

Bài giảng 12

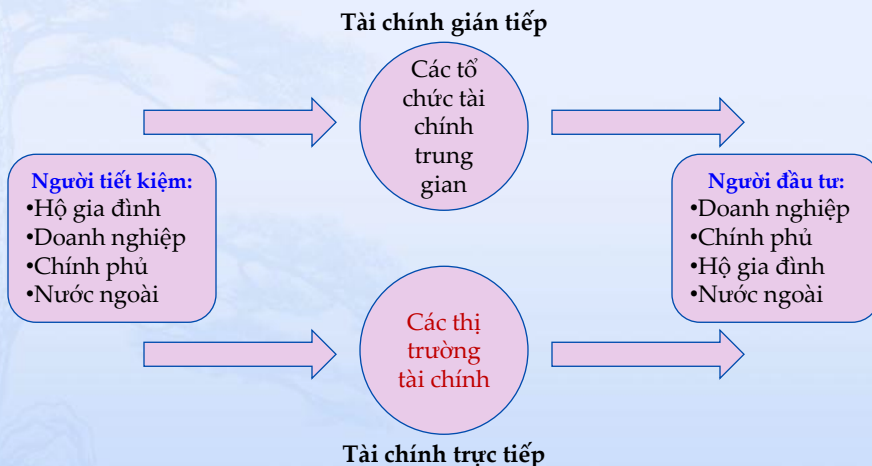
Phát triển thị trường cổ phiếu

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright
Học kỳ Hè 2012

Bài giảng được phát triển trên cơ sở bài giảng của Thầy Nguyễn Xuân Thành năm 2009

Đỗ Thiên Anh Tuấn

Sự luân chuyển vốn của hệ thống tài chính



Tài chính trực tiếp sv. tài chính gián tiếp

- **Huy động tài chính qua trung gian:**

- * Tài chính được huy động và phân bổ thông qua các tổ chức tài chính trung gian.
- * Các trung gian tài chính phân tán rủi ro khi cấp tín dụng cho nhiều dự án khác nhau và đạt được lợi thế kinh tế theo quy mô.
- * Huy động và phân bổ vốn qua ngân hàng là cần thiết khi thông tin về khả năng tín dụng của các đối tượng vay vốn có thể dễ dàng được diễn giải, nhưng lại tốn kém mới có được.

- **Huy động tài chính trực tiếp:**

- * Tài chính được huy động dưới hình thức bán chứng khoán trực tiếp cho người tiết kiệm trên thị trường.
- * Nếu có nhiều ý kiến khác nhau về triển vọng của doanh nghiệp thì tài chính trực tiếp là cách thức tốt hơn trong việc cho phép từng người cấp vốn cụ thể có thể tự lựa chọn cơ hội đầu tư mà mình ưa thích.
- * Để tài chính trực tiếp hoạt động tốt, chứng khoán phải có tính thanh khoản cao.

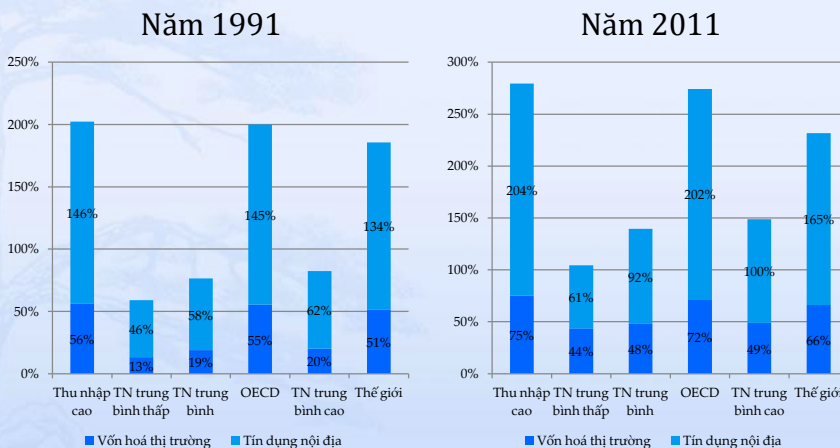
Ngân hàng và thị trường chứng khoán xử lý rủi ro khác nhau

- Ngân hàng đóng vai trò trung gian giữa người tiết kiệm và người vay.
- Do người gửi tiền không thích rủi ro và tiền gửi có kỳ hạn ngắn, nên ngân hàng thường cho vay ngắn hạn và tập trung vào những đối tượng an toàn.
- Người gửi tiền tại ngân hàng có được độ an toàn cao hơn nhưng lãi suất nhận được cũng thấp hơn.
- Đối với ngân hàng:
 - * Khả năng mất một số khoản cho vay nhưng vẫn phải thực hiện nghĩa vụ hoàn trả lại cho người tiết kiệm.
 - * Lãi trả cho người tiết kiệm thấp hơn lãi cho vay.
 - * Cung cấp dịch vụ thanh toán.

Ngân hàng và thị trường chứng khoán xử lý rủi ro khác nhau

- Thị trường chứng khoán là cầu nối trực tiếp giữa người tiết kiệm và người đi vay.
- Cơ hội đầu tư được chia nhỏ thành nhiều chứng khoán và bán cho nhiều loại nhà đầu tư khác nhau.
- Người mua chứng khoán được lợi/bị thiệt nếu công ty phát hành chứng khoán có lãi/lỗ nên đòi hỏi mức lợi tức cao hơn để bù đắp rủi ro.
- Đa dạng hoá đầu tư để tránh rủi ro.

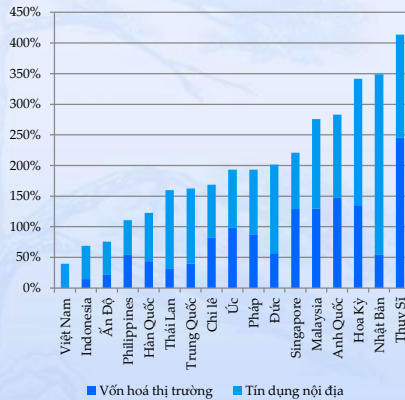
Tín dụng nội địa sv. vốn hoá thị trường của các nhóm nước (% GDP)



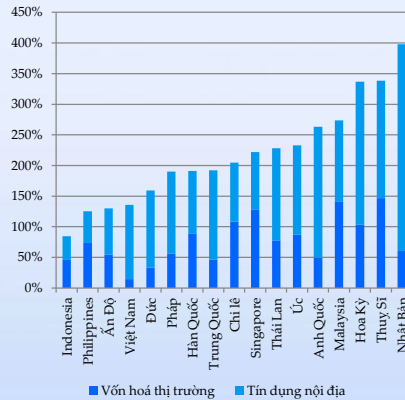
Nguồn: World Bank data

Tín dụng nội địa sv. vốn hoá thị trường của Việt Nam so sánh với các nước (% GDP)

Năm 2001

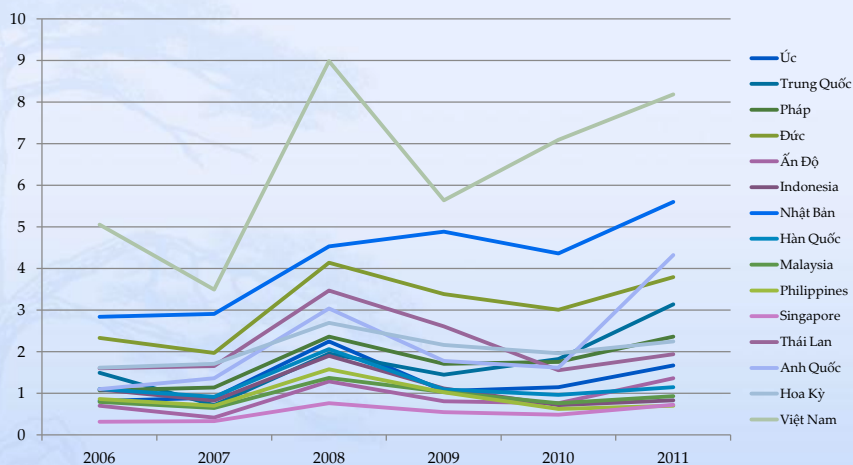


Năm 2011



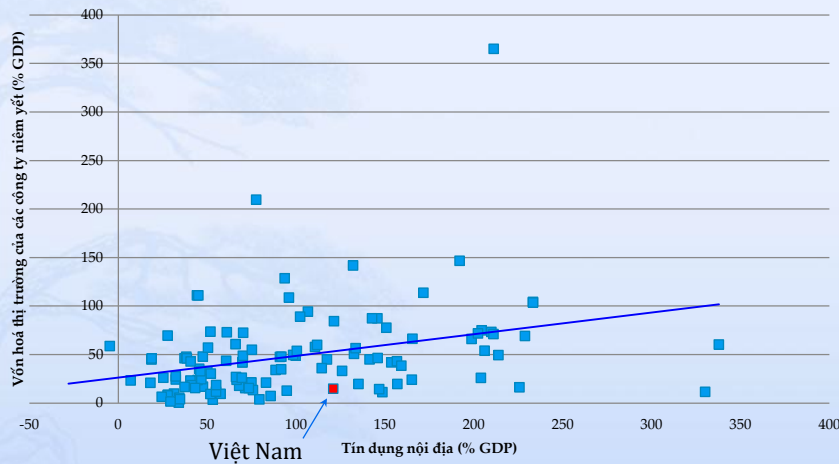
Nguồn: World Bank data

Tỷ lệ tín dụng địa so với giá trị vốn hoá thị trường của các công ty niêm yết (lần)



Nguồn: World Bank data

Ngân hàng và thị trường cổ phiếu cùng phát triển (năm 2011)



Nguồn: World Bank data

Lập luận ủng hộ tài chính dựa vào hệ thống ngân hàng

- Các tổ chức tài chính trung gian cải thiện việc chiếm lĩnh thông tin về doanh nghiệp, mức độ kiểm soát doanh nghiệp của chủ nợ, việc cung cấp các cơ chế giảm rủi ro và huy động vốn.
- Hệ thống tài chính dựa vào TTCK không hiệu quả trong việc chiếm lĩnh thông tin:
 - * Các thị trường đã phát triển tiết lộ thông tin một cách nhanh chóng nên các nhà đầu tư không quan tâm đến việc tìm hiểu, lựa chọn các cơ hội đầu tư. Còn ngân hàng có thể thực hiện đầu tư mà không phải tiết lộ ngay thông tin (Stiglitz 1985)

Lập luận ủng hộ tài chính dựa và hệ thống ngân hàng

- TTCK không là cơ chế hữu hiệu để kiểm soát doanh nghiệp:
 - * Thông tin nội gián: Những người bên trong biết nhiều thông tin hơn những người bên ngoài doanh nghiệp. Thậm chí, HĐQT có thể chịu sự điều khiển của ban giám đốc và không đại diện cho quyền lợi của cổ đông.
 - * Thị trường với tính thanh khoản cao có thể khuyến khích hoạt động mua, chiếm hữu công ty mà trong một số trường hợp có thể gây tác động bất lợi cho xã hội.
 - * Tính thanh khoản cao làm phân tán cơ cấu sở hữu và giảm khuyến khích giám sát doanh nghiệp của từng chủ sở hữu.

Lập luận ủng hộ tài chính dựa vào thị trường

- Hệ thống dựa vào thị trường cung cấp nhiều công cụ để quản lý rủi ro: vừa phù hợp cho những giao dịch tiêu chuẩn và cho những giao dịch riêng biệt của từng nhà đầu tư. Trong khi đó, hệ thống dựa vào ngân hàng chỉ có thể cung cấp những giải pháp quản lý rủi ro cơ bản (cho dù có chi phí thấp).
- Trong hệ thống dựa nhiều vào ngân hàng, các ngân hàng có thể có quá nhiều ảnh hưởng tới doanh nghiệp, từ đó tạo cơ sở để buộc doanh nghiệp phải trả phí nhiều hơn.
- Ngân hàng có xu hướng giới hạn hoạt động cho vay trong các dự án an toàn và do vậy có thể bóp nghẹt các cơ hội đổi mới và tăng trưởng của doanh nghiệp non trẻ rủi ro cao.
- Ngân hàng có thể cấu kết với doanh nghiệp, giúp giám đốc doanh nghiệp giữ vị trí cho dù quản lý kém.

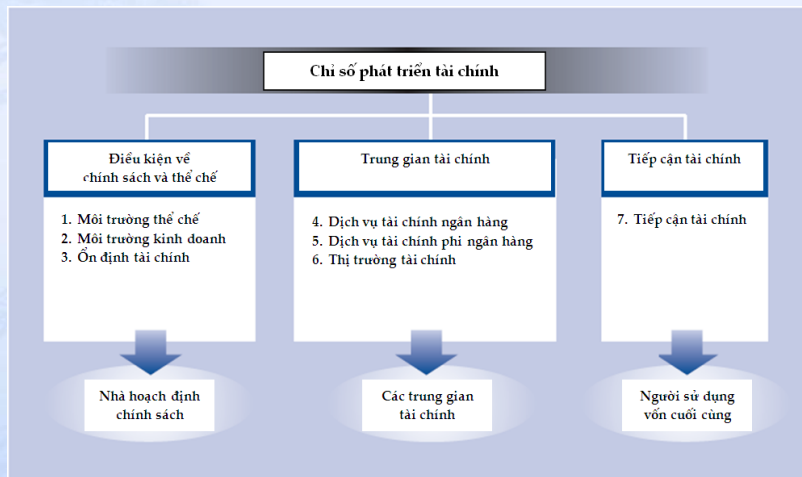
Lập luận về tính bổ trợ lẫn nhau giữa ngân hàng và thị trường

- Những yếu tố không hoàn hảo trên thị trường tạo nhu cầu phải thiết lập các hợp đồng tài chính, thị trường và trung gian tài chính.
- Đối lại, các thành viên khác nhau của hệ thống tài chính cung cấp các dịch vụ tài chính: huy động vốn, đánh giá dự án, kiểm soát doanh nghiệp, quản lý rủi ro...
- Nhiệm vụ của hệ thống tài chính là cung cấp các dịch vụ tài chính, qua ngân hàng hay qua thị trường.
- Thị trường và ngân hàng có thể cung cấp cùng một dịch vụ hay những dịch vụ bổ sung lẫn nhau.
- Ví dụ, TTCK có thể tăng tính cạnh tranh trong việc cung cấp các công cụ kiểm soát doanh nghiệp và có thể giảm những tác động tiêu cực do quyền lực quá cao của ngân hàng gây ra khi cung cấp những kênh đầu tư thay thế.

Một số kết quả nghiên cứu (Levine 2000)

- Kết quả ủng hộ quan điểm dịch vụ tài chính:
 - * Cả tài chính qua ngân hàng lẫn qua thị trường đều thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.
 - * Doanh nghiệp ở những nền kinh tế thành công thường sử dụng cả ngân hàng và TTCK để huy động vốn phù hợp với điều kiện cụ thể của mình.
- Xu hướng tăng tỷ lệ tài chính qua thị trường so với tài chính qua ngân hàng với mức độ phát triển kinh tế không phải là quan hệ nhân quả.
- Khác biệt về cơ cấu tài chính (dựa vào thị trường sv. ngân hàng) không giải thích được những khác biệt về tốc độ tăng trưởng giữa các nước.

Chỉ số phát triển tài chính (Financial Development Index)



Nguồn: World Economic Forum, 2011

Chỉ số phát triển tài chính 2010-2011

Country/Economy	2011 rank	2010 rank	2011 score (1-7)	Change in score
Hong Kong SAR	1	4	5.16	+0.12
United States	2	1	5.15	+0.03
United Kingdom	3	2	5.00	-0.07
Singapore	4	3	4.97	-0.08
Australia	5	5	4.93	-0.08
Canada	6	6	4.86	-0.11
Netherlands	7	7	4.71	-0.04
Japan	8	9	4.71	+0.05
Switzerland	9	8	4.63	-0.09
Norway	10	15	4.52	+0.18
Sweden	11	12	4.51	-0.09
France	12	11	4.44	-0.19
Belgium	13	10	4.38	-0.26
Germany	14	13	4.33	-0.16
Denmark	15	16	4.30	+0.00
Malaysia	16	17	4.24	+0.04
Spain	17	14	4.24	-0.18
Korea, Rep.	18	24	4.13	+0.13
China	19	22	4.12	+0.08
Austria	20	19	4.11	-0.08
Finland	21	20	4.11	-0.01
Ireland	22	18	4.10	-0.09
Saudi Arabia	23	26	3.90	+0.02
Bahrain	24	23	3.90	-0.10
United Arab Emirates	25	21	3.89	-0.16
Israel	26	27	3.86	+0.01
Italy	27	25	3.85	-0.11
Kuwait	28	28	3.73	+0.03
South Africa	29	32	3.64	+0.11
Brazil	30	31	3.61	+0.09
Chile	31	30	3.61	+0.07
Jordan	32	29	3.48	-0.16
Poland	33	35	3.45	+0.13
Czech Republic	34	33	3.40	-0.05
Thailand	35	34	3.32	-0.04
India	36	37	3.29	+0.05
Panama	37	39	3.23	-0.01
Slovak Republic	38	36	3.22	-0.07
Russian Federation	39	40	3.18	-0.04
Peru	40	48	3.16	+0.16
Mexico	41	43	3.16	+0.09
Morocco	42	41	3.15	-0.03
Turkey	43	42	3.14	-0.02
Philippines	44	50	3.13	+0.17
Colombia	45	47	3.09	+0.06
Kazakhstan	46	49	3.06	+0.08
Hungary	47	45	3.03	-0.01
Tunisia	48	n/a	3.00	n/a
Egypt	49	38	2.99	-0.25
Vietnam	50	46	2.98	-0.05
Indonesia	51	51	2.92	+0.02
Romania	52	44	2.85	-0.19
Argentina	53	52	2.69	-0.10
Ukraine	54	53	2.62	-0.13
Pakistan	55	54	2.58	-0.02
Bangladesh	56	56	2.58	+0.03
Tanzania	57	n/a	2.55	n/a
Ghana	58	n/a	2.55	n/a
Venezuela	59	55	2.44	-0.12
Nigeria	60	57	2.44	+0.03

Nguồn: World Economic Forum, 2011

Tự do hoá tài chính và phát triển thị trường cổ phiếu

Quốc gia	Năm tự do hoá	Quy mô	Thanh khoản	Biến động
Argentina	1989	↑	↑	↑
Brazil	1983	—	—	↑
Chile	1988	—	↑	—
Colombia	1989-91	—	↑	↑
Ấn Độ	1990-92	↑	↑	↑
Jordan	1987	—	↑	—
Hàn Quốc	1981-92	—	↑	—
Malaysia	1986	—	—	n.a
Pakistan	1990	↑	↑	↑
Philippines	1988	—	↑	—
Bồ Đào Nha	1988	↑	↑	n.a
Thái Lan	1988	—	↑	↑
Thổ Nhĩ Kỳ	1990	↑	↑	n.a
Venezuela	1988	—	↑	↑

Nguồn: Ross, Levine, and Sara Zervos, 1995

Thị trường chứng khoán Việt Nam

- 11/1993: Thành lập Ban nghiên cứu xây dựng và phát triển thị trường vốn thuộc NHNN:
 - * **Nhiệm vụ:** Nghiên cứu, xây dựng đề án và chuẩn bị các điều kiện để thành lập TTCK.
 - * **Phối hợp với Bộ Tài chính:** nghiên cứu các lĩnh vực liên quan đến hoạt động của TTCK, tìm hiểu các mô hình TTCK các nước trong khu vực và thế giới, đề xuất mô hình TTCK Việt Nam, đào tạo kiến thức và nhân lực.
- 09/1994: Thành lập ban soạn thảo Pháp lệnh về chứng khoán và TTCK.
- 06/1995: Thành lập Ban Chuẩn bị tổ chức TTCK:
 - * **Nhiệm vụ:** Soạn thảo văn bản pháp luật về chứng khoán và Nghị định thành lập UBCKNN; chuẩn bị cơ sở vật chất, đội ngũ cán bộ quản lý nhà nước, quản lý thị trường, kinh doanh và chứng khoán; hợp tác với các nước và tổ chức quốc tế để xây dựng và phát triển TTCK Việt Nam.
- 11/1996: Thành lập Ủy ban Chứng khoán Nhà nước: Là cơ quan trực thuộc chính phủ thực hiện chức năng tổ chức và quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK.
- 07/1998: Thành lập hai trung tâm GDCK tại Hà Nội và TP.HCM
- 07/2000: Khai trương Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM (từ 08/2007: đổi tên thành Sở GDCK TP.HCM)
- 03/2005: Khai trương Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội (từ 01/2009: đổi tên thành Sở GDCK Hà Nội)
- 02/2004: Chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính
- 07/2005: Thành lập trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam

Quy mô niêm yết trên HOSE

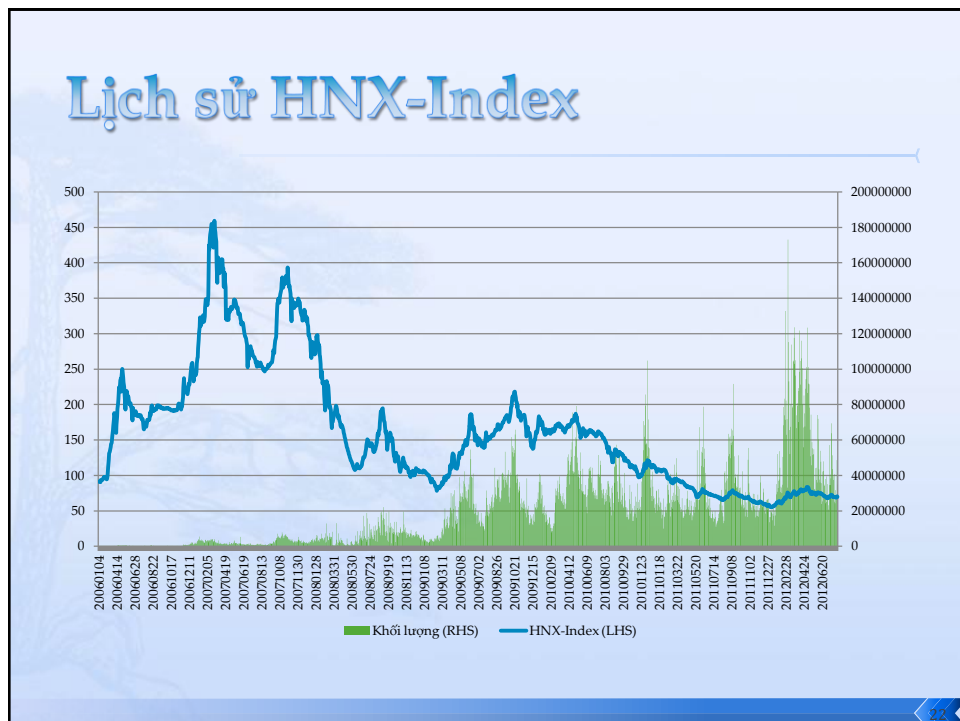
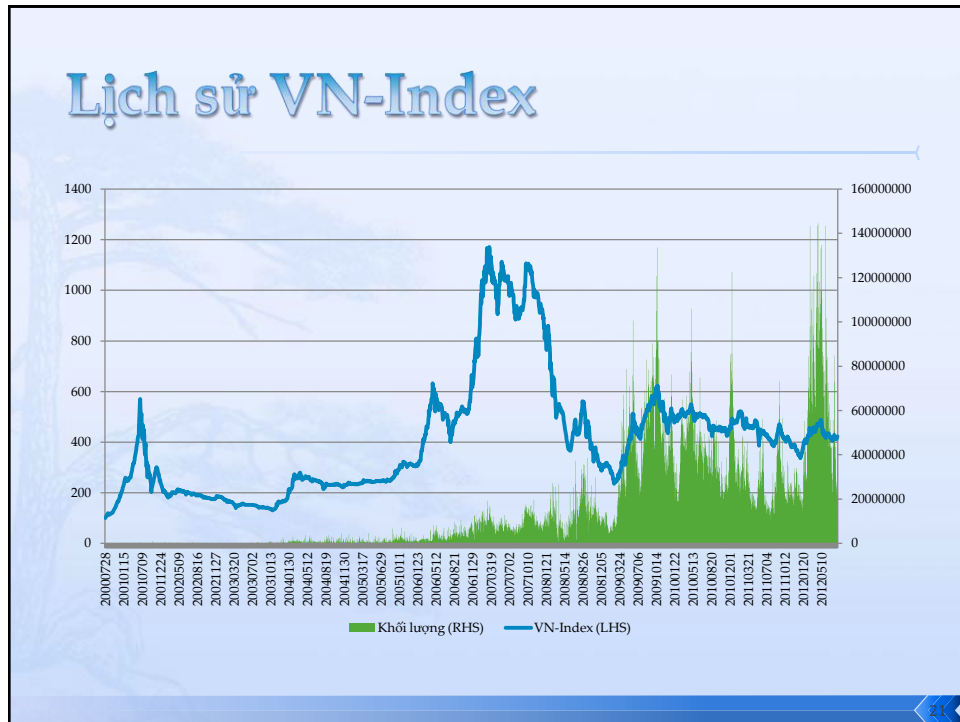
	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Chứng chỉ	Trái phiếu
Số chứng khoán niêm yết	352	302	5	45
Tỉ trọng (%)	100	85,80	1,42	12,78
Khối lượng niêm yết (nghìn)	13.933.772,48	13.574.183,91	276.099,29	83.489,28
Tỉ trọng (%)	100	97,42	1,98	0,60
Giá trị niêm yết (triệu đồng)	147.724.760,13	135.741.839,13	2.760.992,90	9.221.928,10
Tỉ trọng (%)	100	91,89	1,87	6,24

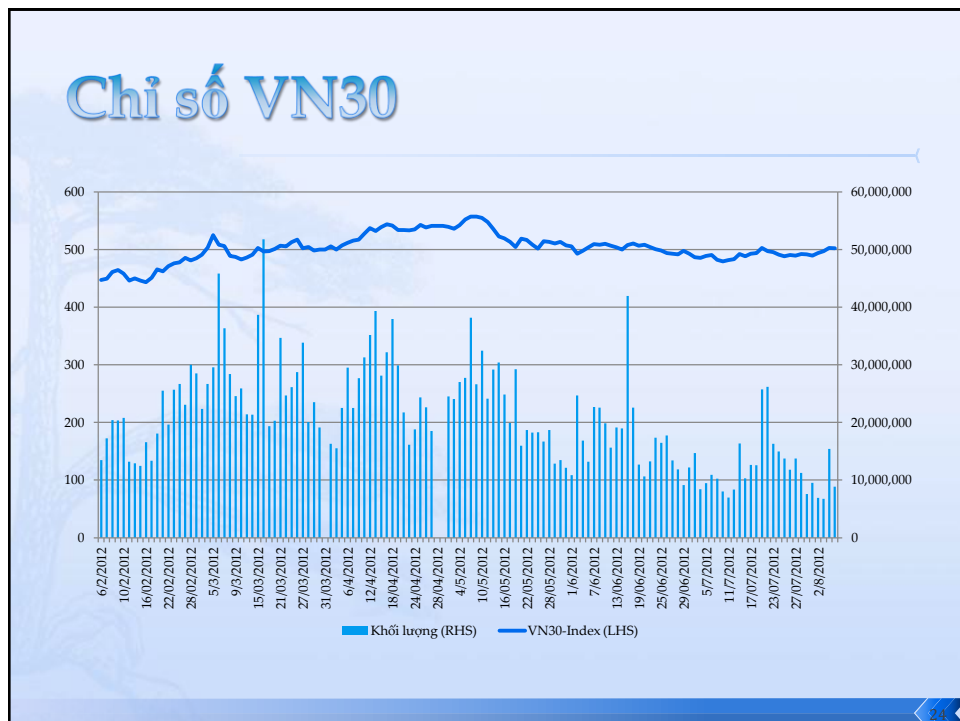
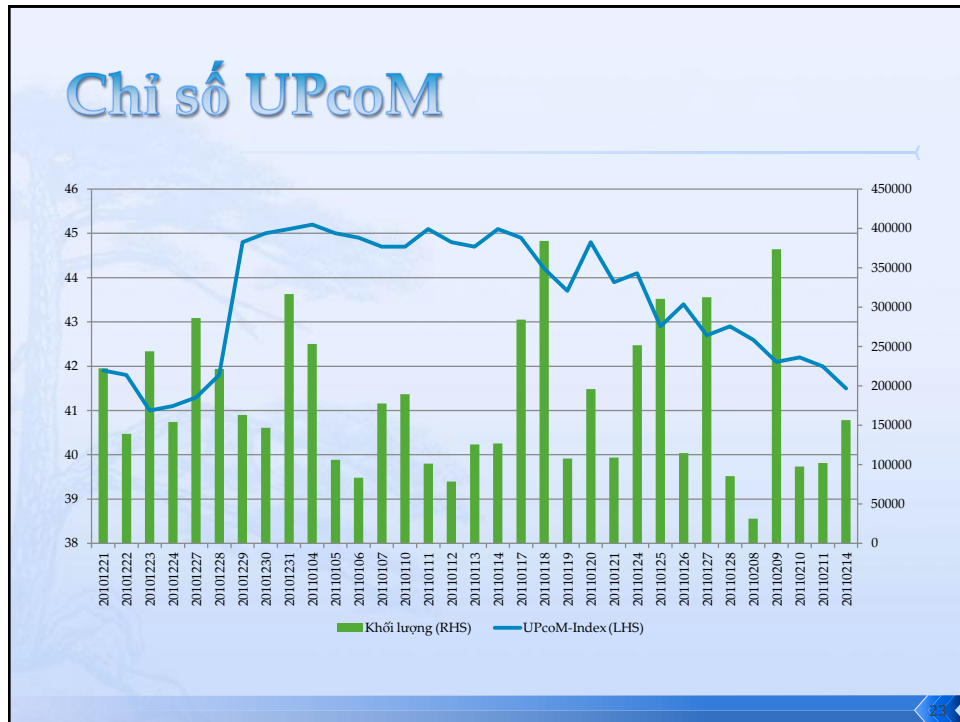
19

Quy mô niêm yết HNX

	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Trái phiếu	UPCoM
Số chứng khoán niêm yết	1.036	393	510	133
Tổng khối lượng niêm yết (nghìn)	11.456.406,67	7.979.437,08	1.691.736,62	1.785.232,98
Tổng giá trị niêm yết (triệu đồng)	266.820.362,54	79.794.370,76	169.173.662,00	17.852.329,78

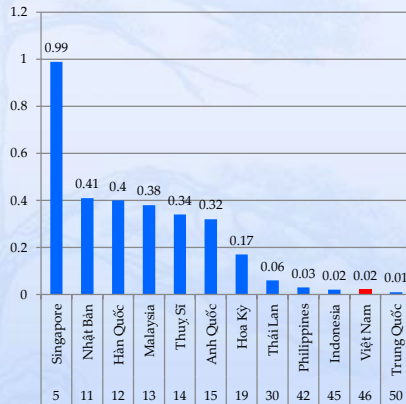
20



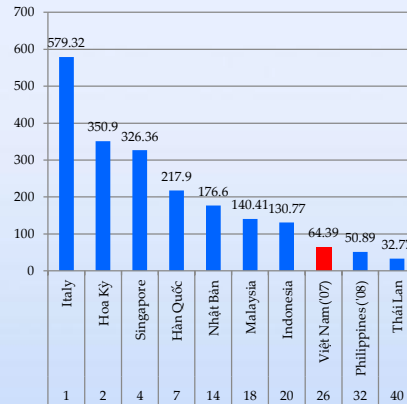


So sánh quy mô thị trường chứng khoán

Số lượng công ty niêm yết trên 10.000 dân (2009)



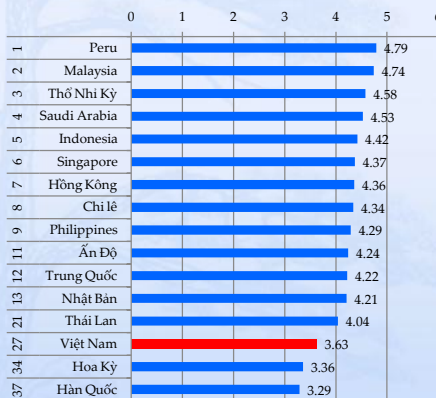
Giá trị cổ phiếu giao dịch so với giá trị vốn hoá thị trường (2009)



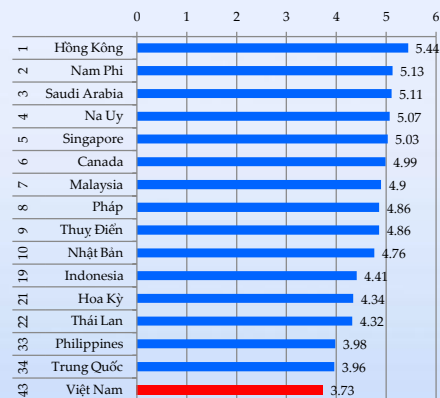
25

Khả năng tiếp cận vốn qua các kênh trực tiếp và gián tiếp, 2010-2011

Khả năng tiếp cận tín dụng
[1 = Khó hơn, 7 = Dễ hơn]



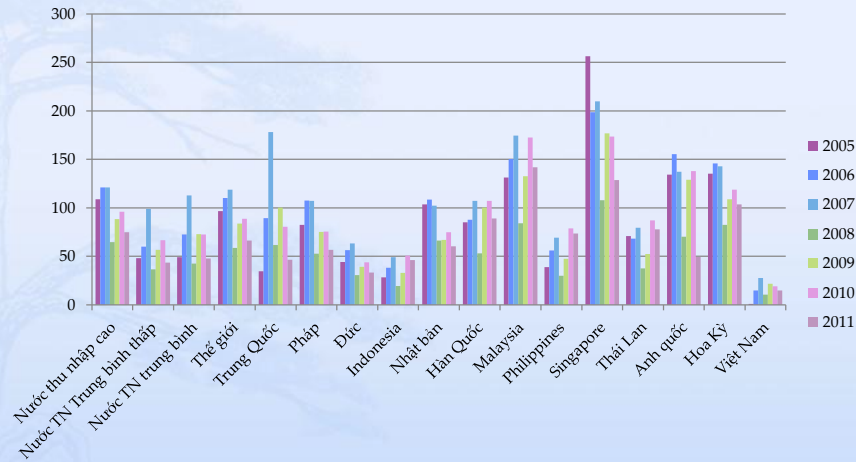
Tiếp cận vốn qua thị trường cổ phiếu
[1 = Rất khó, 7 = Rất dễ]



Nguồn: World Economic Forum, Executive Opinion Survey, 2010-2011

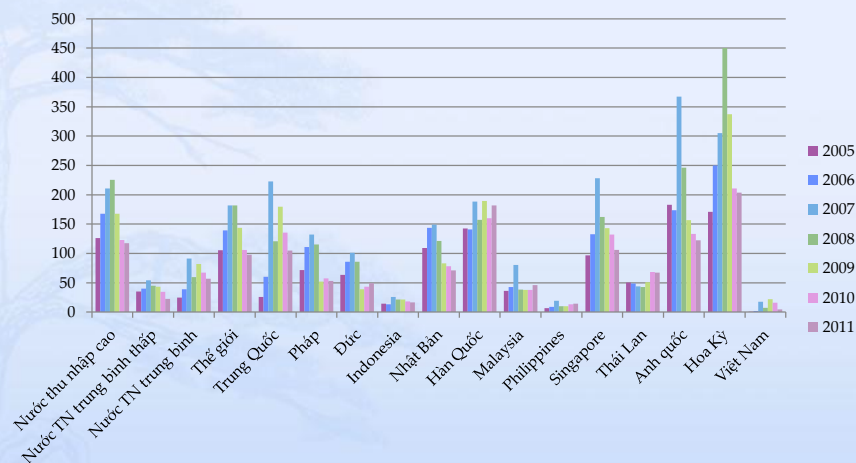
26

Vốn hoá thị trường của các công ty niêm yết (% GDP)



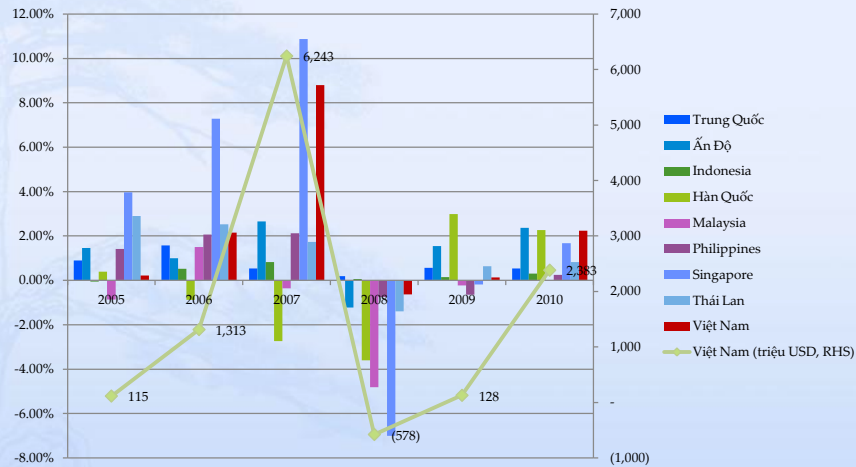
Nguồn: World Bank data

Giá trị cổ phiếu giao dịch của các công ty niêm yết (% GDP)



Nguồn: World Bank data

Vốn đầu tư gián tiếp đổ vào rông so với GDP

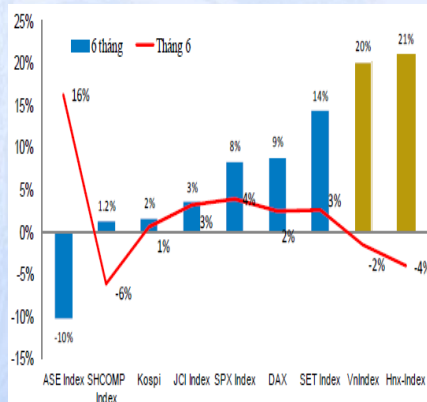


Nguồn: World Bank data

29

Diễn biến thị trường chứng khoán thời gian gần đây

Biến động của một số thị trường



P/E tại HSX và HNX

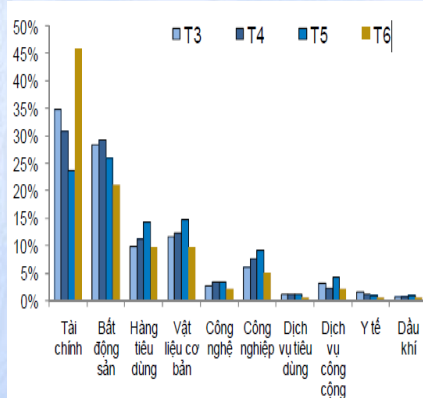


Nguồn: BVSC

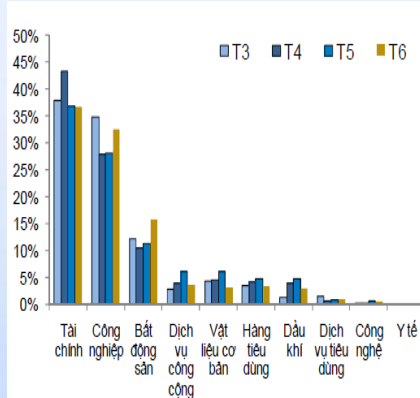
30

Tỷ trọng giao dịch các ngành trên TTCK Việt Nam

Tại HSX



Tại HNX

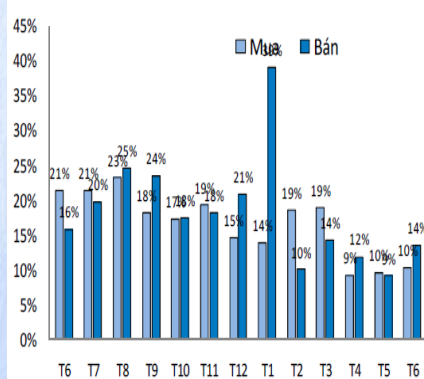


Nguồn: BVSC

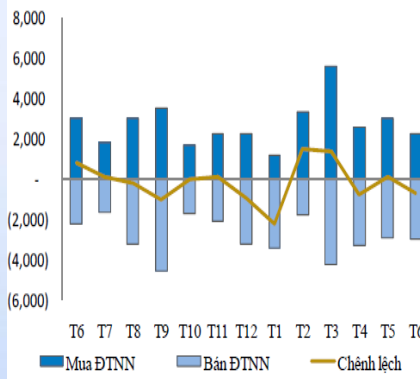
31

Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài

Tỷ trọng GTGD của nhà ĐTNN/GTGD toàn thị trường



Giao dịch của nhà ĐTNN trong các tháng tại HSX



Nguồn: BVSC

32

Các chính sách phát triển thị trường

- Ưu đãi thuế cho các doanh nghiệp niêm yết, công ty chứng khoán, nhà đầu tư (tổ chức, cá nhân)
- Giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài
- Phát triển thị trường cổ phiếu và cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước

Các thách thức?

- Tăng tính thanh khoản cho thị trường:
 - * Mở nhiều tài khoản giao dịch
 - * Giao dịch trong ngày
 - * Cầm cố chứng khoán
 - * Giao dịch ký quỹ (margin trading)
 - * Kéo dài thời gian giao dịch
- Phân khúc niêm yết:
 - * Có cần thiết tồn tại song song hai Sở GDCK như hiện nay?
 - * UPCoM?
- Phân ngành và các chỉ số chứng khoán
- Quản trị công ty và điều lệ nhà đầu tư
- Hạ tầng kỹ thuật:
 - * Luật Chứng khoán: bảo vệ cổ đông thiểu số; công bố thông tin và chế tài; bán khống chứng khoán; công cụ phái sinh.
 - * UBCKNN: độc lập hay phụ thuộc?