

Các xu hướng hội nhập thị trường chứng khoán xuyên biên giới và bài học đối với khu vực ASEAN trong thập niên đầu thế kỷ XXI

TH.S. TRẦN QUANG PHÚ*

Quá trình hội nhập các thị trường chứng khoán (TTCK) trên thế giới đang diễn ra hiện nay thể hiện xu thế tất yếu của hoạt động liên kết tài chính giữa các khu vực trên thế giới. Với tư cách là một khu vực kinh tế năng động, ASEAN không nằm ngoài xu thế đó. Tuy nhiên, việc định hình các xu thế hội nhập của ASEAN luôn đòi hỏi một quá trình tiếp cận thực tiễn nghiêm túc để khái quát hóa những nét đặc trưng riêng có của một khu vực có sự phát triển kinh tế không đồng đều.

Bài viết này bao gồm những nội dung chính sau đây: những vấn đề phương pháp luận liên quan tới hội nhập thị trường tài chính của thế giới và những nguyên nhân chính thúc đẩy hội nhập TTCK ASEAN từ sau cuộc khủng hoảng tài chính 1997; các xu hướng hội nhập chính của thị trường chứng khoán trong khu vực ASEAN và các vấn đề liên quan; mô hình hội nhập đang diễn ra thành công trong khu vực giữa TTCK Singapore và Úc và một số bài học cho quá trình hội nhập khu vực của TTCK Việt Nam với tư cách từ một thị trường vẫn đang trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển.

1. Bối cảnh quá trình hội nhập xuyên biên giới giữa các TTCK

1.1. Những yếu tố khách quan dẫn tới quá trình hội nhập xuyên biên giới giữa các TTCK

Hiệp định Bretton Woods năm 1944, hiệp định nền tảng cho thị trường tài chính thế giới sau Chiến tranh Thế giới lần thứ Hai, hạn chế nghiêm ngặt các luồng lưu chuyển vốn tự do trên thế giới. Kiểm soát luồng vốn trong thời điểm đó tạo ra cho các nước thành viên một khoảng chênh lệch nhỏ giữa các điều kiện tài

chính đối ngoại và đối nội. Các quốc gia đã cố gắng đạt được mục tiêu của các chính sách trong nước, trong một phạm vi giới hạn, không can thiệp trực tiếp phá vỡ sự ổn định của tỷ giá hối đoái. Ở một mức độ cơ bản hơn, các nhà quản lý nhận thức việc kiểm soát vốn là cần thiết để thực hiện cấu trúc lại và thúc đẩy tăng trưởng của hệ thống giao dịch quốc tế đang trong tình trạng suy sụp sau thời kỳ chiến tranh kéo dài. Kinh nghiệm trong các thời kỳ khủng hoảng trước đã cho thấy các luồng lưu chuyển vốn nếu không được kiểm soát thường biến động kéo theo sự bất ổn định của tiền tệ. Để bảo vệ đồng

*Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đào tạo Chứng khoán

tiền của mình, các nước thường sử dụng những biểu thuế cao hơn hoặc hạn ngạch nhập khẩu. Đây chính là những rào cản cho sự tăng trưởng của mậu dịch quốc tế. Sự quan tâm hàng đầu của hệ thống tài chính quốc tế tại thời điểm đó là mở rộng giao dịch, nên cần thiết phải có một hệ thống tiền tệ ổn định và chính điều này đã ngăn ngừa các luồng lưu chuyển tự do vốn quốc tế.

Giai đoạn những năm từ 1960 - 1970, hệ thống tài chính toàn cầu phát triển không ổn định với những cuộc khủng hoảng tiền tệ khác nhau và những luồng lưu chuyển vốn mất ổn định diễn ra bất chấp các biện pháp kiểm soát vốn. Mỹ và các quốc gia công nghiệp khác đã chính thức từ bỏ hệ thống Bretton Woods năm 1973, chuyển sang hệ thống thả nổi tỷ giá hối đoái. Các biện pháp kiểm soát vốn không mất đi hoàn toàn vào thời điểm này, tuy nhiên tại hầu hết các nước công nghiệp phát triển, các biện pháp kiểm soát vốn này đã bị giảm thiểu một cách nhanh chóng, và đạt đến mức cực thấp vào giữa những năm 1990. Sự gia tăng nhanh chóng của các luồng lưu chuyển vốn quốc tế không chỉ là kết quả của việc dỡ bỏ các rào chắn. Nền kinh tế thế giới phát triển đã gia tăng đáng kể các cơ hội đầu tư trên phạm vi toàn cầu. Ngày càng có nhiều ưu đãi đối với các dòng lưu chuyển vốn qua biên giới quốc gia. Nhiều quốc gia phát triển đã cải thiện mức độ ổn định nền kinh tế vĩ mô, mở rộng ở mức độ cao các thỏa thuận với các thị trường tư nhân và tăng cường các chính sách mậu dịch tự do. Những hoạt động này giúp phổ biến hình ảnh của quốc gia, thu hút đầu tư, mở rộng phạm vi toàn cầu cho các hoạt động đầu tư sinh lãi.

1.2. Những yếu tố nội tại dẫn tới quá trình hội nhập xuyên biên giới giữa các TTCK

Lý do cơ bản đầu tiên của quá trình hội nhập TTCK ASEAN là để tăng cường năng lực của các trung gian tài chính, năng lực và quản lý rủi ro từ đó hỗ trợ cho tăng trưởng quốc gia và khu vực. Sự hợp tác giữa các quốc gia ASEAN làm

giảm thiểu các lỗ hổng xuất hiện do những cú sốc bên ngoài tác động tới thị trường. Sau cuộc khủng hoảng 1997, sự quan tâm mạnh mẽ đã được đưa ra để củng cố thị trường tiền tệ trái phiếu nội địa và hội nhập khu vực của họ như là cách để đa dạng hóa các nguồn tín dụng, giảm thiểu rủi ro do tiền tệ và bất xứng hợp đến hạn và do đó bảo đảm sự ổn định của nền tài chính. Nâng cao vị trí khu vực để thu hút thêm vốn và tạo dòng chảy tự do cho nguồn vốn giúp tăng tính thanh khoản và quy mô. Vì vậy, hội nhập khu vực có thể tạo điều kiện phát triển cho cả TTCK trong nước cũng như quá trình hội nhập toàn cầu bằng cách tạo tính thanh khoản, quy mô và năng lực để cạnh tranh trên toàn cầu và quản lý các biến động hiệu quả hơn.

Hội nhập TTCK của các quốc gia thành viên ASEAN đã đạt được tiến bộ đáng kể thông qua tăng trưởng gắn kết nội khối. Tuy nhiên, TTCK của các quốc gia trong khu vực đa phần còn nhỏ lẻ và phạm vi sản phẩm, cũng như mức độ mở cửa nội bộ khối vẫn còn thấp. Năng lực hoạt động của thị trường vẫn còn tương đối ít nguồn lực tài chính, với chi phí giao dịch hiện tại vẫn cao. Trong những trường hợp này, hội nhập khu vực sẽ cho phép nhà đầu tư tiếp cận các giao dịch xuyên biên giới dễ dàng hơn, đồng thời công ty phát hành tại các quốc gia trong ASEAN sẽ mở rộng hơn số lượng nhà đầu tư, cũng như nâng cao phạm vi giao dịch của chứng khoán vượt khỏi biên giới quốc gia. Điều này sẽ củng cố TTCK trong nước, thiết lập tính thanh khoản cao cho thị trường. Việc tăng cường hơn nữa hiệu quả và tính toàn vẹn của TTCK trong nước là điều cần thiết cho hội nhập khu vực thông qua khả năng tương tác và cải thiện tính thanh khoản và dòng lệnh. Hơn nữa, sự cạnh tranh ngày càng tăng từ những nhà đầu tư toàn cầu và các áp lực để củng cố và tăng cường hiệu quả do thay đổi công nghệ và quy định làm cho hội nhập khu vực của thị trường chứng khoán là mối quan tâm chính sách cấp bách và được coi là một chiến lược toàn diện

trong giai đoạn sắp tới của các quốc gia ASEAN.

Từ thực tiễn các cuộc khủng hoảng gần đây trên thị trường tài chính thế giới có thể khẳng định, TTCK của các quốc gia ASEAN đang đứng trước nguy cơ cạnh tranh gay gắt từ thị trường của các khu vực khác trên thế giới trong việc thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp. Nếu không có những thay đổi kịp thời và nhanh chóng trong việc hình thành các liên kết tài chính nội khối, quá trình cạnh tranh sẽ làm suy yếu các TTCK trong nước. Một vấn đề cũng hết sức quan trọng nữa đó là cùng với sự phát triển của công nghệ và sự nổi lên của các nhà đầu tư tổ chức như các quỹ phòng hộ, đã hình thành lên một luồng vốn đầu cơ xuyên biên giới dịch chuyển liên tục tạo áp lực mạnh mẽ lên các thị trường mới nổi trên thế giới. Các vấn đề trên buộc các TTCK trong ASEAN phải cùng hợp tác và đạt được năng lực tương đương với các sàn giao dịch chứng khoán (SGDCK) trên thế giới về mặt chi phí, tính thanh khoản, sản phẩm và đầu tư công nghệ. Nếu không, các doanh nghiệp lớn trong khu vực sẽ tự động niêm yết tại các thị trường lớn hơn và có tính thanh khoản cao hơn bên ngoài ASEAN như Bắc Á, Bắc Mỹ và châu Âu.

Bằng cách tạo điều kiện hình thành một thị trường tích hợp lớn hơn, hợp tác khu vực và hội nhập sẽ xây dựng nhận thức về một thương hiệu TTCK ASEAN chung, làm tăng hấp dẫn của thị trường tài chính khu vực đối với các luồng vốn đầu tư trên thế giới. Hội nhập TTCK khu vực có thể đóng góp phần ổn định tài chính bằng cách mở rộng thị trường khu vực giúp nhà đầu tư có quyền truy cập mọi lúc, mọi nơi làm đa dạng hóa danh mục đầu tư đồng thời giảm thiểu sự bất ổn từ những yếu tố vĩ mô tại từng quốc gia cụ thể. Hợp tác khu vực cũng có thể bảo đảm sự ổn định tài chính và vấn đề phát triển trong các diễn đàn toàn cầu. Điều này đặc biệt quan trọng trong việc phối hợp phản ứng với các cuộc khủng hoảng tài chính trên phạm vi toàn cầu.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu diễn ra trên thế giới từ năm 2008 đến nay, đã một lần nữa thúc đẩy quá trình hội nhập TTCK khu vực ASEAN. Quá trình tái cấu trúc thị trường tài chính của các quốc gia lớn trên thế giới đã tạo ra cơ hội cho ASEAN tích cực liên kết nội khối và liên kết ngoại khối với các khu vực khác trên thế giới. Điều này sẽ giúp ASEAN nhận được sự hỗ trợ về tài chính và quản trị từ các liên minh khu vực hùng mạnh như Liên minh châu Âu (EU) để tăng cường năng lực phát triển. Cuộc khủng hoảng tài chính đã đặt ra sự cần thiết phải phối hợp các cải cách chính sách mang tính hài hòa trong khu vực, ngay cả khi mỗi quốc gia vẫn chọn cách quản lý riêng của mình. Kinh nghiệm của EU cho thấy một cộng đồng lớn về kinh tế và tài chính, với một tiếng nói đồng thuận, sẽ có ảnh hưởng nhiều hơn trong các quyết định kinh tế mang tính toàn cầu.

2. Những xu hướng cơ bản của hội nhập xuyên biên giới giữa các TTCK

Việc đánh giá tập trung vào các loại hình liên kết được áp dụng phổ biến, một mặt thu hút sự chú ý của các doanh nghiệp, mặt khác là đối tượng được các cơ quan quản lý chuyên môn quan tâm hơn cả. Một vấn đề cần nhấn mạnh là chính sự cạnh tranh, chứ không phải là sự hợp tác giữa các thành viên thị trường là động cơ chính thúc đẩy sự liên kết thị trường. Bản thân những lợi ích của riêng doanh nghiệp đã đủ xúc tiến hoạt động liên kết thị trường, trở ngại duy nhất đối với họ là các rào cản pháp lý. Bởi vậy, không cần thiết phải phân tích các yếu tố khuyến khích các doanh nghiệp liên kết để cạnh tranh. Đơn giản là các doanh nghiệp cần được phép thực hiện các giao dịch vốn xuyên biên giới mà không bị hạn chế.

2.1. Xu hướng hội nhập thông qua liên kết trao đổi thông tin và hợp tác quản lý giữa các TTCK

Các sáng kiến hội nhập quốc tế thường hướng tới ba mục tiêu chính đã được Hiệp hội

quốc tế các Ủy ban Chứng khoán (IOSCO) xác định là bảo vệ nhà đầu tư, đảm bảo thị trường công bằng, hiệu quả và minh bạch, và giảm rủi ro hệ thống. Ba phương pháp để đạt được những mục tiêu này là: *Thứ nhất*, giảm các chi phí các thành viên thị trường phải gánh chịu trong quá trình làm việc với nhiều nhà quản lý; *Thứ hai*, giảm các chi phí do phải tuân thủ nhiều cơ chế quản lý giám sát; *Thứ ba*, dỡ bỏ các rào cản để nâng cao tính cạnh tranh giữa các thành viên thị trường. Để cụ thể hóa ba phương pháp này, các cách thức trao đổi thông tin giữa các thị trường của khu vực ASEAN được thực hiện gồm:

- Chia sẻ thông tin

Các nhà quản lý cần tập trung hợp tác trong các vấn đề về hoạt động giám sát và quản lý các thành viên thị trường, trong việc giải quyết các khủng hoảng trên thị trường. Việc chia sẻ thông tin có ý nghĩa quan trọng khi xem xét hoạt động của các tập đoàn đa quốc gia. Việc chia sẻ thông tin quản lý thường không có bất kỳ một quy định chính thức về pháp luật mà chỉ được đề cập trong các biên bản ghi nhớ (MOU), trong đó xác định loại thông tin mà các nhà quản lý mong muốn chia sẻ và điều kiện chia sẻ chúng. Tính hiệu quả của các MOU nói chung, và của việc chia sẻ thông tin phụ thuộc rất lớn vào mức độ quyết tâm của các nhà quản lý có muốn cùng hợp tác hay không. Nếu các nhà quản lý cùng chung một quyết tâm và các mục tiêu như nhau thì họ sẽ triển khai thực hiện nghiêm các thỏa thuận. Tuy nhiên, nếu việc trao đổi thông tin để theo đuổi các mục đích khác nhau thì tính hiệu quả của các MOU sẽ rất hạn chế. Ví dụ, nếu như các mục tiêu trao đổi thông tin chỉ nhằm mục đích nâng cao tính cạnh tranh của TTCK của mỗi quốc gia. Khi đó, cơ quan quản lý của một quốc gia sẽ cho rằng việc trao một số thông tin cho một cơ quan quản lý ở quốc gia khác có thể gây tổn hại đến thị trường tài chính do mình quản lý. Trong các trường hợp như vậy, việc có một văn bản như MOU không có tác động gì đối với việc nhà quản lý đó có cung cấp thông tin hay không.

- Hải hòa hóa và tin tưởng lẫn nhau

Để cắt giảm chi phí liên quan tới sự tồn tại các quy định khác nhau ở các quốc gia trong khu vực ASEAN, các thành viên thị trường khi thực hiện các giao dịch xuyên biên giới phải tuân thủ các quy định về hải hòa hóa luật pháp của các quốc gia trong khu vực. Một minh họa về sáng kiến tăng cường sự hải hòa hóa luật pháp giữa các quốc gia trong EU đã được đưa ra tại Diễn đàn các Ủy ban Chứng khoán châu Âu (FESCO). Mỗi thành viên thuộc FESCO cam kết thực hiện các tiêu chuẩn đã được thống nhất từ trước. Kỳ vọng của FESCO là xóa bỏ sự chông chéo, lãng phí nguồn lực cho các vấn đề quản lý, nâng cao sự đồng bộ về phân tích và ra quyết định, và đơn giản hóa các quy định quản lý trong nội khối.

2.2. Xu hướng hội nhập thông qua niêm yết chéo và cùng nhau phát triển sản phẩm mới giữa các TTCK

Khi doanh nghiệp quyết định niêm yết chứng khoán ở nước ngoài có nhiều nguyên nhân tác động tới quyết định này. Hoạt động này của doanh nghiệp có thể hướng tới mục tiêu đạt được mức giá cổ phiếu tương đối cao hơn so với ở thị trường trong nước, đồng thời giúp nâng cao tính thanh khoản trên thị trường. Doanh nghiệp cũng có thể quyết định niêm yết ở sở giao dịch nước ngoài do tiết giảm được chi phí từ sự cạnh tranh giữa các sở giao dịch trong và ngoài nước. Tuy nhiên cần lưu ý, việc niêm yết chéo (cross-listing) không phải lúc nào cũng nâng cao tính thanh khoản cho cổ phiếu, nhất là trong trường hợp việc truyền tải các thông tin cần thiết giữa các thị trường bị hạn chế. Khi niêm yết ở nước ngoài, doanh nghiệp có thể quảng bá hình ảnh và sản phẩm, nâng cao uy tín thông qua việc niêm yết tại một sở giao dịch nổi tiếng. Việc niêm yết chéo có thể là một hình thức quảng cáo sản phẩm của doanh nghiệp ở nước ngoài và qua đó tăng doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh. Hoạt động này sẽ

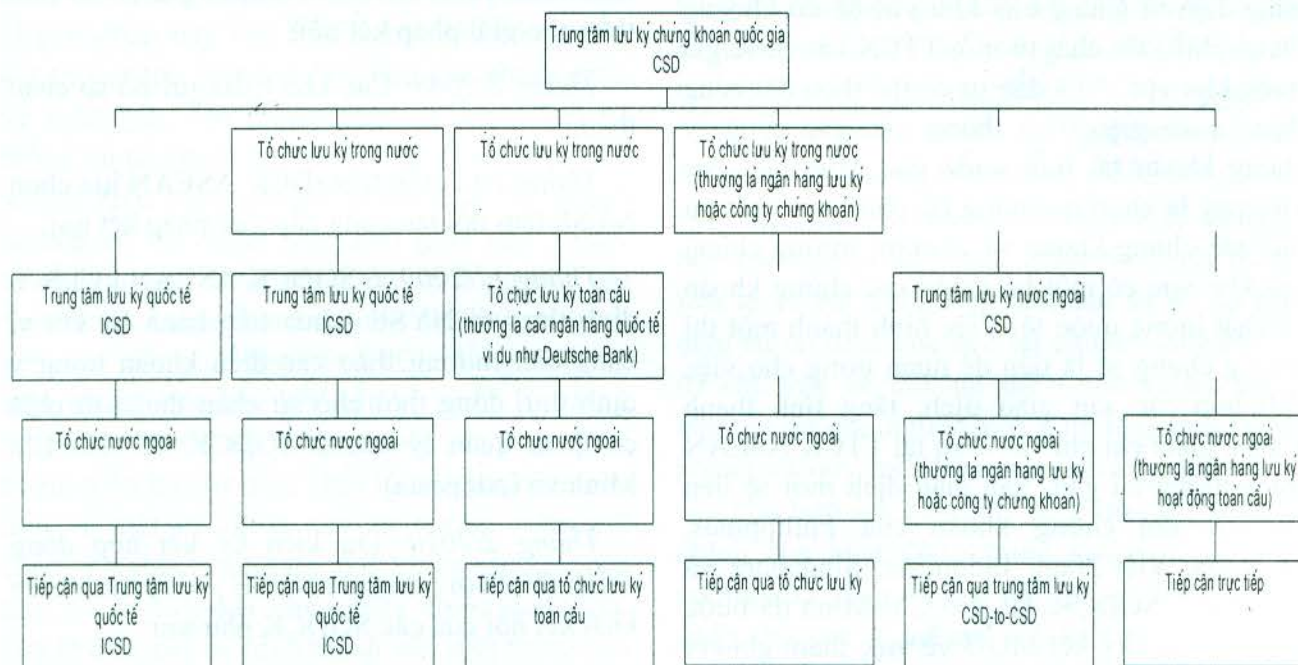
trợ giúp cho việc thực hiện các chiến lược của doanh nghiệp, trong đó có thể có tăng vốn nhằm thực hiện các vụ sáp nhập và thu tóm (M&A) ở nước ngoài. Niêm yết ở nước ngoài cũng sẽ giúp giảm thiểu các hàng rào cản trở đầu tư nước ngoài có thể nảy sinh từ cách quản lý, chi phí giao dịch, hay việc thiếu thông tin từ thị trường trong nước của doanh nghiệp. Hoạt động này còn giúp mở rộng phạm vi các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức. Điều này sẽ có thể tăng cầu đối với cổ phiếu của doanh nghiệp và giúp cho giá cổ phiếu của họ ổn định. Khi niêm yết ở các trung tâm tài chính lớn với nhiều nhà phân tích giỏi, các loại chứng khoán có thể giảm thiểu tính thiếu đối xứng về thông tin. Các doanh nghiệp thông qua việc niêm yết ở nước ngoài, đặc biệt là các thị trường phát triển có thể đạt được các chứng nhận tiêu chuẩn ở cấp độ cao về quản lý giao dịch chứng khoán, về công bố thông tin, và về quản trị doanh nghiệp.

2.3. Xu hướng hội nhập thông qua liên kết trong hoạt động thanh toán, bù trừ giữa các TTCK

Bù trừ liên quan đến việc xác định mỗi bên tham gia giao dịch nợ gì và được quyền nhận gì. Thanh toán là quá trình trao đổi thực tế các chứng khoán và tiền thanh toán giữa các bên. Thanh toán và bù trừ là hoạt động thường xuyên do các trung gian tài chính chuyên trách thực hiện. Các trung tâm lưu ký chứng khoán trung ương xử lý các khía cạnh liên quan đến chứng khoán, còn hệ thống ngân hàng thanh toán xử lý các khía cạnh liên quan đến tiền thanh toán.

Hệ thống bù trừ và thanh toán quốc tế có thể có khá nhiều các cấu hình khác nhau. Hình 1 thể hiện các kênh lựa chọn để thực hiện giao dịch xuyên biên giới. Qua hình dưới đây ta thấy rằng trung tâm của quá trình bù trừ và thanh toán có thể ở một trong hai quốc gia chung biên giới đó, hoặc một quốc gia thứ ba.

Hình 1: Hệ thống thanh toán bù trừ xuyên quốc gia (thông qua hệ thống lưu ký)



Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2009): Xu hướng liên kết các TTCK - định hướng cho Việt Nam.

Về cơ bản, dịch vụ thanh toán – bù trừ có thể do các SGDCK cung cấp với tính chất là một bộ phận của hoạt động giao dịch. Tuy nhiên, hoạt động này nhìn chung có xu hướng dịch chuyển sở giao dịch về các nhà cung cấp độc lập. Như vào tháng 7 năm 1996, hoạt động thanh toán – bù trừ các giao dịch tại SGDCK London (LSE) đã được chuyển từ hệ thống Talisman vận hành thủ công của LSE sang hệ thống Crest tự động độc lập (do Ngân hàng Trung ương Anh - Bank of England – quản lý). Kết quả là, LSE mất khoảng 1/3 thu nhập hàng năm từ các dịch vụ bù trừ và thanh toán. Bù trừ và thanh toán do vậy bao gồm một phần lớn chi phí giao dịch liên quan đến mua bán chứng khoán. Từ góc nhìn của nhà đầu tư, các chi phí này tương tự về bản chất với các phí và phí hoa hồng khác trả cho nhà môi giới – tự doanh...

2.4. Xu hướng hội nhập thông qua liên kết giao dịch kết nối các TTCK

Khu vực ASEAN đã và đang triển khai kết nối các SGDCK trong khu vực. Dự kiến, trên bảng điện tử chung của khu vực sẽ có khoảng 30 cổ phiếu tốt nhất từ mỗi TTCK các quốc gia trong khu vực. Nhà đầu tư có thể theo dõi bảng điện tử và giao dịch thông qua các công ty chứng khoán tại mỗi quốc gia. Mục tiêu của việc này là chọn ra những cổ phiếu tốt nhất tại mỗi sàn chứng khoán và giúp thị trường chung của khu vực có một hệ thống các chứng khoán có chất lượng quốc tế. Việc hình thành một thị trường chung sẽ là tiền đề quan trọng cho việc tích hợp các sàn giao dịch, tăng tính thanh khoản, giảm chi phí và rủi ro tại TTCK ASEAN trong tương lai gần. Sàn giao dịch mới sẽ liên kết các sàn chứng khoán của Philippines, Malaysia, Việt Nam, Indonesia, Singapore và Thái Lan. SGDCK TP. Hồ Chí Minh đã bước đầu tham gia ký kết MOU về việc tham gia kết nối cùng 5 SGDCK trong khu vực với 2 nội dung chủ yếu: *Thứ nhất*, phát triển một hệ thống liên kết điện tử giữa các SGDCK ASEAN thông qua cổng kết nối ACE (ASEAN Common

Exchange Gateway). Giải pháp này cho phép không phải thay đổi về hệ thống công nghệ hiện có tại các sở thành viên. Do vậy, về mặt kỹ thuật, các SGDCK hoàn toàn có thể tham gia kết nối. Các nhà đầu tư nước sở tại có thể đặt lệnh mua bán chứng khoán ở các SGDCK nước ngoài thông qua cổng kết nối này. *Thứ hai*, xây dựng một “Bản thông tin điện tử ASEAN” chung để các SGDCK đưa thông tin về một số tổ chức phát hành được lựa chọn từ mỗi SGDCK. Số lượng tổ chức phát hành và các tiêu chí lựa chọn tối thiểu sẽ do các SGDCK thỏa thuận sau khi được cơ quan quản lý nước sở tại chấp nhận và trên cơ sở Khuôn khổ Công nhận lẫn nhau trong khu vực ASEAN (bao gồm việc áp dụng các chuẩn mực ASEAN+, giám sát khu vực, theo dõi thị trường và cơ chế bảo vệ nhà đầu tư).

Lộ trình hội nhập các SGCK ASEAN đã được thực hiện và triển khai như sau:

Tháng 7/2008: 6 SGDCK ASEAN (Singapore, Thái Lan, Malaysia, Philippines, Indonesia và TP. Hồ Chí Minh) gửi hồ sơ mời thầu cho giải pháp kết nối;

Tháng 8/2008: Các nhà thầu gửi hồ sơ chào thầu;

Tháng 10/2009: 6 SGDCK ASEAN lựa chọn NYSE làm đối tác cung cấp giải pháp kết nối;

Tháng 11/2009: 6 SGDCK ASEAN ký kết Ý định thư với NYSE (chưa tiến hành ký kết vì đang còn thương thảo các điều khoản trong ý định thư, đồng thời chờ sự chấp thuận từ phía cơ quan quản lý của 2 SGDCK TP. Hồ Chí Minh và Indonesia)

Tháng 2/2010: Dự kiến ký kết hợp đồng chính thức với nhà thầu NYSE với lộ trình triển khai kết nối của các SGDCK như sau:

- SGDCK Thái Lan và SGDCK Malaysia: Năm 2010;
- SGDCK Singapore và SGDCK Philippine: Năm 2011;

- SGDCK TP. Hồ Chí Minh và SGDCK Indonesia: Dự kiến năm 2012.

3. Bài học đối với khu vực ASEAN trong quá trình thực hiện hội nhập TTCK khu vực trong thập niên đầu thế kỷ XXI

Các xu hướng hội nhập thể hiện các cấp độ hội nhập của TTCK trên thế giới trong những thập niên gần đây. Có thể đánh giá các xu hướng trên là cơ sở quan trọng để các nhà quản lý TTCK khu vực ASEAN định hình một mô hình hội nhập phù hợp với năng lực thực tiễn của thị trường tài chính khu vực. Xu hướng hội nhập TTCK được hình thành theo các cấp độ từ thấp đến cao bắt đầu từ hội nhập thông qua liên kết trao đổi thông tin và hợp tác quản lý. Đây là giai đoạn sơ khai nhất khi mà sự liên kết chỉ mới dừng ở việc các bên thực hiện việc trao đổi thông tin liên quan đến doanh nghiệp niêm yết để từ đó thăm dò đánh giá và xây dựng kế hoạch cho các phương án hội nhập chặt chẽ hơn. Tiếp đến là xu hướng hội nhập thông qua niêm yết chéo và phát triển các sản phẩm mới. Ở giai đoạn này các TTCK bắt đầu có sự liên kết thông qua việc hài hòa hóa các chuẩn mực về niêm yết, các chuẩn mực về giao dịch và thông tin tài chính doanh nghiệp. Hoạt động này sẽ tạo điều kiện cho cổ phiếu của các doanh nghiệp có thể niêm yết chéo giữa các TTCK trong khu vực. Hoạt động này sẽ đồng thời tạo tính thanh khoản cao hơn cho doanh nghiệp đi kèm với việc giúp cho các TTCK đồng bộ trong việc chuẩn hóa các kết nối về pháp lý và kỹ thuật. Xu hướng hội nhập thông qua hoạt động thanh toán bù trừ thực chất là sự phát triển cao hơn về mặt kỹ thuật của xu hướng niêm yết chéo. Ý nghĩa của nó được thể hiện cao hơn nếu như có sự liên kết chéo giữa nhiều quốc gia. Bởi lẽ điều này sẽ hình thành nên một trung tâm thanh toán bù trừ đa quốc gia đủ khả năng thực hiện các hoạt động thanh toán bù trừ với nhiều TTCK tạo điều kiện chọn nhà đầu tư có thể thực hiện các hoạt động giao dịch liên tục ở nhiều

quốc gia khác nhau. Nó sẽ giúp cho tính thanh khoản của TTCK khu vực ASEAN nâng lên mạnh mẽ, đồng thời giúp cho luồng vốn dịch chuyển liên tục. Xu hướng hội nhập thông qua kết nối giữa các TTCK là sự phát triển cao hơn ở cấp độ quản lý thị trường, đặc biệt hướng tới các SGDCK. Hoạt động này tạo điều kiện cho các SGDCK trực tiếp kết nối để hình thành nên một mạng lưới SGDCK đồng bộ về mặt công nghệ, hài hòa các tiêu chuẩn pháp lý và niêm yết để từ đó hướng tới xu hướng hội nhập ở cấp độ cao nhất đó là hội nhập thông qua liên kết kinh doanh. Mô hình này hiện nay vẫn chưa xuất hiện tại khu vực ASEAN, tuy nhiên tại khu vực Bắc Mỹ nó đã được thực hiện.

Có thể đánh giá hiện nay ASEAN đang nằm trong xu thế hội nhập sâu rộng trên rất nhiều các lĩnh vực đặc biệt là TTCK. Lý do cơ bản đầu tiên của quá trình hội nhập TTCK ASEAN là để tăng cường năng lực của các trung gian tài chính, năng lực và quản lý rủi ro từ đó hỗ trợ cho tăng trưởng quốc gia và khu vực. Sự hợp tác giữa các quốc gia ASEAN sẽ giảm thiểu các lỗ hổng xuất hiện do những cú sốc bên ngoài tác động tới thị trường. Sau cuộc khủng hoảng 1997, sự quan tâm mạnh mẽ đã được đưa ra để củng cố thị trường tiền tệ trái phiếu nội địa và hội nhập khu vực của họ như là cách để đa dạng hóa các nguồn tín dụng, giảm thiểu rủi ro do tiền tệ và bất xứng hợp đến hạn và do đó bảo đảm sự ổn định của nền tài chính. Nâng cao vị trí khu vực để thu hút thêm vốn và tạo dòng chảy tự do cho nguồn vốn giúp tăng tính thanh khoản và quy mô. Lựa chọn phương pháp tiếp cận phù hợp với quy định sẽ giảm chi phí hành chính của hoạt động trong khu vực và tăng cường khả năng cạnh tranh của nó. Vì vậy, hội nhập khu vực có thể tạo điều kiện phát triển cho cả TTCK trong nước cũng như quá trình hội nhập toàn cầu bằng cách tạo tính thanh khoản, quy mô và năng lực để cạnh tranh trên toàn cầu và quản lý các biến động hiệu quả hơn♦

Tài liệu tham khảo:

1. Nguyễn Ngọc Cảnh (2009): *Xu hướng liên kết các TTCK - định hướng cho Việt Nam*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Ủy ban Chứng khoán.
2. Nguyễn Thành Long (2010): *Định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2020*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Ủy ban Chứng khoán.
3. Levine, Ross (1997): *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*,. Journal of Economic Literature Vol. 35 pp. 688 - 726, June.
4. Levine, Ross, Norman Loayza & Thorsten Beck (2000): *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, Journal of Monetary Economics Vol. 46 No. 1 pp. 31 - 77, August.
5. Levine, Ross, & Sara Zervos: *Stock Markets Development and Long-Run Growth*, World Bank Economic Review.
6. Luigi Guiso, Tullio Japelli, Mario Padula, Marco Pagano (2004): *Financial Market Integration and Economic Growth in the EU*, CSEF Working Paper No. 118, pp.10 - 11.
7. Lee, Ruben (April, 2000): *Promoting Regional Capital Market Integration*, Prepared for the Inter American Development Bank, Oxford Finance Group, pp. 8 - 11.
8. Philip A. Wellons (1997): *Integration of stock exchanges in regions in Europe, Asia, Canada, and the U.S*, CAER II Discussion Paper No. 14, Program on International Financial Systems Harvard Law School, January.
9. Zhao Xijun Chen Qiqing: *Research on Asian stock market integration*, School of Finance, Renmin university of China, Beijing, PR.China. 100872.