



ĐỒNG BỘ CÁC GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN HIỆN ĐẠI

LƯU ÁNH NGUYỆT

Bài viết sử dụng các chỉ số đo lường mức độ phát triển của thị trường chứng khoán trong bộ chỉ số phát triển thị trường tài chính của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF) để đánh giá mức độ phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam. Mức độ phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam tương đương thị trường chứng khoán Indonesia và có khoảng cách lớn so với thị trường chứng khoán Singapore, Thái Lan, Malaysia. Để thúc đẩy phát triển thị trường chứng khoán, hướng tới hiện đại, hiệu quả, hòa nhập với thị trường vốn quốc tế và trở thành kênh huy động vốn quan trọng trong nền kinh tế, một số khuyến nghị phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đã được đề xuất với các nhóm giải pháp về nâng cao độ sâu, khả năng tiếp cận và hiệu quả của thị trường.

Từ khóa: Mức độ phát triển, thị trường chứng khoán, kênh huy động vốn

SYNCHRONIZING SOLUTIONS TO DEVELOP A MODERN STOCK MARKET

Luu Anh Nguyet

This article employs the indices measuring the level of development in the stock market within the International Monetary Fund's (IMF) Financial Market Development Index to assess the level of development of the Vietnamese stock market. Vietnam's stock market development level is equivalent to that of Indonesia and considerably lags behind the stock markets in Singapore, Thailand, and Malaysia. In order to promote the development of the stock market towards a modern, efficient and intergrated market into the international capital market and become a primary channel for long-term capital mobilization in the economy, several recommendations for the development of the Vietnamese stock market have been proposed, focusing on enhancing market depth, accessibility, and efficiency.

Keywords: Level of development, stock market, capital mobilization channel

Ngày nhận bài: 19/10/2023

Ngày hoàn thiện biên tập: 26/10/2023

Ngày duyệt đăng: 2/11/2023

Mức độ phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam và một số vấn đề đặt ra

Nhóm chuyên gia Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) (2016) đã xây dựng Bộ chỉ số phát triển thị trường

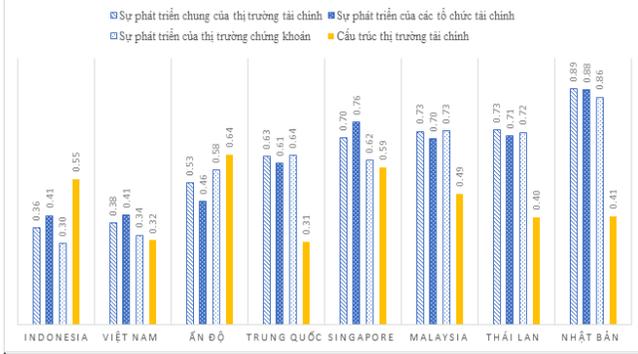
tài chính tổng quát (Financial Development Index) để đo lường sự phát triển của thị trường tài chính, thể hiện qua sự phát triển của các tổ chức tài chính và thị trường chứng khoán (TTCK). Phát triển thị trường tài chính được định nghĩa là sự kết hợp giữa độ sâu (quy mô và tính thanh khoản của thị trường), khả năng tiếp cận (khả năng tiếp cận dịch vụ tài chính của các cá nhân và công ty) và hiệu quả (khả năng của các tổ chức cung cấp dịch vụ tài chính với chi phí thấp và doanh thu bền vững, mức độ hoạt động của thị trường vốn). Do đó, sự phát triển của tổ chức tài chính và TTCK đều được đo lường theo các góc độ: Độ sâu tài chính (Finance Depth, FD), khả năng tiếp cận (Financial Access, FA) và tính hiệu quả (Financial Efficiency, FE). Giá trị các chỉ số từ 0 tới 1, càng gần 1 thì mức độ phát triển càng cao. Bộ chỉ số áp dụng cho 183 quốc gia trong giai đoạn 1980-2021, trong đó có Việt Nam.

Chỉ số mức độ phát triển TTCK bao gồm các chỉ số đánh giá về quy mô của TTCK (vốn hóa hoặc giá trị của cổ phiếu niêm yết) và mức độ hoạt động của nó (cổ phiếu được giao dịch), khối lượng chứng khoán nợ quốc tế của các quốc gia và chứng khoán nợ quốc tế và trong nước của các tập đoàn tài chính và phi tài chính. Dữ liệu chứng khoán nợ doanh nghiệp dựa trên quốc tịch, thay vì nguyên tắc cư trú, để phù hợp hơn với dữ liệu nợ quốc gia.

Đối với khả năng tiếp cận TTCK, IMF sử dụng tỷ lệ phần trăm vốn hóa thị trường không nằm trong danh sách 10 công ty lớn nhất hàng đầu để đại diện cho khả năng tiếp cận TTCK. Mức độ tập trung

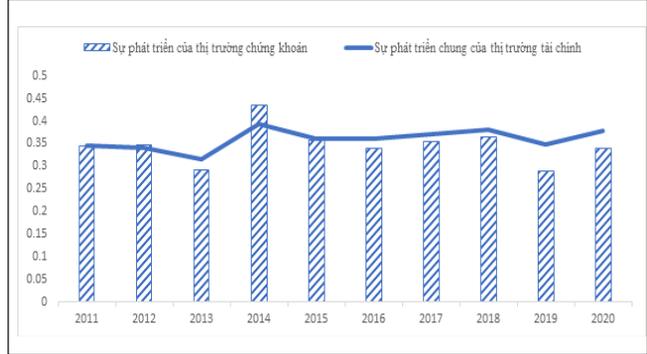


HÌNH 1: SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM SO VỚI MỘT SỐ QUỐC GIA THEO IMF (NĂM 2021)



Nguồn: Financial Index của IMF(2022), tính toán từ số liệu của WB

HÌNH 2: SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011-2020



Nguồn: Financial Index của IMF(2022)

TTCK cao hơn sẽ phản ánh những khó khăn lớn hơn trong việc tiếp cận TTCK đối với các tổ chức phát hành mới hơn hoặc nhỏ hơn. Đối với khả năng tiếp cận thị trường trái phiếu, IMF sử dụng số lượng tổ chức phát hành doanh nghiệp tài chính và phi tài chính trên thị trường nợ trong nước và nước ngoài trong một năm nhất định trên 100.000 người trưởng thành. Biến này phản ánh số lượng công ty phát hành riêng biệt, chẳng hạn như việc phát hành lại bởi cùng một công ty trong một năm nhất định chỉ được tính một lần.

Chỉ số hiệu quả TTCK dựa trên tỷ lệ vòng quay chứng khoán – tỷ lệ giá trị cổ phiếu được giao dịch trên vốn hóa TTCK. Tỷ lệ vòng quay lớn hơn sẽ cho thấy tính thanh khoản cao hơn và hiệu quả cao hơn trên thị trường. Trong thị trường trái phiếu, biến được sử dụng phổ biến nhất là mức độ chênh lệch giá mua-giá bán.

Bộ chỉ số mức độ phát triển của TTCK cho thấy mức độ phát triển của TTCK Việt Nam như sau:

- *Mức độ phát triển của TTCK Việt Nam còn hạn chế so với các nước trong khu vực, như Thái Lan, Malaysia:* Theo Bộ chỉ số phát triển thị trường tài chính năm 2021 của IMF, sự phát triển của TTCK Việt Nam được IMF đánh giá ở mức điểm 0,34, cao hơn Indonesia (0,30) và chỉ bằng xấp xỉ nửa điểm của các thị trường châu Á khác như Ấn Độ, Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan, Nhật Bản. Tình hình phát triển này chung xu hướng với mức độ phát triển chung của thị trường tài chính (TTTC) Việt Nam ở mức 0,38, tương đương với nhóm nước đang phát triển (0,35) và còn khoảng cách khá lớn so với các nước phát triển (0,65). Trong khu vực châu Á, mức độ phát triển tài chính của Việt Nam tương đương Indonesia (0,36), nhưng còn thấp so với một số nền kinh tế như Ấn Độ (0,53), Trung Quốc (0,63), Malaysia (0,73), Thái Lan (0,73), Nhật Bản (0,89).

- *Về tỷ trọng TTCK trong thị trường tài chính:* Tỷ lệ

giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu so với quy mô thị trường vốn của Việt Nam vào khoảng 32%, có cấu trúc thị trường tương tự như Trung Quốc. Các TTTC Malaysia, Thái Lan, Nhật Bản có cùng cấu trúc phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng nhưng có cấu trúc cân bằng hơn (40-50%) trong khi Indonesia, Singapore, Ấn Độ có cấu trúc thị trường nghiêng hẳn về thị trường cổ phiếu (Hình 1). Như vậy, cấu trúc TTTC Việt Nam có đặc điểm hệ thống ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong cung ứng nguồn vốn cho nền kinh tế. Kênh tín dụng hệ thống tổ chức tín dụng (TCTD) giúp cung cấp trên 50% tổng nhu cầu vốn của nền kinh tế.

- *Về độ sâu của TTCK Việt Nam:* Độ sâu của thị trường chứng khoán là 0,24, tương đương Indonesia và thấp hơn rất nhiều so với các thị trường trong khu vực (Hình 3). Tuy nhiên, độ sâu của TTCK Việt Nam đã có sự cải thiện, trong những năm gần đây bình quân cao hơn giai đoạn 2011-2015. Mức vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 5.566,73 nghìn tỷ đồng giảm 7,32% so với tháng 9, chiếm 58,52% GDP của năm 2022, giảm 4,62 điểm % so với tỷ lệ vốn hóa trên GDP tháng 9, tăng 3,58% so với cuối năm 2022. Quy mô huy động vốn qua TTCK giai đoạn 2016-2021 tăng trưởng bình quân 28,5%/năm. Riêng năm 2021, dù thị trường chịu nhiều ảnh hưởng bất lợi bởi làn sóng dịch COVID-19, song tổng mức huy động vốn trên TTCK vẫn tăng trưởng tích cực, đạt trên 1,12 triệu tỷ đồng, tương đương 38,7% tổng vốn đầu tư toàn xã hội.

Trong những năm gần đây, TTCK Việt Nam duy trì thanh khoản ở mức tương đối ổn định. Sự tham gia tích cực của nhà đầu tư cá nhân đã giúp giao dịch trên thị trường tăng đáng kể từ năm 2021 đến nay. Ví dụ, vào quý I/2023, giá trị giao dịch bình quân phiên trên toàn thị trường chỉ khoảng 11.300 tỷ đồng (giảm 44% so với bình quân năm 2022) thì kể từ quý II/2023, giá trị giao dịch bình quân đã vượt 20.000 tỷ đồng mỗi phiên. Tính riêng tháng 9, giá trị



giao dịch bình quân 3 sàn tăng 11,2% so với tháng trước; tăng 85,4% so với cùng kỳ lên 28.624 tỷ đồng/phiên giao dịch.

Tuy nhiên, sự gia tăng của thanh khoản trên thị trường phần lớn được hỗ trợ bởi sự gia nhập của các nhà đầu tư mới, chứ không phải do sự tham gia của nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường. Ví dụ, trong 9 tháng đầu năm 2023, số liệu từ Tổng Công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam (VSDC) cho thấy, nhà đầu tư mở mới thêm 926.200 tài khoản, đưa tổng số tài khoản đạt hơn 7,8 triệu, tăng 13,4% so với cuối năm 2022. Số tài khoản mở mới của nhà đầu tư trong nước cũng đạt mức trên 188.200 tài khoản, cao nhất trong vòng hơn 1 năm.

Về mức độ tiếp cận của TTCK: Mức độ tiếp cận của TTCK Việt Nam ở mức 0,38 điểm, tương đương với Indonesia (0,33) và thấp hơn nhiều lần so với Malaysia (0,70) trong khi các thị trường khác ở mức 1 điểm. Điều này có thể lý giải là do vốn huy động phần lớn tập trung vào ngành bất động sản, ngân hàng và công ty chứng khoán, chiếm 66% tổng giá trị cổ phiếu phát hành (năm 2020: 62,6%, 6 tháng đầu năm 2022 tương ứng là 68,6%). Tuy nhiên, phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) của các lĩnh vực khác đang có xu hướng gia tăng trong những năm gần đây. Ví dụ, vào năm 2022, có tám thương vụ IPO với số vốn gọi được qua IPO lên tới 71 triệu USD và giá trị vốn hóa các doanh nghiệp này là 537 triệu USD, với tỷ lệ vốn gọi qua IPO theo ngành sản phẩm công nghiệp chiếm 50%; khoa học đời sống và chăm sóc sức khỏe chiếm 10%; hàng tiêu dùng chiếm 31% và cuối cùng là dịch vụ tài chính chiếm 9%. Sự sụt giảm của huy động vốn trong lĩnh vực tài chính là do những bất ổn toàn cầu về lạm phát và khả năng suy thoái ngày càng tăng, lãi suất tăng, thị trường vốn thắt chặt và các vụ bê bối tài chính khiến kế hoạch huy động vốn của các doanh nghiệp tài chính, bất động sản giảm mạnh so với các năm trước. Giá trị huy động vốn cổ phần năm 2023 ở nhóm Dịch vụ tài chính (chủ yếu là các CTCK) dự kiến giảm gần 50%. Trọng tâm của thị trường IPO đã chuyển từ bất động sản vào năm 2021 sang sản phẩm công nghiệp và hàng tiêu dùng vào năm 2022. Ngành hàng tiêu dùng được kỳ vọng sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng, với những thương vụ IPO sắp tới.

Về hiệu quả của TTCK: Hiệu quả của TTCK Việt Nam ở mức điểm 0,40, cao hơn Indonesia (0,34) và Ấn Độ (0,20), thấp hơn không đáng kể so với Malaysia (0,48), và cách xa so với Singapore (0,80), Nhật Bản (0,62). Hiệu quả của TTCK còn bị ảnh

hưởng bởi những đặc điểm của thị trường vẫn đang trong giai đoạn phát triển như các sản phẩm trên TTCK mặc dù đã có thêm các sản phẩm mới nhưng vẫn chưa đa dạng, chủ yếu vẫn là TTCK cơ sở (cổ phiếu niêm yết/ đăng ký giao dịch), các sản phẩm chứng khoán phái sinh còn hạn chế, chưa đa dạng và chưa phù hợp với nhu cầu đầu tư của công chúng. Ngoài ra, cơ sở hạ tầng và hệ thống vận hành thị trường còn hạn chế cũng là một trong những nguyên nhân khiến hoạt động thị trường còn chưa thuận lợi. Hiện nay, thị trường đang kỳ vọng vào sự vận hành của hệ thống KRX, sẽ đem đến các sản phẩm, giải pháp giao dịch và thanh toán mới như giao dịch trong ngày (T+0), bán khống (short selling), rút ngắn thời gian thanh toán, hợp đồng quyền chọn (option contract)... Hiệu quả hoạt động của thị trường thấp hơn nhiều so với các thị trường phát triển như Nhật Bản, Singapore... là do sự thiếu vắng các nhà đầu tư tổ chức, các tổ chức cung cấp thông tin thị trường.

Tại thị trường Việt Nam, các thành viên tham gia TTCK chưa đa dạng, vai trò và sự tham gia của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm, hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán, các quỹ đầu tư chứng khoán trên thị trường còn hạn chế. Thông tin thị trường còn thiếu tính công khai, minh bạch, chưa được tổ chức quản lý và giám sát kịp thời nên khả năng xảy ra rủi ro rất lớn như mất khả năng thanh toán, lừa đảo, thao túng chứng khoán.

Triển khai đồng bộ các giải pháp phát triển thị trường chứng khoán hiện đại, hiệu quả

Trong bối cảnh nền kinh tế trong nước và quốc tế có những biến động bất thường, tồn tại nhiều rủi ro ảnh hưởng đến nền kinh tế, cũng như hoạt động của TTCK, việc nâng cao mức độ phát triển của thị trường sẽ góp phần nâng cao sức chống chịu của thị trường và hỗ trợ thị trường hoạt động ổn định. Để thúc đẩy mức độ phát triển của TTCK, hướng tới một thị trường hiện đại, hiệu quả, có khả năng hòa nhập với thị trường vốn quốc tế và trở thành kênh huy động vốn dài hạn chủ yếu trong nền kinh tế, một số nhóm giải pháp khuyến nghị phát triển TTCK Việt Nam trong những năm tới như sau:

Thứ nhất, tăng cường độ sâu của TTCK.

Đẩy mạnh các giải pháp giúp nâng hạng TTCK Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi. Hiện nay, Việt Nam đang được cả FTSE và MSCI xếp vào thị trường cận biên (frontier market). Việc nâng hạng sẽ góp phần thu hút dòng vốn đầu tư từ các nhà đầu tư nước ngoài, tạo động lực cho



các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường. Thông thường, các quỹ đầu tư, công ty quản lý quỹ sẽ ưu tiên phân bổ tỷ trọng đầu tư lớn vào thị trường phát triển và mới nổi do tính ổn định cao, sản phẩm đa dạng, quy mô giao dịch lớn của các thị trường này so với thị trường cận biên.

Tập trung phát triển thị trường trái phiếu thứ cấp để tăng tính thanh khoản, đa dạng hóa sản phẩm và phát triển cơ sở nhà đầu tư; tăng cường sự liên thông giữa thị trường trái phiếu chính phủ và thị trường tiền tệ để nâng cao tính thanh khoản của thị trường.

Phát triển đa dạng các sản phẩm chứng khoán phái sinh bao gồm hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn trên các tài sản cơ sở là chỉ số chứng khoán, cổ phiếu đơn lẻ và trái phiếu chính phủ. Xây dựng các chỉ số thị trường mới làm tài sản cơ sở cho chứng khoán phái sinh.

Thứ hai, tăng cường mức độ tiếp cận TTCK.

Tăng cung hàng hóa và cải thiện chất lượng nguồn cung cho thị trường. Cụ thể, đối với thị trường cổ phiếu, khuyến khích các loại hình doanh nghiệp thực hiện IPO gắn với niêm yết, đăng ký giao dịch trên TTCK; áp dụng quản trị công ty theo thông lệ quốc tế để nâng cao chất lượng doanh nghiệp niêm yết, đồng thời tăng cường kiểm tra, xử lý kịp thời các doanh nghiệp không tuân thủ quy định về niêm yết, đăng ký giao dịch sau khi đã cổ phần hóa. Nghiên cứu thành lập sàn giao dịch cho các doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo. Hoàn thiện các quy định hướng dẫn về sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài vào các doanh nghiệp niêm yết và các công ty đại chúng trên TTCK.

Về phát triển và đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư, mở rộng cơ sở nhà đầu tư, tăng cường khả năng tiếp cận thị trường và triển khai các loại hình quỹ đầu tư, nhà đầu tư có tổ chức dài hạn trên thị trường, theo hướng đảm bảo cơ cấu hợp lý giữa nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức, giữa nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài, thúc đẩy sự phát triển của các nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Thứ ba, nhóm giải pháp tăng cường hiệu quả của TTCK.

Tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý cho phát triển TTCK phù hợp với trình độ phát triển của nền kinh tế, tiếp cận với các thông lệ, chuẩn mực quốc tế; mở rộng và kết nối với thị trường khu vực và quốc tế. Rà soát tổng thể các quy định tại Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn nhằm khắc phục ngay những bất cập, vướng mắc, trong đó quy định rõ phạm vi hoạt động và cung cấp

dịch vụ của các công ty chứng khoán, bổ sung các quy định nhằm quản lý tốt hơn các nhà đầu tư, tăng cường các chế tài xử phạt vi phạm để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư... đảm bảo sự phát triển lành mạnh, minh bạch và bền vững của TTCK.

Cần chú trọng nâng cao tính công khai, minh bạch trong hoạt động của thị trường. Thúc đẩy hoạt động của dịch vụ xếp hạng tín nhiệm, khuyến khích các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế tham gia cung cấp dịch vụ tại thị trường Việt Nam. Phát triển, nâng cao năng lực cho hệ thống các tổ chức trung gian thị trường, tiếp tục tái cấu trúc hệ thống các tổ chức kinh doanh chứng khoán để giảm số lượng và nâng cao chất lượng dịch vụ; phát triển hệ thống thành viên đấu thầu trái phiếu chính phủ.

Tăng cường năng lực quản lý, giám sát của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, đẩy mạnh việc nâng cao chất lượng nguồn nhân lực cho công tác thanh tra, giám sát; hoàn thiện và đưa vào sử dụng Hệ thống giám sát giao dịch nâng cấp với các tính năng phân tích, cảnh báo, thống kê. Đồng thời, nâng cao vai trò và trách nhiệm của các tuyến giám sát, trong đó phát huy vai trò của tuyến giám sát thứ nhất là các công ty chứng khoán. Bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp, chính đáng của nhà đầu tư, luôn lắng nghe, thấu hiểu và cùng cộng tác để tháo gỡ khó khăn, vượt qua thách thức.

Ngoài ra, tiếp tục hoàn thiện tổ chức thị trường, hiện đại hóa cơ sở hạ tầng và công nghệ thông tin. Hiện đại hóa hạ tầng công nghệ thông tin phục vụ hệ thống giám sát, giao dịch, đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán, đảm bảo hoạt động thị trường thông suốt, an toàn và ổn định... Đẩy nhanh tiến độ đưa vào vận hành hệ thống công nghệ thông tin KRX nhằm tạo điều kiện triển khai các sản phẩm, dịch vụ mới trên TTCK và bảo đảm thị trường vận hành thông suốt, liên tục, an toàn, hiệu quả.

Tài liệu tham khảo:

1. TS. Cấn Văn Lực và Nhóm tác giả Viện Đào tạo & Nghiên cứu BIDV (2023) *Điều kiện và giải pháp nâng hạng thị trường chứng khoán*;
2. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2022). *Báo cáo thường niên năm 2020, 2021 và tháng 6/2022*;
3. Vũ Thị Nhài (2022). *Phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam an toàn, minh bạch và hiệu quả*. Tạp chí Công Thương.

Thông tin tác giả:

ThS. Lưu Ánh Nguyệt – Viện Chiến lược và Chính sách tài chính

Email: luuanhnguyet@mof.gov.vn