

NÂNG CAO TÍNH THANH KHOẢN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

TS. Lê Vũ Nam*

Ths. Phan Thị Tường Tâm

Thị trường Chứng khoán Việt Nam (TTCK Việt Nam) dưới mô hình là Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (TTGDCK TP.HCM) được thành lập theo Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11/07/1998 của Thủ tướng Chính phủ và chính thức đi vào hoạt động thực hiện phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28/07/2000 đã đánh dấu một sự kiện quan trọng trong đời sống kinh tế - xã hội của đất nước. Sự ra đời của TTGDCK TP.HCM có ý nghĩa rất lớn trong việc tạo ra một kênh huy động và luân chuyển các nguồn vốn mới phục vụ công cuộc công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước. Hoạt động của TTGDCK TP.HCM còn tạo ra một cơ chế hỗ trợ hữu hiệu quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, góp phần chuyên nghiệp hóa hoạt động quản trị, điều hành doanh nghiệp trên cơ sở công khai và lành mạnh hóa tình hình tài chính, công bố thông tin của các doanh nghiệp Việt Nam, từng bước tiến dần đến thống lệ quốc tế. Mặt khác, việc ra đời và đi vào hoạt động của TTGDCK TP. HCM được xem là một sự bổ sung cần thiết cho quá trình hoàn thiện cơ cấu thị trường tài chính của nước ta. TTGDCK TP.HCM khai trương hoạt động đã tạo ra một môi trường và cơ hội đầu tư mới cho các nhà đầu tư trong nước và

nước ngoài thông qua việc mua bán các chứng khoán tại Trung tâm, từng bước xã hội hóa các hoạt động đầu tư tại Việt Nam.

Tính đến ngày 21/03/2005, Trung tâm đã tổ chức thành công 1000 phiên giao dịch. Quy mô hoạt động cũng như tính thanh khoản của thị trường ngày càng tăng lên rõ rệt. Tại thời điểm chính thức đi vào hoạt động, trên TTGDCK TP. HCM chỉ có 2 loại cổ phiếu niêm yết là REE và SAM với tổng giá trị niêm yết là 270 tỷ đồng, giá trị giao dịch mỗi phiên chỉ vài chục đến vài trăm triệu đồng, mỗi tuần chỉ tổ chức 3 phiên giao dịch, thời gian thanh toán là T+ 3 thì cho đến nay quy mô thị trường đã lớn mạnh hơn rất nhiều. Tại phiên giao dịch thứ 1000, trên TTGDCK TP.HCM đã có 221 trái phiếu các loại, 28 cổ phiếu và một chứng chỉ quỹ đầu tư niêm yết giao dịch đưa tổng giá trị niêm yết trên thị trường đạt trên 30 ngàn tỷ đồng; 13 công ty chứng khoán thành viên với tổng vốn điều lệ là 655, 75 tỷ đồng; trên 20 ngàn tài khoản giao dịch chứng khoán của các nhà đầu tư được mở tại các công ty chứng khoán; giá trị giao dịch bình quân mỗi phiên đạt đến con số vài chục ngàn tỷ đồng; thời gian thanh toán các giao dịch trái phiếu rút ngắn còn T+1. Thời gian qua, cơ chế và phương thức giao dịch cũng như biên độ giao động giá từng bước được điều

chỉnh để phù hợp với yêu cầu phát triển của thị trường. Các chính sách, giải pháp kỹ thuật đã được nghiên cứu đưa ra áp dụng nhằm mục đích nâng cao tính thanh khoản, tăng cường quản lý linh hoạt các hoạt động giao dịch chứng khoán, khuyến khích các nhà đầu tư tham gia; tăng số phiên giao dịch từ 3 phiên/tuần lên 5 phiên/tuần; áp dụng các biện pháp kỹ thuật mới như: tăng từ một đợt khớp lệnh lên 2 đợt trong một phiên giao dịch, áp dụng lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh (lệnh ATO), chia nhỏ lô giao dịch cổ phiếu từ 100 cổ phiếu xuống còn 10 cổ phiếu; tăng tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài từ 20% lên 30% trên tổng khối lượng cổ phiếu niêm yết của một tổ chức phát hành, không giới hạn đối với trái phiếu; thay đổi phương thức giao dịch trái phiếu, theo đó trái phiếu chỉ được giao dịch theo phương thức thỏa thuận, không quy định khối lượng giao dịch, biên độ dao động giá, đơn vị giao dịch và đơn vị yết giá và nhiều chính sách, giải pháp khác. Bên cạnh đó, hoạt động công bố thông tin và giám sát thị trường ngày càng được cải thiện phù hợp với nhu cầu phát triển và thống lệ quốc tế và đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra một môi trường đầu tư công khai, minh bạch, đúng pháp luật trong suốt thời gian qua.

Trung tâm GDCK Tp.HCM()*

Gần đây, thực hiện Nghị định 187/2004/NĐ-CP của Chính phủ ngày 16/11/2004 về việc chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần và Thông tư số 126/2004/TT-BTC của Bộ Tài chính ngày 24/12/2004 hướng dẫn thực hiện Nghị định trên, TTGDCK TP.HCM đang triển khai tổ chức bán đấu giá cổ phần tại Trung tâm. Đối tượng đăng ký bán đấu giá cổ phần có thể là các công ty nhà nước thực hiện cổ phần hóa, các doanh nghiệp đã thực hiện cổ phần hóa bán phần còn lại của Nhà nước, các công ty cổ phần thực hiện phát hành thêm cổ phiếu, các công ty liên doanh bán cổ phần để chuyển sang hình thức công ty cổ phần nếu có nhu cầu. Hình thức tham gia đấu giá cũng khá linh hoạt: nhà đầu tư là tổ chức, cá nhân trong và ngoài nước được lựa chọn bỏ phiếu trực tiếp tại TTGDCK TP.HCM hoặc thông qua công ty chứng khoán là thành viên của Trung tâm tham gia việc đấu giá qua Trung tâm. Đấu giá cổ phần tại TTGDCK TP.HCM giúp cho các nhà đầu tư có cơ hội tiếp cận thông tin tốt hơn do việc đấu giá phải được công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng theo quy định đồng thời giải quyết được những bất cập của việc bán cổ phần theo cơ chế cũ, giá cả được hình thành theo nguyên tắc thị trường. Từ đầu năm 2005 đến

nay, TTGDCK TP. HCM đã tổ chức được nhiều đợt đấu giá, trong đó đáng chú ý là các đợt đấu giá cổ phần bán bớt phần vốn Nhà nước là Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) và Công ty cổ phần kỹ nghệ thực phẩm Việt Nam (Vifon) và một đợt đấu giá nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (kết hợp với TTGDCK Hà Nội) làm lợi cho Nhà nước hàng trăm tỷ đồng.

Mặc dù đạt được những thành tích rất khả quan, nhưng hoạt động giao dịch chứng khoán tại TTGDCK TP.HCM thời gian qua theo các nhà phân tích là chưa thật sự sôi động do nhiều nguyên nhân và một trong những thanh khoản của thị trường còn thấp. Về bản chất, tính thanh khoản hay còn gọi là tính linh hoạt (liquidity) trong giao dịch chứng khoán là khả năng chuyển đổi chứng khoán thành tiền và ngược lại. Hay nói khác đi, tính thanh khoản cho phép nhà đầu tư có thể mua hoặc bán được một loại chứng khoán bất kỳ thời điểm nào với một mức giá có thể chấp nhận được mà vẫn không làm ảnh hưởng đến giá trị thực của nó. Có nhiều yếu tố hình thành nên tính thanh khoản của thị trường, tuy nhiên trong phạm vi bài viết này, chúng tôi chỉ muốn đề cập đến quy mô hoạt động và những quy định hiện hành của pháp luật Việt Nam về chứng khoán và TTCK có tác động trực tiếp đến tính linh hoạt trong giao dịch chứng khoán.

Trước hết, nói đến tính thanh khoản là nói đến cơ hội lựa chọn chứng khoán để đầu tư. Một TTCK có tính thanh khoản cao là một thị trường có nhiều chủng loại hàng hóa với những tính chất và mức sinh lời, độ rủi ro khác nhau. Tùy theo chiến lược đầu tư của mình, nhà đầu tư có thể lựa chọn một hoặc một số loại chứng khoán nào đó để đầu tư. Tuy nhiên, tại TTGDCK TP.HCM, tính đến ngày 20/05/2005 chúng ta có tất cả 260 chứng khoán niêm yết giao dịch (231 loại trái phiếu, 28 cổ phiếu và 1 chứng chỉ quỹ đầu tư) có tổng giá trị niêm yết gần 30 ngàn tỷ đồng (chiếm gần 4,3% GDP cả nước). Trong khi đó, tổng giá trị thị trường/ GDP của một số nước láng giềng trong khu vực Đông Nam Á như Thái Lan, Philippines, Malaysia và Indonesia lần lượt đạt 79,7%, 95,7%, 181,4% và 32,7%. Có thể nói, một trong những nguyên nhân của tình trạng trên là do hàng hóa giao dịch tại TTGDCK TP. HCM chưa đa dạng và số lượng chứng khoán niêm yết chưa nhiều (đặc biệt là cổ phiếu) do chúng ta cũng chưa có một chính sách khuyến khích niêm yết thật sự hấp dẫn, các ưu đãi thuế đối với công ty niêm yết (giảm 50% thuế thu nhập trong



Cung cấp: - Máy vi tính, Máy in, Mực in, Mạng máy tính,

- Thiết bị văn phòng.
- Camera quan sát, Hệ thống chống trộm, An ninh.
- Các giải pháp không dây cho hệ thống mạng, internet.

Mọi chi tiết xin liên hệ:

112 Nguyễn Cư Trinh, Quận 1, Tp.HCM

Tel: 8378037 - Fax: 8374656

Email: vkcc@hcm.vnn.vn

2 năm đầu sau khi niêm yết) tỏ ra chưa thật sự hấp dẫn đối với doanh nghiệp. Mặt khác, việc niêm yết chứng khoán chưa thật sự gắn kết với quá trình cổ phần hóa DNNN và việc bán bớt phần vốn Nhà nước trong các công ty cổ phần. Song song đó, khung pháp lý về doanh nghiệp hiện hành chưa tạo sự bình đẳng giữa các doanh nghiệp niêm yết và chưa niêm yết, trước hết là trong lĩnh vực công bố thông tin và quản trị doanh nghiệp. Đối với các doanh nghiệp niêm yết, pháp luật quy định nghĩa vụ công bố thông tin rất chặt chẽ về tình hình hoạt động, khả năng tài chính cũng như việc áp dụng các nguyên tắc về quản trị công ty theo hướng công khai, minh bạch và dân chủ. Ngược lại, đối với các doanh nghiệp chưa niêm yết thì không bị ràng buộc thực hiện các nghĩa vụ này. Do đó, việc nhiều doanh nghiệp mặc dù đủ điều kiện nhưng vẫn chưa muốn niêm yết là điều dễ hiểu.

Ngoài ra, tính thanh khoản trên TTCK còn chịu ảnh hưởng bởi một số tiêu chí như: quy định khác nhau có tác động trực tiếp đến hoạt động của thị trường như tỷ lệ tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài, thời hạn thanh toán các giao dịch chứng khoán, biên độ dao động giá chứng khoán, thời gian giao dịch trên thị trường, điều kiện tham gia giao dịch.... Trên TTCK Việt Nam các tiêu chí này được quy định cụ thể như sau:

■ Về tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài: Nhà đầu tư nước ngoài bị hạn chế tỷ lệ nắm giữ 30% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của một tổ chức niêm yết (trong khi tỷ lệ này ở Singapore là không hạn chế, trừ

một số ngành như hàng không, dầu khí, điện...; ở Thái Lan do mỗi công ty quy định thường là 49%; ở Mỹ, Hàn Quốc, Nhật Bản chỉ áp dụng đối với một số ngành đặc biệt; một số nước như: Indonesia, Ấn Độ, Canada, Đan mạch, Úc, Bồ Đào Nha, Thụy Điển hoàn toàn không có giới hạn tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài). Có thể nói, đây là một trong những nguyên nhân mà TTCK Việt Nam chưa thu hút được sự tham gia tích cực của nhà đầu tư nước ngoài. Trong số các chứng khoán niêm yết trên thị trường hiện nay, nhiều chứng khoán được các nhà đầu tư nước ngoài quan tâm như AGF, BT6, REE, SAM, SAV, TMS, TRI... thì tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài đã đạt mức trên là 30%.

■ Về thời hạn thanh toán giao dịch cổ phiếu T+3: Mặc dù hiện nhiều nước trên thế giới cũng đang áp dụng thời hạn này nhưng cũng có một số nước như: Đức, Lãnh thổ Hồng Kông, Ấn Độ, Thái Lan (sẽ áp dụng từ 6/2005) và một số nước khác áp dụng thời hạn T+2; Lãnh thổ Đài Loan là T+1; Trung Quốc thì T+3 áp dụng cho cổ phiếu loại B và T+1 áp dụng cho cổ phiếu loại A). Thời hạn thanh toán các giao dịch chứng khoán càng nhanh thì sẽ tạo cơ hội kiếm lời từ đầu tư chứng khoán càng lớn do tốc độ quay vòng vốn nhanh hơn và vì vậy làm cho thị trường hoạt động sôi động hơn.

■ Về biên độ dao động giá: Hiện nay chúng ta áp dụng biên độ dao động giá cho cổ phiếu là +/-5% là mức quá thấp so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Cụ thể: Philippines là -40% và 50%, Thái Lan là +/-30%, Indonesia là 20% và 50%

phụ thuộc vào giá chứng khoán, Ấn Độ 8% và 25% phụ thuộc vào giá chứng khoán, Hàn Quốc +/-15%, Malaysia +/-30%; một số nước hoàn toàn không quy định biên độ dao động giá như: Lãnh thổ Hồng Kông, Singapore, Thụy Điển và các nước Bắc Âu, Úc, Canada... Biên độ dao động giá càng cao thì giá chứng khoán sẽ được hình thành sát với giá thị trường hơn do nhà đầu tư được chủ động hơn trong việc quyết định đưa ra mức giá chào mua hoặc chào bán và như vậy khả năng hướng chênh lệch giá trong giao dịch chứng khoán sẽ cao hơn dẫn đến hoạt động giao dịch sẽ rã sôi động. Tuy nhiên, khi một thị trường quy định biên độ dao động giá lớn cũng có thể có nguy cơ đối diện với những biến động lớn và các hành vi tiêu cực như thao túng, cấu kết để làm giá...

■ Về phương thức giao dịch: Hiện nay, chúng ta đang áp dụng phương thức giao dịch khớp lệnh định kỳ với 2 loại lệnh chủ yếu là lệnh giới hạn và lệnh ATO (lệnh tại mức giá khớp lệnh). Trong khi nhiều nước trên thế giới áp dụng rất phổ biến hình thức giao dịch khớp lệnh liên tục và sử dụng nhiều loại lệnh thông dụng như lệnh thị trường, lệnh dừng, lệnh có hiệu lực cho đến khi hủy bỏ... tạo ra nhiều công cụ và cơ hội lựa chọn cho các nhà đầu tư giúp giá chứng khoán được hình thành liên tục và sát với giá thị trường đồng thời làm cho hoạt động giao dịch sôi động và tính thanh khoản của các chứng khoán.

■ Về thời gian giao dịch: Hiện nay, tại TTGDCK TP.HCM trong mỗi ngày làm việc từ thứ Hai đến thứ Sáu chỉ

tổ chức 1 phiên giao dịch vào buổi sáng từ 9h đến 11h cho 2 đợt khớp lệnh (đợt 1 bắt đầu từ 9h đến 9h 20 phút; đợt 2 bắt đầu từ 10 giờ đến 10h 30 phút; từ 10h 30 đến 11h dành giao dịch thỏa thuận) là tương đối ít. Với quy định chỉ có hai đợt khớp lệnh trong một ngày giao dịch và thời gian đặt lệnh giao dịch cho mỗi đợt là rất ngắn (không quá 30 phút đối với giao dịch theo phương thức khớp lệnh), các tổ chức đầu tư chứng khoán tham gia trên thị trường không có nhiều thời gian cho việc ra các quyết định đầu tư và đặt lệnh giao dịch. Đồng thời do thời gian giao dịch ngắn và chỉ diễn ra trong buổi sáng của ngày giao dịch nên tính thanh khoản của các chứng khoán niêm yết cũng bị hạn chế. Trong khi thời gian giao dịch tại Sở giao dịch một số nước là dài hơn rất nhiều. Một vài ví dụ: lãnh thổ Hồng Kông: từ 10h-12h30 và 14h30-16h từ thứ Hai đến thứ Sáu; Nhật Bản: 9h-11h và 12h30-15h từ thứ Hai đến thứ Sáu; Thái Lan: 9h55 đến 12h30 và 14h25-16h40 từ thứ Hai đến thứ Sáu.

Ngoài những vấn đề nêu trên, nhà đầu tư khi tham gia giao dịch chứng khoán tại TTGDCK TP.HCM còn chịu sự chi phối bởi một số quy định khác như: nhà đầu tư chỉ được có một tài khoản giao dịch chứng khoán và chỉ được mở tại một công ty chứng khoán duy nhất; phải thực hiện ký quỹ tiền tối thiểu 70% giá trị của chứng khoán đặt mua và 100% số chứng khoán đặt bán; công ty chứng khoán chỉ được nhận lệnh của khách hàng tại trụ sở chính, chi nhánh, phòng giao dịch, đại lý nhận lệnh; lệnh nhập vào hệ thống không được

phép hủy bỏ; nhà đầu tư không được phép đóng thời đặt lệnh mua và bán đối với một loại cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư trong cùng một ngày giao dịch....

Có thể thấy rằng, mặc dù các quy định và nêu chi nêu trên áp dụng trong hoạt động giao dịch chứng khoán tại TTGDCK TP. HCM chưa "thông thoáng" bằng các tiêu chí, quy định trong giao dịch chứng khoán tại một số Sở giao dịch chứng khoán của các nước trong khu vực và thế giới như về biên độ dao động giá, tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài, việc ký quỹ... nhưng trong điều kiện Việt Nam thì những quy định, tiêu chí này thời gian qua đã phát huy tác dụng nhất định trong việc góp phần đảm bảo hoạt động giao dịch chứng khoán diễn ra an toàn, thông suốt và ổn định. Nếu xét ở tầm vĩ mô, khi mà nền kinh tế nước ta đang trong giai đoạn chuyển đổi, pháp luật kinh tế nói chung và khung pháp lý về TTCK nói riêng chưa hoàn thiện, các hoạt động quản lý và giám sát thị trường của cơ quan chức năng đang trong quá trình tích lũy kinh nghiệm, kiến thức về chứng khoán và giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư chưa cao và nhiều vấn đề mang tính chất khách quan và chủ quan khác thì việc duy trì một TTCK hoạt động thông suốt trong thời gian qua là một kết quả rất đáng trân trọng. Tuy nhiên, đang trước nhu cầu cấp bách của quá trình hội nhập kinh tế, tài chính và trong đó có lĩnh vực chứng khoán và TTCK đang diễn ra mạnh mẽ hiện nay tại Việt Nam thì những quy định, tiêu chí nêu trên trong thời gian tới cần phải được nghiên cứu xem xét để có sự điều chỉnh

thích hợp nhằm tạo cho hoạt động giao dịch chứng khoán trên thị trường thật sự sôi động và qua đó thu hút các nhà đầu tư tham gia mua bán chứng khoán càng nhiều, trong đó có các nhà đầu tư là các tổ chức, các định chế tài chính và cả nhân nước ngoài. Bởi lẽ, một phần quan trọng của quá trình hội nhập quốc tế là việc chuẩn hóa khung pháp lý, chuẩn hóa các quy định điều chỉnh những quan hệ phát sinh trong lĩnh vực kinh tế, tài chính, thương mại... cho phù hợp với tiêu chuẩn luật pháp và thông lệ quốc tế.

Cần phải lưu ý rằng, khác với nhiều nước trong khu vực và thế giới, lĩnh vực chứng khoán và TTCK là rất mới đối với Việt Nam. Do đó, vấn đề hoàn thiện khung pháp lý nói chung và các quy định, tiêu chí liên quan đến tính thanh khoản của TTCK nói riêng một mặt phải đáp ứng nhu cầu hội nhập quốc tế, mặt khác phải đảm bảo phù hợp với điều kiện và hoàn cảnh thực tế ở nước ta. Muốn vậy, chúng ta cần xây dựng lộ trình hoàn thiện một cách khoa học được áp dụng cho từng giai đoạn trên cơ sở phù hợp với các chủ trương, chính sách của Đảng và Chính phủ về phát triển TTCK mà cụ thể là Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, đồng thời phù hợp với những cam kết của Việt Nam về hội nhập tài chính trong các thỏa thuận song phương và đa phương của quá trình đàm phán gia nhập Tổ chức thương mại thế giới (WTO) có tính đến kinh nghiệm quản lý, điều hành của cơ quan chức năng và đặc thù các yếu tố kinh tế, xã hội cho từng giai đoạn ■