

TÀI CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TRẦN ĐẮC SINH*

Thị trường chứng khoán (TTCK) VN những năm qua đã có một lợi thế rất lớn khi VN có một nền kinh tế, chính trị, xã hội ổn định. Các chỉ tiêu tăng trưởng của VN được đánh giá tốt. Tuy các cơ quan quản lý TTCK đã nỗ lực rất nhiều trong việc xây dựng khung pháp lý cho thị trường, phát triển cơ sở hạ tầng, phát triển hàng hóa dịch vụ... cũng phải thừa nhận rằng TTCK riêng nó chưa tạo ra được nhiều lợi thế cạnh tranh. Trong số 9 điều kiện cần có để Tập đoàn cung cấp chỉ số chứng khoán toàn cầu (FTSE) xếp hạng TTCK VN là “Emerging Market” như các TTCK khác trong khu vực, VN mới chỉ đáp ứng 8 và do đó, vẫn tiếp tục là thị trường “Frontier” nếu thanh khoản trên thị trường tiếp tục thấp như hiện nay. Không chỉ vấn đề về thanh khoản, còn rất nhiều vấn đề TTCK VN cần giải quyết để hợp lực cùng sức hấp dẫn của nền kinh tế và thu hút nhà đầu tư. Cấu trúc thị trường chính là một trong các vấn đề cốt lõi đó.

Từ khóa: Tài cấu trúc thị trường chứng khoán, Sở Giao dịch chứng khoán, tái cấu trúc, mô hình sáp nhập

1. Các vấn đề tác động đến cấu trúc thị trường

TTCK là thị trường tài chính bậc cao, vì vậy, nó chịu tác động rất lớn bởi sự tiến bộ công nghệ và vấn đề toàn cầu hoá. Đó là những yếu tố góp phần định hình TTCK thế giới ngày hôm nay.

1.1 Công nghệ

Hoạt động của các Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) trên thế giới đang chịu tác động rất lớn bởi sự phát triển của khoa học công nghệ, đặc biệt là công nghệ tin học. Với sự phát triển của công nghệ thông tin, khoảng cách địa lý bị xoá mờ, giao dịch xuyên biên giới, xuyên lục địa trở nên dễ dàng. Công nghệ cũng đứng đằng sau mọi sáng kiến cải tiến và trở thành yếu tố cạnh tranh giữa các sở giao dịch. Các sở giao dịch liên tục đầu tư

vào các giải pháp công nghệ tiên tiến, hiện đại, với công suất ngày một lớn, độ trễ ngày càng thấp, giúp tăng hiệu suất giao dịch. Đây là một cách gián tiếp nhằm tiết giảm chi phí giao dịch, tăng sức cạnh tranh vì với một hệ thống hiện đại, thu hút nhiều nhà đầu tư tham gia vào giao dịch, chi phí để giao dịch được thực hiện thể hiện qua mức chênh lệch giữa giá chào mua và chào bán trên thị trường được giảm thiểu.

1.2 Xu hướng sáp nhập liên kết giữa các SGDCK

Các SGDCK nói chung có quy mô nhỏ, tính thanh khoản kém và chỉ phục vụ cho một số lượng hạn chế nhà đầu tư trong khu vực. Việc liên kết, sáp nhập các SGDCK đã trở thành một xu hướng trong thời gian trở lại đây để tạo ra các TTCK đủ

* TS., Chủ tịch Hội đồng quản trị Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM

Email: trandacsinh@hsx.vn

lớn, thanh khoản cao, thông qua việc tăng cường niềm yết chéo, thu hút các nhà đầu tư nước ngoài, mở rộng liên kết đến các SGDCK khác và đến cả các định chế tài chính, ngân hàng... Có thể kể đến một số cuộc sáp nhập, liên kết gần đây của các SGDCK trên thế giới như: CME-CBOT năm 2006, NYSE-Euronext năm 2006, Nasdaq-OMX năm 2007, LSE và Borsa Italiana năm 2007, cũng như một số cuộc thương thảo sáp nhập trong năm 2011.

Trong khu vực ASEAN, với cam kết của các thủ tướng chính phủ về việc xây dựng một thị trường vốn ASEAN chung đến năm 2015, các sáng kiến liên kết cũng đang được khởi động giữa các sở giao dịch để triển khai cam kết này. Liên kết giao dịch giữa 7 SGDCK ASEAN đang được triển khai từng bước với SGX (Singapore) và BM (Malaysia) sẽ liên kết vào tháng 6/2012, SET (Thái Lan) vào tháng 8/2012 và các Sở còn lại trong các giai đoạn sau.

2. Thực trạng và thách thức đối với các SGDCK VN

2.1 Hiệu quả hoạt động

Nhìn chung, về cơ cấu doanh thu, nguồn thu chủ yếu của các sở giao dịch tại VN hiện nay chủ yếu dựa vào thu từ phí giao dịch chứng khoán (riêng đối với SGDCK HN có thêm nguồn thu từ đấu thầu trái phiếu chính phủ). Tại SGDCK TP.HCM, thu từ phí giao dịch chiếm 80% trên tổng doanh thu năm 2009. Các khoản thu khác có hàm lượng chất xám cao, tỷ lệ giá trị gia tăng lớn, ổn định trước diễn biến của thị trường chưa chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu như: phí niêm yết, phí thành viên, phí bán các sản phẩm thông tin, phí từ hoạt động trên thị trường phái sinh (VN chưa triển khai thị trường phái sinh)... Chính điều này đã tạo sự bị động của các sở giao dịch trước diễn biến trên thị trường, đặc biệt khi thị trường đi xuống, doanh thu phụ thuộc rất nhiều vào tính thanh khoản trên thị trường.

Nếu nhìn sang các SGDCK trong khu vực như tại SGDCK Singapore, các khoản thu từ hoạt động trên thị trường cổ phiếu chiếm gần 50%, còn lại là các nguồn thu từ hoạt động trên thị trường phái sinh và các khoản thu nhập ổn định khác. Chỉ tính riêng nguồn thu từ hai hoạt động này đã có thể bù đắp cho chi phí hoạt động trong năm của SGDCK Singapore. Đối với SGDCK Malaysia, thu từ hoạt động trên thị trường cổ phiếu chiếm 67% tổng doanh thu hoạt động, các khoản thu từ thị trường phái sinh và các nguồn thu ổn định chiếm phần còn lại. Các nguồn doanh thu chủ yếu trong cấu trúc doanh thu của các Sở lần lượt là phí giao dịch trên thị trường cổ phiếu, phí giao dịch trên thị trường phái sinh, phí niêm yết, phí thu từ các dịch vụ sau giao dịch, phí liên quan đến các dịch vụ thông tin và IT.

Cơ cấu doanh thu bền vững, ổn định như các sở giao dịch phát triển trên thế giới sẽ khó đạt được nếu hai SGDCK tại VN tiếp tục mô hình hoạt động như hiện tại. Các nguồn tài chính sẽ bị phân tán, lãng phí, các hoạt động nghiên cứu và phát triển sẽ bị manh mún, không tập trung, gây lãng phí nhân lực và vật lực không cần thiết trong điều kiện quy mô của TTCK VN vẫn còn nhỏ bé.

2.2 Cạnh tranh

- Quy mô: TTCK VN hiện vẫn còn khá nhỏ về mặt quy mô. Tính cả hai SGDCK TP.HCM và HN, giá trị vốn hoá thị trường của VN tháng 8/2011 đạt 651.000 tỷ đồng, tương đương 31 tỷ USD. So với các TTCK khu vực ASEAN, chúng ta vẫn là nước thấp nhất nếu tính chung cả hai thị trường, và quy mô thị trường còn thấp hơn nữa nếu tính từng Sở riêng lẻ.

- Phí giao dịch: Phí giao dịch của VN hiện đang cao nhất so với các nước trong khu vực.

- Hàng hoá: Hàng hoá của TTCK VN còn rất đơn giản, truyền thống, mới chỉ dừng lại ở cổ phiếu và trái phiếu. Các loại hàng hoá cao cấp hơn với những tính năng giao dịch, đầu tư và phòng

Bảng 1. Giá trị vốn hoá thị trường các SGDCK trong khu vực

ĐVT: triệu USD

SGDCK	Market Cap (8/2011)
Bursa Malaysia	409.692,3
Indonesia SE	406.458,3
Philippines SE	167.824,3
Singapore Exchange	620.371,3
Thailand SE	294.262,7
Hochiminh SE	26.515,0
Hanoi SE	4.484,0

Nguồn: WFE, Focus No 223 Sep 2011

Bảng 2. Phí giao dịch của các SGDCK trong khu vực

SGDCK	Phí giao dịch ('08)
Bursa Malaysia	0,0025%
Indonesia SE	0,0300%
Philippines SE	0,0050%
Singapore Exchange	0,0075%
Thailand SE	0,0050%
Hochiminh SE	0,0300%
Hanoi SE	0,0300%

Nguồn: Dữ liệu do các SGDCK cung cấp

ngừa rủi ro đa dạng hơn như phái sinh, ETF... chưa có trên thị trường. Điều này hạn chế rất lớn sức cạnh tranh của TTCK VN khi các nhà đầu tư không có đủ các công cụ để thực hiện các chiến lược đầu tư khác nhau của mình.

- Tiện ích giao dịch: Các loại lệnh giao dịch đang áp dụng trên thị trường còn giản đơn, các tiện ích giao dịch tiên tiến như truy cập thị trường trực tiếp (DMA), mua bán khống, vay và cho vay chứng khoán... còn chưa được triển khai. Bên cạnh đó, Trung tâm lưu ký là một tổ chức độc lập với SGDCK, làm cho việc triển khai những dịch vụ trong chuỗi giá trị của TTCK cần có sự phối hợp nhịp nhàng, đồng bộ.

Như vậy, mặc dù thu hút được khá nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư trên thế giới trong thời gian gần đây nhưng TTCK VN chưa có tính cạnh tranh cao xét về các yếu tố để thị trường phát triển bền vững. Đó là chưa kể 2 sở giao dịch về khía cạnh nào đó vẫn phải cạnh tranh với nhau để thu hút công ty niêm yết và nhà đầu tư nên chưa thật sự có một định hướng rõ ràng để đối diện với sức cạnh tranh từ bên ngoài.

2.3 Hình ảnh về TTCK VN chưa rõ ràng

Quy mô còn khá nhỏ bé, cộng thêm với việc phân tách ra hai thị trường đã chuyển tải một thông điệp không tích cực đến các nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài. Một số nhà đầu tư

vẫn không hiểu được tại sao lại cần có 2 SGDCK, trong khi sự phân biệt giữa hai thị trường ở một số lĩnh vực (thị trường niêm yết) đôi khi khá mờ nhạt, ví dụ như tiêu chuẩn niêm yết, phương thức giao dịch. Một số tổ chức tính toán chỉ số khi đưa ra một chỉ số về TTCK VN đã phải lấy thông tin từ cổ phiếu trên cả hai thị trường. Điều này không những gây khó khăn trong việc thu thập thông tin để phân tích mà còn khó khăn trong việc các tổ chức tài chính quốc tế sử dụng các chỉ số này để lập các danh mục đầu tư của mình bởi họ sẽ phải tiếp cận hai thị trường với các mức độ cung cấp thông tin, phương thức giao dịch có sự khác biệt. Vô hình trung, VN đã tự dựng lên rào cản về mặt kỹ thuật đối với các nhà đầu tư nước ngoài khi họ muốn đầu tư vào thị trường.

Trong hoạt động hợp tác quốc tế, VN sẽ cần đến 2 thoả thuận song phương cho mỗi đối tác muốn hợp tác. Hoạt động liên kết trong khu vực cũng phải xây dựng một mô hình kết nối riêng nếu muốn kết nối cả hai SGDCK vào liên kết các Sở ASEAN.

3. Mục tiêu tái cấu trúc, lợi ích của mô hình sáp nhập

3.1 Mục tiêu

Mô hình được lựa chọn cho việc tái cấu trúc TTCK VN cần đạt được 2 mục tiêu sau:

Tính cạnh tranh: Cạnh tranh ở đây là cạnh tranh khu vực, cạnh tranh quốc tế. Với việc hội nhập vào nền kinh tế thế giới và thị trường tài chính thế giới, VN sẽ phải đối diện với sự cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các thị trường trong khu vực trong việc thu hút đầu tư quốc tế và ngay cả đầu tư trong nước. Tái cấu trúc TTCK sẽ cần đưa mục tiêu cạnh tranh quốc tế lên hàng đầu. Cọ xát với các chuẩn mực quốc tế cũng sẽ giúp nâng cao mặt bằng chung của TTCK VN. Mô hình tái cấu trúc thị trường sẽ phải làm tăng sức cạnh tranh của TTCK VN trong khu vực và trên quốc tế.

Tính thanh khoản: Thể hiện ở những yếu tố như chi phí giao dịch, tính minh bạch, quy mô thị trường. Dù thị trường có được xây dựng trên các chuẩn mực tốt đến đâu, nếu thị trường không có tính thanh khoản, các mục tiêu của việc xây dựng thị trường cũng không thực hiện được. Minh bạch thể hiện ở việc xây dựng rõ ràng các loại tài sản đầu tư trên thị trường, ví dụ, thị trường cổ phiếu, trái phiếu, thị trường của các công ty có vốn lớn, các công ty vừa và nhỏ, các công ty mới thành lập nhưng có tiềm năng phát triển...

3.2 Mô hình sáp nhập hai SGDCK - lợi ích

Thành lập một SGDCK VN duy nhất được đánh giá là có những ưu điểm vượt trội. Mô hình này cũng giải quyết được những vấn đề đang tồn tại và phát sinh đối với TTCK VN mà các mô hình khác giải quyết không triệt để hoặc nửa vời.

3.2.1 Nâng cao hiệu quả hoạt động và sức cạnh tranh cho SGDCK

Với mô hình này, các SGDCK có thể giải quyết phần nào bài toán về hiệu quả hoạt động. Việc tập trung thống nhất nguồn lực sẽ giúp phân bổ hiệu quả nguồn lực bao gồm nhân lực, vật lực, đặc biệt là trong lĩnh vực công nghệ tin học và nghiên cứu phát triển, từ đó, phát triển thêm các sản phẩm dịch vụ mới cung cấp cho thị trường, thay đổi cơ cấu doanh thu để hướng tới phát triển bền vững. Hiệu quả hoạt động được nâng cao cũng giúp giải quyết bài toán về cạnh tranh. Chúng ta có một thị trường lớn hơn, các rào cản kỹ thuật giữa hai thị trường bị xoá bỏ, làm gia tăng giao dịch, tính thanh khoản, từ đó, gián tiếp giảm chi phí giao dịch. Việc cân đối và phát triển nguồn doanh thu cũng giúp SGDCK giảm bớt sự phụ thuộc từ nguồn thu phí giao dịch, từ đó có thể tiến tới giảm phí nhằm cạnh tranh với các Sở trong khu vực. Việc có một thị trường thống nhất với tính thanh khoản cao, hàng hoá phong phú và đa dạng là cơ sở để phát triển các sản phẩm phái

sinh và các sản phẩm khác, đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư.

3.2.2 *Giúp TTCK thực hiện tốt chức năng huy động vốn dài hạn*

Với một cấu trúc thị trường rõ ràng sau sáp nhập bao gồm: thị trường cổ phiếu niêm yết, trái phiếu niêm yết và thị trường cho các doanh nghiệp chưa niêm yết, nhà đầu tư có một cái nhìn rõ ràng hơn về thị trường. Việc sáp nhập giúp nhà đầu tư vốn quen thuộc với một loại thị trường sẽ có thể dễ dàng tiếp cận với các thị trường khác, từ đó gia tăng tính thanh khoản cũng như độ sâu của thị trường. Các doanh nghiệp cũng nhờ đó mà có thể dễ dàng huy động vốn đầu tư cho phát triển kinh doanh, giúp TTCK thực hiện tốt chức năng kênh huy động vốn dài hạn bên cạnh kênh huy động vốn ngắn hạn từ ngân hàng. Có như vậy, mục tiêu đặt ra của Chính phủ trong việc tái cấu trúc nền kinh tế (trong đó có tái cấu trúc thị trường tài chính) mới có thể thực hiện được triệt để.

Một thị trường vốn dài hạn hoạt động hiệu quả còn giúp thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, từ đó, gia tăng nguồn vốn của các nhà đầu tư để tài trợ cho phát triển và nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nó cũng giúp các doanh nghiệp vừa và nhỏ có thể huy động vốn rẻ hơn từ các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Các nhà đầu tư nước ngoài với nguồn vốn lớn và công nghệ cao sẽ góp phần nâng cao

chất lượng của sản phẩm và chất lượng quản trị doanh nghiệp. TTCK qua đó sẽ có tác động tích cực đến cải thiện môi trường kinh tế vĩ mô của VN.

3.2.3 *Phù hợp với hướng phát triển của các thị trường trên thế giới*

Mô hình này cũng phù hợp với xu hướng phát triển của các SGDCK trên thế giới khi mà công nghệ đóng vai trò nền tảng và xu thế toàn cầu hoá, liên kết để cạnh tranh và phát triển đang tác động đến hoạt động của các sở giao dịch. Ngay trong phạm vi các Sở ASEAN cũng đang tiến hành các dự án liên kết để tăng quy mô, tính cạnh tranh, chuyển tải một thông điệp về một dạng tài sản đầu tư ASEAN thì việc hai SGDCK của VN sáp nhập là một thông điệp rõ ràng nhất về một dạng tài sản đầu tư của VN. Mô hình một sở giao dịch giúp thống nhất nền tảng công nghệ để từ đó phát triển và cạnh tranh với các nền tảng công nghệ khác, điều mà sẽ khó thực hiện được tiếp tục phát triển riêng lẻ từng thị trường.

Với một cấu trúc thị trường rõ ràng, hợp lý, TTCK VN sẽ phát huy hơn nữa sức hấp dẫn từ sự phát triển kinh tế đất nước, đồng thời, có các yếu tố nền tảng, tạo sức bật để sức hấp dẫn của thị trường sẽ biến thành những dòng vốn đầu tư thực tế chảy vào VN, đóng góp cho công cuộc phát triển kinh tế đất nước ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- BM Annual Report (2009).*
- C. A. Yartey (2008), *The Determinant of Stock Market in Emerging Economies: Is South Africa Different?*, IMF Working Paper.
- FTSE Country Classification Engagement Questionnaire.*
- S. Claessens, D. Klingebiel & S. L. Schmukler (2004), *Stock Market Development and Internationalization: Do Economic Fundamental Spur Both Similarly?*
- SGX Annual Report (2009).*
- WFE Focus No 223, September 2011.*