



MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG NÀO CHO CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM SAU TÁI CƠ CẤU?

PGS., TS. Lê Hoàng Nga *

Trong chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam 2011-2020 đã được Chính phủ ký ban hành ngày 1/3/2012 theo Quyết định số 252/QĐ-TTg, việc tái cơ cấu lại các công ty chứng khoán (CTCK) là một nội dung quan trọng và được coi là nhiệm vụ trọng tâm hướng tới sự phát triển bền vững của các CTCK, siết chặt quản trị rủi ro, nâng cao chất lượng dịch vụ chứng khoán, tạo ra môi trường kinh doanh minh bạch, bảo vệ nhà đầu tư. Từ thực tế trên thế giới và ở Việt Nam, vấn đề đang nảy sinh cần giải quyết phải chăng là mô hình thiết thực cho công ty chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới?

* Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Có hai mô hình định chế tài chính trên thế giới mà chúng ta đã biết, là mô hình chuyên doanh hay còn gọi là mô hình đơn năng (mô hình của Mỹ, Thái Lan, Nhật Bản...) và mô hình đa năng gồm đa năng hoàn toàn (mô hình của Đức, các nước Bắc Âu...) và đa năng một phần (Anh, Canada, Australia...). Hai mô hình này được tách bạch sau cuộc khủng hoảng kinh tế 1929-2933. Trải qua sự phát triển như vũ bão của công nghệ, sự ứng dụng công nghệ vào thị trường tài chính và các biến động của kinh tế, hai mô hình này dần dần có sự hòa nhập. Ngày nay, có những biến thái lớn trong sự phát triển của các định chế tài chính: i/ Mô hình chuyên doanh tỏ ra không có sức cạnh tranh mạnh trước sự phát triển của các dịch vụ tài chính

mới và nhu cầu phân tán rủi ro. Trong mô hình này cũng có thể tổ chức theo mô hình chuyên doanh một phần (cung cấp các dịch vụ có tính chuyên môn hóa cao như CTCK chuyên doanh môi giới, các ngân hàng đầu tư tập trung vào bảo lãnh phát hành và tự doanh, các công ty quản lý quỹ chuyên cung cấp các sản phẩm quản lý tài sản và quản lý quỹ đầu tư) và chuyên doanh toàn phần (cung cấp tất cả các dịch vụ về chứng khoán). Điều kiện áp dụng mô hình nào là tùy thuộc vào năng lực giám sát của cơ quan quản lý, năng lực quản trị rủi ro của CTCK. Mô hình đa năng tỏ ra thích hợp hơn với khả năng lợi nhuận cao hơn khi cung cấp toàn diện các dịch vụ trọn gói; ii/ Ranh giới giữa định chế tài chính ngân hàng và



phi ngân hàng không còn rõ nét, nhiều tổ chức hoạt động trên cả hai lĩnh vực, ví dụ, công ty chứng khoán có thể huy động tiền gửi của khách hàng để đầu tư vào các chứng chỉ tiền gửi và các quỹ trên thị trường tiền tệ, hoặc chào bán các hợp đồng bảo hiểm; iii/ Các tổ chức tài chính hướng tới cung cấp trọn gói nhiều sản phẩm và dịch vụ tài chính như dịch vụ chứng khoán (môi giới, quản lý tài sản...), dịch vụ bảo hiểm, môi giới bất động sản và cả các dịch vụ tín dụng ngân hàng. Đây chính là cái gọi là "siêu thị tài chính" - Financial supermarket - đang phát triển để nắm bắt, tận dụng các hoạt động kinh doanh của khách hàng; iv/ Trong lĩnh vực chứng khoán, mô hình ngân hàng đầu tư (investment banker) ngày nay không chỉ hoạt động trên thị trường sơ cấp để làm nhà bảo lãnh phát hành hoặc đại lý phát hành, làm trung gian giữa tổ chức phát hành và công chúng đầu tư mà đại đa số các ngân hàng đầu tư còn thực hiện nghiệp vụ môi giới, tư vấn cho khách hàng và cung cấp ngày

càng nhiều các dịch vụ tài chính có liên quan.

Như vậy, ở các nước có CTCK hoạt động, việc xem xét khi nào, mô hình nào, hoạt động như thế nào vẫn là vấn đề phải thường xuyên quan tâm. Mô hình đa năng một phần là phù hợp với CTCK ở các nước đang phát triển, đang chuyển đổi. Bên cạnh những lợi thế kinh doanh đem lại thì sự đan xen các nghiệp vụ này cũng nảy sinh những khó khăn liên quan đến quản lý dòng tiền, quản lý rủi ro (trong đó có rủi ro hoạt động) mà nếu không quản lý tốt thì sự đổ vỡ là nhân tiền.

Tại Việt Nam, các CTCK ra đời từ năm 2000, phát triển mạnh vào những năm 2006 - 2007 và hoạt động cho tới nay với khung pháp lý đang ở trong quá trình hoàn thiện và sự quan tâm của các nhà đầu tư. Nếu xét theo cách thức thành lập thì có một số cách: i/ do các cổ đông góp vốn thành công ty cổ phần; ii/ do các chuyên gia có kinh nghiệm về tài chính - ngân hàng thành lập; iii/ do các TCTD thành lập; iv/ do các công ty đa ngành thành lập; v/ do nhà

đầu tư nước ngoài góp vốn 100%. Trong 105 CTCK hiện hoạt động ở Việt Nam, 83 CTCK (80%) là công ty cổ phần, 17 CTCK do các TCTD thành lập, 5 CTCK trực thuộc các tổng công ty (bảo hiểm, dầu khí, cao su). Theo Luật Chứng khoán Việt Nam năm 2006 và Luật Sửa đổi, bổ sung một số điều Luật Chứng khoán năm 2010, các CTCK ở Việt Nam, các CTCK được thực hiện nghiệp vụ môi giới, tư vấn, bảo lãnh phát hành chứng khoán và tư vấn đầu tư chứng khoán. Ngoài ra, CTCK được nhận ủy thác quản lý tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư cá nhân, cung cấp dịch vụ tư vấn tài chính và các dịch vụ tài chính khác theo quy định của Bộ Tài chính. Quy định này đã để ngỏ khả năng thực hiện các dịch vụ tài chính khác khi thị trường có nhu cầu và Bộ Tài chính cho phép.

Sau hơn 12 năm hoạt động, các CTCK Việt Nam đang phải đối mặt với bộ phận khó khăn, giữa sự đi - ở, với các xung đột lợi ích trong và ngoài, với việc giải quyết sự lạm dụng các đòn bẩy tài chính mạnh tay trong thời gian trước. Nhưng phải tháo gỡ cho các CTCK - những thành viên không thể thiếu của thị trường chứng khoán để có thể phát triển thị trường này trong thời gian tới. Vậy đâu có thể là hướng đi cho họ? (Hộp 1)

Vậy, để tái cơ cấu các CTCK Việt Nam, các công ty này có thể lựa chọn những hình thức gì, cùng với sự hỗ trợ của cơ quan quản lý?

Tùy thuộc vào thực trạng, khả năng và chiến lược, các CTCK có những phương cách lựa chọn khác nhau.

1/ Tự củng cố và phát triển công ty: Những công ty trụ được qua

Hộp 1: Các loại đòn bẩy tài chính ở CTCK Việt Nam

- Hợp đồng hợp tác đầu tư khi CTCK cho vay với tỷ lệ lớn, một phần vốn nhỏ là của nhà đầu tư.
 - Liên kết với NHTM: CTCK gửi tiền vào một ngân hàng, ngân hàng cho khách hàng của công ty vay lại.
 - Góp vốn đầu tư
 - Giao dịch ký quỹ: CTCK cho vay theo tỷ lệ thỏa thuận, hoặc thông qua một sản phẩm cho phép nhà đầu tư chậm nộp tiền giao dịch có thể là T+0, T+2, T+4, T+7 ...
 - Bán khống chứng khoán: nhà đầu tư được mượn cổ phiếu để bán với mức ký quỹ 20%.
 - Repo cổ phiếu niêm yết và chưa niêm yết, repo trái phiếu (trái phiếu ngân hàng, CTCK, tập đoàn lớn), repo cổ phiếu ủy thác đầu giá (hỗ trợ vay vốn cho khách hàng đầu giá ủy thác qua công ty). CTCK cung cấp vốn cho nhà đầu tư nhưng vẫn duy trì được tài sản của nhà đầu tư chưa muốn bán.
 - Cho vay cầm cố: UBCKNN cấm CTCK thực hiện, nên các CTCK cho ra đời dịch vụ hợp tác đầu tư hoặc thu xếp tài trợ vốn cho nhà đầu tư.
 - Các hình thức khác: CTCK cho công ty khác vay tiền, công ty này cho nhà đầu tư vay lại, hoặc CTCK cho người lãnh đạo vay tiền, họ lập ra công ty và lại cho nhà đầu tư vay.
- Phần lớn các sản phẩm đầu tư này mới manh nha trên thị trường và bị cơ quan quản lý cấm triển khai. Có những nghiệp vụ được phép triển khai theo Luật Chứng khoán, ví dụ như giao dịch ký quỹ, repo, bảo lãnh thanh toán, nhưng cho đến nay mới giao dịch ký quỹ có văn bản hướng dẫn (QĐ 637/2011/QĐ- UBCK ngày 30/8/2011). Việc sử dụng đòn bẩy tài chính quá đà, không kiểm soát được nguồn vốn, không thu được nợ khi thị trường suy giảm là một trong những nguyên nhân đưa nhiều CTCK vào bờ vực phá sản.

(Tác giả tổng hợp)



khoảng 5 năm hoạt động sẽ chấn chỉnh lại chiến lược (theo đuổi nghiệp vụ gì, kênh phân phối nào, mảng khách hàng nào, ở đâu... với tầm nhìn và sứ mệnh cụ thể), củng cố kiểm soát rủi ro, nâng cao quản trị công ty bắt đầu từ những người lãnh đạo cao nhất. Đây là giải pháp đối với các CTCK hoạt động tốt, có thể xếp vào diện nhóm một. Họ có thể tiết kiệm chi phí trong khi chờ thời cơ.

2/ Giải thể CTCK: Việc xóa sổ CTCK về mặt pháp lý được thực hiện khi công ty mất an toàn tài chính, hết 6 tháng kiểm soát đặc biệt mà không khắc phục được tình trạng này. Tuy nhiên, giấy phép đăng ký và giấy phép kinh doanh của CTCK đang là một, nên nếu rút giấy phép kinh doanh thì có nghĩa là CTCK chấm dứt từ cách pháp nhân. Khi đó, công ty không còn phải thanh toán nghĩa vụ nợ nần với các chủ nợ, nhà đầu tư. Đây là điều không thể, vì các CTCK là công ty đại chúng nên phải có nghĩa vụ trả nợ. Vì vậy, hiện nay, việc xóa sổ CTCK là rất khó mà có thể phải chờ sửa đổi Luật Chứng khoán, Luật Pháp sán, Luật Doanh nghiệp sau này.

3/ Sáp nhập CTCK: Đây là bước đi rất đáng khuyến khích hiện nay nhưng không dễ thực hiện. Cái khó là từ tài sản tài chính của từng CTCK và thiện chí giữa các bên sáp nhập. Chỉ những CTCK còn tài sản, gần như không nợ nhiều, danh mục tự doanh có tính thanh khoản cao... thì khả năng sáp nhập còn khả thi. Ngược lại, những CTCK còn nợ nần cao, tự doanh lớn thì rất khó thực hiện. Ngoài ra, sự hỗ trợ của cơ quan quản lý về khung luật pháp là rất quan trọng.

4/ Bán lại công ty cho nhà đầu tư trong nước và nước ngoài: Khả năng bán CTCK cho nhà đầu tư trong

nước là có thể xảy ra, tuy nhiên không cao và không nhiều do nguồn vốn và khả năng quản lý.

Theo cam kết khi gia nhập WTO, năm 2012 là thời điểm Việt Nam cho phép thành lập CTCK 100% vốn nước ngoài. Nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) có thể đầu tư vào lĩnh vực chứng khoán bằng 2 con đường là góp cổ phần, góp vốn để sở hữu 49% CTCK Việt Nam hoặc mua, thành lập mới CTCK do NĐTNN sở hữu 100% vốn. Về hình thức đầu tư, có thể phân ra làm 3 dạng đầu tư của NĐTNN vào CTCK: i/ các công ty môi giới chuyên nghiệp góp vốn (Worri CBV, Kim Eng Việt Nam); ii/ các quỹ đầu tư góp vốn (Horizon, Vina Securities, Golden Bridge, Mireas Asset); iii/ các tập đoàn đa ngành (SaigonBank Berjaya, Phú Hưng). Khả năng tham gia tiếp tục của NĐTNN vào các CTCK là rất lớn với việc góp vốn theo kịch trần mức room cho phép ở 46 CTCK trên và gần 60 CTCK còn lại. Về hình thức thành lập CTCK 100% vốn nước ngoài thì thị trường đang chờ đợi hướng dẫn của UBCKNN. Theo đó, NĐTNN có thể thành lập mới hoặc mua toàn bộ CTCK nào đó của Việt Nam. Đây là hướng đi mới, luồng gió mới thổi vào thị trường Việt Nam, mở ra cơ hội mới cho thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm hướng tới tiềm năng phát triển lâu dài ở Việt Nam. Phần lớn NĐTNN là các định chế tài chính (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm...) có nguồn vốn, có đội ngũ nhân sự có kinh nghiệm, có hệ thống mạng lưới và những mối quan hệ được thiết lập và phát triển tại các thị trường tài chính quan trọng.

5/ Tự giải thể cùng với quá trình sáp nhập của tổ chức "mẹ": Những CTCK do các tổ chức "mẹ" thành

lập, ví dụ như ngân hàng thương mại, các tập đoàn lớn có thể được giải thể và sáp nhập cùng với các tổ chức này. Cuộc sáp nhập giữa Habubank và SHB cho thấy, chỉ có một CTCK được hoạt động theo luật định ở một tổ chức tín dụng, do đó, hai CTCK của hai NHTM này phải hợp nhất.

6/ Chuyển đổi mô hình: Đây là hướng đi lâu dài, bắt đầu từ luật pháp. Cho đến khi Luật Chứng khoán sửa đổi, bổ sung một số điều Luật Chứng khoán năm 2010 còn hiệu lực thì khả năng này là khó xảy ra. Tuy nhiên, từ thực tế trên thế giới và Việt Nam hiện nay thì đây là một khả năng có thể, trước mắt cho phép các CTCK thực hiện một số dịch vụ ngân hàng đầu tư, sau đó là chuyển đổi mô hình khi điều kiện cho phép. Quy định về nghiệp vụ của CTCK trong Luật Chứng khoán có thể là một hướng mở ra cho CTCK khi được Bộ Tài chính cho phép.

Nếu xét về nghiệp vụ kinh doanh, các CTCK (là thành viên SGDCK) có thể tổ chức dưới 2 dạng:

Thứ nhất, chuyên về nghiệp vụ môi giới hoặc nhà kinh doanh chứng khoán (dealers) hoạt động ở thị trường thứ cấp, trong đó có thể tách ra là CTCK môi giới toàn phần hay bán phần, CTCK chuyên tập trung vào phục vụ định chế hay loại cổ phiếu giá thấp, CTCK tầm quốc gia hay tầm khu vực... Đây là kinh nghiệm ở Mỹ, ở Trung Quốc có mô hình CTCK tổng hợp (hoạt động về nghiệp vụ môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành chứng khoán và các nghiệp vụ khác do cơ quan giám quản cho phép) và công ty môi giới chứng khoán chỉ chuyên về môi giới;

Thứ hai, các ngân hàng đầu tư hoạt động chủ yếu ở thị trường sơ cấp.



Ngân hàng đầu tư là một tổ chức tư vấn tài chính chuyên nghiệp và trung gian, nghiệp vụ của nó rất rộng như tư vấn và huy động vốn cho các khách hàng, tư vấn các giao dịch chuyển nhượng tài sản cụ thể (toàn bộ công ty, một phần cổ phần, một bộ phận sản xuất kinh doanh, một dự án đầu tư...), tư vấn (M&A, tư vấn tái cơ cấu doanh nghiệp, tư vấn chứng khoán hóa cho doanh nghiệp, sử dụng nghiệp vụ hoán đổi cổ phiếu và trái phiếu), thực hiện bảo lãnh phát hành chứng khoán, thực hiện nghiệp vụ ngân hàng bán buôn, giúp giải quyết nợ xấu của ngân hàng... Từ cuối những năm 1980, ngân hàng đầu tư còn thực hiện nghiệp vụ môi giới hướng tới các quỹ đầu cơ và nhà đầu tư có tổ chức. Ở đây, ngân hàng đầu tư là tổ chức tài chính trung gian một cách khách quan để tư vấn, hỗ trợ việc xử lý tài sản đảm bảo, giúp ngân hàng và doanh nghiệp tự giải quyết nợ xấu, qua đó giảm sự can thiệp của cơ quan quản lý nhà nước và giảm chi phí của ngân sách. Ở Việt Nam hiện nay, một số CTCK đã là đối tác giúp ngân hàng thương mại giải quyết các tài sản đảm bảo của nợ xấu, người ta gọi là dịch vụ thu xếp vốn.

Ngân hàng đầu tư hoạt động với 2 mô hình cơ bản là ngân hàng đầu tư độc lập hoặc chỉ là một mảng kinh doanh của ngân hàng tổng hợp. Ở mô hình ngân hàng đầu tư độc lập có 2 hình thức là: i/ Mô hình ngân hàng đầu tư toàn diện (cung cấp đa dạng dịch vụ như bảo lãnh phát hành chứng khoán, đầu tư chứng khoán, cung cấp tín dụng, tư vấn M&A, môi giới, quản lý danh mục đầu tư và nghiên cứu), điển hình ở Mỹ là Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley... với doanh thu đầu tư luôn chiếm hơn 50% tổng doanh thu, doanh thu môi giới

thấp nhất; ii/ Ngân hàng đầu tư chuyên doanh chỉ cung cấp một số dịch vụ lựa chọn (ví dụ chuyên về M&A) hoặc một số thị trường nhất định (ví dụ chuyên về khách hàng định chế tài chính hoặc khách hàng cá nhân...). Ở mô hình ngân hàng đầu tư là một mảng kinh doanh của ngân hàng tổng hợp thì hoạt động ngân hàng đầu tư là một cấu phần hoạt động trong các hoạt động của ngân hàng này bao gồm ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư và công ty bảo hiểm. Đây là xu thế ở Mỹ từ sau năm 2008, khởi đầu từ đạo luật Gramm - Leach - Bliley năm 1999 cho phép các ngân hàng thương mại được hoạt động chứng khoán, bảo hiểm với việc chuyển sang mô hình ngân hàng thương mại đa năng một phần, điển hình là hoạt động của Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley nhằm tiếp cận các gói hỗ trợ của FED.

Như vậy, một số nghiệp vụ của CTCK Việt Nam hiện nay đã là nghiệp vụ của ngân hàng đầu tư (tư vấn tài chính, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn M&A, tư vấn tái cơ cấu doanh nghiệp...). Nhưng mô hình của CTCK vẫn là công ty chuyên doanh về chứng khoán, hoạt động như là ngân hàng đầu tư toàn diện trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp, không tách biệt nghiệp vụ môi giới riêng. Điều này dễ tạo điều kiện cho các xung đột lợi ích giữa các CTCK và khách hàng khi mà trình độ quản lý chưa cao.

Vì vậy, có thể nghiên cứu áp dụng mô hình CTCK chuyên về môi giới chứng khoán chuyên nghiệp và mô hình ngân hàng đầu tư độc lập toàn diện (hoặc còn gọi là CTCK tổng hợp) hoạt động về bảo lãnh phát hành hoặc đại lý phát hành, môi giới và phục vụ môi giới, tự doanh, tư vấn cho khách hàng và cung cấp ngày càng nhiều các dịch vụ tài chính

có liên quan. Sự tách biệt này kèm theo các điều kiện thi hành tương ứng theo quy định và tùy thuộc vào lựa chọn của từng CTCK, căn cứ vào vốn, công nghệ, nhân sự, khả năng quản lý điều hành và quản trị rủi ro của mình. Nếu như vậy thì cần bổ sung vào Luật Chứng khoán thế hệ 2 sau năm 2015 ở Việt Nam về ngân hàng đầu tư. Sau này, khi mà kinh tế phát triển hơn, khả năng quản lý tốt hơn với khung khổ luật pháp hữu hiệu hơn, thì đây là vấn đề thuộc về quan điểm quản lý cần tiếp tục xem xét nhằm đem lại cho các CTCK Việt Nam hướng đi rõ ràng, từ đó nâng cao năng lực hoạt động và cạnh tranh.

Những hướng đi này sẽ sáng rõ hơn từ năm 2013 trở đi, khi mà các quy định pháp lý về thanh tra giám sát theo CAMELS trong lĩnh vực chứng khoán được thực hiện, các yêu cầu về công bố thông tin cũng như đảm bảo an toàn tài chính ngày càng nghiêm ngặt hơn, nhà đầu tư nước ngoài được đầu tư 100% vào công ty chứng khoán. Việc phân loại các CTCK cần làm quyết liệt để có những biện pháp giải quyết thích ứng. Và một vấn đề rất quan trọng, là trách nhiệm công bố thông tin của cả cơ quan quản lý cũng như các CTCK, để góp phần đem lại một thị trường chứng khoán quốc gia minh bạch và công bằng. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Thông tư số 52/2012/TT-BTC ngày 5/4/2012 của Bộ Tài chính về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.
- Luật Sửa đổi, bổ sung một số điều Luật Chứng khoán năm 2010.
- "Đầu tư chứng khoán" tháng 7,8/2012.
- Báo cáo của UBCKNN tháng 6/2012.
- "Thuật ngữ chứng khoán Anh - Việt" - UBCKNN, Trung tâm nghiên cứu khoa học và đào tạo chứng khoán, NXB Lao động, 2010.