

SEMINAR TRAO ĐỔI HỌC THUẬT

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TUỔI 15

Người trình bày: **ThS. Lê Hải Trà**¹

Ngày: 13/04/2015

Mở đầu phần trình bày, ThS. Lê Hải Trà giới thiệu những hình ảnh của thị trường chứng khoán qua 15 năm hoạt động với mục tiêu đem lại một bức tranh đầy đủ, giúp khách mời hình dung được thị trường chứng khoán Việt Nam đang đứng ở đâu so với thế giới, đang gặp phải những vấn đề gì để làm nền tảng cho những phân tích sâu hơn sau đó. Thị trường chứng khoán thành lập với sự ra đời của Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh vào 20/7/2000 và bắt đầu giao dịch phiên đầu tiên sau đó 8 ngày với 2 cổ phiếu REE và SAM. Đến nay, 2 cổ phiếu này vẫn còn giao dịch, trong đó REE hiện là cổ phiếu blue chip trên thị trường. Tuy nhiên, đến năm 2006, sự vận động của thị trường chứng khoán Việt Nam mới có dấu hiệu chuyển biến tích cực với số lượng công ty niêm yết và số lượng công ty chứng khoán tăng vọt. Từ đây, chứng khoán bắt đầu trở thành một nghề nhiều tiềm năng trong nền kinh tế. Tổng số công ty niêm yết trên sàn giao dịch năm 2006 là 106 công ty, cao hơn gấp đôi tổng số công ty niêm yết cộng dồn trong 6 năm trước (từ 2000 đến 2005 chỉ có 32 cổ phiếu niêm yết). Đây là cú hích quan trọng đối với quy mô giá trị vốn hóa và tính thanh khoản trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đến nay, Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM đang có 307 công ty niêm yết.

Hiện tại, chúng ta có 2 Sở giao dịch chứng khoán là TP HCM (HOSE) và Hà Nội (HNX). Khi HNX ra đời vào năm 2005, HOSE đã phải chuyển toàn bộ giao dịch thị trường trái phiếu chính phủ cho HNX để tạo điều kiện cho phát triển sàn giao dịch này cũng như tập trung phát triển thị trường trái phiếu chính phủ. Hiện nay, HOSE có giao dịch một số trái phiếu doanh nghiệp, trái

¹ Phó tổng giám đốc Sở Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM

phiếu chính quyền địa phương nhưng chủ yếu vẫn được biết đến với giao dịch cổ phiếu với số thu phí chiếm khoảng 80% tổng thu phí của HOSE. HOSE là thị trường chính về giao dịch cổ phiếu và là nơi tập trung những công ty niêm yết lớn. Đến cuối năm 2014, giá trị vốn hóa của HOSE chiếm 88,5% tổng giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu mặc dù số lượng công ty niêm yết trên HOSE nhỏ hơn nhiều so với HNX. Điều này cho thấy tại HOSE tập trung hầu hết các công ty niêm yết lớn.

Giải thích tại sao năm 2006 lại có sự phát triển mạnh của thị trường chứng khoán, ông Trà chia sẻ: Năm 1996, Ủy ban Chứng khoán được thành lập, là cơ quan thực thi các quy định trên thị trường chứng khoán, hoàn toàn độc lập, không phụ thuộc vào chính phủ. Do vậy, họ cũng không có quyền hạn nào trong việc hoạch định, thực thi các chính sách để phát triển thị trường chứng khoán, mà quyền đưa ra các chính sách phụ thuộc vào Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài Chính và Bộ Kế hoạch Đầu tư. Đến năm 2004, Ủy ban Chứng khoán được chuyển về đặt dưới sự quản lý của Bộ Tài chính. Từ đó, Bộ tài chính đưa ra chính sách ưu đãi thuế cho các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán: các DN sẽ được giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm kể từ khi niêm yết, chính sách có hiệu lực trong 2 năm. Tuy vậy, trong khoảng 1,5 năm đầu, gần như không có doanh nghiệp nào hưởng ứng chính sách này. Đến khi chỉ còn nửa năm cuối cùng có hiệu lực của chính sách này thì các doanh nghiệp bắt đầu đua lên sàn để được hưởng chính sách ưu đãi thuế. Do các tiêu chuẩn xét tham gia sàn giao dịch chứng khoán của HOSE cao hơn HNX, một số doanh nghiệp không đủ điều kiện lên sàn tại TPHCM đã niêm yết tại sàn giao dịch Hà Nội và đến nay vẫn duy trì niêm yết tại đó (như ACB, PVS,...). Điều này cũng gây khó khăn cho các nhà đầu tư nước ngoài về cơ cấu niêm yết trên Sàn GDCK của Việt Nam, đa số công ty blue chip niêm yết tại HOSE, nhưng một số công ty có quy mô lớn hiện vẫn giao dịch trên sàn HNX do tính lịch sử.

Ông Trà cũng trình bày về sự biến động của các chỉ số VNIndex, VN30 và VN All share để khách mời có thể hình dung diễn biến của thị trường chứng khoán từ khi thành lập đến nay. VNIndex là chỉ số mang tính chất lịch sử, được tính theo tổng giá trị vốn hóa của tất cả các cổ phiếu được niêm yết trên thị trường. Các công ty niêm yết có giá trị vốn hóa càng cao (như các ngân hàng lớn hay các công ty dầu khí) thì càng tác động càng lớn đến chỉ số VNIndex. Do đó, VNIndex sẽ không phản ánh đúng thực chất sự biến động của toàn thị trường. Trước yêu cầu của

các nhà đầu tư, HOSE đã phát triển chỉ số VN30, gồm 30 công ty hàng đầu, có tổng giá trị vốn hóa khoảng 80% thị trường, trong đó giới hạn cổ phiếu mỗi công ty không quá vượt quá trọng số 10% giá trị trong nhóm VN30. Ngoài ra, năm 2014, HOSE cũng giới thiệu một loạt các chỉ số mới, trong đó có chỉ số VN All share. Đây là một chỉ số có điều chỉnh theo tỷ lệ chuyển đổi tự do (free-float), tính toán cho tất cả cổ phiếu trên thị trường, để từng bước thay thế cho VNIndex.

Ông Trà chia sẻ, một trong những nhiệm vụ chính trị quan trọng của thị trường chứng khoán là đầu giá cổ phiếu các công ty nhà nước được cổ phần hóa. Trong 2 năm 2014 – 2015, Chính phủ quyết tâm cổ phần hóa hơn 400 doanh nghiệp nhà nước và HOSE có vai trò quan trọng trong thực hiện nhiệm vụ này. Ngoài ra, một trong những vai trò của thị trường chứng khoán là giúp doanh nghiệp tăng vốn điều lệ. Thống kê cho thấy các doanh nghiệp thuộc nhóm VN30 đều tăng vốn điều lệ rất nhanh, trong đó có 20 doanh nghiệp tăng vốn trên 100%. Không chỉ tăng vốn, các doanh nghiệp này còn thu được khoản thặng dư lớn từ chênh lệch giá bán và mệnh giá cổ phiếu. Về nhóm các ngân hàng, hiện tại có 6 ngân hàng niêm yết trên HOSE và các ngân hàng này đều có tỷ lệ tăng vốn điều lệ rất lớn, trừ BIDV mới niêm yết năm 2014.

Tuy phát triển tốt trong thời gian qua, khi so sánh với một số nước châu Á, quy mô giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán/GDP của Việt Nam vẫn còn rất thấp, chỉ 29%GDP trong khi Indonesia là 48%, Thái Lan 119%, Malaysia 142%... Tuy nhiên, giá trị giao dịch/GDP và giá trị giao dịch/giá trị vốn hóa thị trường của Việt Nam lại cao hơn các nước trong khu vực ASEAN. Điều này cho thấy tính thanh khoản của thị trường Việt Nam khá tốt so với mặt bằng chung của các nước trong khu vực.

ThS. Trà cho biết, dựa theo chỉ số xếp hạng các thị trường chứng khoán trên thế giới của tổ chức MSCI, Việt Nam đang được xếp trong nhóm thị trường cận biên (chưa thuộc nhóm thị trường mới nổi) vì quy mô giá trị vốn hóa còn nhỏ và khả năng tiếp cận của nhà đầu tư còn hạn chế. Quy mô giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ khoảng 50 tỷ USD, thấp hơn nhiều lần so với các nước trong khu vực: thấp hơn Philippin 6 lần, Malaysia 9 lần, Singapore 15 lần,... Ngoài ra, Việt Nam còn giới hạn tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài (giới hạn ở mức 49% đối với các công ty thông thường, 30% đối với các ngân hàng thương mại). Đa số trong số 30 công ty niêm yết hàng đầu tại HOSE đã “hết room” cho các nhà đầu tư nước ngoài. Điều này gây khó khăn trong thu hút các nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán, vì không có

cổ phiếu tốt để bán cho họ. Thêm vào đó, tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng của các công ty niêm yết rất thấp. Chẳng hạn công ty Petrogas, giá trị vốn hóa rất lớn nhưng phần tự do chuyển nhượng (freefloat) chỉ chưa tới 5%. Một hạn chế khác của thị trường chứng khoán Việt Nam là mức thanh khoản thị trường và giá trị giao dịch bình quân/ngày thấp. Ông Trà dẫn một phép tính cho rằng để giải ngân 100 triệu USD thì các nhà đầu tư nước ngoài phải mất 18 phiên giao dịch, chưa kể sẽ có những nhà đầu tư khác cùng tham gia trên thị trường. Điều này rất “mệt mỏi” với các nhà đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, cơ chế về phong tỏa tài khoản tại thời điểm giao dịch cũng còn bất cập. Quy định T+ về việc khóa tài khoản của người mua ngay khi đặt lệnh trong khi đến ngày T+3 mới phải trả tiền cho người bán khiến cho khả năng quay vòng vốn của nhà đầu tư bị giảm sút. Một hạn chế khác trong quy định giao dịch hiện tại là nhà đầu tư không được bán ngay cổ phiếu mình vừa mua để chốt lời trong cùng phiên giao dịch. Vấn đề khác nữa là tỷ lệ ký quỹ đảm bảo yêu cầu là 100% giá trị đặt lệnh (trong khi các nước chỉ yêu cầu 50-60% vì số ký quỹ này cộng thêm giá trị của số cổ phiếu mới mua thì công ty chứng khoán đã đủ số tiền trả cho người bán trong trường hợp người mua không thanh toán đúng theo lệnh mua đã đặt). Ở các nước, nhà đầu tư có thể dùng cổ phiếu trong tài khoản để thế chấp mua cổ phiếu khác, nhưng ở Việt Nam thì cổ phiếu không được chấp nhận như tài sản thế chấp trong các giao dịch. Những hạn chế này đã làm giảm khả năng quay vòng vốn của nhà đầu tư và tính thanh khoản trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Phải khắc phục được các hạn chế này thì thị trường chứng khoán Việt Nam mới có thể nâng hạng từ nhóm thị trường cận biên (Frontier markets) lên nhóm thị trường mới nổi (Emerging markets). Nếu được tham gia vào nhóm mới nổi, thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ được đánh giá là ít rủi ro hơn và mức độ phân bổ vốn từ các quỹ đầu tư bên ngoài sẽ cao hơn. Khi đó, dòng vốn từ thị trường nước ngoài sẽ được khơi thông đáng kể vào thị trường trong nước.

Đánh giá về việc niêm yết các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa trên thị trường chứng khoán, ông Trà cho rằng quá trình này diễn ra rất chậm, nhiều doanh nghiệp mất 1 năm vẫn không niêm yết được. Nguyên nhân là sau khi đấu giá cổ phần hóa DNNN, nhiều doanh nghiệp không quyết toán được giá trị tài sản để định giá doanh nghiệp khi niêm yết. Lần đầu tiên HOSE thực hiện được việc cổ phần hóa gắn với niêm yết là cho Công ty Đạm Cà Mau, chỉ mất 75 ngày. Theo ông Trà, việc cổ phần hóa hiện nay còn thiếu “thân thiện” với các nhà đầu tư nước ngoài vì thông tin gần như không được công bố bằng tiếng Anh và thời gian từ khi công bố thông tin đến

khi đấu giá cổ phần là rất ngắn. Trong khi đó, các công ty nước ngoài cần thu thập đầy đủ thông tin, thực hiện các bước định giá rồi mới tham gia đấu giá. Hơn nữa, cơ sở để quyết định về việc cổ phần hóa của các DNNN còn chưa rõ ràng. Điều này dẫn đến khi đấu giá cổ phần hóa, nhiều doanh nghiệp không bán được cổ phiếu dù chỉ bán bằng mệnh giá trong khi ngược lại, có những doanh nghiệp lại không đủ lượng cổ phiếu đấu giá để bán, bỏ qua cơ hội để tăng vốn. Ở các nước, khi muốn cổ phần hóa, các doanh nghiệp phải gửi thông tin mời chào đến các khách hàng tiềm năng nhằm nắm bắt giá mua dự kiến của khách hàng rồi mới xác định lượng cổ phiếu sẽ bán ra thị trường. Khi đó, các nhà đầu tư có thể mua và hấp thụ hết số cổ phiếu được bán, đồng thời doanh nghiệp sẽ nhận được một mức giá phù hợp.

Về cơ chế chính sách liên quan đến sự phát triển của thị trường chứng khoán, ông Trà cho rằng, Thông tư 36/2014/TT-NHNN đã hạn chế dòng tiền vào thị trường chứng khoán. Vì theo thông tư này, ngân hàng không thể cung cấp vốn cho các công ty chứng khoán để thúc đẩy giao dịch của các nhà đầu tư. Lý do mà các nhà làm chính sách đưa ra là đầu tư cổ phiếu trên thị trường chứng khoán có rủi ro cao, và nhằm thực hiện mục tiêu chống sở hữu chéo. Tuy nhiên, theo ông Trà, điều này gây hạn chế đến sự phát triển của thị trường tài chính nói chung. Ông cho rằng cần phát triển đồng đều thị trường tiền tệ (cung ứng vốn ngắn hạn) và thị trường vốn (cung ứng vốn dài hạn). Điều này giải thích tại sao cụm từ “Tài chính – Ngân hàng” thường được nhắc đến cùng nhau. Ở các nước như Anh – Mỹ, các ngân hàng đầu tư hình thành và phát triển từ rất lâu trước khi ngân hàng thương mại ra đời. Các nhà đầu tư chứng khoán ở các nước này có thể rút tiền trực tiếp từ tài khoản chứng khoán ra để sử dụng, nhờ đó gia tăng tiện ích cho các nhà đầu tư chứng khoán. Ông Trà cho rằng, Thông tư 36 một mặt hạn chế dòng tiền vào thị trường chứng khoán nhưng lại mở đường cho việc vay trung dài hạn trên thị trường tiền tệ (nâng giới hạn dư nợ trung và dài hạn của ngân hàng lên 60%). Nghĩa là, thông tư này hướng đến đưa thị trường tiền tệ thực hiện thay chức năng của thị trường vốn. Thông tư này cũng hạn chế dòng tiền của ngân hàng thương mại trong việc mua trái phiếu chính phủ. Đây là một bất cập rất lớn, sẽ hạn chế việc phát hành trái phiếu để huy động vốn của chính phủ nhằm phục vụ cho các mục tiêu đầu tư công, chỉ tiêu ngân sách cần thiết. Điều này cho thấy sự phối hợp chưa tốt giữa Ngân hàng Nhà nước và Bộ Tài chính trong việc phát triển thị trường chứng khoán.

Ông Trà cũng chia sẻ thêm với các khách mời về định hướng của thị trường chứng khoán trong thời gian sắp tới, đặc biệt là sự sáp nhập của hai thị trường HOSE và HNX. Hiện tại, tiêu chuẩn để niêm yết trên HOSE cao hơn HNX. Tuy nhiên, các công ty đáp ứng tiêu chuẩn cao hơn không bắt buộc phải niêm yết trên HOSE mà có thể tự lựa chọn niêm yết tại HOSE hay HNX. Nghĩa là tuy phân định thành 2 nơi nhưng 2 Sở giao dịch đang làm cùng 1 việc, dẫn đến tốn kém chi phí. Điều này đặt ra nhu cầu về sáp nhập 2 Sở giao dịch chứng khoán thành một và cấu trúc lại các công cụ giao dịch trên thị trường, tổ chức thành 3 thị trường: cổ phiếu; trái phiếu (đang được giao dịch tại HNX) và chứng khoán phái sinh. Vấn đề mà các cơ quan đang tranh luận hiện nay là trụ sở chính của thị trường chứng khoán sẽ đặt ở TPHCM hay HN? Theo ông Trà, trụ sở nên được đặt tại TPHCM. Điều này cũng tương tự như việc 15 năm trước TPHCM đã được lựa chọn làm nền móng hình thành thị trường chứng khoán. Thực tế, TPHCM là trung tâm kinh tế tài chính sôi động hơn HN, được xếp hạng năng lực cạnh tranh cấp tỉnh PCI cao hơn rất nhiều bậc so với Hà Nội.

Một định hướng quan trọng khác là liên kết với thị trường vốn ASEAN khi cộng đồng kinh tế ASEAN được thành lập (dự kiến trong năm 2015). Từng thị trường chứng khoán của các nước ASEAN nếu đứng đơn lẻ thì sẽ rất nhỏ bé, khó thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư trên thế giới. Nhưng nếu liên kết 6 thị trường hiện tại của khu vực (Singapore, Malaysia, Thái Lan, Philippines, Indonesia và Việt Nam) thì sẽ trở thành thị trường có quy mô lớn thứ 8 trên thế giới, với giá trị vốn hóa khoảng gần 3000 tỷ USD, sẽ hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư toàn cầu. Để chuẩn bị cho sự liên kết này, các thị trường Singapore, Malaysia và Thái Lan đã tham gia kết nối giao dịch từ 2012. Việt Nam cũng đang nâng cấp công nghệ để tham gia liên kết này (đã ký MOU), dự kiến vào năm 2017. Đồng thời, hệ thống chỉ số chứng khoán ASEAN đang được xây dựng với 180 cổ phiếu bluechip từ 6 thị trường (mỗi nước 30 mã cổ phiếu). Ngoài ra, các quốc gia ASEAN đã liên kết với nhau để giới thiệu thị trường chứng khoán ASEAN đến các nhà đầu tư quốc tế. Tuy nhiên, khảo sát của VCCI về hiểu biết của các doanh nghiệp Việt Nam đối với cộng đồng ASEAN và khả năng nắm bắt cơ hội khi tham gia cộng đồng này thì có đến 98% doanh nghiệp chưa có khái niệm, ý tưởng về cơ hội kinh doanh trước vấn đề này. Điều này có thể sẽ khiến các doanh nghiệp bỏ lỡ những cơ hội thu hút vốn đầu tư quốc tế khi cộng đồng kinh tế ASEAN chính thức được thành lập.

THẢO LUẬN

Mở đầu phần thảo luận, khách mời muốn tìm hiểu thêm về lý do của những người tranh luận rằng Sở giao dịch chứng khoán phải đặt ở Hà Nội. Ông Trà cho rằng, việc đặt trụ sở ở Hà Nội dường như chỉ để dễ dàng hơn trong việc họp bàn với Bộ Tài Chính và các cơ quan Trung Ương ở Hà Nội. Một khách mời khác cũng ủng hộ quan điểm đặt trụ sở chính của Sở giao dịch chứng khoán sau khi họp nhất tại TPHCM, và Ủy ban nhân dân thành phố Hồ Chí Minh nên có tiếng nói trong việc này để đảm bảo quyền lợi cho các doanh nghiệp và các nhà đầu tư.

Một khách hàng mới quan tâm đến nguyên nhân tại sao số lượng doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán gần đây không tăng. Theo ông Trà, điều này cũng hợp lý vì các năm 2012-2013 là giai đoạn kinh tế khó khăn, các doanh nghiệp đã cân nhắc cẩn trọng hơn về kế hoạch niêm yết. Trong khi đó, các doanh nghiệp bị hủy niêm yết trên sàn GDCK lại tăng lên do hoạt động thua lỗ hai năm liền hoặc do vi phạm nghiêm trọng các quy định về công bố thông tin. Lý do khác nữa là nguồn doanh nghiệp rất lớn để gia tăng số lượng niêm yết trên sàn là các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa, nhưng việc niêm yết lại diễn ra rất chậm như đã trình bày. Ông cho rằng, để vấn đề niêm yết đi liền với cổ phần hóa tốt cần có những chính sách khuyến khích niêm yết của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Trao đổi thêm về thông tư 36/2014/TT-NHNN, khách mời băn khoăn rằng xét đoán của ông Trà có nặng nề cho Ngân hàng Nhà nước quá hay không? Vì thông tư này quy định các ngân hàng thương mại cho vay liên quan đến chứng khoán không quá 50% vốn điều lệ chứ không thắt chặt hoàn toàn. Đồng thời, thông tư này quy định vốn huy động ngắn hạn được cho vay trung dài hạn không quá 60% (tăng so với giới hạn 30% trước đây). Điều này có thể cho thấy nhận xét của ông Trà rằng ngân hàng đang làm vai trò cung ứng vốn dài hạn cho các doanh nghiệp thay cho thị trường vốn là phù hợp. Nhưng thực tế trong thời gian qua cho thấy nợ xấu đến từ cho vay trên thị trường chứng khoán nhiều nên mới dẫn đến những quy định này. Chúng ta phải thừa nhận là thị trường chứng khoán đã hỗ trợ rất nhiều cho phát triển các công ty Việt Nam như REE, Vinamilk. Nhưng nhiều doanh nghiệp đã tranh thủ giai đoạn thị trường phát triển để phát hành thêm cổ phiếu, tăng vốn nhưng sau đó không biết dùng vốn đầu tư vào đâu nên đã đầu tư ra ngoài ngành nghề kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp và dẫn đến việc sử dụng vốn không hiệu quả. Theo khách mời, đó mới là lý do NHNN đưa ra thông tư 36 khống chế mức dư nợ liên quan đến chứng

khoán để hạn chế nợ xấu của các doanh nghiệp. Như vậy, một trong những nhiệm vụ quan trọng của thị trường chứng khoán là huy động vốn từ dân chúng, mà không phải lệ thuộc vào hệ thống ngân hàng thương mại. Theo ông Trà, thực ra đây là vấn đề rất khó để trao đổi rõ ràng. Vì chúng ta không đủ thông tin để xác định cụ thể nợ xấu tập trung ở những khu vực nào? Nếu có thể tiếp cận được với báo cáo tài chính chi tiết của tất cả các ngân hàng thì mới xác định được lĩnh vực kinh doanh nào dẫn đến nợ xấu cao. Theo ông Trà, thị trường chứng khoán không thể là lĩnh vực gây ra nợ xấu vì tính thanh khoản trên thị trường rất cao. Nợ xấu chắc chắn đang tập trung ở những khu vực không có tính thanh khoản.

Thứ hai, ngày 13 tháng 04 năm 2015

Thư ký Seminar

Doãn Thị Thanh Thủy