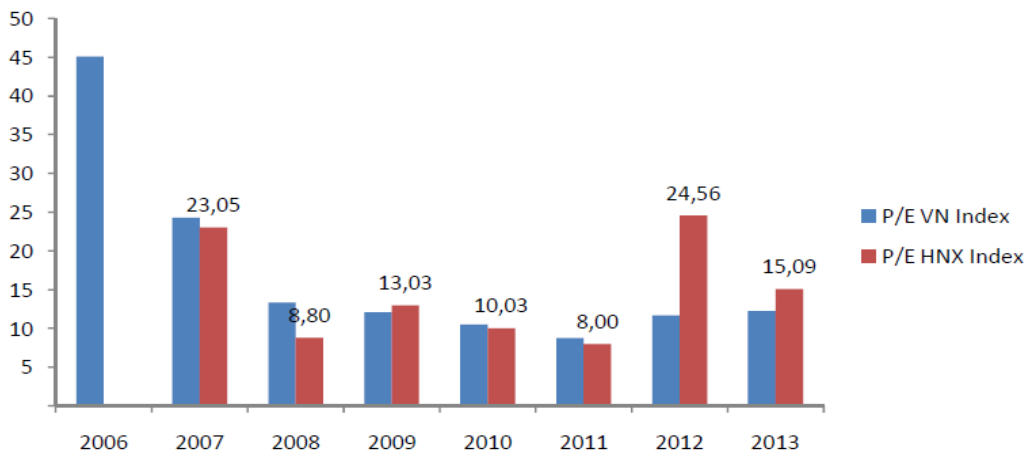


**Hình 3. Chỉ số HNX Index và lợi suất cổ phiếu theo năm**

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội*

Về hệ số P/E, biểu đồ 4 và bảng 1 dưới đây thể hiện hệ số P/E của HNX Index so sánh với VN Index và các thị trường khác trong khu vực. P/E đạt mức cao nhất là vào năm 2007 và 2012 tương ứng là 23 và 24,5 lần. Con số này thấp nhất vào năm 2008 và 2011 là năm mà chỉ số chứng khoán sụt giảm mạnh và lợi nhuận đầu tư âm. Nhìn chung tỷ số P/E sụt giảm

mạnh từ năm 2008 và chỉ phục hồi vào năm 2012 nhưng lại đảo chiều trong năm 2013 và xu hướng này tiếp tục trong năm 2014. So với các nước trong khu vực, thị trường chứng khoán Việt Nam đang rẻ tương đối, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến quyết định phát hành cổ phiếu để huy động vốn cho đầu tư của các doanh nghiệp.



**Hình 4. Hệ số P/E của HNX Index và VN Index**

*Nguồn: Bloomberg*

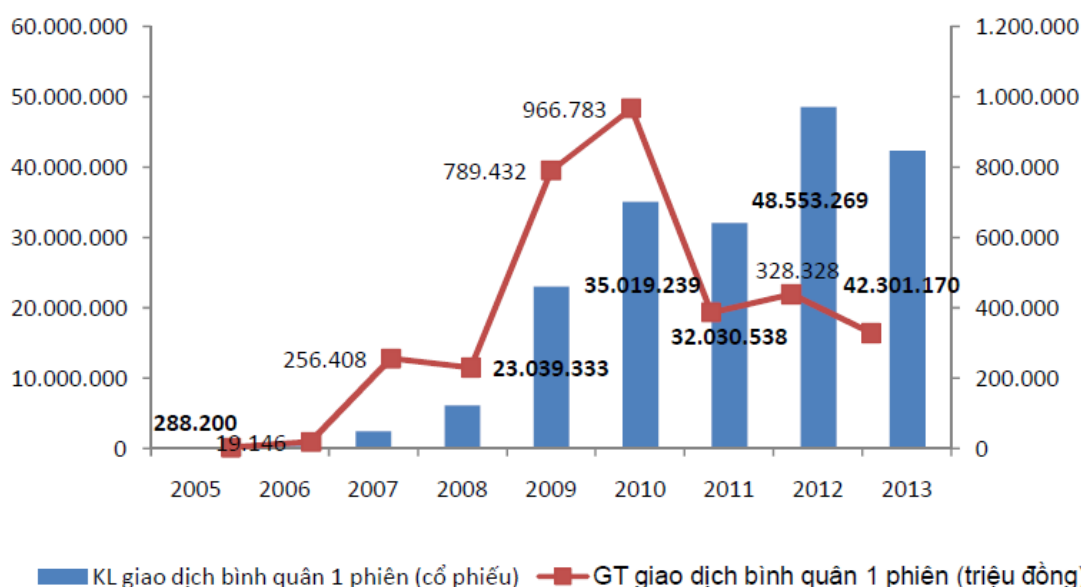
**Bảng 1. So sánh P/E thị trường Việt Nam với các thị trường mới nổi**

Quốc gia	Chỉ số	Bình quân từ 2007	6/8/2014
Vietnam	VN Index	13,46	14,67
Vietnam	HNX Index	14,66	14,75
Indonesia	JCI Index		19,99
Thailand	SET Index		17,88
Philippines	PCOMP Index		21,62
Malaysia	FBMEMAS Index		16,64

Nguồn: Bloomberg

Về tính thanh khoản, thanh khoản của thị trường được thể hiện qua khối lượng và giá trị

giao dịch bình quân một phiên như biểu đồ 4 dưới đây.



**Hình 5. Giá trị và khối lượng giao dịch bình quân một phiên**

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội

Biểu đồ cho thấy, thanh khoản thị trường theo tiêu chí giá trị giao dịch đạt mức cao nhất vào năm 2010 với giá trị giao dịch bình quân một phiên là 966,783 triệu đồng, xét theo tiêu chí khối lượng giao dịch thì năm 2012 là năm chứng kiến hoạt động giao dịch sôi động nhất với khối lượng cổ phiếu giao dịch bình quân một phiên xấp xỉ 48,5 triệu cổ phiếu. Tính

thanh khoản của thị trường cũng có thể được đánh giá qua số vòng quay cổ phiếu trong năm, được tính bằng cách chia tổng số cổ phiếu giao dịch trong năm cho số cổ phiếu niêm yết vào cuối năm, theo tiêu chí này thì năm 2009 có thể được đánh giá là năm mà thanh khoản thị trường tốt nhất với số vòng quay đạt 1,55 lần (Bảng 2).

**Bảng 2. Số vòng quay cổ phiếu trong năm**

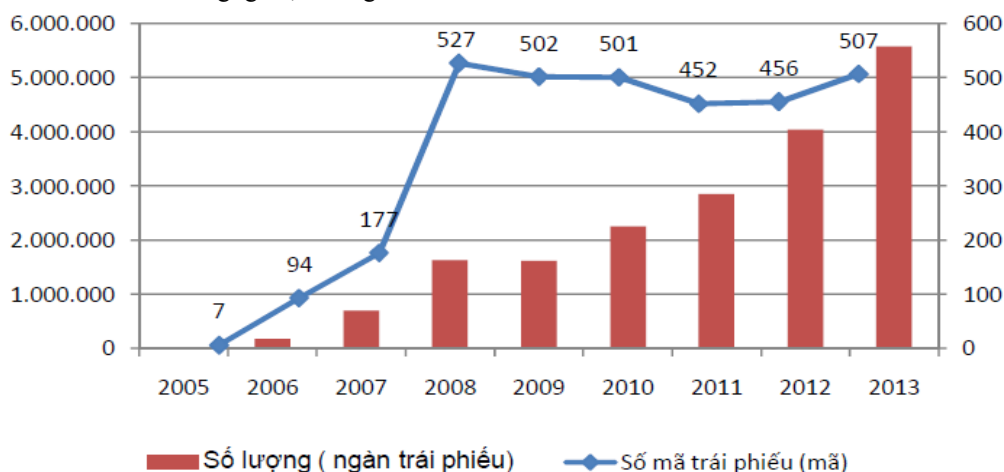
Năm	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Lượng cổ phiếu (Triệu cổ phiếu)	150	1.120	1.333	2.346	3.710	6.503	7.941	8.554	8.752
Khối lượng giao dịch (Triệu cổ phiếu)	21	99	616	1.531	5.760	8.755	7.944	12.138	10.575
Số vòng quay cổ phiếu trong năm	0,14	0,09	0,46	0,65	1,55	1,35	1,00	1,42	1,21

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội

**Thị trường trái phiếu**

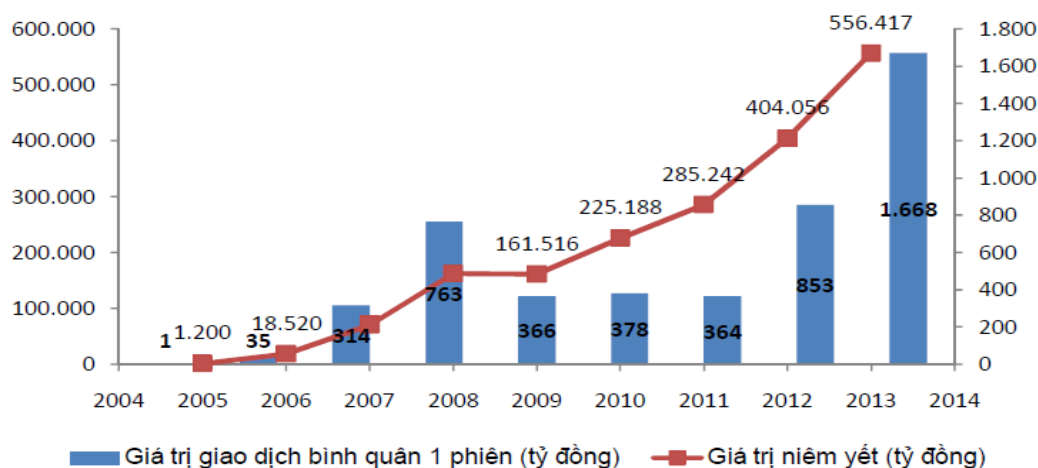
Về quy mô thị trường, tính đến cuối năm 2013 trên thị trường có 507 mã trái phiếu được giao dịch, phần lớn là trái phiếu chính phủ của chính quyền trung ương và một lượng nhỏ của chính quyền địa phương TP HCM và Hà Nội, chỉ có hai mã trái phiếu doanh nghiệp của Công ty đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam (VEC) với giá trị giao dịch chiếm tỷ lệ chưa tới 1% tổng giá trị giao dịch của thị trường trái phiếu. Các cơ quan phát hành chính là Kho bạc nhà nước, Ngân hàng phát triển Việt Nam, Ngân hàng chính sách xã hội. Các nhà đầu tư thực hiện giao dịch trên thị trường này là các định chế tài chính trung gian, bao gồm các

ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty tài chính, công ty bảo hiểm và các công ty quản lý quỹ. Số mã trái phiếu giao dịch tăng lên nhanh chóng trong giai đoạn 2005- 2008, từ 7 mã trái phiếu ở năm 2005 đến năm 2008 con số này là 527 mã, những năm sau đó, số mã trái phiếu giao dịch ổn định và kết thúc giai đoạn vào năm 2013 ở mức 507 mã. Cùng xu thế đó, số lượng trái phiếu niêm yết cũng tăng đều đặn qua các năm với tỷ lệ tăng bình quân mỗi năm 30% trong giai đoạn 2009 - 2013, số lượng trái phiếu niêm yết vào cuối năm 2013 khoảng 5.564 triệu trái phiếu tương ứng với giá trị niêm yết xấp xỉ 556.417 tỷ đồng.



**Hình 6. Diễn biến số mã và khối lượng trái phiếu niêm yết tại sở GDCK Hà Nội**

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội



Hình 7. Giá trị niêm yết và giá trị giao dịch bình quân một phiên

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội

Về thanh khoản thị trường, xét theo tiêu chí giá trị giao dịch, hai năm giao dịch trái phiếu sôi nổi nhất là 2013 và 2008 với giá trị giao dịch bình quân mỗi phiên lần lượt là 1.668

và 763 tỷ đồng. Năm 2007 cũng là năm mà tính thanh khoản của thị trường ở mức cao, xét theo số vòng quay tính theo giá trị, là 1,11 vòng, chỉ thấp hơn năm 2008 (Bảng 3).

Bảng 3. Số vòng quay trái phiếu trong năm

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Giá trị niêm yết (Tỷ đồng)	1.200	18.520	70.516	162.539	161.516	225.188	285.242	404.056	556.417
Giá trị giao dịch (Tỷ đồng)	78	7.464	77.925	189.108	91.491	94.524	90.222	213.191	417.107
Số lần giao dịch trong năm	0,07	0,40	<b>1,11</b>	<b>1,16</b>	0,57	0,42	0,32	0,53	<b>0,75</b>

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội

#### 4. ĐÁNH GIÁ VAI TRÒ KÊNH HUY ĐỘNG VỐN CHO NỀN KINH TẾ THÔNG QUA HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

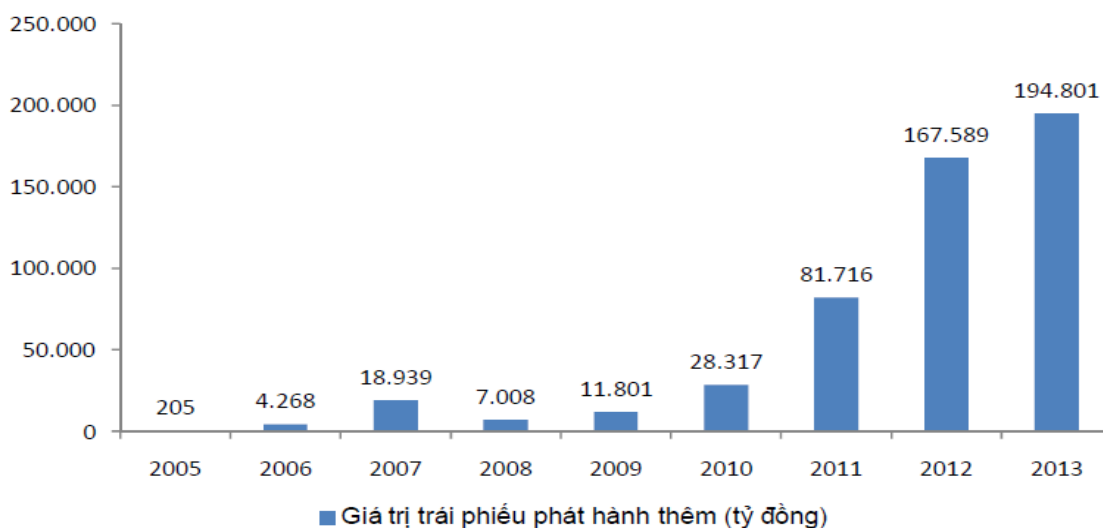
Hoạt động của thị trường sơ cấp trong thời gian qua được tổng kết và thể hiện trong Bảng 3, 4 và các Biểu đồ 7, 8 dưới đây. Có thể dễ dàng nhận thấy năm 2013 là năm thành công nhất của thị trường đấu thầu trái phiếu với tổng số phiên đấu thầu là 336 phiên, tổng giá trị

trúng thầu đạt hơn 194,8 ngàn tỷ đồng so với tổng giá trị gọi thầu 370,4 ngàn tỷ, tỷ lệ thành công là 53% cao nhất kể từ năm 2008. Kể từ khi thị trường đi vào hoạt động, giá trị vốn huy động được từ trái phiếu bắt đầu gia tăng đột biến trong năm 2011, số vốn huy động được là 81.716 tỷ đồng gần gấp 3 lần con số của năm 2010, năm 2012 tăng gấp đôi so với năm 2011 và năm 2013 tăng 16,24% so với năm 2012.

**Bảng 4. Tổng hợp hoạt động đấu thầu trái phiếu**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Số phiên đấu thầu	44	45	21	48	102	255	336
Giá trị TP gọi thầu (Tỷ đồng)	29.016	31.700	70.300	87.900	193.550	321.870	370.398
Giá trị trúng thầu (Tỷ đồng)	18.939	7.008	11.801	28.317	81.716	167.589	194.801
Số thành viên tham gia đấu giá	68	82	82	82	83	83	36
Tỷ lệ thành công	65,27%	22,11%	16,79%	32,22%	42,22%	52,07%	52,59%

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội*



**Hình 8. Giá trị trái phiếu phát hành thêm mỗi năm**

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội*

**Đối với thị trường cổ phiếu**, năm 2007 là năm thành công nhất của hoạt động phát hành với 48 công ty chào bán cổ phiếu, tổng số cổ phần bán được là 334 triệu cổ phần tương ứng với 18.531 tỷ đồng gấp 2,5 lần năm 2006, tỷ lệ thành công 91,3%. Từ năm 2008 trở đi, dù số công ty niêm yết trên sàn tăng, số công ty phát hành cổ phiếu ra thị trường và số vốn huy động thông qua đấu giá cổ phiếu duy trì ở mức thấp, bình quân mỗi năm khoảng 1.264 tỷ đồng. Năm 2012 là năm mà hoạt động phát hành cổ phiếu gặp nhiều khó khăn nhất và kết quả đạt thấp nhất với chỉ 8 công ty phát hành, chiếm tỷ lệ 2% công ty niêm yết, số cổ phần bán được

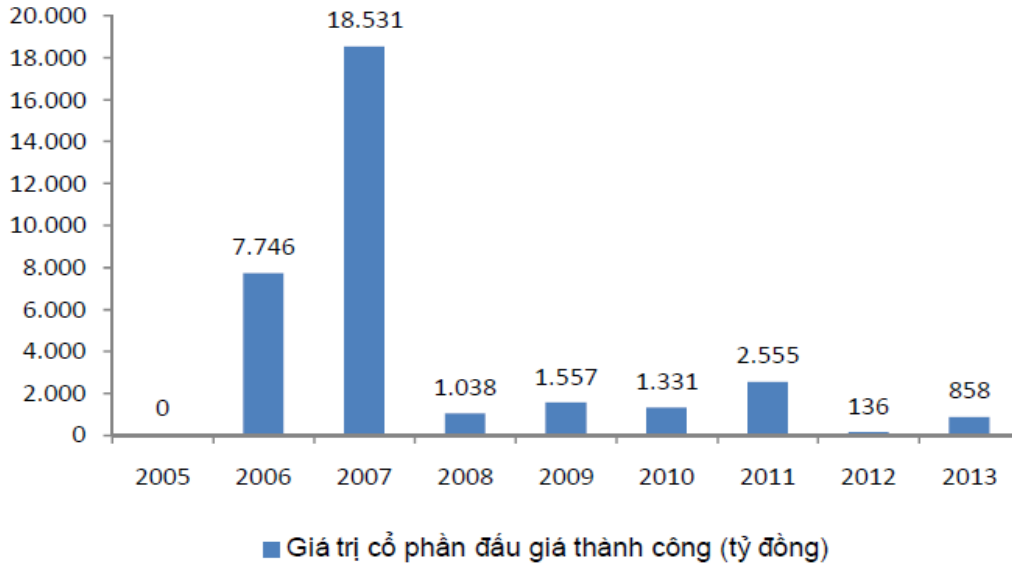
chỉ 12 triệu cổ phần bằng 41% số cổ phần chào bán là tỷ lệ thành công thấp nhất trong cả giai đoạn, số vốn huy động chỉ 136 tỷ đồng, trong khi con số này của năm 2013 là 858 tỷ đồng. Năm 2012, hệ số P/E của thị trường ở mức cao (24,56 lần) xấp xỉ năm 2007 trước khủng hoảng. So với cả giai đoạn, có thể nói cổ phiếu đang rất đắt tương ứng với lợi nhuận kiếm được của các công ty, điều này khuyến khích các công ty phát hành cổ phiếu vì nói chung cổ phiếu đang được định giá cao. Tuy nhiên, trên góc độ nhà đầu tư thì lại không hấp dẫn vì quá đắt. Có thể đây là lý do tỷ lệ thành công của năm này thấp nhất.



**Bảng 5. Tổng hợp hoạt động đấu giá cổ phần**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Số công ty phát hành thêm	21	48	31	16	27	10	8	24
Số cổ phần chào bán (Triệu CP)	258	366	101	142	135	194	29	119
Số cổ phần bán được (Triệu CP)	214	334	43	124	94	166	12	71
Tỷ lệ thành công (%)	82,88	91,32	42,72	87,44	69,74	85,85	40,81	59,69

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội

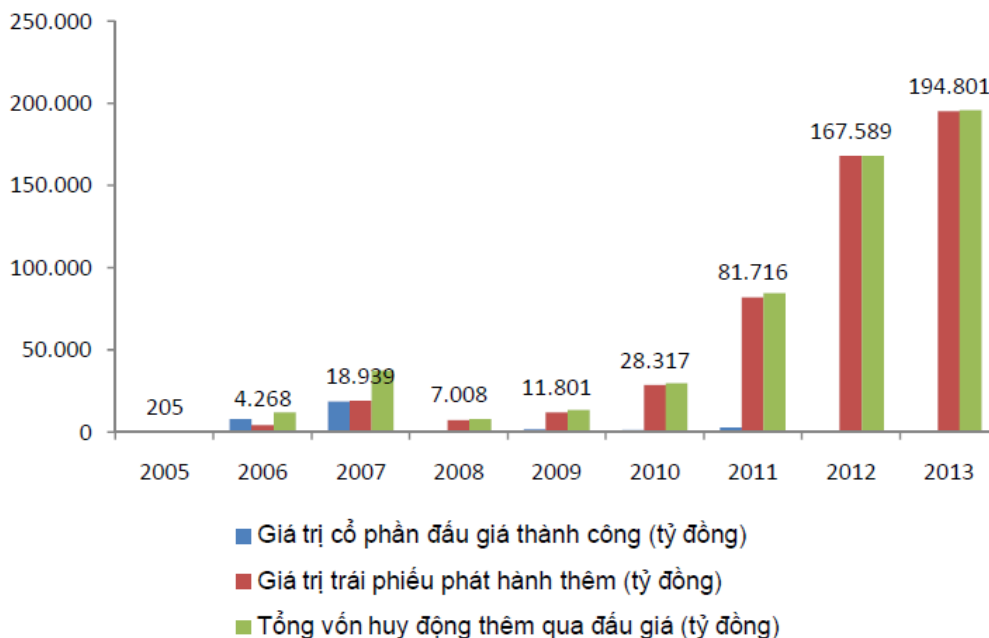


**Hình 9. Giá trị vốn huy động được qua đấu giá cổ phần**

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội

Kết quả hoạt động huy động vốn ở thị trường sơ cấp cho thấy từ năm 2008 đến nay vốn huy động qua thị trường chủ yếu là từ phát hành trái phiếu chính phủ, giá trị cổ phần đấu

giá mỗi năm chiếm tỷ lệ rất nhỏ, bình quân khoảng chừng 8% tổng vốn huy động trong giai đoạn 2008 - 2011, năm 2012 và 2013 tỷ lệ này chưa tới 1%.



Hình 10. Tổng vốn huy động thông qua phát hành chứng khoán ở thị trường sơ cấp

Bảng 6. Tổng hợp hoạt động huy động vốn qua thị trường sơ cấp

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Giá trị cổ phần đấu giá thành công (Tỷ đồng)	7.746	18.531	1.038	1.557	1.331	2.555	136	858
Giá trị trái phiếu phát hành thêm (Tỷ đồng)	4.268	18.939	7.008	11.801	28.317	81.716	167.589	194.801
Tổng vốn huy động thêm qua đấu giá (Tỷ đồng)	12.014	37.470	8.046	13.358	29.648	84.271	167.725	195.659
Tỷ lệ vốn cổ phần phát hành thêm/ tổng vốn huy động	64,48%	49,46%	12,91%	11,65%	4,49%	3,03%	0,08%	0,44%

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội

Trước khủng hoảng kinh tế thế giới 2008, hoạt động huy động vốn qua thị trường sơ cấp tăng lên rất mạnh, kể cả giá trị cổ phần đấu giá thành công, giá trị trái phiếu phát hành thêm cũng như tổng vốn huy động thêm qua đấu giá. Đây là cơ sở để giá trị vốn hóa trên thị trường thứ cấp tăng lên mạnh từ 1.184 tỷ đồng năm 2005 lên đến 130.112 tỷ đồng năm 2007 và sụt

giảm chỉ còn 55.175 tỷ đồng vào năm 2008 (xem lại biểu đồ 2)

Tuy nhiên, so sánh giá trị cổ phần phát hành thêm với giá trị tài sản của các công ty niêm yết trên sàn sẽ thấy rõ hơn về thực trạng huy động vốn qua thị trường chứng khoán của các công ty, bảng 6 cho thấy trong giai đoạn từ

2008 đến 2011 giá trị cổ phần phát hành thêm chỉ bằng trên dưới 1% tài sản tăng thêm của các công ty niêm yết, như vậy nguồn tài trợ còn lại cho tài sản tăng thêm đến từ lợi nhuận giữ lại và vay nợ. Tuy nhiên, các công ty niêm yết Việt Nam có truyền thống chi trả cổ tức rất cao, cổ tức của các công ty niêm yết trên sàn TP.HCM bình quân trong giai đoạn 2006 -

2011 khoảng 75% lợi nhuận sau thuế (Nguyễn Văn Thuận, 2012). Các công ty trên sàn Hà Nội cũng hoạt động trong môi trường tương tự và với cơ sở nhà đầu tư như nhau nên chính sách cổ tức cũng tương đồng. Từ đây có thể thấy rằng nguồn tài trợ cho tài sản tăng thêm của các công ty niêm yết chủ yếu là từ nợ và vì vậy, ngân hàng vẫn là kênh huy động vốn chính.

**Bảng 7. So sánh vốn huy động thêm từ phát hành cổ phiếu với giá trị tài sản tăng thêm**

	2008	2009	2010	2011
Giá trị cổ phần đấu giá thành công (Tỷ đồng)	1.038	1.557	1.331	2.555
Tổng tài sản của các công ty niêm yết (Tỷ đồng)	205.289	324.276	457.872	679.109
Tăng trong Tổng tài sản công ty niêm yết (Tỷ đồng)	96.789	118.987	133.596	221.237
Tỷ lệ vốn cổ phần phát hành thêm/Tăng trong tài sản	1,07%	1,31%	1,00%	1,15%

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội*

**Bảng 8. So sánh số công ty phát hành thêm với số công ty niêm yết**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Số công ty phát hành thêm	0	41	48	31	16	27	10	8	24
Số công ty niêm yết	9	87	112	168	257	367	393	396	377
Tỷ lệ công ty phát hành thêm CP	0,0%	47,1%	42,9%	18,5%	6,2%	7,4%	2,5%	2,0%	6,4%

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Sở GDCK Hà Nội*

Bảng 8 cung cấp một phân tích khác về tình hình huy động vốn bằng cổ phiếu trên thị trường. Năm 2006 và 2007 là hai năm mà thị trường tăng trưởng rất tốt, có thể gọi là thời kỳ bùng nổ của thị trường chứng khoán Việt Nam, thời kỳ mà các công ty niêm yết phát hành cổ phiếu rất dễ dàng và nhiều công ty không có nhu cầu đầu tư thực thậm chí cũng phát hành thêm cổ phiếu rồi sau đó đem tiền huy động được đi đầu tư tài chính, đầu tư vào bất động

sản. Thời kỳ này có một nghịch lý là hễ công ty nào phát hành thêm cổ phiếu thì cổ phiếu của công ty đó lại tăng giá vì nhà đầu tư quá hào hứng với chỉ số chứng khoán tăng lên mỗi ngày và kỳ vọng quá lạc quan vào khả năng tăng trưởng của nền kinh tế. Việc phát hành cổ phiếu mới được nhà đầu tư suy diễn một cách sai lệch rằng công ty đang có triển vọng tăng trưởng tốt và vì vậy giá cổ phiếu được thổi phồng lên, các công ty được lợi lớn, có những

công ty thực hiện tái cấu trúc nguồn vốn (phát hành cổ phiếu và dùng tiền thu được để trả bớt nợ), giảm gánh nặng nợ vay trong thời kỳ này. Chính vì thế số công ty phát hành cổ phiếu mới chiếm trên dưới 45% số công ty niêm yết trên sàn. Sau thời kỳ huy động vốn dễ dàng này, thị trường chứng khoán lao dốc trong năm 2008 kéo theo những khó khăn trong việc phát hành cổ phiếu mới, tỷ lệ công ty phát hành mới giảm dần, năm 2013 chỉ có khoảng 6,4% công ty niêm yết phát hành cổ phiếu mới, dù năm 2013 cũng được đánh giá là một năm hoạt động tốt của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ những phân tích trên có thể rút ra kết luận rằng kể từ khi đi vào hoạt động đến nay, thị trường chứng khoán vẫn chưa thể hiện là một kênh huy động vốn hữu hiệu cho doanh nghiệp, phần lớn các doanh nghiệp vẫn dựa vào nguồn tài trợ từ ngân hàng, việc huy động vốn trực tiếp qua thị trường chứng khoán vẫn còn rất nhiều khó khăn và trong tình hình hiện nay thì tỷ lệ thành công là khá thấp.

**Có nhiều lý do để giải thích cho thực trạng trên.** Lý do đầu tiên và quan trọng nhất có lẽ là do niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường và doanh nghiệp ngày càng bị xói mòn do những diễn biến bất lợi của thị trường, do tính công khai, minh bạch của thị trường chưa được cải thiện và việc công bố thông tin, quan hệ với nhà đầu tư chưa được các công ty quan tâm đúng mức.

Lý do thứ hai nên được xem xét là hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết, từ sau năm 2008 đến nay, kinh tế thế giới luôn trong tình trạng trì trệ, kinh tế Việt Nam cũng không ngoại lệ, hiệu quả kinh doanh hiện tại của doanh nghiệp làm nản lòng các nhà đầu tư cho dù có thể các doanh nghiệp có những dự án tương lai đầy hứa hẹn.

Thứ ba là do việc sử dụng vốn huy động không hiệu quả trong giai đoạn đồng vốn dễ

dàng, nhiều công ty chỉ chú trọng vào tăng quy mô hoạt động, đầu tư vào nhiều ngành, nhiều lĩnh vực khác nhau mà không tập trung vào hoạt động cốt lõi và tăng cường công tác quản trị dẫn đến kết quả là các nhà đầu tư giờ đây trở nên nghi ngờ đối với các hoạt động phát hành cổ phiếu mới.

Thứ tư, trong điều kiện thị trường chứng khoán suy giảm, giá nhiều cổ phiếu trên thị ở mức thấp hơn cả mệnh giá nhưng đến cuối năm 2013 các công ty chưa được phát hành cổ phiếu với giá thấp hơn mệnh giá, nguyên nhân chính là do những quy định quản lý hoạt động phát hành hiện vẫn chưa tạo thuận lợi cho các công ty huy động vốn thành công.

Thứ năm, trên phương diện các doanh nghiệp có nhu cầu vốn cho đầu tư, vốn huy động từ thị trường chứng khoán có thể có chi phí vốn cao hơn so với vốn vay ngân hàng, nên các doanh nghiệp tốt sẽ ưu tiên sử dụng vốn vay ngân hàng hơn. Lý do là các doanh nghiệp phải tốn kém các chi phí liên quan đến thủ tục hành chính và các chi phí cho hoạt động chào bán. Hơn nữa, phân tích hệ số P/E cho thấy so với các thị trường mới nổi khác thì P/E của VN Index và HNX Index vẫn thấp hơn đáng kể (theo Bloomberg, P/E ngày 6/8/2014 của HNX Index là 14,75 và của VN Index là 14,67 trong khi con số này của thị trường Jakarta xấp xỉ 20, của Philipines là 21,62 và của Bangkok là 18,5), nên TTCK Việt Nam vẫn có thể được coi là khá rẻ và điều đó có lẽ không khuyến khích các công ty phát hành cổ phiếu mới.

## **5. CÁC GỢI Ý VỀ MẶT CHÍNH SÁCH ĐỂ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THỰC HIỆN TỐT VAI TRÒ KÊNH HUY ĐỘNG VỐN CHO DOANH NGHIỆP**

Để thị trường chứng khoán phát triển an toàn và trở thành kênh huy động vốn hiệu quả cho nền kinh tế cần có những chính sách hỗ trợ và thúc đẩy thị trường từ cơ quan quản lý, thay

đổi trong chất lượng của các thành viên tham gia thị trường và quan trọng hơn nữa là cải thiện trong hoạt động và quản trị của các công ty niêm yết. Những biện pháp cần thực hiện để phát huy vai trò kênh huy động vốn cho nền kinh tế của thị trường chứng khoán bao gồm:

**Thứ nhất,** tiếp tục đẩy mạnh quá trình tái cấu trúc toàn diện thị trường chứng khoán. Năm 2013 là năm mà nhiều văn bản pháp quy được ban hành trên TTCK và đặc biệt, Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đã có những quyết định khá chi tiết hướng dẫn nhằm điều chỉnh hành vi của các tổ chức tham gia trên thị trường. Đề án tái cấu trúc TTCK Việt Nam đã được phê duyệt nhằm tái cấu trúc toàn diện thị trường chứng khoán trên nhiều khía cạnh: tái cấu trúc cơ sở hàng hóa trên TTCK; tái cấu trúc thị trường trái phiếu; tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư; tái cấu trúc và quản lý các tổ chức kinh doanh chứng khoán; tái cấu trúc Sở giao dịch chứng khoán và Trung tâm lưu ký chứng khoán. Nhìn chung, Đề án tái cấu trúc TTCK đã đưa ra hệ thống các giải pháp và lộ trình tương đối hoàn chỉnh nhằm xử lý triệt để những tồn đọng của TTCK và góp phần giải quyết những khó khăn nội tại của nền kinh tế. Tuy nhiên, lộ trình cụ thể cho việc giải quyết từng nhiệm vụ cụ thể, trách nhiệm và sự phối hợp của các cơ quan hữu quan cũng như cơ chế để triển khai thực hiện trên thực tế là vấn đề cần phải xem xét.

**Thứ hai,** các tổ chức xếp hạng tín nhiệm và cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm cho thị trường vốn cần được hình thành. Sự phát triển của thị trường chứng khoán khiến cả cơ hội đầu tư và rủi ro đầu tư đều tăng lên. Trước khi ra quyết định đầu tư, nhà đầu tư cần có những thông tin về lợi nhuận và rủi ro của khoản đầu tư đó, xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp cung cấp thông tin về mức độ rủi ro của các khoản đầu tư (chủ yếu là các khoản vay nợ) trên thị trường chứng khoán. Những thông tin về chỉ số

tín nhiệm của các DN, các ngành trong nền kinh tế sẽ giúp các nhà đầu tư có định hướng tốt hơn mỗi khi ra quyết định đầu tư và giúp hoạt động phát hành trái phiếu của danh nghiệp thuận lợi hơn.

**Thứ ba,** về công khai thông tin trên thị trường và nâng cao chất lượng hàng hóa. Để có một thị trường chứng khoán hiệu quả, thì một trong những yếu tố quan trọng hàng đầu là xây dựng cơ chế công khai thông tin. Hoạt động phát hành cổ phiếu để huy động vốn của doanh nghiệp trong thời gian qua gặp nhiều khó khăn một phần là do thiếu thông tin. Phát triển TTCK trong thời gian tới đòi hỏi tính minh bạch của thị trường, tạo dựng được lòng tin để thu hút những chủ thể cung cấp vốn và những chủ thể có nhu cầu sử dụng vốn tham gia thị trường, làm cho thị trường có thể phát huy tối đa vai trò của nó. Vì thế, tạo điều kiện huy động vốn cho doanh nghiệp cần phải đi kèm với việc hướng dẫn doanh nghiệp thực hiện đúng và đầy đủ các quy định pháp luật đảm bảo tính công khai, minh bạch. Để giúp nâng cao hơn nữa chất lượng công bố thông tin và minh bạch của doanh nghiệp, trong vai trò là một cơ quan xây dựng và quản lý, giám sát thị trường chứng khoán hướng tới các chuẩn mực quốc tế và các thông lệ tốt nhất về quản trị công ty, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần chủ động và tích cực hợp tác quốc tế nhằm có được sự tư vấn và hỗ trợ từ các tổ chức quốc tế cho vấn đề quản trị công ty, giúp thị trường chứng khoán hoạt động minh bạch và hiệu quả hơn nữa, nâng cao chất lượng hàng hoá trên thị trường, song song đó cần tăng cường công tác đào tạo về quản trị công ty, quản trị rủi ro, nâng cao chuẩn niêm yết.

**Thứ tư,** nới lỏng quy định về tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài tại các doanh nghiệp Việt Nam phù hợp với các cam kết quốc tế và lộ trình phát triển thị trường vốn Hiện tại, dòng vốn nước ngoài đang có dấu

hiệu tăng trưởng mạnh ở khu vực Đông Á và các nước trong khu vực, trong khi dòng vốn vào Việt Nam tăng chậm. Để thu hút vốn nước ngoài, tăng hiệu quả công tác huy động vốn, hỗ trợ quá trình tái cấu trúc khu vực doanh nghiệp trong nước, cần thiết phải có chính sách nới lỏng việc tham gia sở hữu có yếu tố nước ngoài trong các doanh nghiệp nói chung và các lĩnh vực kinh doanh có điều kiện nói riêng (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm). Theo Quyết định 55/2009/QĐ, nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán chỉ được nắm giữ 49% tổng số cổ phần lưu hành của công ty đại chúng. Đối với ngân hàng, Nghị định 01-2014/NĐ - CP quy định “tổng mức sở hữu cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài không được vượt quá 30% vốn điều lệ của một NHTM Việt Nam”. Nhà đầu tư nước ngoài rất quan tâm đến vấn đề “nới room”, vì phần lớn các công ty tăng trưởng tốt đều có tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài ở mức cao nhất theo quy định. Ngoài ra, hiện tại, áp lực cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước là rất lớn, theo cục tài chính doanh nghiệp, số lượng DNNN phải cổ phần hóa trong giai đoạn 2014 - 2015 là 432 doanh nghiệp. Khả năng hoàn thành kế hoạch này trước hết phụ thuộc vào khả năng hấp thụ của thị trường vốn. Điều này cần có sự tham gia tích cực của cả dòng tiền trong nước và dòng tiền nước ngoài. Do đó, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty đại chúng đối với các lĩnh vực ngành nghề mà Nhà nước không cần nắm cổ phần chi phối cần được tăng lên, tỷ lệ này có thể tăng lên mức 60% hoặc cao hơn. Quy định về phân loại các ngành nghề cũng nên được loại bỏ, chỉ những doanh nghiệp Nhà nước cần nắm giữ cổ phần chi phối hoặc doanh nghiệp đặc thù như ngân hàng thì thực hiện theo các quy định riêng. Đối với ngành Ngân hàng, trong thời gian tới các tập đoàn, tổng công ty nhà nước sẽ phải hoàn tất việc thoái vốn đầu tư ngoài ngành, trong đó một phần lớn là đầu tư vào ngân hàng, theo chỉ

đạo của Thủ tướng chính phủ. Trong bối cảnh hiện nay nhiều chuyên gia tài chính đã cho rằng để thị trường “hấp thụ” hết số lượng cổ phần thoái vốn cũng như số cổ phần do các ngân hàng phát hành thêm để tăng vốn điều lệ thì sự tham gia của các đối tác là nhà đầu tư nước ngoài là thật sự cần thiết. Song tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài bị khống chế ở mức 30% có thể là một trở ngại cho việc tham gia đầu tư vào ngân hàng của họ. Bởi vì khi góp vốn vào các ngân hàng, các nhà đầu tư cũng muốn tham gia vào hoạt động điều hành, kiểm soát tại các ngân hàng này, tỷ lệ sở hữu 30% khiến họ cảm thấy bị cản trở trong tham gia điều hành, quản trị tại ngân hàng.

*Thứ năm, cần tạo hành lang pháp lý thông thoáng, đẩy đủ thúc đẩy các quan hệ thị trường phát triển.* Theo đó, với những doanh nghiệp yếu, nếu tìm được đối tác góp vốn ở mức giá thấp dưới mệnh giá, mà được các cổ đông chấp thuận, thì vẫn nên cho doanh nghiệp được huy động vốn hoặc nếu có đối tác sẵn sàng mua trái phiếu của doanh nghiệp và chấp nhận rủi ro, cơ chế cần phải tạo điều kiện cho mối quan hệ thị trường này. Ngược lại, các doanh nghiệp tốt có khả năng huy động vốn lớn cần có biện pháp giúp họ tiếp cận với các thị trường vốn lớn, hỗ trợ họ trong các cuộc làm việc, tiếp xúc với các nhà đầu tư tài chính toàn cầu, để họ có cơ hội mở rộng quan hệ, gọi thêm vốn và vươn tầm ra khu vực.

Để tạo điều kiện tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp huy động vốn, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã hướng dẫn một số doanh nghiệp được phép phát hành dưới mệnh giá với điều kiện quỹ thặng dư vốn cổ phần của doanh nghiệp (của các lần phát hành trước) bảo đảm bù đắp được phần chênh lệch cho khoản thặng dư cổ phần âm do phát hành dưới mệnh giá.

Việc cho phép doanh nghiệp thông thường (không bao gồm các doanh nghiệp thuộc các ngành kinh doanh có điều kiện như công ty

chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm...) không có lỗ lũy kế được phép phát hành dưới mệnh giá (trên cơ sở thông qua nghị quyết của đại hội cổ đông và các thông tin về doanh nghiệp đáp ứng đủ các điều kiện phát hành quy định tại Luật Chứng khoán), cũng như ngân hàng, tổ chức bảo hiểm có thể phát hành dưới mệnh giá nếu được cơ quan quản lý chấp thuận thì sẽ giúp cho doanh nghiệp thuận lợi hơn trong việc huy động được vốn.

**Thứ sáu, bản thân doanh nghiệp cần quan tâm đúng mức và đẩy mạnh công tác quan hệ nhà đầu tư (IR).** Công tác IR trong thời gian qua chưa được các công ty ở Việt Nam quan tâm đúng mức. Thông tin của các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay còn thiếu tính minh bạch. Đây cũng là một trong những nguyên nhân khiến niềm tin của nhà đầu tư vào TTCK suy giảm và công tác huy động vốn của các công ty qua thị trường này còn nhiều hạn chế. Do đó, thông tin minh bạch, rõ ràng, quan hệ giữa nhà đầu tư và công ty được quan tâm đúng mức sẽ củng cố niềm tin cho nhà đầu tư, làm tăng mức độ sẵn lòng mua cổ phiếu mới khi công ty cần phát hành. Về lâu dài, công tác IR cũng giúp hoạt động của thị trường chứng khoán chuyên nghiệp hơn, giảm bớt tác động của tâm lý “bầy đàn” trong việc mua bán cổ phiếu. Mặt khác, trước xu hướng tìm kiếm nguồn vốn ở thị trường nước ngoài của nhiều công ty lớn Việt Nam, với hoạt động IR tốt doanh nghiệp mới có đáp ứng và thuyết phục được nhà đầu tư nước ngoài vốn yêu cầu cao về minh bạch thông tin.

**Cuối cùng nhưng có lẽ quan trọng nhất là các công ty niêm yết cần tăng cường công tác quản trị.** Giai đoạn dễ huy động vốn đã qua và đòi hỏi các doanh nghiệp phải có chiến lược bài bản, thuyết phục các nhà đầu tư. Kinh nghiệm và khuynh hướng gần đây dễ nhận thấy, nếu doanh nghiệp chứng minh được sự cam kết cao, có chiến lược kinh doanh rõ ràng, dài hạn và minh bạch, đồng thời với việc tăng vốn mở rộng sản xuất kinh doanh là hoạt động quản trị doanh nghiệp liên tục được cải thiện sẽ chiếm được lòng tin của các nhà đầu tư. Khi đó, chắc chắn việc huy động vốn trong thời gian tới sẽ được cải thiện.

**Tóm lại,** vai trò là kênh huy động vốn hiệu quả cho nền kinh tế luôn được kỳ vọng ở TTCK Việt Nam kể từ khi thị trường đi vào hoạt động. Đối với doanh nghiệp, khi tham gia TTCK, điều mong đợi nhất là được tiếp cận với một kênh huy động vốn mới, vốn trung và dài hạn để phát triển. Phân tích hoạt động của TTCK Hà Nội trong thời gian qua cho thấy, lượng vốn huy động qua thị trường không ngừng tăng lên qua các năm nhưng chủ yếu là vốn huy động từ trái phiếu chính phủ. Mặt tích cực là đã tạo nguồn vốn cho đầu tư công mở rộng, góp phần giữ vững tổng đầu tư toàn xã hội, tạo nên sự tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, đối với doanh nghiệp, thì vai trò này chưa được phát huy. Trong thời gian tới, các cơ quan quản lý cần tiếp tục dành nhiều nỗ lực, nhằm mang lại lợi ích thực sự cho doanh nghiệp, giữ các doanh nghiệp ở lại sàn chứng khoán và phát triển cùng thị trường.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Abdul Nafea Al-Zararee, Izz Eddien N. Ananzeh, The Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: A Case of Jordan for the Period 1993-2013, *International Journal of Business and Social Science*, 5(1), 186-194 (2014).
- [2]. Cafef, *Thị trường chứng khoán năm 2013 và các con số*, <http://cafef.vn/thi-truong-chung-khoan/thi-truong-chung-khoan-nam-2013-va-cac-con-so-201401021607595036ca31.chn> (2014).

- [3]. Chứng khoán Việt Nam, *Tái cấu trúc thị trường chứng khoán: Từ thực trạng đến lộ trình thực hiện*, <http://www.tapchitaichinh.vn/Chung-khoan/Tai-cau-truc-thi-truong-chung-khoan-Tu-thuc-trang-den-lo-trinh-thuc-hien/28565.tctc> (2013).
- [4]. E. A. Fedorova and K. A. Pankratov, Influence of Macroeconomic Factors on the Russian Stock Market, *Studies on Russian Economic Development*, 21(2), 165-168 (2010).
- [5]. Hasan Mohammed El-Nader & Ahmad Diab Alraimony, The Impact of Macroeconomic Factors on Amman Stock Market Returns, *International Journal of Economics and Finance*, 4(12), 202-213 (2012).
- [6]. Lan Hương, *Thị trường chứng khoán Việt Nam đã có được những bước tiến lớn*, <http://vneconomy.vn/chung-khoan/thi-truong-chung-khoan-da-co-nhung-buoc-tien-lon-20130818082449141.htm> (2013).
- [7]. Lê Văn Hinh, *Muốn tăng vốn, cần tăng cường quản trị*, <http://vef.vn/2011-05-20-muon-tang-von-can-tang-cuong-quan-tri> (2011).
- [8]. Md. Tariqur Rahman, Khondker Golam Moazzem, Capital Market of Bangladesh: Volatility in the Dhaka Stock Exchange (DSE) and Role of Regulators, *International Journal of Business and Management*, 6 (7), 86-93 (2010).
- [9]. Mian Sajid Nazir, Muhammad Bilal Khalid, Adil Shakil, and Syed Muhammad Moez Ali, Post Liberalization Impact of Macroeconomic Factors on the Stock Market Returns, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 1(12), 63-72 (2010).
- [10]. Nguyễn Thị Mùi, *Phát triển thị trường vốn Việt nam những nút thắt cần tháo gỡ*, <http://www.vietinbankschool.edu.vn/home/edu/vn/news/research/taichinhnganhang/2013/20131230.html> (2013).
- [11]. Nguyễn Văn Thuận, Hoàn thiện cơ chế quản lý tài chính đối với các công ty cổ phần niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán TP. HCM, *Báo cáo tổng kết đề tài khoa học và công nghệ cấp Bộ* (2012).
- [12]. Phúc An, *Vì sao doanh nghiệp cần đẩy mạnh công tác IR?*, [http://truyenthong.vietstock.vn/tieu-diem/79-vi-sao-doanh-nghiep-can-day-manh-cong-tac-ir.aspx\\_\(2014\)](http://truyenthong.vietstock.vn/tieu-diem/79-vi-sao-doanh-nghiep-can-day-manh-cong-tac-ir.aspx_(2014))
- [13]. Sở GDCK Hà Nội, *Báo cáo thường niên HNX 2006, Factbook HNX 2007, Factbook HNX 2008, Factbook HNX 2009, Factbook HNX 2010, Factbook HNX 2011, Factbook HNX 2012, Factbook HNX 2013* (2007).
- [14]. Sheilla Nyasha, N. M. Odhiambo, The Dynamics Of Stock Market evelopment In Kenya, *The Journal of Applied Business Research*, 30(1), 73-82 (2014).
- [15]. Thanh Bình, *Tạo sức bật cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2014*, <http://www.tapchiconsan.org.vn/Home/kinh-te-thi-truong-XHCN/2014/26385/Tao-suc-bat-cho-thi-truong-chung-khoan-Viet-Nam-trong-nam.aspx> (2014).
- [16]. Thủ tướng Chính phủ, *Quyết định số 55/2009/QĐ-TTg về Tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam* (2009).
- [17]. Tường Vi, *Năm 2013, 200.000 tỷ đồng vốn huy động qua TTCK*, <http://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/nam-2013-200000-ty-dong-von-huy-dong-qua-ttck-8551.html> (2014).