

**T**hị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam đã trải qua 15 năm kể từ khi thành lập, trong 15 năm đó TTCK Việt Nam đã dần hoàn thiện cơ sở pháp lý, nâng cao quy định về quản trị, giám sát thị trường và là tiền đề để thị trường có những bước phát triển vượt bậc cả về quy mô giao dịch, số lượng công ty niêm yết, số lượng nhà đầu tư. Tuy nhiên, TTCK Việt Nam vẫn được đánh giá là thị trường mới nổi, độ rủi ro cao, hàng hóa chưa phong phú, chưa có đầy đủ các sản phẩm như các trung tâm tài chính quốc tế của các nước trong khu vực. Chính vì vậy, nghiên cứu kinh nghiệm hoạch định, thực thi chiến lược phát triển thị trường chứng khoán để xây dựng và phát triển một trung tâm tài chính quốc tế lớn ở Malaysia ở giai đoạn phát triển như Việt Nam hiện nay là bài học cần thiết cho Việt Nam.

### 1. Bối cảnh ra đời Trung tâm tài chính quốc tế Kuala Lumpur

Sau khi thị trường chứng khoán Malaysia đã có những bước phát triển vững chắc, Chính phủ Malaysia đã quyết tâm hoạch định một chiến lược phát triển thị trường chứng khoán một cách tổng thể để hình thành phát triển trung tâm tài chính quốc tế của Malaysia nâng cao năng lực cạnh tranh, thu hút vốn của thị trường tài chính Malaysia lên tầm cao mới. Với sự kiên trì và chiến lược

# CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CỦA MALAYSIA - BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

*TS. Nguyễn Thanh Bình \**

phát triển TTCK đúng hướng, Trung tâm tài chính quốc tế Kuala Lumpur (MIFC) của Malaysia đã được thành lập và phát triển trở thành một trong những mô hình trung tâm thành công trong khu vực và trên thế giới.

MIFC được thành lập năm 2006 khi Malaysia quyết tâm phải thiết lập được một trung tâm tài chính hàng đầu thu hút vốn tài chính quốc tế, trong đó chú trọng thu hút vốn từ các nước Hồi giáo. MIFC là sự kết hợp và tham gia của nhiều định chế tài chính lớn và các cơ quan chính phủ trong đó có Ngân hàng Đầu tư Negara, Ủy ban Chứng khoán Malaysia, Sở giao dịch Bursa, Ủy ban Dịch vụ tài chính Labuan, Bộ Tài chính Malaysia và nhiều định chế tài chính phi ngân hàng lớn ở Malaysia. MIFC còn kết hợp với các trường đại học hàng đầu của Malaysia như Đại học Tài chính ngân hàng Hồi giáo Malaysia, Trung tâm đào tạo nghiệp vụ tài chính Hồi giáo do Ngân hàng Trung ương quản lý, Đại học Quốc tế tài chính Hồi giáo nhằm cung cấp và quy tụ

nguồn nhân lực cấp cao trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng.

Với việc thực thi thành công chiến lược phát triển thị TTCK, MIFC đã vươn lên trở thành trung tâm phát hành trái phiếu lớn nhất thế giới hồi giáo với giá trị phát hành lên tới 97,1 tỷ USD trong tổng số 139,2 tỷ USD trái phiếu của toàn bộ hệ thống tài chính Hồi giáo. MIFC và các định chế tài chính của Malaysia đã trở thành nơi thu hút nguồn nhân lực hàng đầu, cung cấp các dịch vụ tài chính chuyên nghiệp lớn nhất thế giới Hồi giáo và Kuala Lumpur được công nhận là một trong những trung tâm tài chính hàng đầu châu Á.

### 2. Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Malaysia

Để có thể xây dựng và phát triển được Trung tâm tài chính hàng đầu khu vực, Malaysia đã có những chính sách, chiến lược chuẩn bị trong nhiều năm nhằm phát triển TTCK, hoàn thiện khuôn khổ pháp lý cho kênh huy động vốn then chốt này làm tiền đề thành lập MIFC.

#### 2.1. Chiến lược phát triển Bursa Malaysia

\* Học viện Chính sách và Phát triển



Chuyên mục này do Ngân hàng Thương mại cổ phần  
Quân đội tài trợ



Sở giao dịch chứng khoán Bursa Malaysia là nơi giao dịch gần 1000 công ty niêm yết, trong đó có 30 công ty có vốn hóa lớn nhất Malaysia

Bursa Malaysia gồm Sở giao dịch chứng khoán Malaysia, lớn nhất của Malisia, Trung tâm thanh toán bù trừ, Trung tâm lưu ký và Trung tâm tài chính. Có thể nói Bursa Malaysia là trung tâm, là cấu phần quan trọng nhất của MIFC. Hiện tại, Bursa Malaysia có gần 1.000 công ty niêm yết lớn với quy mô giao dịch toàn thị trường gần 1.200 tỷ USD/năm (Bảng 1).

Bursa Malaysia là Sở giao dịch chứng khoán được phát triển từ Sở giao dịch chứng khoán Kuala Lumpur, là một công ty TNHH được thành lập ngày 14/12/1976

(thuộc Bộ Tài chính Malaysia) gồm 3 sàn chứng khoán: Sàn chứng khoán, Chứng khoán phái sinh và Trung tâm tài chính quốc tế Labuan.

Năm 2004, hai năm trước khi thành lập MIFC, Sở giao dịch chứng khoán Kuala Lumpur đổi tên thành Bursa Malaysia Berhad với chiến lược nâng cao tính cạnh tranh toàn cầu để thu hút nguồn vốn quốc tế cho thị trường chứng khoán Malaysia. Với chiến lược trên, Bursa Malaysia Berhad đã được thành lập là một công ty cổ phần và niêm yết trên Sở

giao dịch chứng khoán vào ngày 18/03/2005. Hiện nay, sở hữu cổ phần của Bursa Malaysia gồm: Bộ Tài chính (16,22%); Quỹ phát triển thị trường vốn (18,77%); Citigroup Nominees Tempatan (8,92%); nhà đầu tư nước ngoài chiếm 16%. Như vậy, Bộ Tài chính Malaysia là một trong những cổ đông lớn trong Bursa Malaysia. Tại thời điểm niêm yết năm 2005, Báo cáo của Ngân hàng Negara đánh giá Bursa Malaysia có Sở giao dịch xếp hạng 23 trên toàn thế giới (Negara Bank Report, 2005).

**Mô hình tổ chức giao dịch chứng khoán của Bursa Malaysia**

Mô hình hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán của Bursa Malaysia gồm: Sàn giao dịch chứng khoán Bursa Malaysia; Sàn giao dịch chứng khoán phái sinh (Bursa Malaysia Derivatives Berhad); Sàn giao dịch trái phiếu Bursa Malaysia; Trung tâm lưu ký và Trung tâm thanh toán bù trừ. (Mô hình)

Sở giao dịch chứng khoán Bursa Malaysia là nơi giao dịch gần 1.000 công ty niêm yết trong đó có 30 công ty có vốn hóa lớn nhất Malaysia với quy mô giao dịch 1.191 tỷ USD (năm 2010) với tốc độ tăng trưởng các thị trường từ

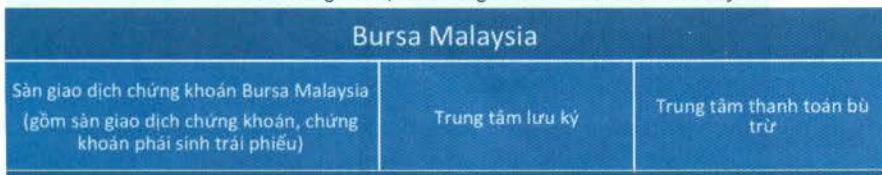
Bảng 1: Quy mô giao dịch tại Sở giao dịch Bursa Malaysia

Đơn vị tính : Tỷ USD

Thị trường	Năm 2000	Năm 2010	Tăng trưởng (%/năm)
Thị trường chứng khoán	133,23	382,33	11,1
Trái phiếu	81,88	227,43	10,8
Chứng khoán phái sinh	25,18	153,53	19,8
Quản lý tài sản	16,55	113,14	21,2
Trái phiếu hối giáo	87,84	314,82	13,6
Tổng	344,68	1.191,26	

Nguồn: Báo cáo phát triển thị trường chứng khoán Malaysia (CMP2)

Mô hình tổ chức giao dịch chứng khoán của Bursa Malaysia



Nguồn: Bursa Malaysia Stock Exchange

Bảng 2: Một số tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường chính và thị trường ACE so sánh với Việt Nam

Tiêu chuẩn	Niêm yết tại thị trường chính	Niêm yết tại thị trường ACE	Thị trường Việt Nam (HSX và HNX)
Tiêu chuẩn niêm yết	- Lợi nhuận sau thuế từ 3 – 5 năm đạt 20 triệu RM trở lên. Năm tài chính trước niêm yết phải có lợi nhuận tối thiểu 6 triệu RM - Vốn hóa thị trường tối thiểu 500 triệu RM - Có dự án tại Malaysia hoặc tại nước ngoài tối thiểu 500 triệu RM và các hồ sơ chứng minh cho dự án với thời hạn tối thiểu 15 năm.	Không có tiêu chuẩn	Vốn điều lệ trên 120 tỷ với HSX và trên 30 tỷ với HNX. Quy định năm trước phải có ROE trên 5%, không có lỗ lũy kế Không quy định doanh thu Không quy định dự án
Tỷ lệ sở hữu	Công ty phải có tối thiểu 25% công chúng nắm giữ và có ít nhất 1000 nhà đầu tư, mỗi nhà đầu tư nhỏ phải nắm giữ ít nhất 100 cổ phần.	Công ty phải có tối thiểu 25% công chúng nắm giữ và có ít nhất 200 nhà đầu tư	Không quy định số lượng cổ phiếu tối thiểu do cổ đông đại chúng nắm giữ Có quy định 100 nhà đầu tư thì mới là công ty đại chúng, ít hơn so với Malaysia
Nhà đầu tư người Malaysia	Nhà đầu tư người Malaysia phải nắm giữ ít nhất 50% số cổ phần của công chúng. Các công ty có trụ sở nước ngoài các công ty thỏa mãn điều kiện MSC, BioNexus không phải đáp ứng điều kiện này.	Không cần điều kiện này khi niêm yết. Nhưng phải đáp ứng điều kiện này sau 5 năm niêm yết hoặc sau 1 năm có lợi nhuận đáp ứng tiêu chuẩn của thị trường chính	Có quy định tỷ lệ sở hữu tối đa 49% cổ phần của công ty niêm yết. Do vậy, tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu tại công ty niêm yết của nhà đầu tư trong nước luôn cao hơn 50%.
Tiêu chuẩn doanh thu	Hoạt động doanh thu chính phải là doanh thu từ hoạt động kinh doanh, không được phép là doanh thu từ góp vốn vào các công ty niêm yết khác	Không quy định	Không quy định
An toàn vốn và thanh khoản	Đủ vốn lưu động ít nhất trong 12 tháng Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương đáp ứng yêu cầu niêm yết và yêu cầu của thị trường chứng khoán Không có lỗ lũy kế tại thời điểm niêm yết	Có đủ vốn lưu động trong 12 tháng	Không quy định về an toàn vốn Có quy định về lỗ lũy kế tại thời điểm niêm yết
Giao dịch nợ	Tất cả các khoản nợ thương mại vượt quá thời hạn tín dụng thông thường phải được giải quyết, nợ phi thương mại bởi các nhà đầu tư có liên quan phải giải quyết trước khi niêm yết	Vượt quá thời hạn tín dụng thông thường phải được giải quyết, nợ phi thương mại bởi các nhà đầu tư có liên quan phải giải quyết trước khi niêm yết	Không yêu cầu về khoản nợ tín dụng quá thời hạn thông thường. Có quy định về nợ với các cổ đông liên quan
Chuẩn mực kế toán	Chuẩn mực kế toán Malaysia và chuẩn mực kế toán quốc tế	Chuẩn mực kế toán Malaysia và chuẩn mực kế toán quốc tế	Chuẩn mực kế toán Việt Nam
Chuẩn mực định giá tài sản	Chuẩn mực Malaysia và chuẩn mực quốc tế.	Chuẩn mực Malaysia và chuẩn mực quốc tế	Theo chuẩn mực Việt Nam còn nhiều hạn chế và thiếu chuẩn xác.

Nguồn : Bursa Malaysia đăng tại <http://www.bursamalaysia.com/market/>, số liệu Việt Nam được tác giả tổng hợp.

10,8% đến 21,2% giai đoạn 2000 - 2010 (xem bảng 1). Đặc biệt, Malaysia đã thành công khi thu hút được nguồn vốn của các nước hồi giáo khu vực Trung Đông, quy mô giao dịch chứng khoán hồi giáo (chủ yếu là trái phiếu hồi giáo) tăng bình quân 13,6%/năm với giá trị tăng từ 87,84 tỷ USD năm 2000 lên 314 tỷ USD năm 2010. Có thể nói, thành công trong việc thu hút nguồn vốn của các nước hồi giáo trong khu vực Trung Đông vào thị trường tài chính quốc tế Malaysia là một trong những điểm quan trọng giúp MIFC nằm trong top 30 trung tâm tài chính lớn nhất thế giới.

### 2.2. Xây dựng các tiêu chuẩn niêm yết và phân loại thị trường để giảm rủi ro thị trường và rủi ro cho nhà đầu tư

Để hạn chế rủi ro thị trường và bảo vệ các nhà đầu tư, Bursa Malaysia đã xây dựng các tiêu chuẩn niêm yết khá chặt chẽ cho hai thị trường niêm yết gồm thị trường chính (main market) và thị trường thay thế (AEC). Mục đích phân loại thị trường nhằm phân loại rủi ro để làm minh bạch thị trường, đa dạng hóa các công ty niêm yết và giảm rủi ro cho nhà đầu tư. Do vậy, tiêu chuẩn niêm yết của thị trường chính cao hơn so với thị trường ACE.

Do có hai thị trường với tiêu chuẩn niêm yết khác nhau nên các công ty niêm yết có thể chuyển từ thị trường ACE sang thị trường chính nếu đủ điều kiện và ngược lại các công ty ở thị trường chính có thể bị hủy niêm

yết và chuyển sang thị trường ACE. Việc phân loại này tương tự như sàn chứng khoán HNX và HSX với sàn UPCOM ở Việt Nam. Tuy nhiên, tiêu chuẩn của thị trường chứng khoán chính của Malaysia được thiết lập cao hơn thị trường chứng khoán Việt Nam cả về tiêu chuẩn quy mô doanh nghiệp và mức lợi nhuận yêu cầu. Ví dụ, công ty ở thị trường chính phải có lợi nhuận tối thiểu trong 3 đến 5 năm liên tiếp từ 20 triệu trở lên (tương đương với khoảng 6 triệu USD hay 126 tỷ đồng Việt Nam), vốn hóa thị trường ít nhất 500 triệu RM (tương đương khoảng 150 triệu USD). Tiêu chuẩn niêm yết trên hai thị trường được trình bày trong bảng 2.

Qua tiêu chuẩn niêm yết, có thể thấy Malaysia rất chú trọng tới chất lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường chính thông qua việc thiết lập những tiêu chuẩn niêm yết khá cao để bảo vệ các nhà đầu tư trong nước và quốc tế. Nhiều tiêu chuẩn trong số này đặc biệt là các tiêu chuẩn về doanh thu, an toàn vốn, thanh khoản, dự án đầu tư chưa được Việt Nam yêu cầu khi niêm yết cổ phiếu trên thị trường.

### **2.3. Chiến lược phát triển thị trường trái phiếu của Malaysia**

Trong những năm 1980, thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Malaysia có quy mô quá nhỏ, trên thị trường hầu hết chỉ giao dịch trái phiếu chính phủ tương tự như Việt Nam giai đoạn hiện nay. Năm 1987, dung lượng thị trường trái phiếu Malaysia chỉ đạt 395 triệu RM tương đương 0,5% GDP của Malaysia (Adriarian Wong, 2005, trang 5). Tuy nhiên, sự phát triển mạnh mẽ của khu vực doanh nghiệp trong nền kinh tế Malaysia đã làm nước này nhận thức cần đặt ưu tiên phát triển trái phiếu doanh nghiệp. Hơn nữa, sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 làm nền kinh tế phát sinh nhiều nợ xấu ở khu vực ngân hàng trong khi đó do thiếu sự đa dạng về nguồn vốn đã làm hệ thống ngân hàng và khu vực doanh nghiệp lâm vào cảnh khó khăn. Bối cảnh đó làm tăng thêm nỗ lực phát triển trái phiếu doanh nghiệp là một trong những kênh quan trọng huy động nguồn vốn đầu tư cho nền kinh tế Malaysia.

Với mục tiêu đưa Malaysia trở thành trung tâm tài chính lớn trong hệ thống tài chính của các nước hồi giáo, Malaysia đã có quá trình chuẩn bị khá lâu dài. Từ năm 1983, Malaysia đã thiết lập ngân hàng Hồi giáo đầu tiên, ngân hàng này có sự kết hợp giữa Chính phủ

Malaysia và Ngân hàng Negara làm cơ sở thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp hồi giáo. Sau giai đoạn 1997, Chính phủ Malaysia đã quyết tâm xây dựng Kuala Lumpur trở thành trung tâm tài chính lớn của khu vực.

Chiến lược đúng đắn của Malaysia khi quyết tâm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã cho kết quả thành công rực rỡ. Nếu năm 1986, quy mô thị trường trái phiếu chỉ đạt 395 triệu RM thì năm 1989 tăng lên 4,1 tỷ RM và năm 2004 tăng lên 188 tỷ RM (tăng 45 lần so với năm 1989 và tăng hơn 450 lần so với năm 1986), chiếm 8% tổng lượng trái phiếu châu Á kể cả thị trường Nhật Bản. Năm 2005, chỉ trong 5 năm kể từ khi Malaysia thành lập MIFC, dung lượng thị trường tăng lên 786 tỷ RM, tương đương 277,4 tỷ USD, gấp 4,1 lần so với đầu năm 2000.

Sự phát triển của thị trường trái phiếu quốc tế của Malaysia cũng rất ấn tượng. Chỉ sau 10 năm kể từ năm 2000 đến 2010, quy mô thị trường này đã tăng gần 3,5 lần. Đến năm 2012, Malaysia đã thực hiện thành công chiến lược đề ra, trở thành trung tâm tài chính hàng đầu thu hút trái phiếu hồi giáo với tổng giá trị phát hành năm 2012 là 97,1 tỷ USD, chiếm gần 70% tổng giá trị trái phiếu phát hành trong hệ thống hồi giáo toàn cầu (Why Greater Kuala Lumpur, trang 23).

Trong một thời gian không dài, Malaysia đã trở thành một quốc gia có thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển khi so sánh với các quốc gia trong khu vực, thậm chí trên tiêu chí tỷ trọng so với GDP, trái phiếu doanh nghiệp Malaysia chỉ đứng thứ 2 sau Hồng Kông - là một trung tâm tài chính hàng đầu thế giới.

### **Những cải cách để thúc đẩy phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp**

- Năm 1993, Ủy ban chứng khoán (UBCK) Malaysia đã thiết lập bộ phận phát triển trái phiếu doanh nghiệp.

- Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm (RAM) và công ty định mức tín nhiệm (MARC) năm 1990 và 1995, qua đó dần phát triển thị trường cung cấp dịch vụ tài chính chuyên nghiệp.

- Hiệp hội các nhà đầu tư trái phiếu được thành lập năm 1996.

- Năm 1996, Malaysia cũng thiết lập hệ thống giao dịch trực tuyến giúp tăng thanh khoản cho thị trường trái phiếu.

- Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán được thiết lập năm 2001 là bàn đạp để thị trường chứng khoán Malaysia phát triển ổn định, đột phá trong 10 năm tiếp theo. Chiến lược phát triển thị trường này gồm 152 đề xuất và đã thực hiện được 96 đề xuất vào cuối năm 2005, đến năm 2010, hầu hết các đề xuất của chiến lược đã được thực hiện đầy đủ. Các đề xuất của chiến lược hướng tới thực hiện các nội dung:

+ Phát triển trung tâm gây quỹ ưu đãi cho các doanh nghiệp Malaysia.

+ Thúc đẩy hiệu quả hoạt động quản trị đầu tư trong các ngành công nghiệp và tạo môi trường đầu tư hấp dẫn cho các nhà đầu tư.

+ Phát triển vị thế và năng lực cạnh tranh của các định chế thị trường.

+ Phát triển thị trường cung cấp dịch vụ tài chính chuyên nghiệp và có năng lực cạnh tranh.

+ Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý hướng tới các tiêu chuẩn của các tổ chức tài chính và thông lệ quốc tế.

### **2.4. Phát triển các tổ chức cung cấp dịch vụ tài chính**

Năm 1990, Malaysia thành lập Tổ chức xếp hạng tín nhiệm (RAM), tiếp theo Công ty xếp hạng tín nhiệm Malaysia được thành lập năm 1995 do Phó Thủ tướng Malaysia ký với vốn điều lệ 20 triệu RM (khoảng 6 triệu USD) góp từ các tổ chức bảo hiểm, công ty chứng khoán và ngân hàng đầu tư. Hoạt động của các công ty xếp hạng tín nhiệm phải phù hợp với tiêu chuẩn đạo đức đối với các tổ chức xếp hạng tín nhiệm do IOSCO (International Organisation of Securities Commissions).

Thông qua việc hình thành tổ chức xếp hạng tín nhiệm, Malaysia mong muốn phát triển tổ chức xếp hạng và thị trường cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm làm tiền đề cho sự phát triển thị trường chứng khoán Malaysia hướng tới phát triển Trung tâm tài chính quốc tế. Chính vì vậy, ngay từ đầu tiêu chuẩn đạo đức của IOSCO đã được sử dụng nhằm tạo sự hòa nhập nhanh với thị trường quốc tế. Hiện nay, Công ty định mức tín nhiệm Malaysia (MARC) và Tổ chức định mức tín nhiệm Malaysia (RAM) là hai công ty định mức tín nhiệm hàng đầu của Malaysia được các tổ chức quốc tế công nhận rộng rãi.

Như vậy, Malaysia đã xác định phải có công ty định mức tín nhiệm có uy tín, đạo đức hành nghề được thừa nhận và hoạt động theo tiêu chuẩn quốc tế thì mới có thể phát triển được thị trường chứng khoán. Đây cũng là bài học quan trọng cho các nước đi sau trong đó có Việt Nam nếu muốn phát triển thị trường trái phiếu mạnh. Ở các quốc gia khác trong ASEAN như Indonesia, Thái lan, Singapore cũng đã thành lập và phát triển được những công ty xếp hạng tín nhiệm hàng đầu được sự thừa nhận rộng rãi của giới tài chính quốc tế, thậm chí Công ty định mức tín nhiệm Thái lan (TRIS) đã được Tổ

chức đánh giá tín nhiệm quốc tế Standard and Poor's mua 5% vốn từ năm 2011.

### **2.5. Ủy ban Chứng khoán tập trung vào hoạt động quản lý nhà nước, dần giao quyền điều hành hoạt động kinh doanh cho khu vực tư nhân**

UBCK Malaysia được thành lập năm 1993 theo Luật Chứng khoán. Mặc dù UBCK vẫn trực thuộc Bộ Tài chính nhưng UBCK không dựa vào kinh phí của nhà nước mà tự tài trợ từ phí giao dịch và phí nộp phạt. Giống như Việt Nam, giai đoạn đầu UBCK Malaysia trực tiếp quản lý các sở giao dịch và trung tâm lưu ký, trung tâm thanh toán bù trừ. Tuy nhiên, chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Malaysia đã giao hai chức năng này cho Bursa Malaysia khi tổ chức này được thành lập, UBCK Malaysia đóng vai trò như một cổ đông trong Bursa Malaysia.

Hiện nay, UBCK Malaysia không trực tiếp quản lý, điều hành các hoạt động kinh doanh mà tập trung vào hoạt động quản lý nhà nước về hoạt động giao dịch chứng khoán, trực tiếp báo cáo Bộ Tài chính thống kê về quy mô giao dịch, số lượng tài khoản, hoạt động thanh tra, giám sát thị trường. Chức năng chính của UBCK gồm:

- Giám sát các chủ thể tạo lập thị trường như Sở giao dịch, Trung tâm lưu ký, Trung tâm thanh toán bù trừ.
- Phê duyệt phương án niêm yết cổ phiếu, quản lý đăng ký niêm yết.

- Phê duyệt hồ sơ phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

- Thay mặt Bộ Tài chính quản lý hoạt động các quỹ đầu tư.

- Cấp phép, giám sát các chủ thể hành nghề chứng khoán.

- Thúc đẩy phát triển thị trường.

Nhìn chung, UBCK Malaysia có chức năng tương tự như UBCK Việt Nam và chưa độc lập với Bộ Tài chính như một số quốc gia phát triển khác. Sự khác biệt lớn nhất của UBCK Malaysia với Việt Nam là sự tách bạch giữa hoạt động kinh doanh và quản lý nhà nước.

### **2.6. Hoạch định chiến lược phát triển thị trường chứng khoán và thực hiện thành công**

Malaysia đã hoạch định chiến lược phát triển TTCK mang tính dài hạn và có mục tiêu rõ ràng. Sau mỗi giai đoạn có đánh giá rõ ràng những kết quả đạt được để tiếp tục thực hiện các giai đoạn tiếp theo. Chiến lược phát triển TTCK Malaysia có những điểm nổi bật sau:

Chiến lược phát triển TTCK Malaysia có mục tiêu rõ ràng nhằm giúp Malaysia xây dựng thành công Trung tâm tài chính quốc tế có năng lực cạnh tranh trong khu vực. (Bảng 3)

Có thể thấy, một loạt các giải pháp nhằm thực hiện thành công 5 nội dung trên của chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Malaysia đã góp phần giúp Malaysia thiết lập và phát triển được Trung tâm tài chính lớn của khu vực và có năng lực thu hút vốn quốc tế lớn.

Bảng 3: 3 giai đoạn của chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Malaysia

Giai đoạn 1 (2001 – 2003)	Giai đoạn 2 (2004 – 2005)	Giai đoạn 3 (2006 – 2010)
Nâng cao năng lực thị trường nội địa, phát triển thị trường dịch vụ và khu vực tài chính.	Tiếp tục làm mạnh khu vực tài chính và dần từng bước tự do hóa thị trường tài chính.	Tiếp tục thúc đẩy mở rộng và làm mạnh thị trường hướng tới thị trường tài chính đầy đủ có năng lực cạnh tranh quốc tế dựa trên lợi thế so sánh của Malaysia.

Nguồn: UBCK Malaysia

### 3. Bài học rút ra từ thành công của Trung tâm tài chính Malaysia

Thứ nhất, Malaysia đã mạnh dạn cải cách mô hình Sở giao dịch theo thông lệ quốc tế nhằm tăng năng lực tài chính, minh bạch hoạt động và tăng tính cạnh tranh. Với định hướng phát triển Trung tâm tài chính quốc tế MIFC, Malaysia đã mạnh dạn thành lập Bursa Malaysia trên cơ sở sáp nhập cả Sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký và Trung tâm thanh toán bù trừ trực thuộc Bursa Malaysia. Đây là bước đi mạnh dạn của Malaysia giúp thị trường chứng khoán hòa nhập với thị trường quốc tế, tạo sức cạnh tranh lớn, mạnh hơn cho Bursa Malaysia và MIFC.

Thứ hai, giảm bớt vai trò quản lý nhà nước trong kinh doanh, tách bạch vai trò của Bộ Tài chính và vai trò của Bursa Malaysia trong phát triển thị trường. Cùng với sự hợp nhất các cơ quan quản lý, Malaysia đã cổ phần và niêm yết Bursa Malaysia trên thị trường quốc tế, giúp Malaysia tăng cường năng lực tài chính, tách bạch vai trò quản lý nhà nước và vai trò kinh doanh. Đây là bước đi bắt buộc nếu Malaysia muốn phát triển mạnh Trung tâm tài chính quốc tế có năng lực cạnh tranh.

Thứ ba, Bursa Malaysia đã thiết lập được tiêu chuẩn niêm yết, quy trình niêm yết cho các doanh nghiệp niêm yết trong nước và quốc tế để nâng cao tính minh bạch và giảm rủi ro đầu tư cho các nhà đầu tư. Malaysia đã phân loại công ty niêm yết tại các sở giao dịch giúp các nhà đầu tư có thể lựa chọn hoạt động đầu tư theo phạm vi chịu đựng rủi ro của họ. Việc phân loại tiêu chuẩn niêm yết trên các sở giao dịch cũng giúp Malaysia đa dạng hóa và mở rộng phạm vi của các hoạt động niêm yết.

Thứ năm, thực hiện phát triển các dịch vụ kinh doanh làm nền tảng cho việc phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, chứng khoán phái sinh và lộ trình thành lập trung tâm tài chính quốc tế.

Malaysia đã có chiến lược phát triển các công ty cung cấp dịch vụ tài chính như công ty kiểm toán, công ty định mức tín nhiệm, công ty định giá tài sản, đưa ra lộ trình và thực hiện thành công việc chuẩn hóa các chuẩn mực kiểm toán, định giá theo tiêu chuẩn quốc tế. Các công ty cung ứng dịch vụ này đã tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động đánh giá các công ty niêm yết trước khi phát hành cổ phiếu. Chiến lược phát triển các công ty này theo chuẩn quốc tế, do có định hướng đúng nên một số công ty định mức tín nhiệm của Malaysia đã có năng lực cạnh tranh và uy tín toàn cầu.

Malaysia đã có lộ trình đa dạng hóa sản phẩm của thị trường bao gồm cả thị trường chứng khoán phái sinh và thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Hoạt động phát triển và quản lý thị trường trái phiếu và chứng khoán phái sinh khó khăn hơn nhiều so với phát triển thị trường cổ phiếu nhưng Malaysia đã thực hiện thành công và MIFC trở thành một trong những trung tâm giao dịch trái phiếu doanh nghiệp hồi giáo lớn nhất thế giới. Nếu không xây dựng được hệ thống hạ tầng, tổ chức giám sát thị trường tốt, xây dựng thành công các công ty định mức tín nhiệm và thị trường cung cấp dịch vụ hỗ trợ tài chính thì việc phát triển thị trường trái phiếu niêm yết của doanh nghiệp, thị trường chứng khoán phái sinh không thể hoạt động được.

Đây là bài học quan trọng cho Việt Nam nếu Việt Nam muốn phát triển các thị trường trái phiếu,

chứng khoán phái sinh hay có dự kiến thành lập trung tâm tài chính quốc tế trong tương lai.

Thứ sáu, xây dựng và thực hiện thành công chiến lược phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Từ một đất nước có thị trường trái phiếu doanh nghiệp có quy mô nhỏ năm 1989 (như Việt Nam hiện nay), Malaysia đã thực hiện thành công chiến lược phát triển thị trường, đến năm 2005, Malaysia đã trở thành một trong những quốc gia có thị trường trái phiếu/GDP lớn nhất thế giới. Bài học này cho thấy chiến lược phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp niêm yết của Việt Nam còn chậm, Việt Nam cần sớm có lộ trình thành lập và phát triển thị trường quan trọng này.

#### Kết luận

Phân tích kinh nghiệm thành công khi phát triển Trung tâm tài chính quốc tế của Malaysia đã rút ra được một số tiền đề, điều kiện cần thiết để phát triển thành công TTCK. Những kinh nghiệm của Malaysia đã thực hiện trong giai đoạn kinh tế Malaysia có trình độ phát triển tương tự như Việt Nam hiện nay có thể giúp ích cho Việt Nam khi xây dựng, triển khai thực hiện chiến lược phát triển TTCK Việt Nam. ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Adrian Wong, 2005, The Corporate Bond Market in Malaysia, Bank Negara Malaysia, bài viết trên trang web [www.bis.org/publ/bppdf/bispap26p.df](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap26p.df).
- C.P. Kindleberger, 1973, The Formation of Financial Centers, Massachusetts Institute of Technology.
- John Colin Yee, 2006, The formation of American Financial Centers, Willams.edu/Economics.
- Vụ quản lý kinh doanh, 2014, Công tác tái cấu trúc công ty chứng khoán - Ôn định và từng bước nâng cao năng lực cho hệ thống trung gian trên thị trường chứng khoán, Tạp chí Ủy ban chứng khoán nhà nước số tháng 7 năm 2014.
- Vũ Bằng, 2014, Tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán tại Việt Nam, Báo cáo tại hội thảo Phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam.