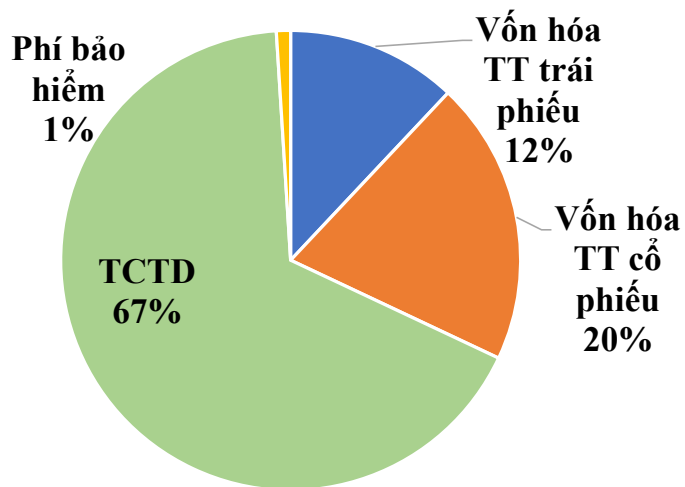


Bài giảng 6: Thị trường vốn và thị trường chứng khoán Việt Nam

Trường Chính sách công và Quản lý Fulbright
Học kỳ Hè 2022

Đỗ Thiên Anh Tuấn

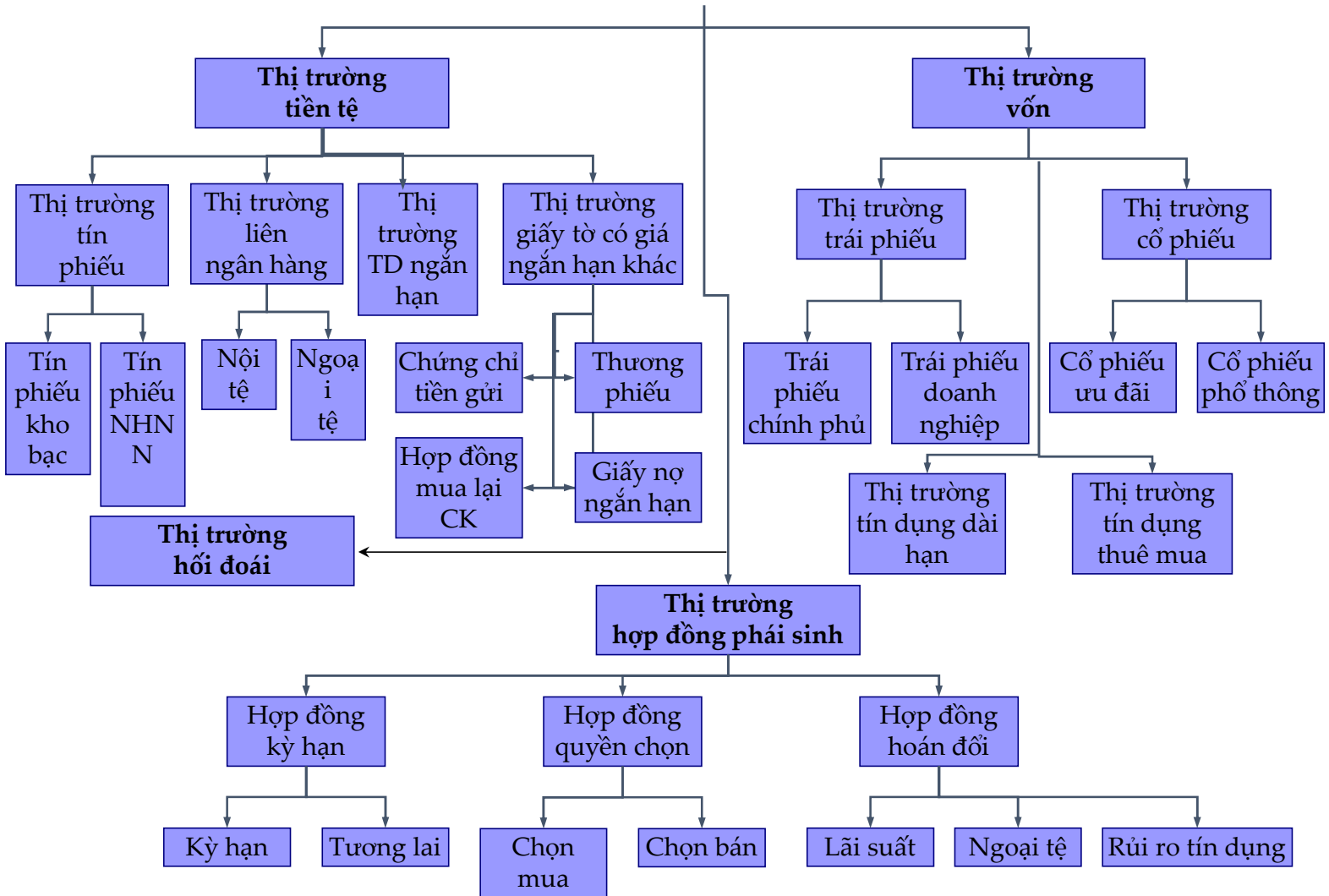
Cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam và tăng trưởng của TTCK VN



Nguồn: Tính toán của Viện ĐT&NC BIDV, tháng 7/2020



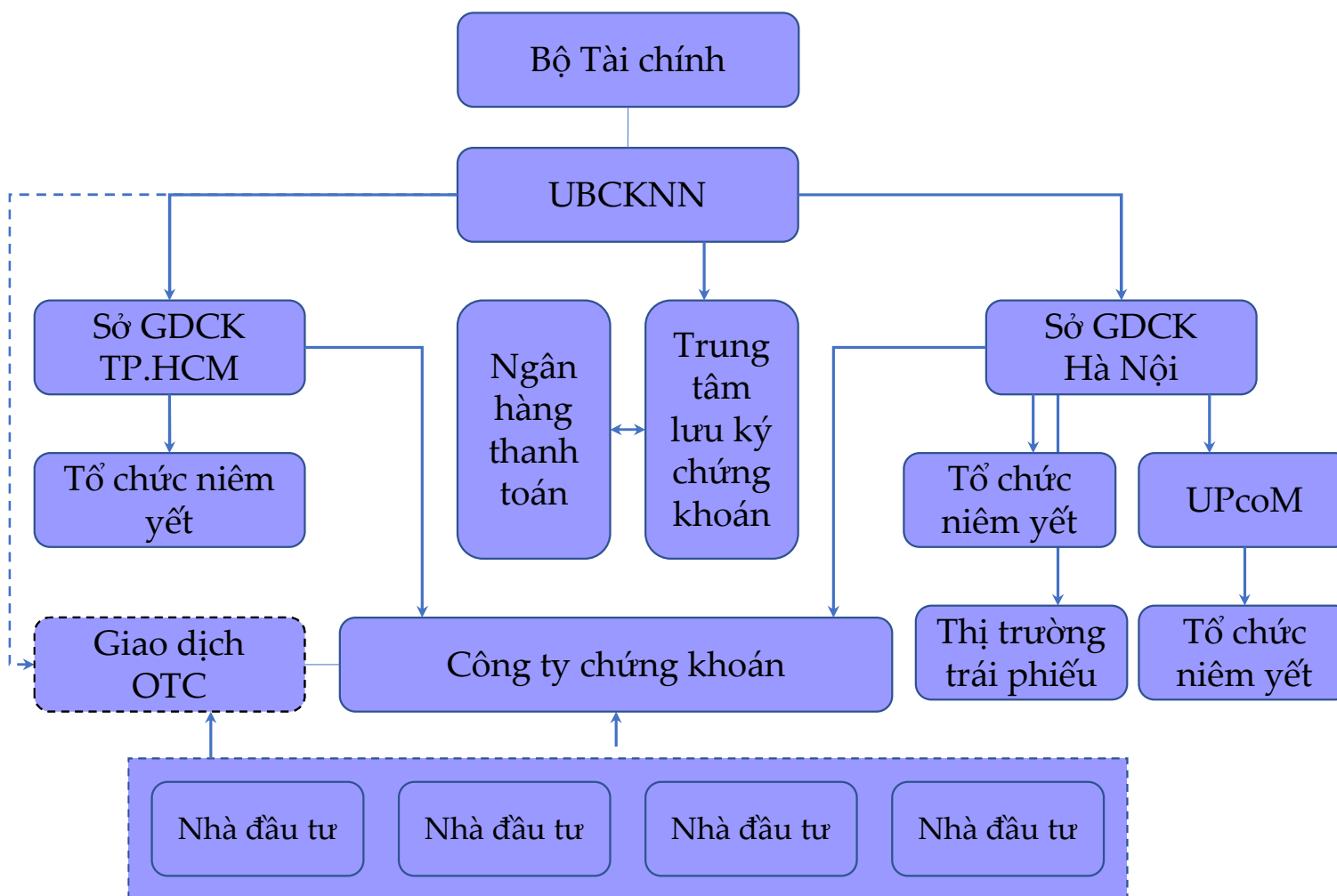
Thị trường và công cụ tài chính



Tóm tắt lịch sử thị trường chứng khoán Việt Nam

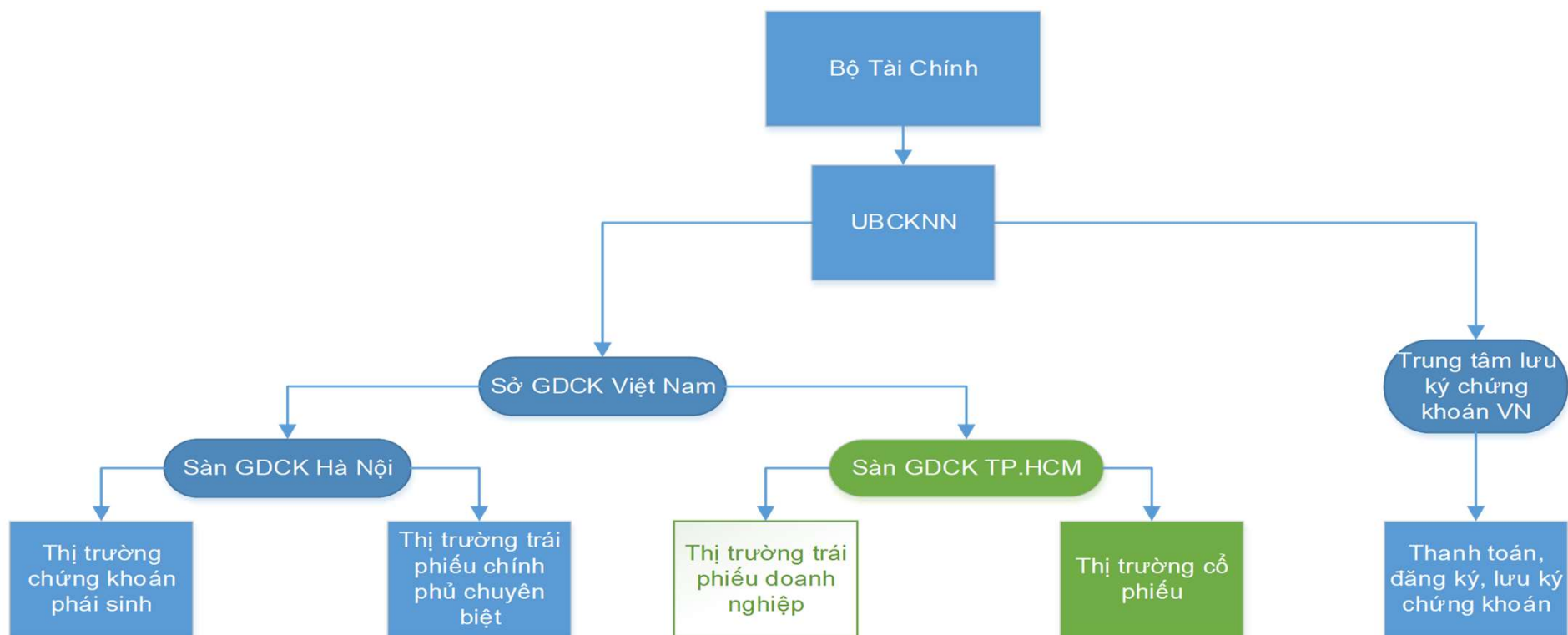
- 1993: Thành lập Ban nghiên cứu xây dựng và phát triển thị trường vốn thuộc NHNN
- 1994: Thành lập ban soạn thảo Pháp lệnh về chứng khoán và TTCK
- 1995: Ban Chuẩn bị tổ chức TTCK
- 1996: Thành lập Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
- 2000: Khai trương Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM
- 2004: Chuyển UBCKNN sang Bộ Tài chính
- 2005: Khai trương Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội
- 2021: Thành lập Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam

Tổ chức của thị trường chứng khoán Việt Nam



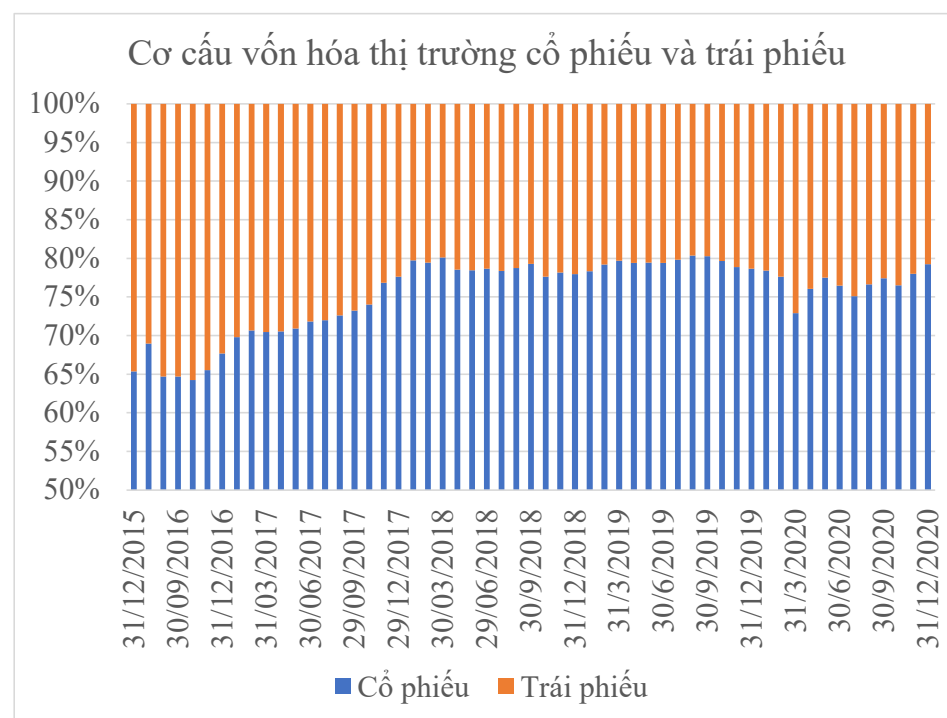
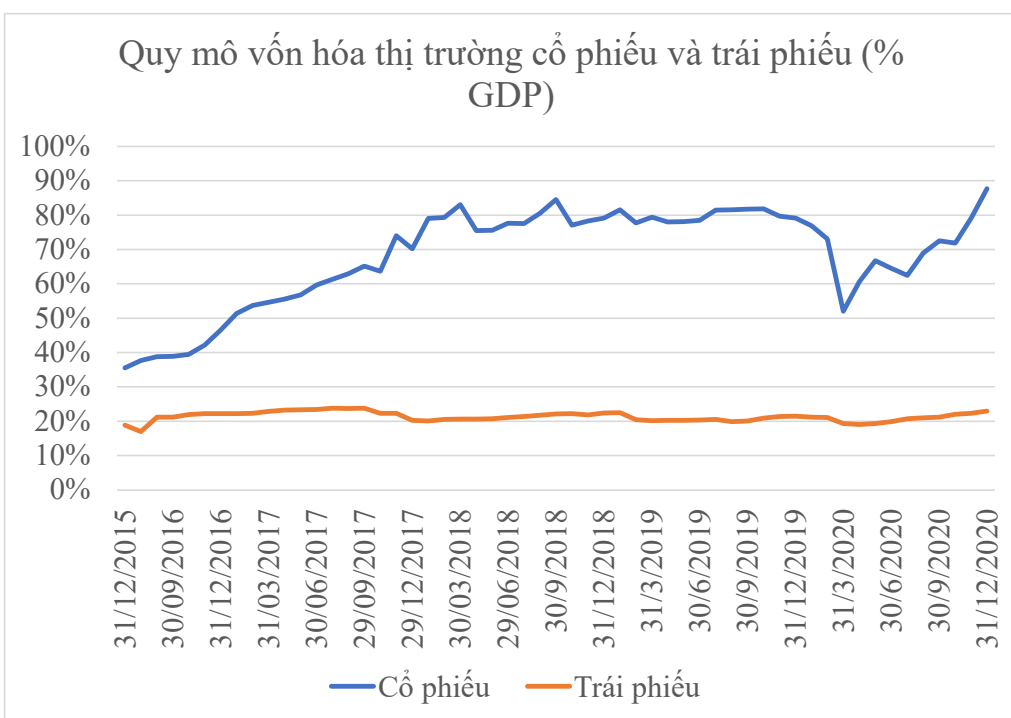
Đối tượng niêm yết trên Sở GDCK TP.HCM và Hà Nội
Sở GDCK TP.HCM:
 Doanh nghiệp có vốn điều lệ từ 120 tỉ đồng trở lên
 Chứng chỉ quỹ
 Chứng quyền có bảo đảm
 Trái phiếu chính quyền địa phương của TP.HCM 15 năm
Sở GDCK Hà Nội
 Doanh nghiệp có vốn điều lệ từ 30 tỉ đồng trở lên
 Thị trường Upcom
 Trái phiếu chính phủ
 Trái phiếu chính quyền địa Phương
 Chứng khoán phái sinh

Định hướng tổ chức thị trường chứng khoán Việt Nam



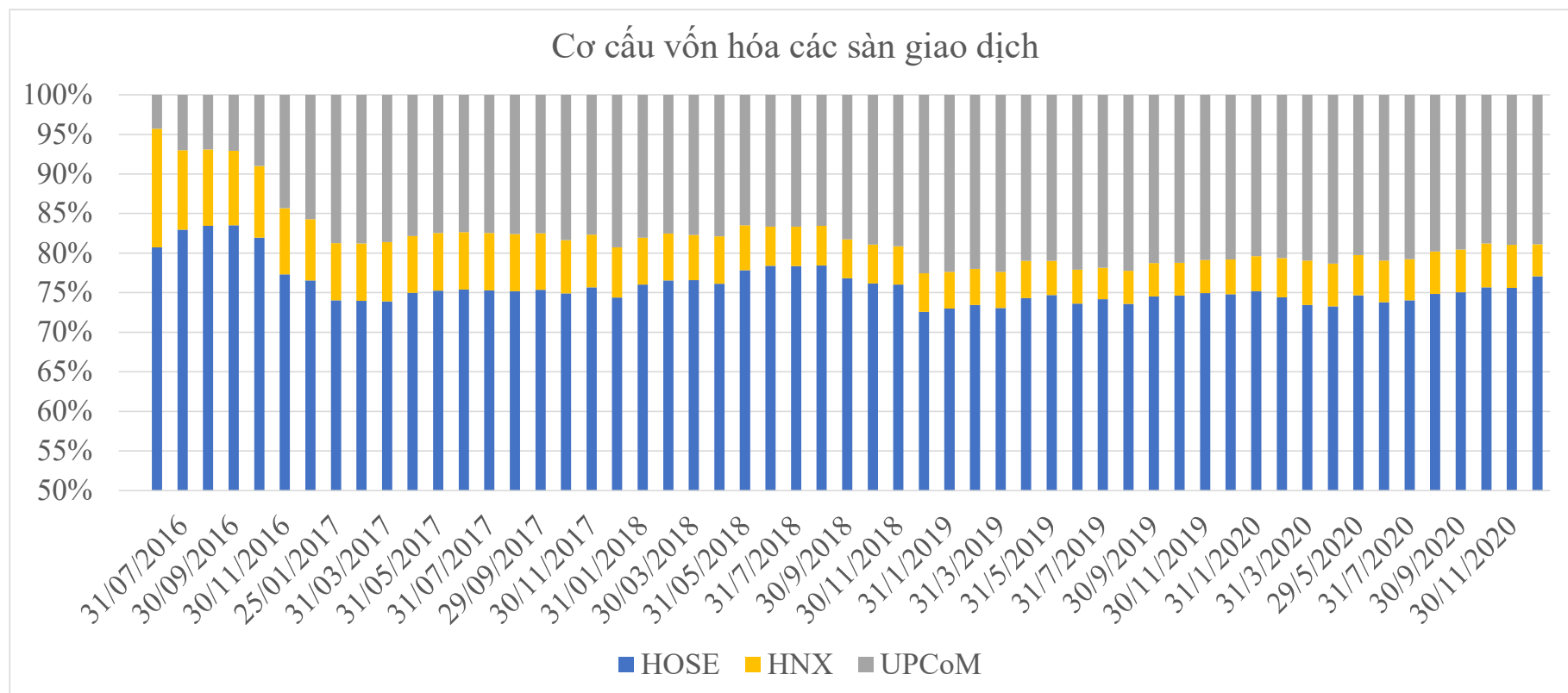
Nguồn: Tác giả

Quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu và trái phiếu (% GDP)



Nguồn: UBCKNN

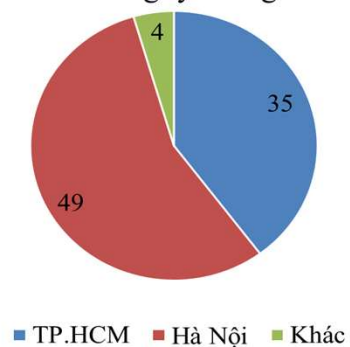
Cơ cấu vốn hóa của các sàn giao dịch



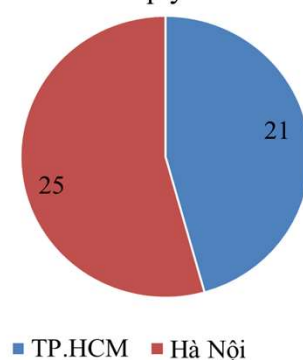
Nguồn: UBCKNN

Công ty chứng khoán và quỹ đầu tư

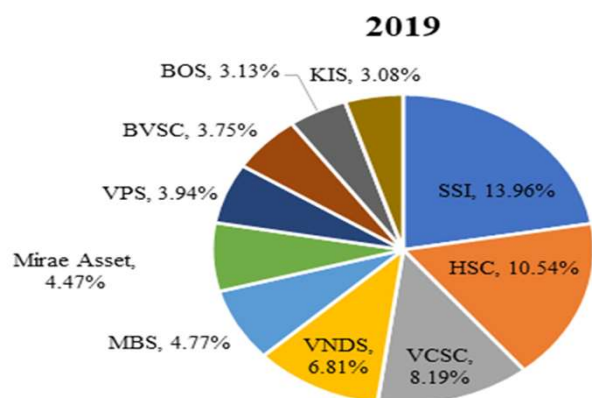
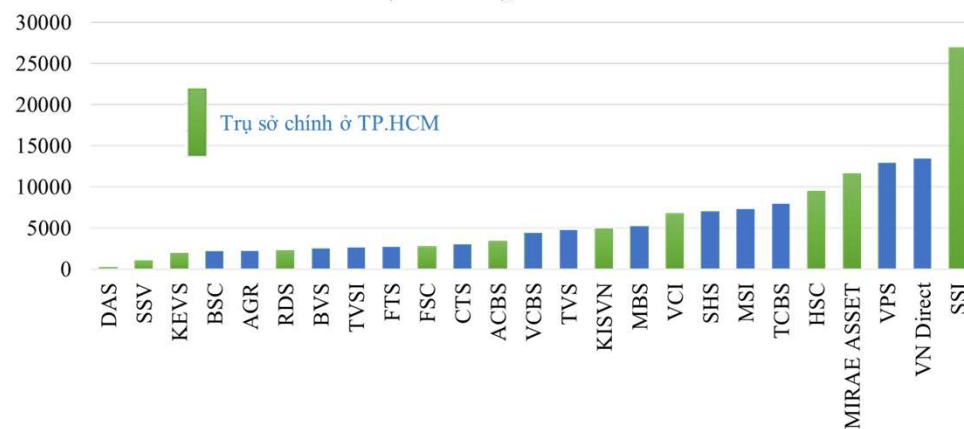
Phân bố công ty chứng khoán



Phân bố các quỹ đầu tư

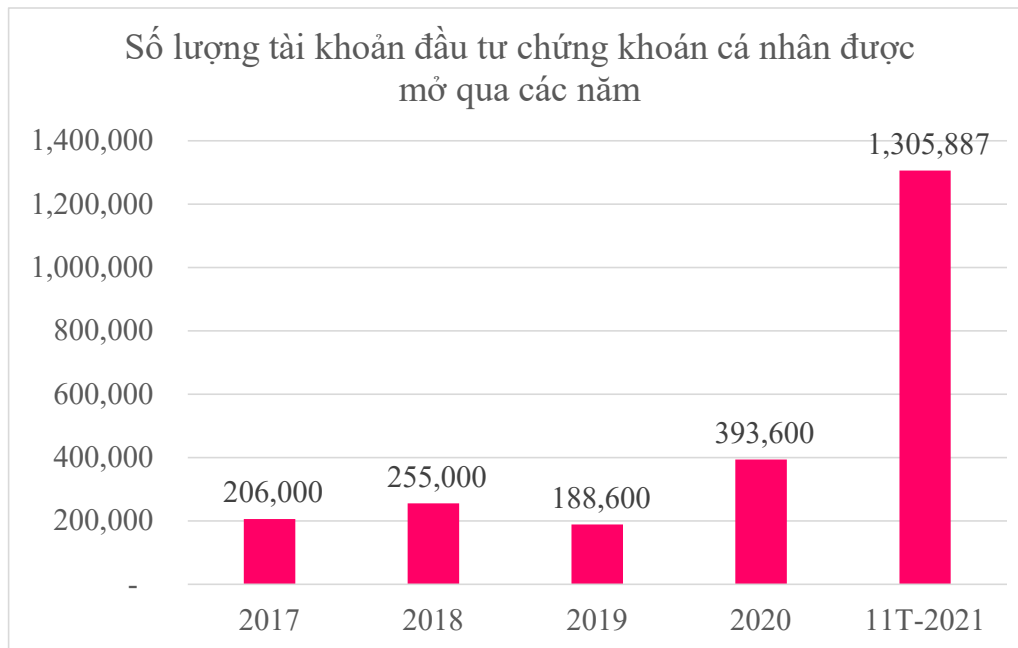


Quy mô tài sản của các công ty chứng khoán
(30/9/2020), Tỷ VND

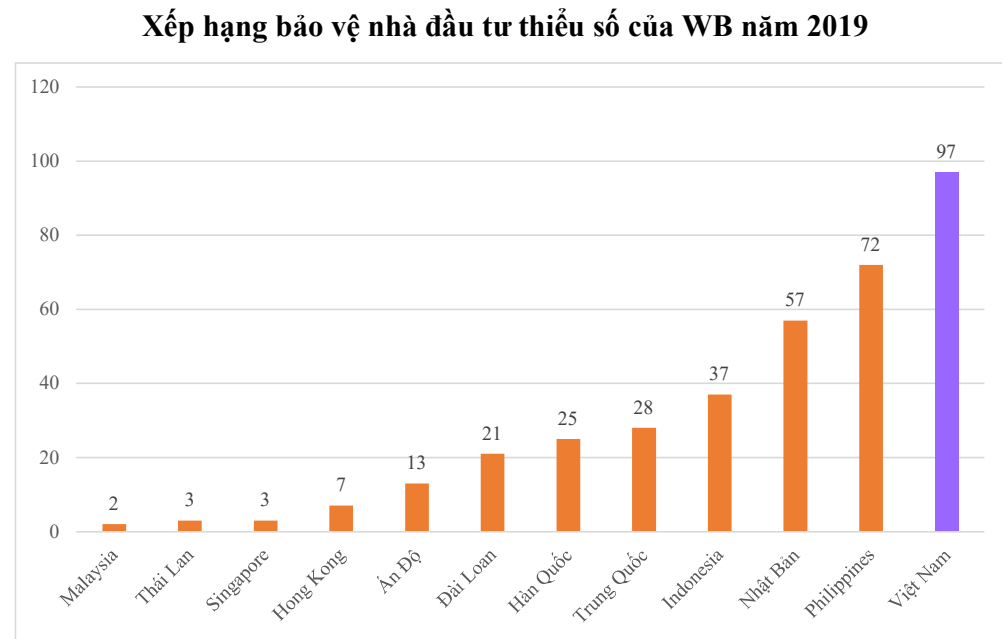


Nguồn: UBCKNN và tổng hợp của tác giả

Số lượng tài khoản đầu tư chứng khoán cá nhân được mở trong các năm qua



Nguồn: Trung tâm Lưu ký Việt Nam (VSD)



Nguồn: World Bank, Ease of Doing Business.

So sánh các chỉ số bảo vệ nhà đầu tư thiểu số năm 2019

Nền kinh tế	Xếp hạng bảo vệ nhà đầu tư thiểu số	Điểm số Bảo vệ nhà đầu tư thiểu số	Chỉ số sức mạnh bảo vệ nhà đầu tư thiểu số (0-50)	Chỉ số minh bạch (0-10)	Chỉ số trách nhiệm giám đốc công ty (0-10)	Chỉ số thuận lợi trong tranh kiện của cổ đông (0-10)	Chỉ số phạm vi quyền hạn của cổ đông (0-6)	Chỉ số phạm vi sở hữu và kiểm soát (0-7)	Chỉ số minh bạch doanh nghiệp (0-7)
Việt Nam	97	54	27	7	4	2	4	5	5
Philippines	72	60	30	9	4	7	1	5	4
Nhật Bản	57	64	32	7	6	8	4	2	5
Indonesia	37	70	35	10	5	2	5	6	7
Trung Quốc	28	72	36	10	4	5	5	6	6
Hàn Quốc	25	74	37	8	6	8	4	5	6
Đài Loan	21	76	38	9	5	7	4	6	7
Ấn Độ	13	80	40	8	7	7	6	6	6
Hong Kong	7	84	42	10	8	9	5	5	5
Thái Lan	3	86	43	10	7	9	5	6	6
Singapore	3	86	43	10	9	9	5	5	5
Malaysia	2	88	44	10	9	8	5	6	6

Nguồn: World Bank, Ease of Doing Business.

Xếp hạng một số thị trường chứng khoán trong khu vực của MSCI

		Việt Nam (FM)	Trung Quốc (EM)	Indonesia (EM)	Malaysia (EM)	Philippines (EM)	Thái Lan (EM)	Hàn Quốc (EM)	Singapore (DM)
1	Mở cửa cho sở hữu nước ngoài								
	<i>Yêu cầu chất lượng nhà đầu tư</i>	++	++	++	++	++	++	++	++
	<i>Mức giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL)</i>	-/?	-/?	++	+	-/?	-/?	++	++
	<i>Room nước ngoài</i>	-/?	++	++	++	-/?	-/?	+	++
	<i>Quyền bình đẳng cho nhà đầu tư nước ngoài</i>	-/?	+	+	+	+	-/?	+	++
2	Sự dễ dàng cho dòng vốn vào/ra								
	<i>Mức độ kiểm soát dòng vốn</i>	++	++	++	++	++	++	++	++
	<i>Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối</i>	-/?	++	-/?	+	-/?	+	-/?	++
3	Tính hiệu quả của khuôn khổ hoạt động								
3.1	Gia nhập thị trường								
	<i>Thiết lập tài khoản và đăng ký nhà đầu tư</i>	+	++	++	++	++	++	-/?	++
3.2	Tổ chức thị trường								
	<i>Điều tiết thị trường</i>	+	+	++	++	++	++	++	++
	<i>Công bố thông tin</i>	-/?	++	+	++	++	++	-/?	++
3.3	Cơ sở hạ tầng thị trường								
	<i>Thanh toán và bù trừ</i>	-/?	++	+	++	+	+	-/?	++
	<i>Lưu ký</i>	++	++	++	++	++	++	++	++
	<i>Đăng ký/ký thác</i>	++	++	++	++	++	++	++	++
	<i>Giao dịch</i>	++	++	++	++	++	++	++	++
	<i>Chuyển nhượng</i>	-/?	++	+	+	++	++	-/?	++
	<i>Thế chấp cổ phiếu</i>	-/?	++	+	++	-/?	+	++	++
	<i>Bán khống</i>	-/?	++	+	+	-/?	+	++	++
4	Tính sẵn có của công cụ đầu tư	-/?	++	++	++	++	++	-/?	++
5	Tính ổn định của khuôn khổ thể chế	+	+	+	+	+	+	+	++

Ghi chú: FM, EM, DM lần lượt là thị trường cận biên, mới nổi, và phát triển. ++ Không có vấn đề; +

Không có vấn đề lớn, có thể cải thiện; -/? Cần cải thiện để được đánh giá.

Nguồn: MSCI (2020). "Global Market Accessibility Review: Country Comparison". June 2020.

Theo MSCI, TTCK Việt Nam vẫn một số hạn chế khiến cho mục tiêu nâng hạng lên thị trường mới nổi chưa đạt được

- **Giới hạn sở hữu nước ngoài:** Các công ty hoạt động trong một số ngành nghề hay lĩnh vực nhạy cảm vẫn bị kiểm soát giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài.
- **Trần sở hữu nước ngoài:** Theo đánh giá của MSCI, thị trường cổ phiếu Việt Nam bị tác động đáng kể bởi ràng buộc trần sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài.
- **Quyền bình đẳng đối với nhà đầu tư nước ngoài:** Một số thông tin liên quan đến tình hình hoạt động và tài chính của công ty không phải lúc nào cũng có sẵn bằng tiếng Anh. Ngoài ra, quyền của nhà đầu tư nước ngoài bị hạn chế bởi tỷ lệ sở hữu nước ngoài nghiêm ngặt cả về mặt tổng sở hữu nước ngoài cũng như sở hữu riêng lẻ đối với từng nhà đầu tư.
- **Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối:** Không có thị trường tiền tệ nước ngoài (offshore), trong khi có một số ràng buộc đối với thị trường ngoại tệ trong nước (ví dụ: các giao dịch ngoại hối phải được liên kết với các giao dịch chứng khoán).
- **Đăng ký nhà đầu tư và mở tài khoản:** Việc đăng ký nhà đầu tư là bắt buộc và việc mở tài khoản cần được sự chấp thuận của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán (VSD).
- **Điều tiết thị trường:** Không phải tất cả các quy định đều được cung cấp bằng tiếng Anh.
- **Cung cấp thông tin:** Thông tin thị trường chứng khoán không phải lúc nào cũng được công bố bằng tiếng Anh và đôi khi không đủ chi tiết.
- **Thanh toán bù trừ:** Không có cơ sở thấu chi và yêu cầu tài trợ trước cho các giao dịch.
- **Khả năng chuyển nhượng:** Các giao dịch ngoại sàn (off-exchange) và chuyển nhượng hiện vật (in-kind transfer) cần được sự chấp thuận trước của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC)

Đánh giá của UBCKNN về một số kết quả hoạt động của TTCK Việt Nam

- Thị trường chứng khoán đã tạo điều kiện cho Chính phủ, các doanh nghiệp huy động vốn cho đầu tư phát triển và mở rộng sản xuất kinh doanh.
- Quy mô và tính thanh khoản của thị trường chứng khoán ngày một cải thiện, góp phần thu hẹp thị trường tự do, thu hút đông đảo các nhà đầu tư trong nước, nước ngoài.
- Thị trường chứng khoán đã thu hút đông đảo các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài.
- Hệ thống các tổ chức kinh doanh dịch vụ chứng khoán đã có sự phát triển nhanh về số lượng, quy mô vốn, nghiệp vụ và công nghệ với mạng lưới chi nhánh, phòng giao dịch tại các tỉnh, thành phố trong cả nước.
- Các Sở GD&ĐT, TT&TK đã thực hiện chức năng giao dịch, lưu ký, thanh toán chuyển giao chứng khoán an toàn, đồng thời chú trọng phát triển công nghệ thông tin, phát triển nguồn nhân lực, quản trị nội bộ và cung cấp các sản phẩm, dịch vụ đa dạng cho thị trường.
- Khung pháp luật về TTCK ngày càng được hoàn thiện góp phần hoàn chỉnh thể chế kinh tế thị trường có sự quản lý của Nhà nước.

Những mặt hạn chế của TTCK Việt Nam

- Hàng hóa của thị trường:
 - Số lượng nhiều nhưng chất lượng thấp, sản phẩm chưa đa dạng.
 - Chưa có cổ phiếu MNEs niêm yết ở VN.

- Các công ty niêm yết:
 - Năng lực tài chính và quản trị yếu, minh bạch kém.

Loại hành vi gian lận	Mức 1	Mức 2	Mức 3	Mức 4	Mức 5
Giao dịch nội gián	5,7%	15,3%	37,2%	19,7%	22,1%
Thao túng giá chứng khoán	0,4%	0,8%	8,7%	39,9%	50,2%
Tạo dựng/ CBTT sai lệch	1,6%	3,5%	25,4%	42,9%	26,6%
Làm giả hồ sơ chào bán CK	3,1%	14,7%	56,2%	19,2%	6,8%

Nguồn: Nguyễn Hữu Tài và Nguyễn Thị Bích Thủy

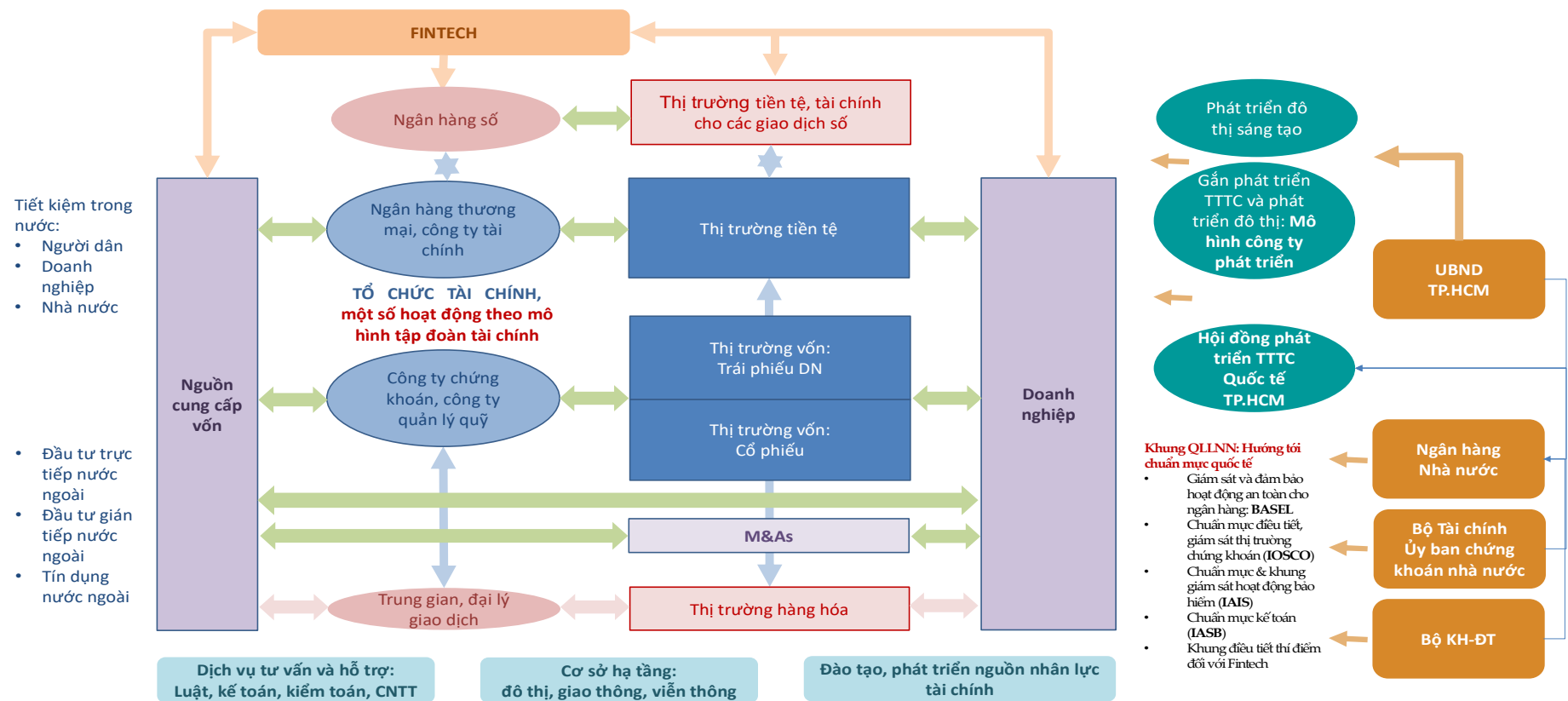
- Nhà đầu tư:
 - Chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân.
 - Nhà đầu tư tổ chức chủ yếu là các TCTD, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư; các loại hình công ty đầu tư chứng khoán, quỹ mở, quỹ hưu trí tự nguyện chưa phát triển.
- Tổ chức kinh doanh chứng khoán:
 - Tổ chức kinh doanh chứng khoán nhiều nhưng quy mô và năng lực tài chính thấp, không đảm bảo hiệu quả hoạt động, tiềm ẩn rủi ro hệ thống.
 - Chưa có mô hình ngân hàng đầu tư
- Tổ chức thị trường:
 - Tình trạng chia cắt về thị trường giao dịch, dẫn đến sự không thống nhất về quản lý thị trường.
 - Thị trường trái phiếu chuyên biệt đã được thành lập, song chủ yếu vẫn là trái phiếu chính phủ.
 - Trái phiếu doanh nghiệp chất lượng thấp, thiếu đa dạng.
 - Chưa hình thành được các nhà tạo lập thị trường.
- Hệ thống pháp lý:
 - Hệ thống pháp lý còn thiếu đồng bộ, nhiều lỗ hổng, và không theo kịp với tốc độ phát triển nhanh của thị trường.

Mức độ phổ biến của các hình thức thực hiện hành vi gian lận trên TTCK VN

Hành vi gian lận	Số trường hợp vi phạm bị xử lý											
	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Năm 2017	Năm 2018
VP của TCPH	56	94	115	106	81	67	44	50	44	56	122	74
Giao dịch nội bộ; thao túng	3	3	5	12	14	2	7	2	4	6	7	9
VP CBTT của CĐ nội bộ	17	16	26	50	57	62	34	33	60	51	199	260
VP của CTCK	6	11	12	18	14	41	23	33	29	14	21	19
Vi phạm khác	1	0	0	1	0	7	0	3	13	0	0	9
Tổng số QĐXP	83	124	158	187	166	179	108	121	150	133	349	371
Tổng số tiền phạt (tỷ đồng)	-	3,8	4,1	15	11	11	8	10	12	12,3	30,4	20

Nguồn: Nguyễn Hữu Tài và Nguyễn Thị Bích Thủy

Sơ đồ Mô hình Trung tâm Tài chính Quốc tế TP.HCM



Nguồn: Đề án Phát triển Trung tâm tài chính quốc tế TP.HCM của nhóm tác giả FSPPM

Thảo luận: Phát triển thị trường vốn VN

- Nâng hạng thị trường chứng khoán
- Thúc đẩy cổ phần hóa SOEs và niêm yết trên sàn
- Khuyến khích FDI niêm yết
- Bỏ giới hạn sở hữu nước ngoài?
- Niêm yết chéo (Cross-listing)
- Khuyến khích hình thành các nhà đầu tư có tổ chức
- Bảo vệ nhà đầu tư thiểu số
- Khuyến khích thành lập các quỹ hưu trí tự nguyện
- Thúc đẩy các dịch vụ quản lý quỹ đầu tư và quản lý tài sản cá nhân (fund management, asset management)
- Hình thành và liên kết sàn giao dịch M&A

...