

*Thị trường chứng khoán là một công cụ để chuyển tiền
từ người thiếu kiên nhẫn sang người kiên nhẫn*
_Warren Buffett

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

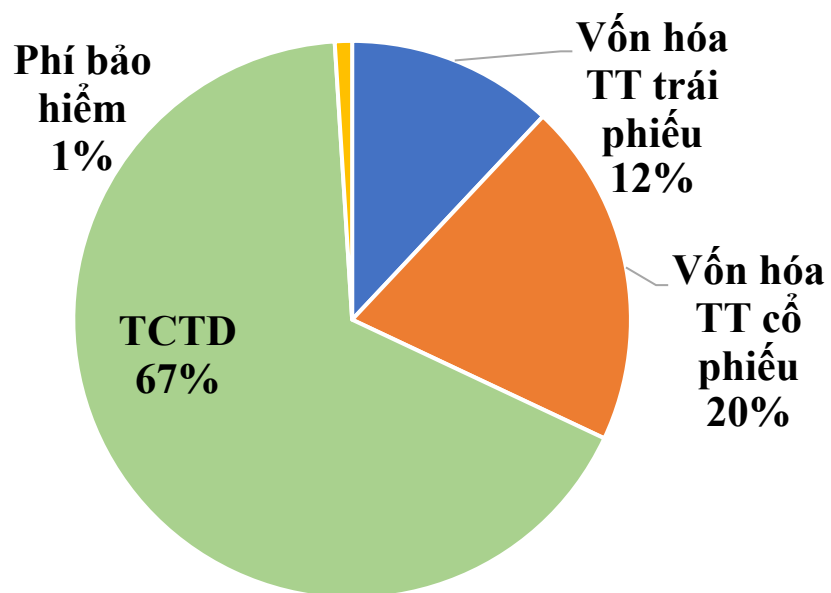
Đỗ Thiên Anh Tuấn

Trường Chính sách công và Quản lý Fulbright
Học kỳ Hè 2023



BULL VS BEAR

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



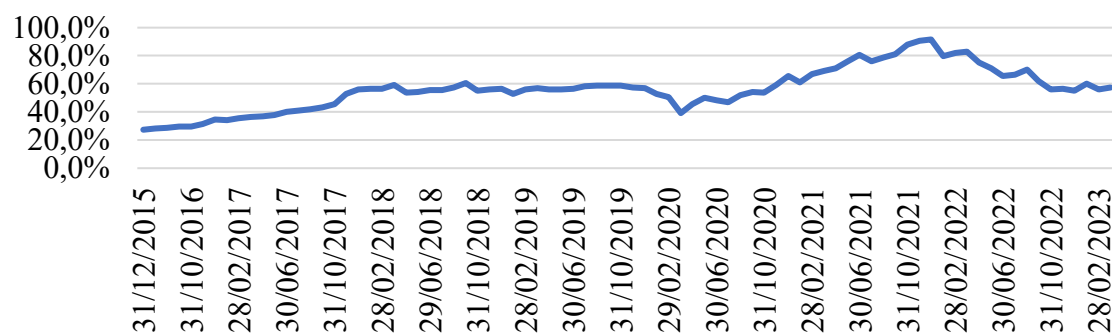
Nguồn: Tính toán của Viện ĐT&NC BIDV, tháng 7/2020



Thị trường chứng khoán

- Bất chấp dịch bệnh, một dòng tiền lớn đổ vào TTCK.
- Quy mô vốn hóa TTCK hiện đạt gần 145% GDP, gần bằng dư nợ tín dụng ngân hàng/GDP.
- Chỉ số VN-Index liên tục xác lập mức kỷ lục trên 1.500 điểm.
- Số tài khoản 'F0' đạt kỷ lục trên 1,3 triệu tài khoản.
- Thanh khoản thị trường dồi dào, nhiều mã cổ phiếu tăng trưởng kỷ lục.

Quy mô vốn hoá thị trường chứng khoán (%GDP)



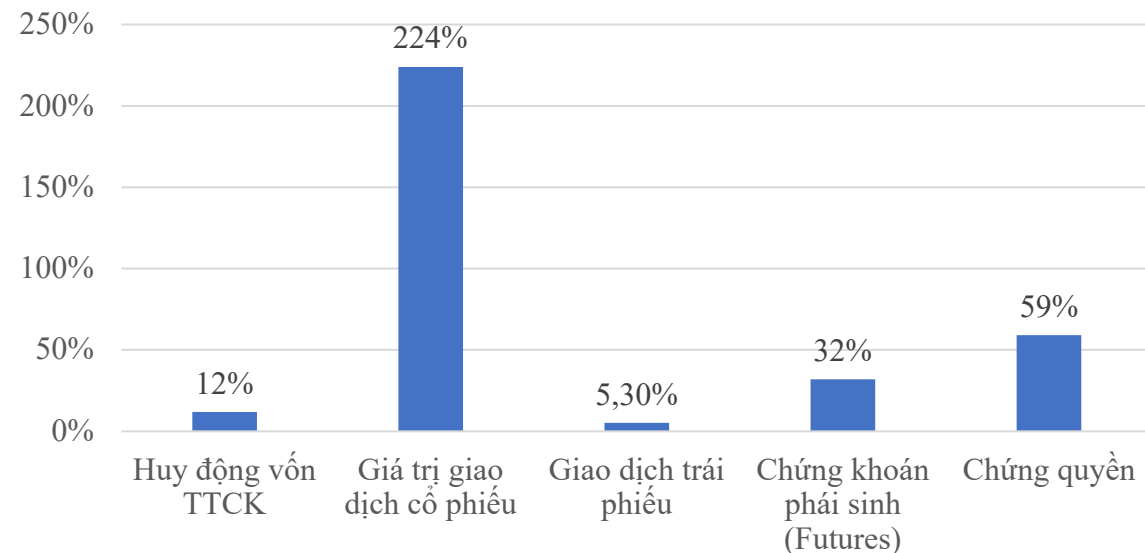
Nguồn: SSC

Quá trình phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp (%GDP) Trái phiếu doanh nghiệp gồm cả trái phiếu do doanh nghiệp không niêm yết phát hành

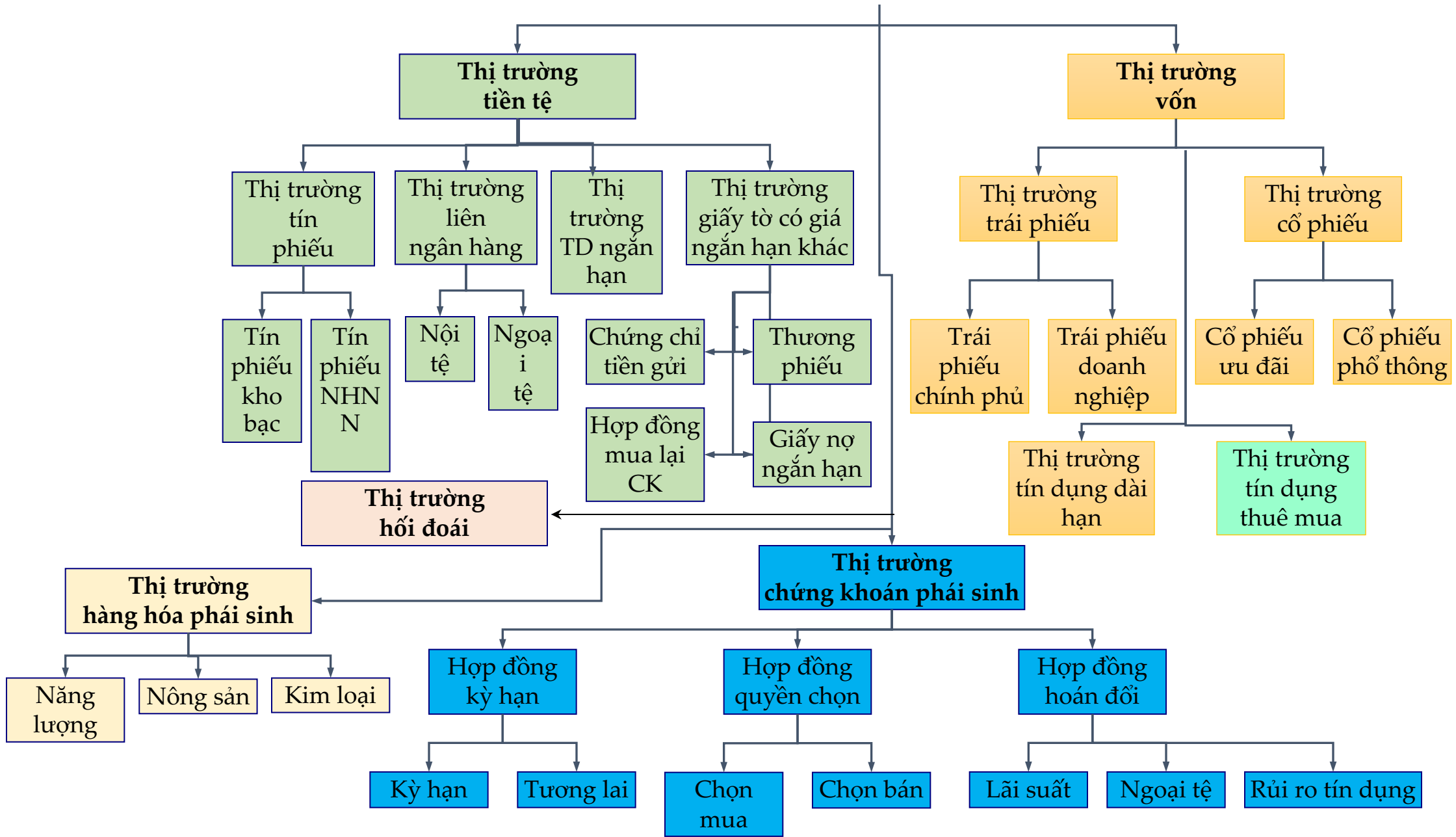


Tốc độ tăng trưởng thị trường trái phiếu doanh nghiệp so với GDP qua các năm (Ảnh ADB)

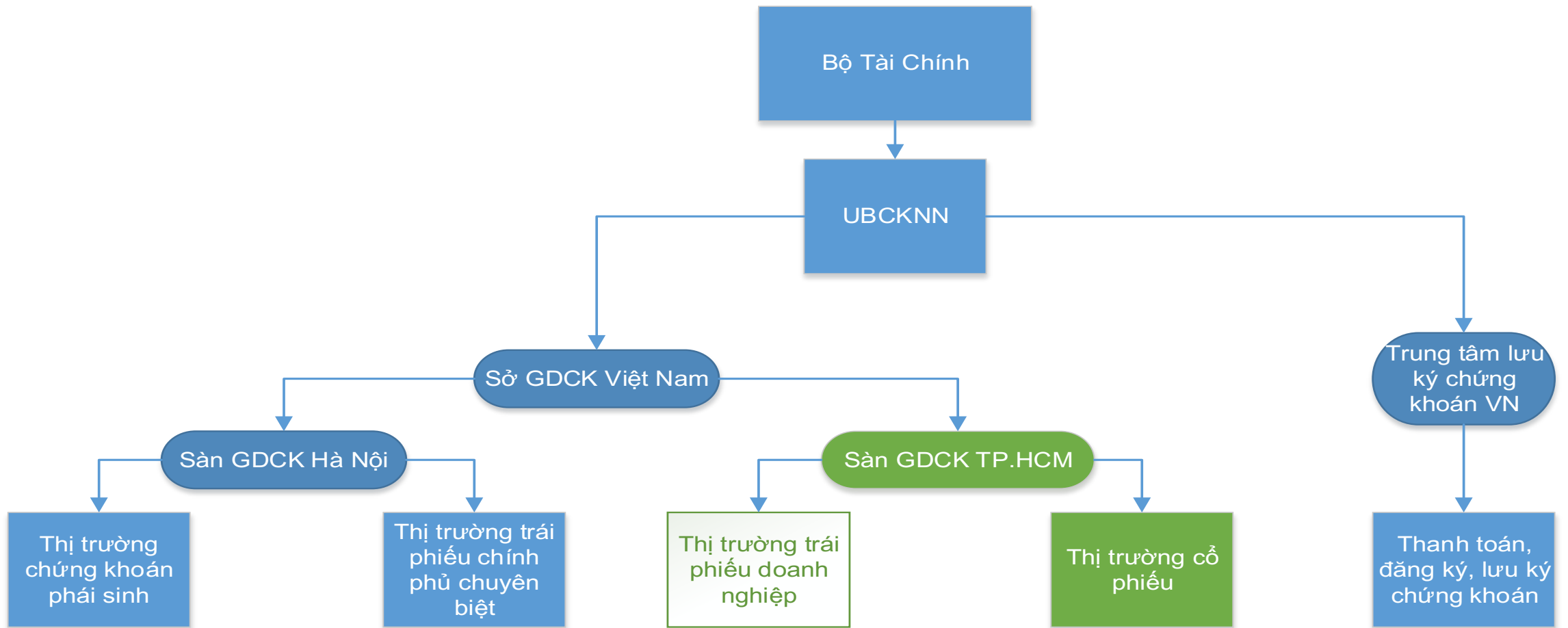
Khu vực Chứng khoán
(so cùng kỳ 2020)



Thị trường và công cụ tài chính

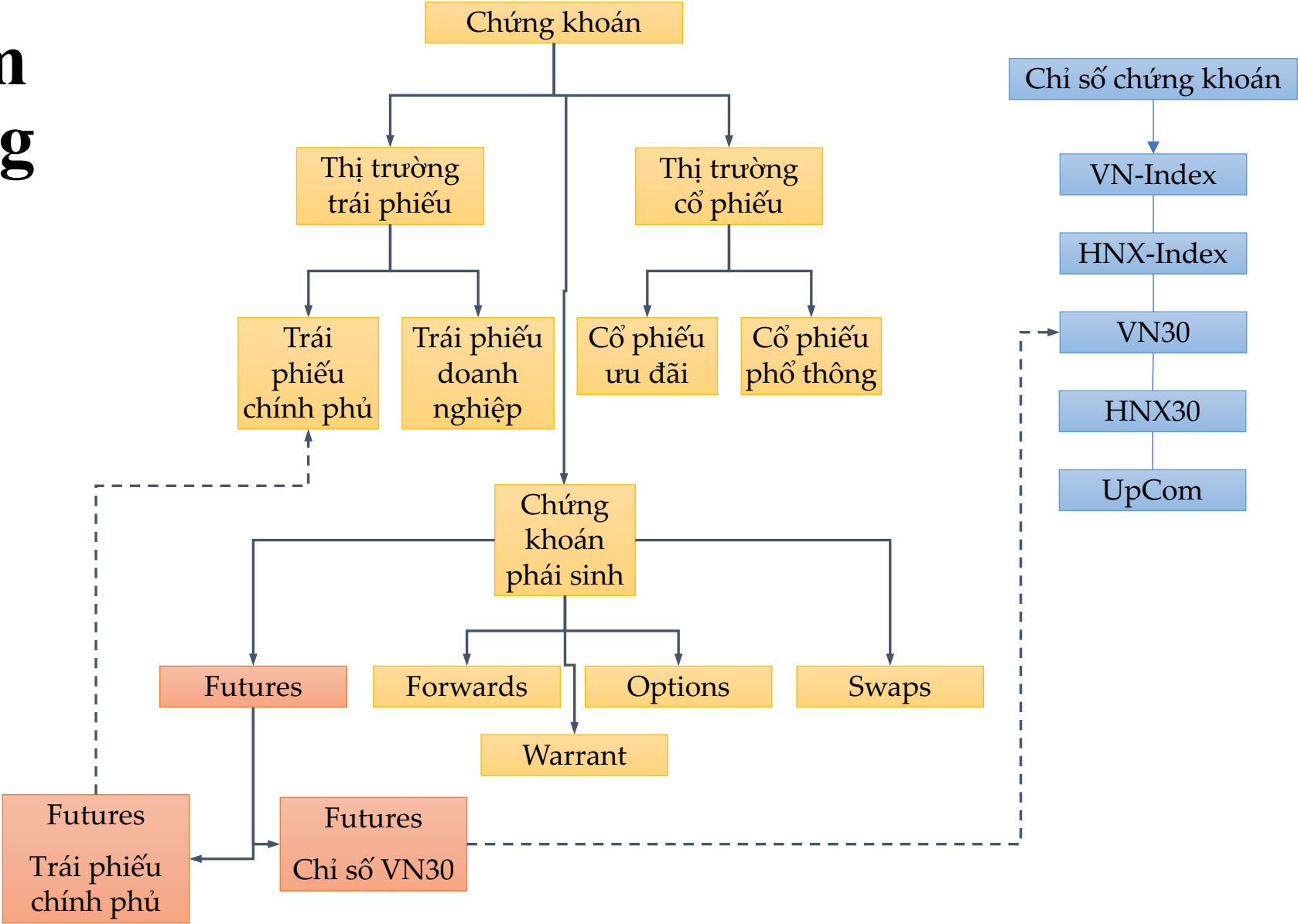


Tổ chức thị trường chứng khoán Việt Nam theo định hướng

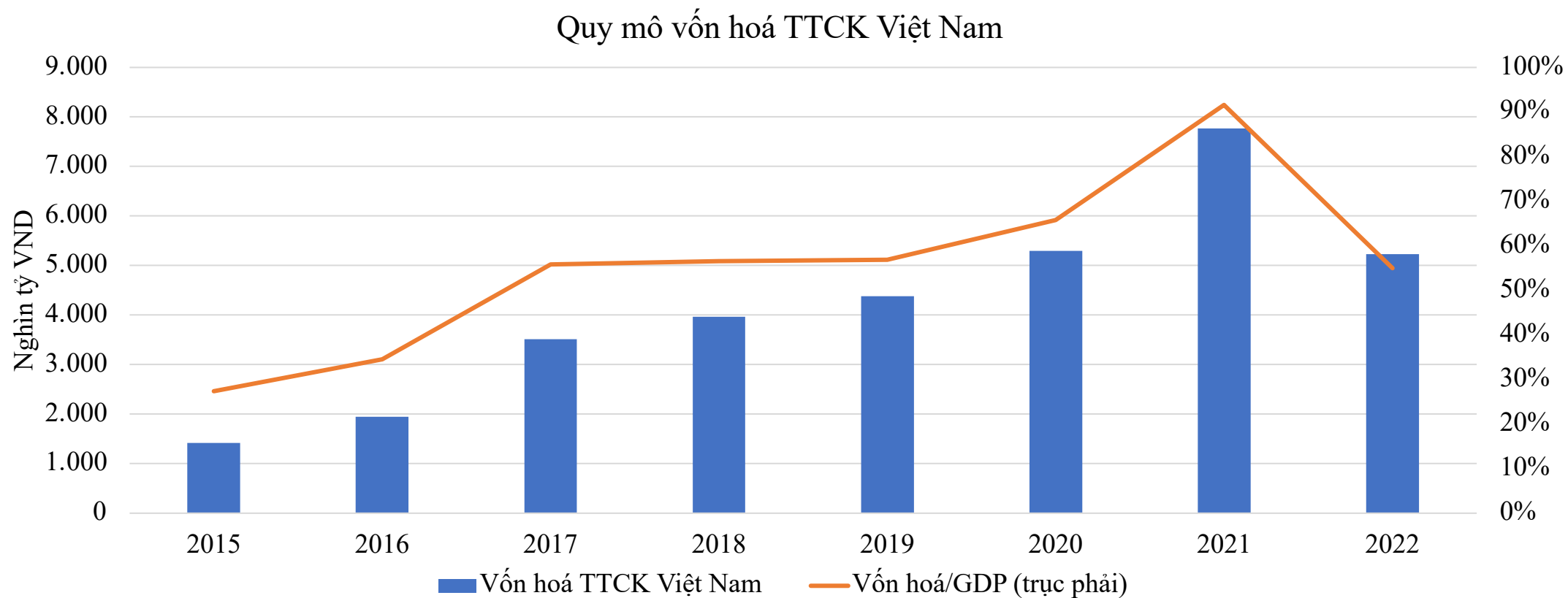


Nguồn: Tác giả

Sản phẩm thị trường

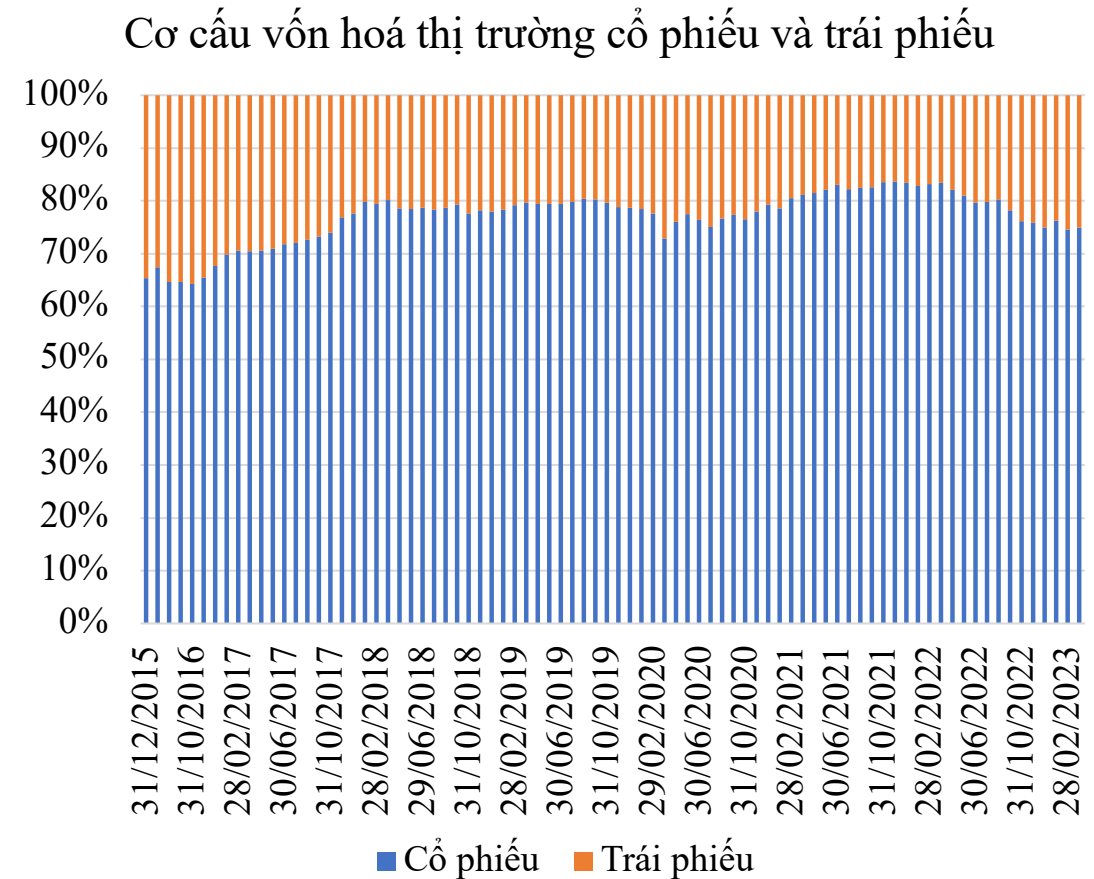
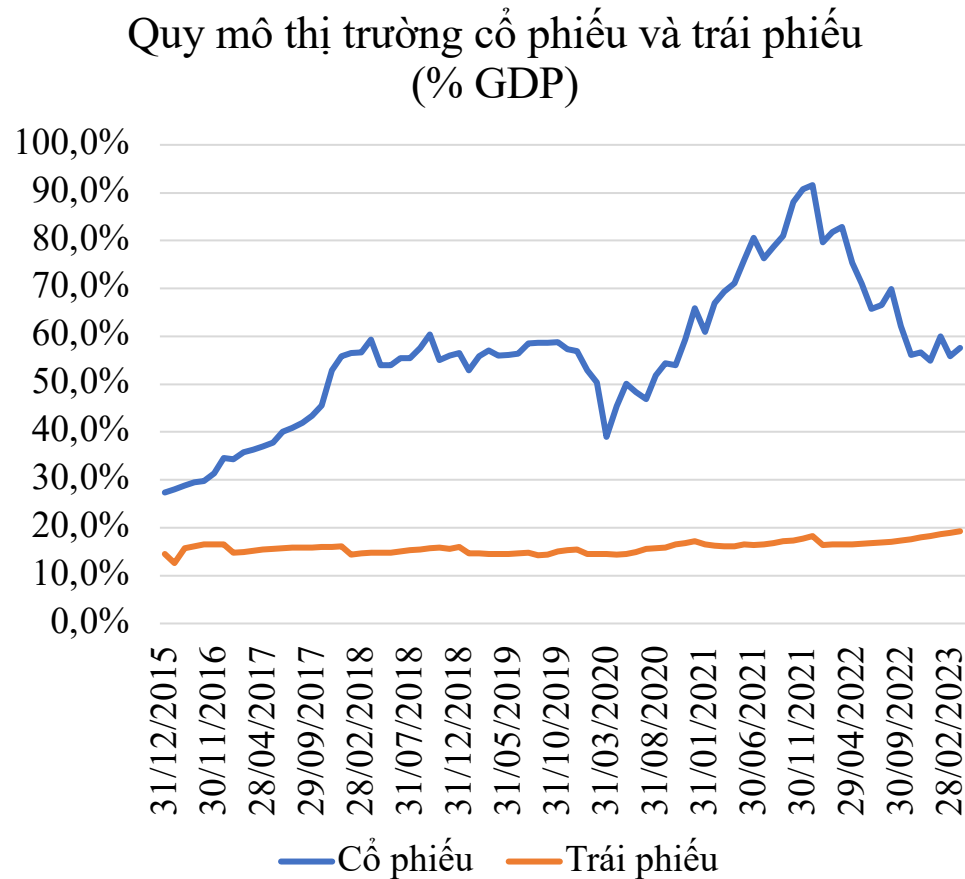


Tình hình phát triển của TTCK Việt Nam



Nguồn: UBCKNN, TCTK

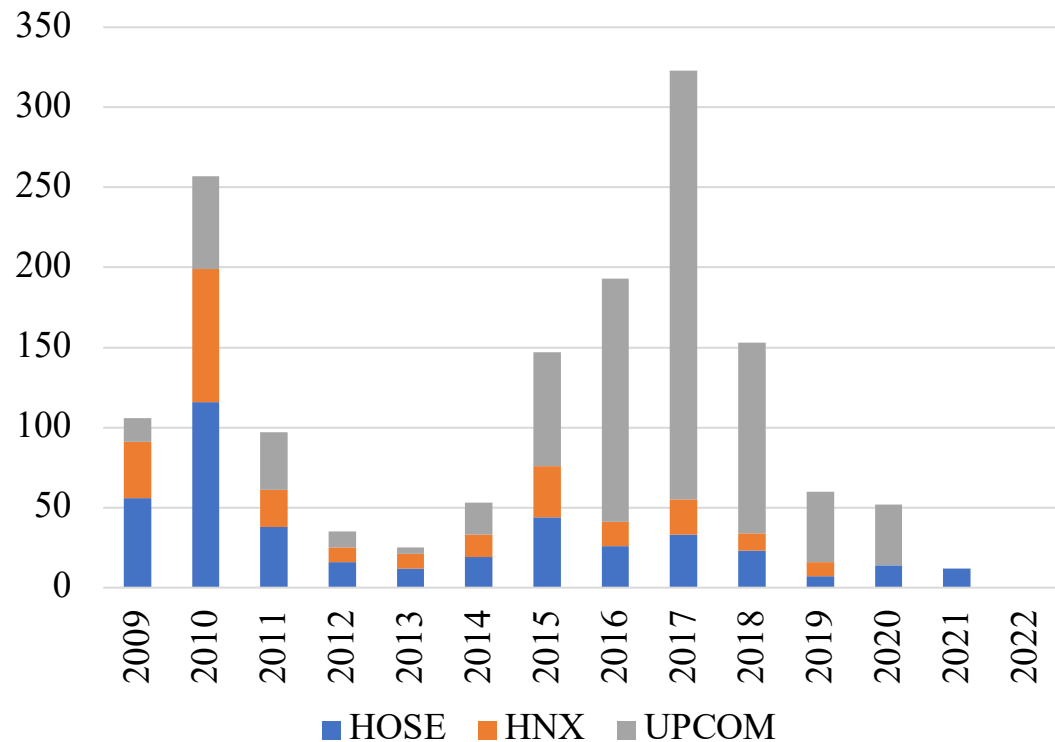
Quy mô vốn hoá thị trường cổ phiếu và trái phiếu (% GDP)



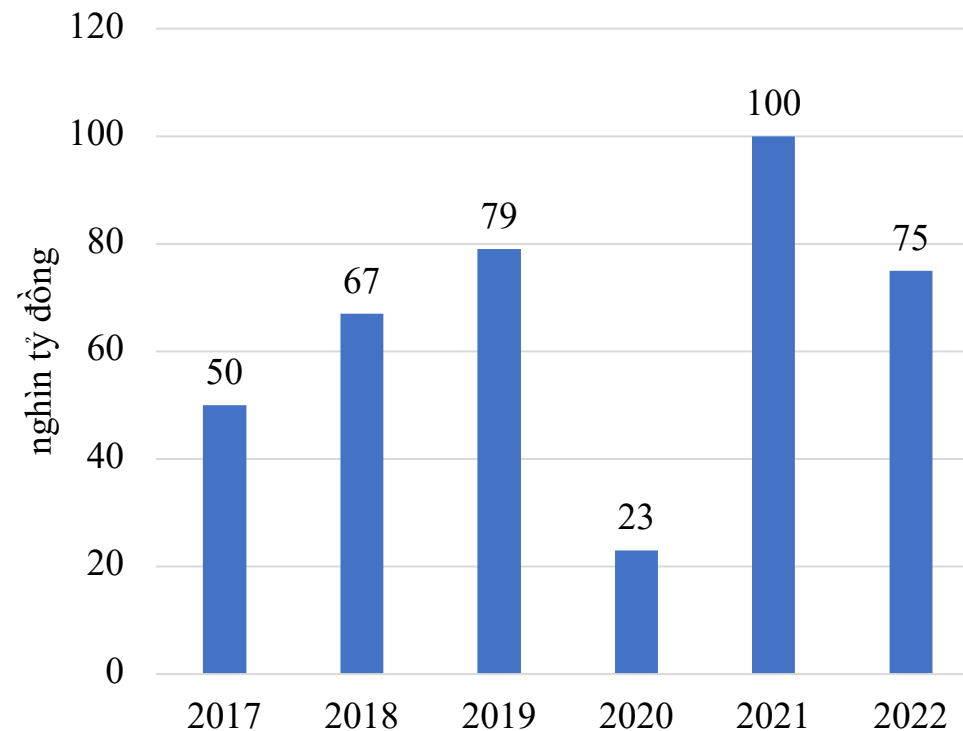
Nguồn: UBCKNN, TCTK

Thị trường chứng khoán

Số lượng DNNY tăng thêm qua các năm

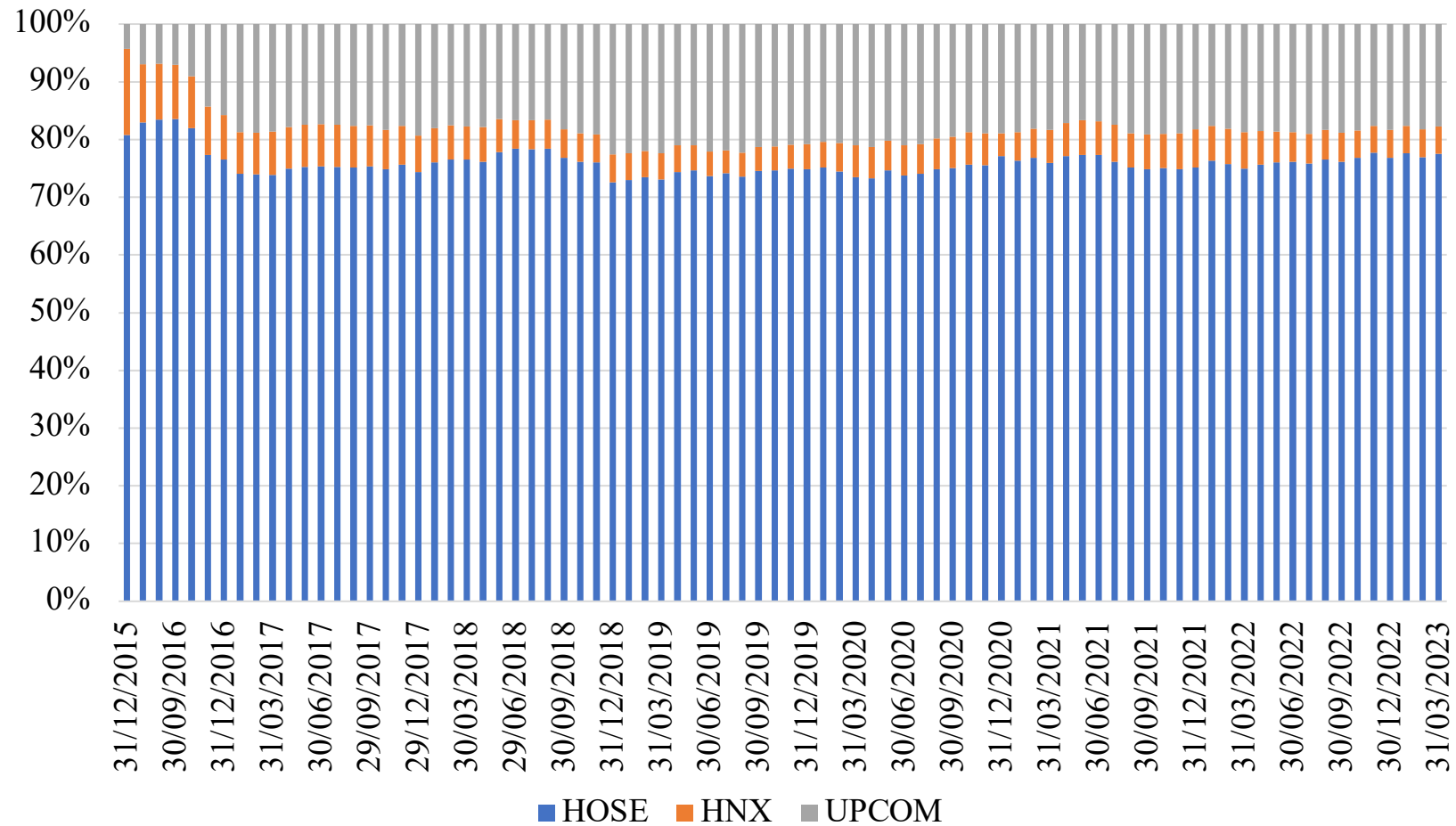


Huy động vốn cổ phần trên TTCK



Nguồn: UBCKNN, FiinRating

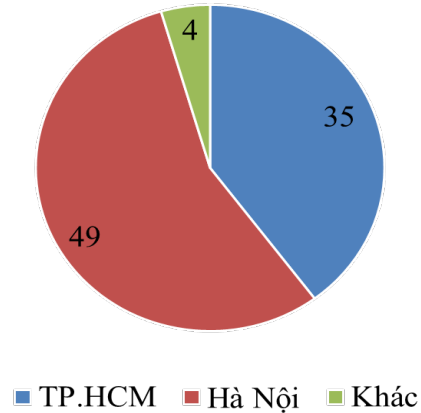
Cơ cấu vốn hoá của các sàn giao dịch



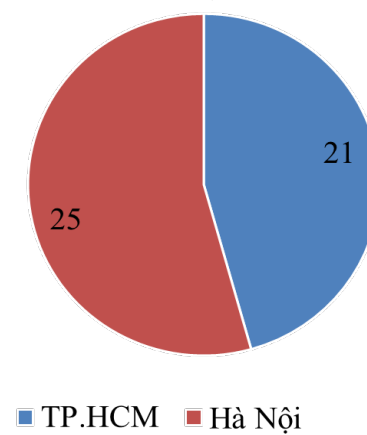
Nguồn: UBCKNN

Công ty chứng khoán và quỹ đầu tư

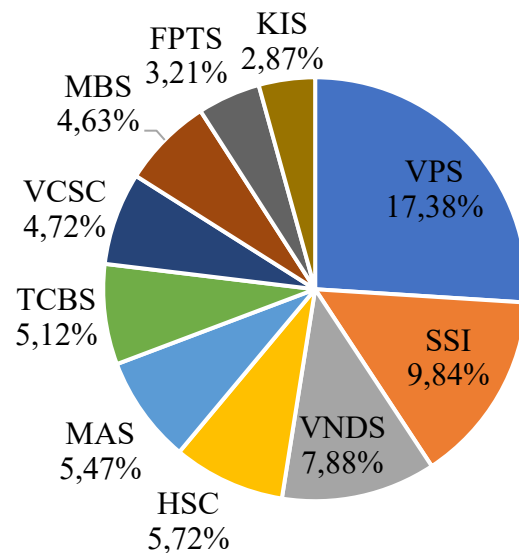
Phân bố công ty chứng khoán



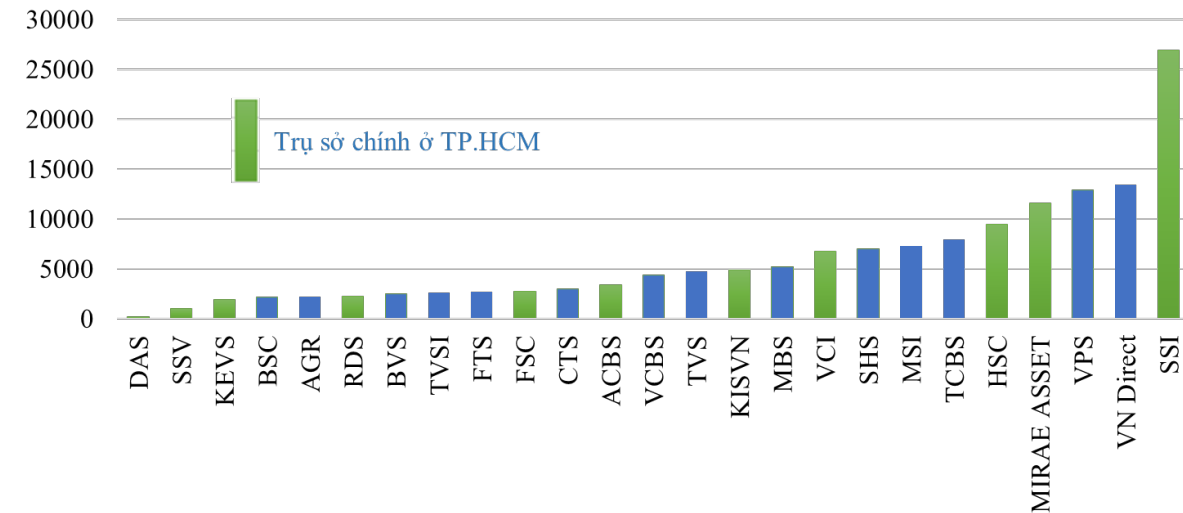
Phân bố các quỹ đầu tư



Thị phần môi giới top 10 CTCK (2022)

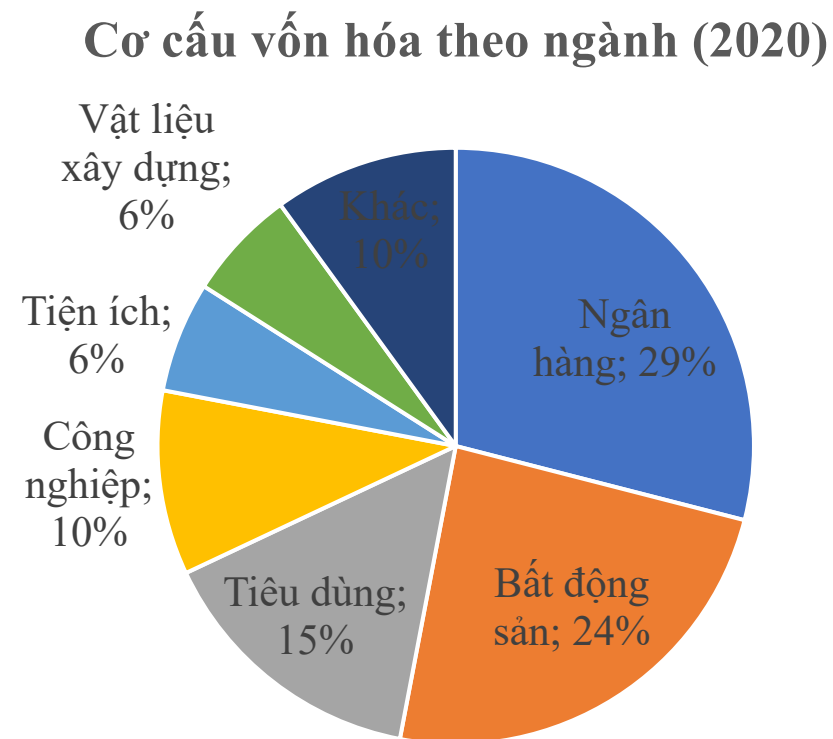
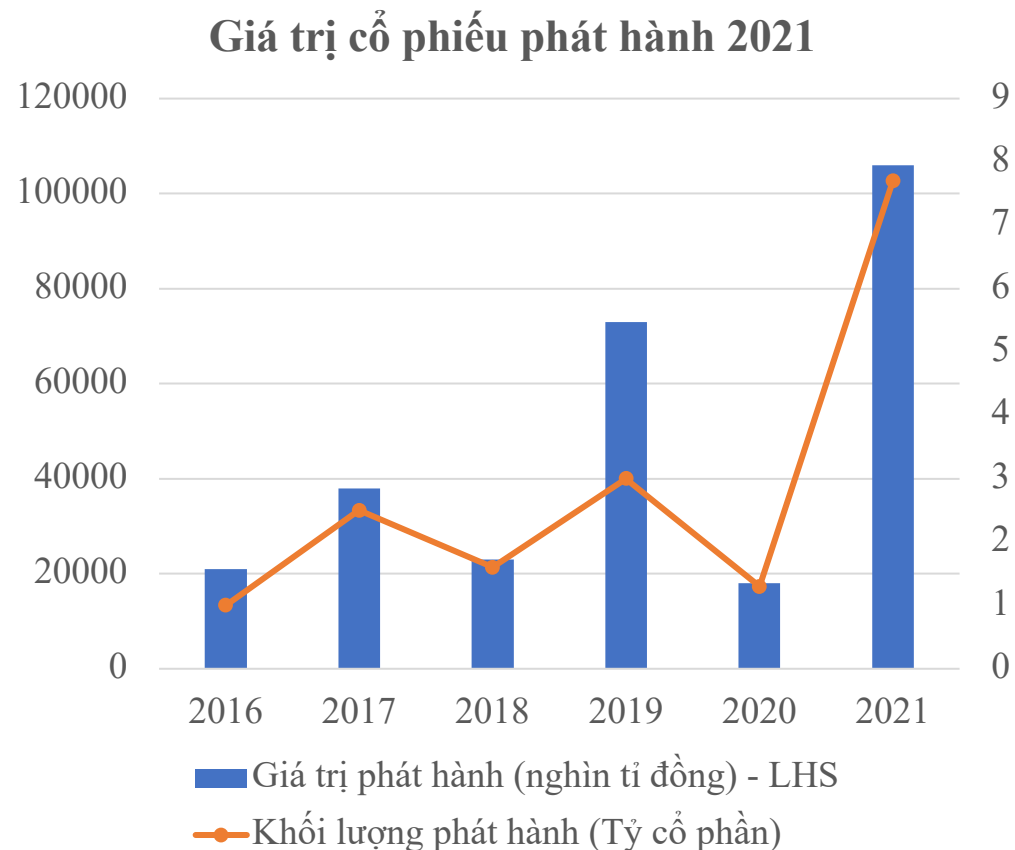


Quy mô tài sản của các công ty chứng khoán
(30/9/2020), Tỷ VND



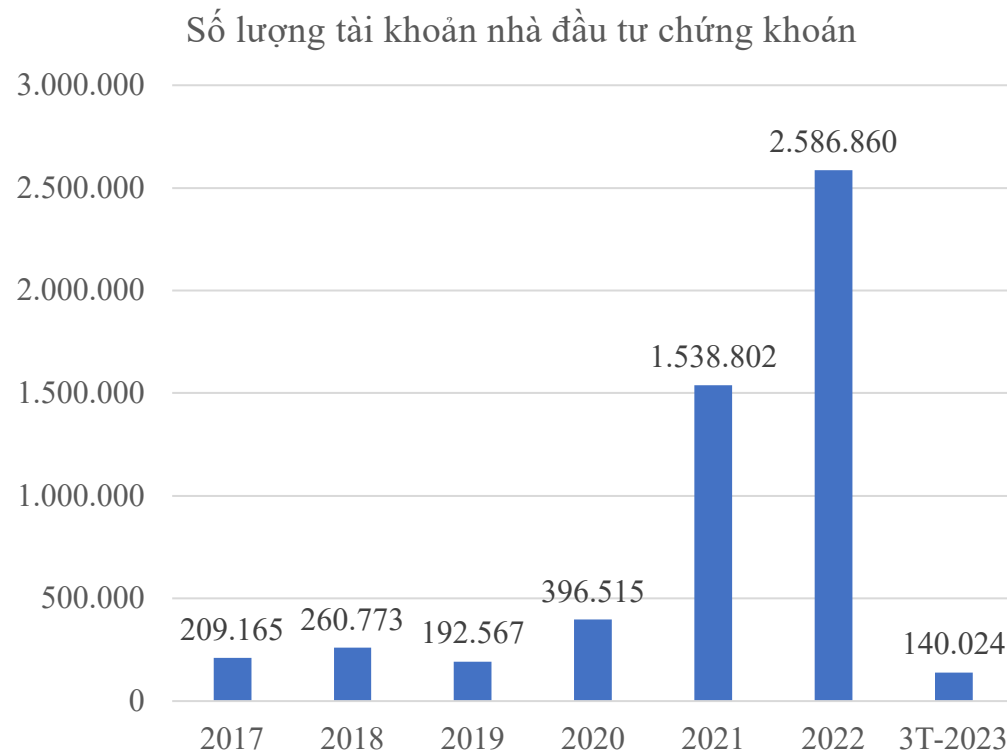
Nguồn: UBCKNN và tổng hợp của tác giả

Vai trò của TTCK



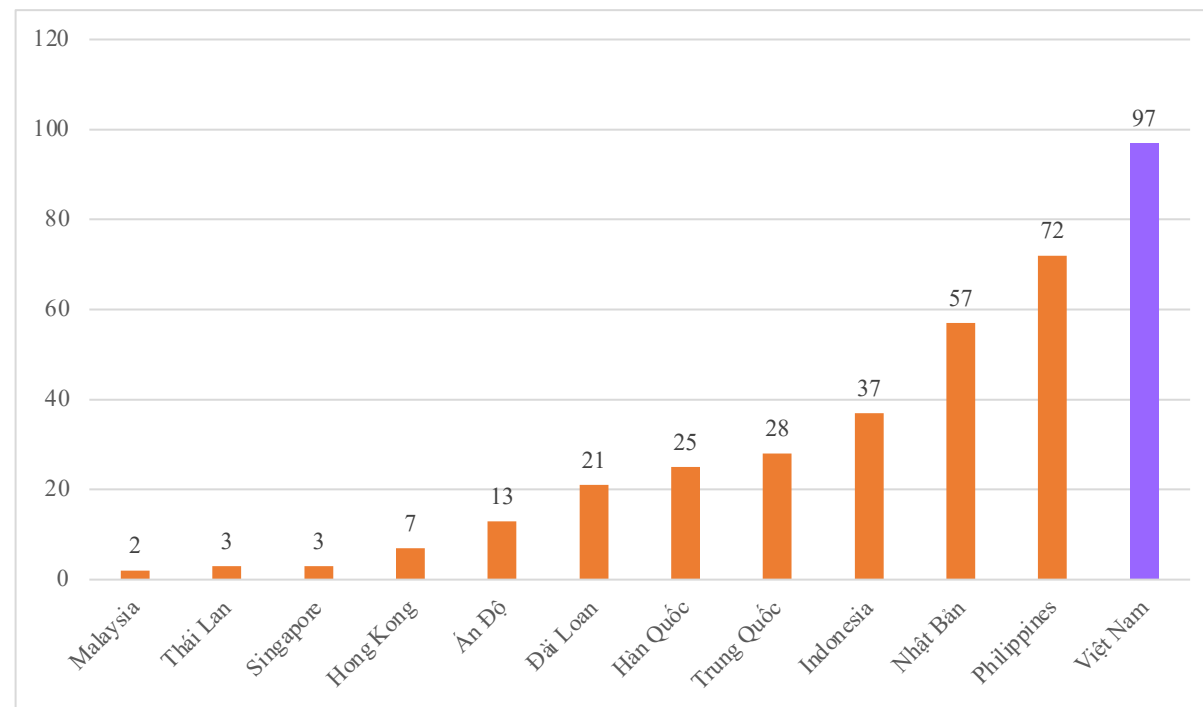
UBCKNN: Giai đoạn 2011- 2020, quy mô huy động vốn qua TTCK đạt gần 2,9 triệu tỷ đồng, gấp gần 10 lần so với giai đoạn 2001- 2010, đóng góp bình quân 19,5% tổng vốn đầu tư toàn xã hội.

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



Nguồn: Trung tâm Lưu ký Việt Nam (VSD)

Xếp hạng bảo vệ nhà đầu tư thiểu số của WB năm 2019



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.

Phân loại thị trường theo MSCI

MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX									
MSCI ACWI INDEX					MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX				
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX			
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS			
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Europe	Africa	Middle East	Asia
Canada United States	Austria Belgium Denmark Finland France Germany Ireland Israel Italy Netherlands Norway Portugal Spain Sweden Switzerland United Kingdom	Australia Hong Kong Japan New Zealand Singapore	Brazil Chile Colombia Mexico Peru	Czech Republic Egypt Greece Hungary Kuwait Poland Qatar Saudi Arabia South Africa Turkey United Arab Emirates	China India Indonesia Korea Malaysia Philippines Taiwan Thailand	Croatia Estonia Iceland Lithuania Kazakhstan Romania Serbia Slovenia	Kenya Mauritius Morocco Nigeria Tunisia WAEMU ²	Bahrain Jordan Oman	Bangladesh Pakistan Sri Lanka Vietnam
MSCI STANDALONE MARKET INDEXES									
						Americas	Europe	Africa	Middle East
						Argentina Jamaica Panama Trinidad & Tobago	Bosnia Herzegovina Bulgaria Malta Russia Ukraine	Botswana Zimbabwe	Lebanon Palestine

¹ The MSCI Standalone Market Indexes are not included in the MSCI Emerging Markets Index or MSCI Frontier Markets Index. However, these indexes use either the Emerging Markets or the Frontier Markets methodological criteria concerning size and liquidity.

² The West African Economic and Monetary Union (WAEMU) consists of the following countries: Benin, Burkina Faso, Ivory Coast, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal and Togo. Currently the MSCI WAEMU Indexes include securities classified in Benin, Senegal, Ivory Coast and Burkina Faso.

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>Thẻ 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 ngoài 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 TT&TK 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.
 - Sản phẩm phái sinh mới ở mức sơ khai, thiếu các công cụ đầu tư, phòng vệ rủi ro khác.
- Các công ty niêm yết:
 - Khoảng 50% có vốn điều lệ dưới 100 tỷ đồng, năng lực tài chính và quản trị yếu, minh bạch kém.
- Nhà đầu tư:
 - Chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư tổ chức chỉ chiếm 4% tài khoản giao dịch.
 - 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.
- Tổ chức thị trường:
 - Tình trạng chia cắt về thị trường giao dịch rất lớn, điều này dẫn đến sự không thống nhất về quản lý thị trường. Sự sáp nhập 2 sàn về VNX được kỳ vọng sẽ giúp quản lý giao dịch tập trung và hiệu quả hơn.
 - Thị trường trái phiếu chuyên biệt đã được thành lập, song chủ yếu vẫn là trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp mới tăng tốc đã bị va vấp.
 - 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.
 - Một số chính sách ban hành chất lượng thấp, dẫn đến nhiều bất cập trong quá trình thực tiễn (ví dụ trái phiếu doanh nghiệp)

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.

- 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.

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

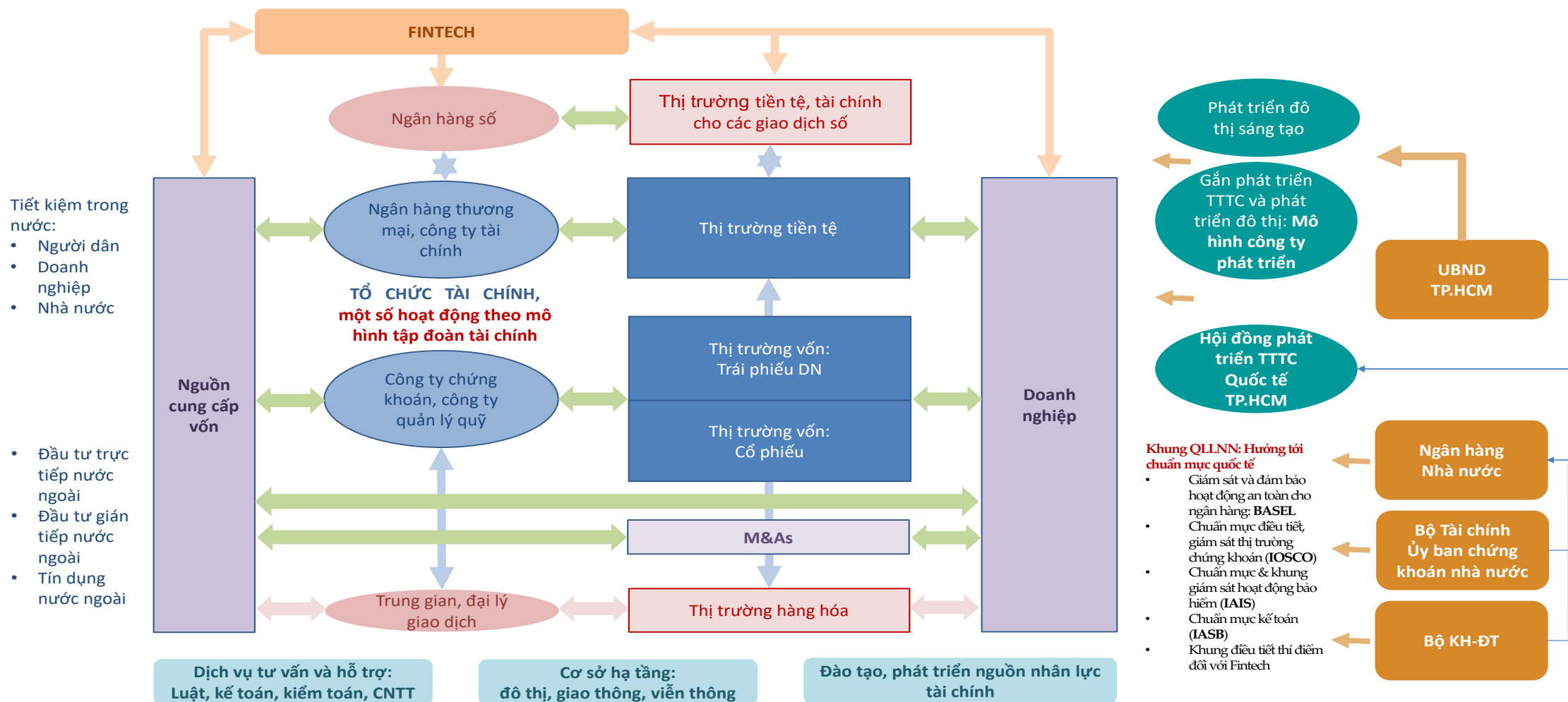
- Tổ chức kinh doanh chứng khoán:
 - Tổ chức kinh doanh chứng khoán nhiều nhưng quy mô và năng lực tài chính thấp, không đảm bảo hiệu quả hoạt động, tiềm ẩn rủi ro hệ thống.
 - Chưa có mô hình ngân hàng đầu tư
- Tổ chức thị trường:
 - Tình trạng chia cắt về thị trường giao dịch, dẫn đến sự không thống 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

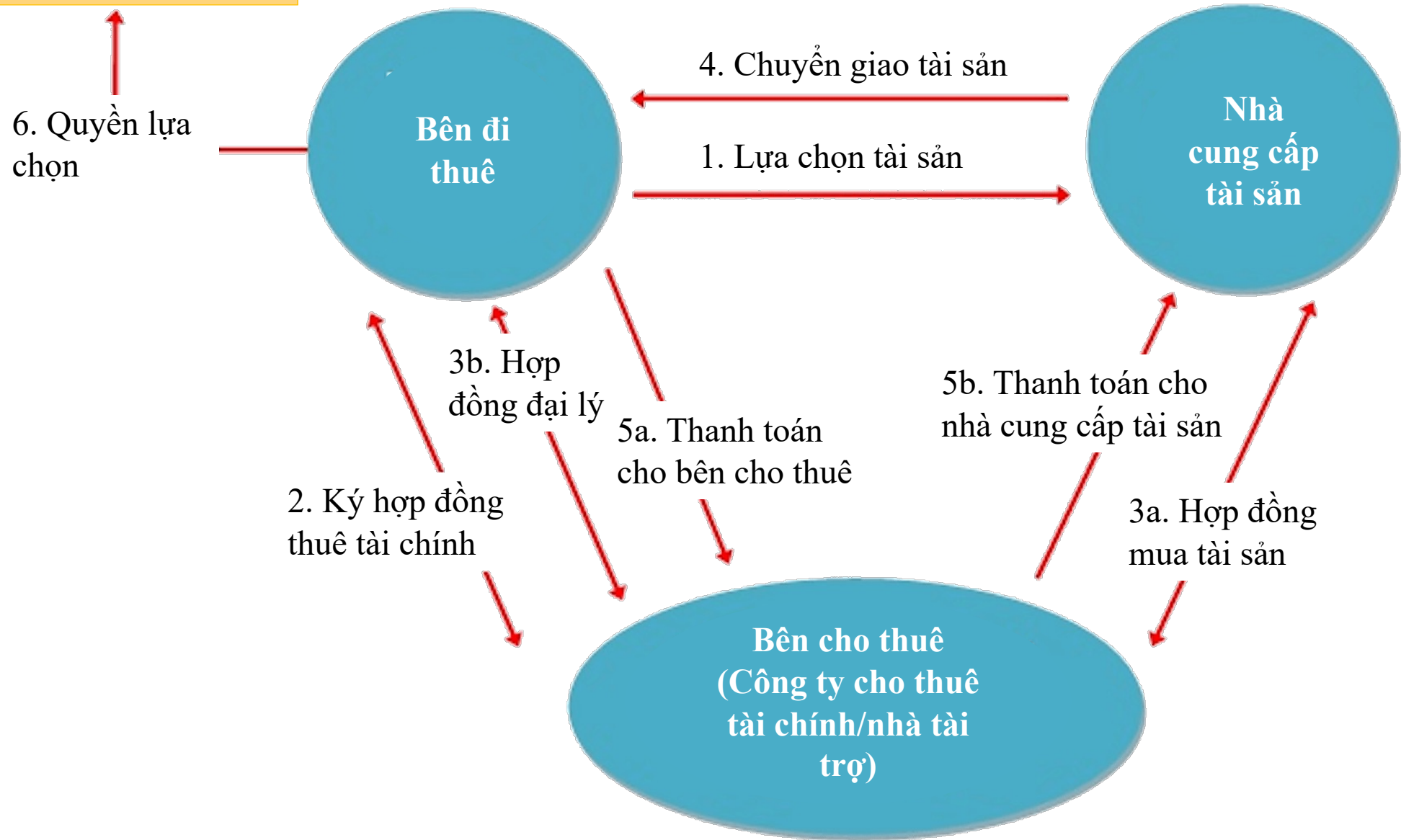
Thảo luận: Phát triển thị trường vốn VN

- 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

...

Tín dụng thuê mua

1. Mua tài sản
2. Trả lại tài sản
3. Kéo dài hợp đồng



So sánh thuê hoạt động và thuê tài chính

	Thuê hoạt động (Operating Lease)	Thuê tài chính (Financial Lease)
Quyền sở hữu	Bên cho thuê	Được chuyển cho bên đi thuê
Rủi ro và lợi ích liên quan đến tài sản	Bên cho thuê	Bên thuê
Loại hợp đồng	Hợp đồng thuê	Hợp đồng vay
Quyền mua lại tài sản	Không có quyền mua lại tài sản	Bên đi thuê có quyền mua lại tài sản
Thời hạn thuê	Ngắn (một phần nhỏ vòng đời tài sản)	Trung và dài (gần hết vòng đời tài sản)
Chi phí bảo trì, bảo quản tài sản	Bên cho thuê	Bên đi thuê
Lợi ích thuế đối với bên đi thuê	Tính vào chi phí sản xuất kinh doanh (không bao gồm chi phí dịch vụ, bảo hiểm và bảo dưỡng)	Tính vào chi phí tài chính, chi phí khấu hao
Hủy hợp đồng	Có thể hủy ngang	Không được hủy ngang

Lợi ích và bất lợi của thuê tài chính

	Bên cho thuê	Bên đi thuê
Lợi ích của thuê tài chính	Đảm bảo được nguồn thu ổn định từ thanh toán tiền thuê của bên đi thuê	Sử dụng hàng hóa vốn, không phải trả một số tiền lớn ban đầu để có được tài sản, nhờ đó dành nguồn vốn cho hoạt động khác
	Vẫn giữ được quyền sở hữu tài sản nhưng chi phí vận hành, bảo dưỡng thuộc bên đi thuê	Thanh toán tiền thuê được ghi nhận như một khoản chi phí tài chính được khấu trừ thu nhập tính thuế
	Lợi thế về thuế liên quan đến quyền sở hữu tài sản	Ít tốn kém hơn các kênh tài trợ khác như vay nợ, phát hành trái phiếu, cổ phiếu
	Khả năng sinh lời cao so với chi phí trả cho việc tài trợ tài sản	Được hỗ trợ kỹ thuật từ bên cho thuê
	Tiềm năng tăng trưởng không giới hạn	Ổn định trước biến động lạm phát
Bất lợi của thuê tài chính	Rủi ro lạm phát ngoài kỳ vọng	Tính bất buộc do không thể hủy ngang
	Đánh thuế hai lần (khi mua và khi cho thuê)	Không có quyền sở hữu tài sản
	Nguy cơ tài sản hư hỏng do tâm lý ỷ lại của bên đi thuê	Tốn kém do chịu chi phí thuê và chi phí quản lý, bảo trì tài sản
		Suy yếu vị thế tài sản công ty trên bảng cân đối kế toán do không được ghi nhận tài sản sở hữu