

# NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

PGS, TS. Lê Hoàng Nga<sup>1</sup>, Phạm Thị Ánh Tuyết<sup>2</sup>, Nguyễn Thị Duyên<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Thành Đông, Email: lehoangnga2015@gmail.com

<sup>2</sup>Trường Đại học Kinh tế quốc dân

<sup>3</sup> Lớp cao học Luật Kinh tế 5A11\_LKT3, Trường Đại học Thành Đông

## TÓM TẮT

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam thành lập từ ngày 20/7/2000, trải qua 22 năm hoạt động, cho tới nay, TTCK Việt Nam vẫn ở mức TTCK cận biên (FrontierMarket- FM). Nâng hạng TTCK trong thời gian tới là một nhiệm vụ của ngành chứng khoán để nâng cao uy tín quốc gia, thu hút vốn đầu tư nước ngoài qua dòng vốn đầu tư gián tiếp. Bài viết này đề cập đến các vấn đề mang tính chuyên môn là chủ yếu, để góp phần có thể sớm đạt được mục đích nâng hạng TTCK Việt Nam lên TTCK mới nổi (Emerging market- EM).

**Từ khóa:** Thị trường chứng khoán, nâng hạng thị trường chứng khoán, nhà đầu tư nước ngoài.

## ABSTRACT

Vietnam's stock market was established on July 20<sup>th</sup>, 2000. After 22 years, Vietnam's stock market is still a Frontier Market (FM) until now. Upgrading the stock market in the coming time is a task of the securities industry to improve national prestige and attract foreign investment through indirect investment capital. This article deals mainly with professional issues, in order to contribute to the early achievement of the goal of upgrading Vietnam's stock market to the Emerging Market (EM).

**Keywords:** Stock market, stock market upgrade, foreign investors.

## 1. GIỚI THIỆU

Các TTCK quốc gia thường được xếp hạng bởi các tổ chức xếp hạng quốc tế. Việc xếp hạng TTCK giúp các nhà đầu tư nước ngoài định hình được các nhóm thị trường khác nhau và những đặc điểm liên quan đến mỗi nhóm thị trường đó như mức độ rủi ro, tính thanh khoản và tiềm năng phát triển. Từ đó, nhà đầu tư có thể lựa chọn đầu tư vào nhóm thị trường phù hợp với khả năng của mình. Trong quá trình xem xét, các tổ chức xếp hạng cũng chủ động hỗ trợ các quốc gia hiểu được tình trạng hiện tại, các tiêu chuẩn cần đạt được để có những thay đổi thích hợp. Song song với việc vốn ngoại

chảy vào các cổ phiếu đại diện là hiệu ứng lan tỏa đối với thị trường trong nước, góp phần cho các cổ phiếu không trong rổ chỉ số cũng được hưởng lợi, từ đó giúp cho việc huy động vốn thông qua TTCK trở nên thuận lợi hơn. Chính vì vậy, các quốc gia có TTCK hoạt động đều mong muốn được nâng hạng thị trường của mình.

Trong bối cảnh chung đó, TTCK Việt Nam với 22 năm tuổi đời đang phấn đấu được nâng hạng từ FM lên EM nhằm đạt các mục tiêu vĩ mô của mình.

## 2. CƠ SỞ LÝ LUẬN

Nâng hạng (upgrades): là một quá trình đa chiều nhằm tăng khả năng cạnh

tranh kinh tế (lợi nhuận, việc làm, kỹ năng) và/hoặc điều kiện xã hội (điều kiện làm việc, thu nhập thấp, hệ thống giáo dục) của một công ty hay của 1 ngành công nghiệp.

Nâng hạng TTCK dưới góc độ quản lý nhà nước, là quá trình phát triển TTCK theo chuẩn của quốc tế nhằm nâng cao thứ hạng của thị trường đối với các nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) góp phần thúc đẩy và phát triển kinh tế xã hội của quốc gia.

Bản chất của quá trình nâng hạng TTCK là sự phát triển của TTCK từ chuẩn thị trường thấp với tiêu chuẩn thấp lên thị trường cao với tiêu chuẩn cao hơn, hay nói cách khác, quá trình nâng hạng TTCK là sự phát triển của TTCK từ chuẩn của địa phương/quốc gia chuyển sang theo chuẩn của quốc tế.

#### *Đặc điểm nâng hạng TTCK:*

- Nâng hạng TTCK là một quá trình kiên trì và bền bỉ;
- Nâng hạng TTCK là kết quả phấn đấu đồng bộ của nhà nước và doanh nghiệp;
- Thị trường được nâng hạng đòi hỏi phải có độ mở nhất định.

#### *Quy trình nâng hạng thị trường chứng khoán*

Trên thế giới có 3 tổ chức xếp hạng tín nhiệm đối với TTCK là MSCI (Morgan Stanley Capital International), FTSE Russell (Financial Times Stock Exchange) và S&P Dow Jones (Standard & Poor's Global). Mỗi tổ chức xếp hạng TTCK có quy trình khác nhau. Bài viết đề cập đến quy trình xếp hạng của tổ chức MSCI, được khái quát như sau:

**Bảng 1. Quy trình xếp hạng thị trường chứng khoán của MSCI**

<b>Các bước</b>	<b>Nội dung</b>	<b>Người thực hiện</b>	<b>Thời gian</b>
Bước 1	Phân tích và xem xét ban đầu	Hội đồng tư vấn	Tháng 6 hàng năm
Bước 2	Quyết định xem xét	Hội đồng tư vấn	Tháng 6 hàng năm
Bước 3	Lấy ý kiến từ NĐT toàn cầu	Hội đồng tư vấn	Tháng 6 hàng năm
Bước 4	Nhận phản hồi quyết định	Hội đồng tư vấn	Cuối Quý 3 hàng năm
Bước 5	Đưa vào danh sách theo dõi (Watch list)	Hội đồng quản trị	Ít nhất 1 năm
Bước 6	Công bố và thực hiện	Hội đồng quản trị	Tháng 6 năm sau

*Nguồn: MSCI*

Tháng 6 hàng năm, MSCI công bố báo cáo đánh giá và phân loại TTCK theo 4 mức: DM, EM, FM và SM.

#### *Các tiêu chí nâng hạng thị trường chứng khoán*

Để được xếp vào một nhóm thị trường nhất định, TTCK của một quốc gia phải đáp ứng các yêu cầu của cả 3 tiêu chí (bảng 2).

**Bảng 2. Các tiêu chí nâng hạng thị trường chứng khoán**

	Tiêu chí	FM	EM	DM
<b>A.</b>	<b>Phát triển kinh tế</b>			
A.1	Sự bền vững của phát triển kinh tế	Không yêu cầu	Không yêu cầu	GNI bình quân đầu người của 25% dân số trên ngưỡng thu nhập cao của WB trong 3 năm liên tiếp <sup>1</sup>
<b>B.</b>	<b>Yêu cầu về Quy mô và Thanh khoản</b>			
	Số lượng công ty thoả mãn được các điều kiện của MSCI	2	3	5
B.1	Quy mô công ty ( <i>Vốn hóa thị trường đầy đủ</i> ) <sup>2</sup>	776 triệu USD	1.551 triệu USD	3.102 triệu USD
	Quy mô chứng khoán ( <i>Vốn hóa thị trường thả nổi</i> ) <sup>2</sup>	61 triệu USD	776 triệu USD	1.551 triệu USD
	Thanh khoản chứng khoán	2.5% ATVR <sup>3</sup>	15% ATVR <sup>3</sup>	20% ATVR <sup>3</sup>
<b>C.</b>	<b>Các tiêu chí về khả năng tiếp cận thị trường</b>			
C.1	Sự cởi mở với quyền sở hữu nước ngoài	Tối thiểu	Tốt	Rất cao
C.2	Mức độ luân chuyển vốn ra/vào	Tối thiểu	Tốt	Rất cao
C.3	Mức độ hiệu quả của các cơ chế hoạt động	Vừa phải	Tốt và đã được kiểm chứng	Rất cao
C.4	Môi trường cạnh tranh	Tốt	Tốt	Không giới hạn
C.5	Tính ổn định của khung thể chế	Vừa phải	Vừa phải	Rất cao

Nguồn: MSCI (2019)

<sup>1</sup>Ngưỡng thu nhập cao cho năm 2018: GNI bình quân đầu người 12.056 USD (WB, phương pháp Atlas).

<sup>2</sup> Số liệu được sử dụng theo báo cáo tháng 11/2019, đánh giá chỉ số bán niên, được cập nhật trên cơ sở nửa năm/lần.

<sup>3</sup>ATVR (annualized traded value ratio): Tỷ lệ giá trị giao dịch hàng năm/Tổng giá trị giao dịch trung vị của các tháng (bao gồm cả giá trị giao dịch của chứng chỉ lưu ký Depository Receipts - DR)

MSCI sử dụng hai loại tiêu chuẩn để phân loại các TTCK là định lượng và định tính.

### **Tiêu chuẩn định lượng**

a) Mức độ phát triển của nền kinh tế: Theo Khung phân loại thị trường của MSCI, tiêu chí này chỉ áp dụng đối với DM, trong khi không có sự khác biệt đối

với hai loại thị trường còn lại. Do đó, khi xét nâng hạng một thị trường lên FM/EM, thì chỉ cần xét tới 2 tiêu chuẩn là: Quy mô và Tính thanh khoản của TTCK.

b) Quy mô và thanh khoản của thị trường:



**Hình 1. Tỷ trọng các tiêu chí trong phân hạng TTCK của MSCI**

*Nguồn: MSCI (2016)*

MSCI sử dụng 5 tiêu chuẩn:

Tiêu chuẩn 1. Độ mở đối với NĐTNN: MSCI phân tích 4 tiêu chí;

Tiêu chuẩn 2. Mức độ dễ dàng luân chuyển dòng vốn vào/ra thị trường;

Tiêu chuẩn 3. Tính hiệu quả của hệ thống vận hành;

Tiêu chuẩn 4. Tính cạnh tranh của môi trường kinh doanh;

Tiêu chuẩn 5. Tính ổn định của khung thể chế.

### **Vai trò nâng hạng thị trường chứng khoán**

- Thu hút vốn đầu tư nước ngoài
- Cải thiện các điều kiện giao dịch (hệ thống vận hành, khung thể chế, tính minh bạch về thông tin...).
- Thay đổi kết cấu thị trường khi không có hạn chế về sở hữu của NĐTNN.
- Tạo hiệu ứng lan tỏa đối với thị

trường trong nước, tạo điều kiện cho các cổ phiếu không trong rổ chỉ số cũng được hưởng lợi.

- Giúp các nhà đầu tư định hình được các nhóm thị trường khác nhau.

### **3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

Nghiên cứu thu thập ý kiến và phản hồi từ 115 người đang làm việc cho 100 tổ chức tài chính và quản lý tài sản nước ngoài và các định chế tài chính (Công ty Fiiin Group, Hiệp hội Nhà đầu tư tài chính Hàn Quốc, Mạng lưới nhà đầu tư Việt Nam tại Hoa Kỳ, Phòng Thương mại Việt Nam tại Singapore).

Các phiếu khảo sát được thiết kế dựa trên 6 tiêu chí định tính theo tiêu chí nâng hạng lên EM của MSCI là: (i) Sự cởi mở với sở hữu nước ngoài; (ii) Sự dễ dàng cho dòng vốn vào/ra; (iii) Sự gia nhập thị trường cho các NĐTNN; (iv) Tổ chức thị trường cho các NĐTNN; (v)

Cơ sở hạ tầng thị trường cho NĐTNN; (vi) Sự ổn định của khung thể chế cho các NĐTNN. Tổng số có 17 tiêu chí thành phần.

Kết quả khảo sát được sử dụng thang đo Likert theo mức độ tích cực tăng dần từ 1 đến 5 như sau: 1/ Kém hấp dẫn; 2/Không hấp dẫn; 3/ Trung lập; 4/ Hấp dẫn; 5/ Rất hấp dẫn.

Cuộc khảo sát được tiến hành gửi thư và phiếu trực tiếp trong khoảng thời gian 2 tháng (từ 10/4 đến 10/6/2020).

#### 4. BÀN LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Hiện tại, Việt Nam đang được xếp trong nhóm FM và là một trong số 24 quốc gia có cổ phiếu trong rổ MSCI Frontier Market Index. Dựa trên các nhóm tiêu chí định tính và định lượng, có thể định vị thị trường Việt Nam như sau:

##### 1. Đối với các tiêu chí định lượng

- Phát triển kinh tế: MSCI không áp dụng đối với FM hay EM. Do đó, Việt Nam không phải xét đến tiêu chí này.

- Quy mô và thanh khoản: Việt Nam hoàn toàn đáp ứng các tiêu chí định lượng của MSCI đối với tiêu chuẩn nâng hạng lên EM.

2. Đối với các tiêu chí định tính (Các tiêu chí về khả năng tiếp cận thị trường).

Sự đáp ứng các tiêu chí được phản ánh trong bảng 3.

Qua số liệu khảo sát cho thấy, sự đáp ứng các tiêu chí nâng hạng TTCK Việt Nam theo chuẩn của MSCI từ FM lên EM đạt trung bình ở tất các nhóm tiêu chí. Tuy nhiên, ở những tiêu chí cụ thể thì có sự phân hóa mạnh, phù hợp với thực tế của TTCK Việt Nam, được thể hiện trong bảng 3.

**Bảng 3. Tổng hợp đánh giá sự đáp ứng các tiêu chí nâng hạng Thị trường chứng khoán Việt Nam qua việc khảo sát và phỏng vấn nhà đầu tư nước ngoài**

STT	Nhóm yếu tố	Điểm trung bình
<b>1</b>	<b>Sự cởi mở đối với sở hữu nước ngoài của TTCK Việt Nam</b>	<b>3,1</b>
	<i>Yêu cầu trình độ NĐTNN</i>	4,2
	<i>Mức giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL)</i>	2,8
	<i>Quyền bình đẳng của NĐTNN</i>	2,3
<b>2</b>	<b>Sự dễ dàng của dòng vốn vào/ra của TTCK Việt Nam</b>	<b>3,5</b>
	<i>Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối</i>	2,8
	<i>Mức giới hạn của dòng vốn</i>	4,1
<b>3</b>	<b>Sự gia nhập thị trường cho các NĐTNN vào TTCK Việt Nam</b>	<b>3,7</b>
	<i>Đăng ký nhà đầu tư và mở tài khoản</i>	3,7
<b>4</b>	<b>Tổ chức thị trường cho các NĐTNN tại TTCK Việt Nam</b>	<b>3,0</b>
	<i>Quy định thị trường</i>	3,6
	<i>Môi trường cạnh tranh</i>	3,0
	<i>Luồng thông tin</i>	2,4
<b>5</b>	<b>Cơ sở hạ tầng cho các NĐTNN tại TTCK Việt Nam</b>	<b>3,16</b>
	<i>Thanh toán và bù trừ</i>	3,2

STT	Nhóm yếu tố	Điểm trung bình
	<i>Sự lưu ký</i>	4,4
	<i>Đăng ký/lưu ký</i>	4,6
	<i>Giao dịch</i>	4,2
	<i>Khả năng chuyển nhượng</i>	2,2
	<i>Cho vay chứng khoán</i>	2,2
	<i>Bán khống chứng khoán</i>	1,5
<b>6</b>	<b>Sự ổn định của khung thể chế cho các NĐTNN tại TTCK Việt Nam</b>	<b>3,0</b>
	<i>Sự ổn định của khung thể chế</i>	3,0

## 5. GIẢI PHÁP

### 5.1. Quan điểm về nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam

- Là cần thiết, nhưng không nóng vội, chủ quan, duy ý chí đạt bằng mọi cách;
- Là bước đi tất yếu, phải đồng bộ với sự phát triển kinh tế vĩ mô và với sự phát triển thị trường tài chính;
- Là quá trình bền bỉ dưới sự chỉ đạo của cơ quan quản lý Nhà nước, sự

*Nguồn: Kết quả điều tra của tác giả tham gia mạnh mẽ của các tổ chức kinh doanh chứng khoán và các doanh nghiệp;*

- Cần sự tham gia mạnh mẽ của NĐTNN;
- Cần có sự phối hợp chặt chẽ với các tổ chức xếp hạng TTCK quốc tế;
- Cần có kế hoạch và lộ trình cụ thể, thận trọng,

### 5.2. Lộ trình dự kiến nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam



*Nguồn: Thiết kế của tác giả*

**Hình 2. Lộ trình dự kiến nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên Thị trường Mới nổi theo chuẩn của MSCI**

### 5.3. Giải pháp thúc đẩy việc đáp ứng các tiêu chí nâng hạng Thị trường Chứng khoán Việt Nam

#### 1) Tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý và chính sách phát triển

Bộ Tài chính và UBCKNN cần tập trung vào việc xây dựng khuôn khổ pháp lý để giải quyết các “điểm nghẽn” nâng hạng mà các nhà đầu tư nước ngoài rất quan tâm, chờ đợi được giải quyết và MSCI mong đợi. Đó là: (i) Hoàn thiện các quy định về nói room cho các nhà đầu tư nước ngoài; (ii) Hoàn thiện các quy định về áp dụng báo cáo tài chính theo chuẩn quốc tế; (iii) Hoàn thiện các quy định về công bố thông tin bằng tiếng Anh; (iv) Hoàn thiện các quy định về giao dịch trong ngày và bán khống; (v) Hoàn thiện các quy định về ứng dụng CNTT trong hoạt động và quản lý TTCK;

#### 2) Nâng cao mức độ mở hơn với sở hữu nước ngoài

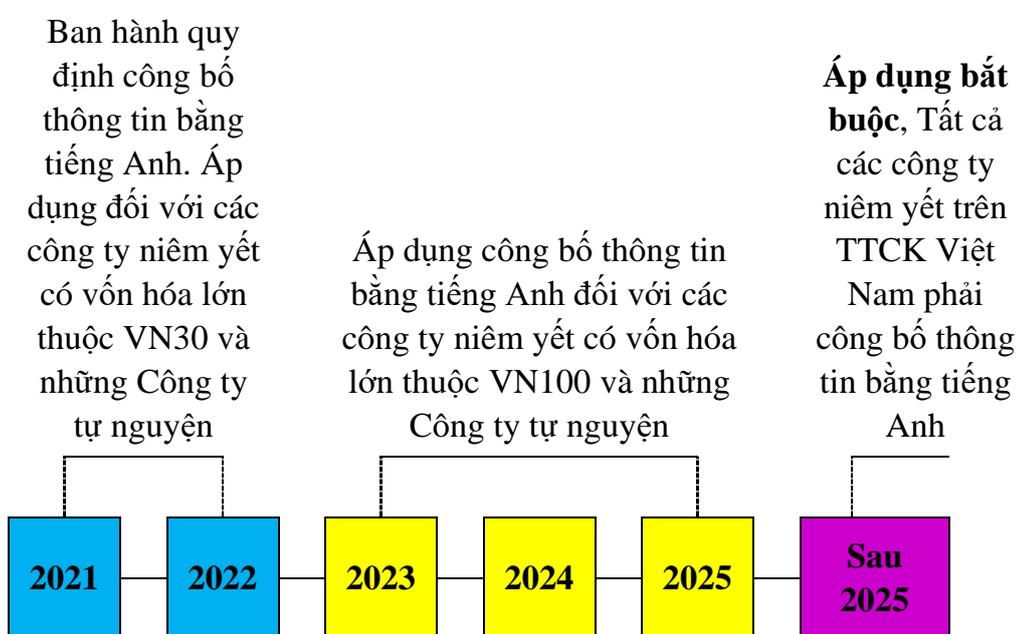
- Thực hiện “nói room” cho các nhà đầu tư nước ngoài,

- Nói thêm dư địa cho room còn lại cho nhà đầu tư nước ngoài, đây là một vấn đề quan trọng của TTCK Việt Nam.

#### 3) Cải thiện hạ tầng thị trường cho các nhà đầu tư nước ngoài

Hạ tầng thị trường, bao gồm việc áp dụng: (i) Hệ thống thanh toán theo mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP) cho các giao dịch cổ phiếu, giao dịch trong ngày (T+0) và cho phép bán khống; (ii) Ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý và giao dịch chứng khoán. Những biện pháp này được kỳ vọng sẽ giải quyết phần nào các vấn đề về yêu cầu ký quỹ trước giao dịch (pre-funding) và cải thiện tính thanh khoản của thị trường.

#### 4) Thúc đẩy quyền bình đẳng đối với nhà đầu tư nước ngoài và đẩy mạnh việc công bố thông tin bằng tiếng Anh



Nguồn: Đề xuất của tác giả

**Hình 2. Lộ trình áp dụng việc công bố thông tin bằng tiếng Anh của các Công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

### 5) Thúc đẩy tự do hóa tài khoản vốn

Lộ trình tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam cần xem xét từng bước thực hiện vào thời điểm thích hợp và phù hợp với điều kiện kinh tế đất nước để có định hướng phù hợp trong việc huy động và quản lý dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài qua TTCK Việt Nam.

6) *Đẩy mạnh cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước gắn với niêm yết và thoái vốn doanh nghiệp nhà nước*

7) *Nâng cao năng lực quản lý, giám sát và thực tiễn thực thi*

- Tăng cường năng lực và tập trung nâng cao hiệu quả quản lý, kiểm tra, giám sát và thực thi pháp luật, bảo đảm công khai, minh bạch, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia thị trường;

- Củng cố, hoàn thiện cơ chế phối hợp giữa Bộ Tài chính, UBCKNN với các bộ, ngành, cơ quan chức năng như: NHNN, Bộ KH&ĐT, Kiểm toán Nhà nước, Thanh tra Chính phủ và cơ quan an ninh điều tra và cần có một cơ chế xử lý liên ngành;

- Từng bước chuyển mô hình quản lý, giám sát của UBCKNN từ quản lý giám sát tuân thủ sang mô hình quản lý giám sát dựa trên rủi ro. Hoàn thiện hệ thống giám sát TTCK trên cơ sở xác định rõ trách nhiệm xây dựng các tổ chức kinh doanh chứng khoán thành đơn vị giám sát cấp 1 trên thị trường;

- Đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý và giám sát, đặc biệt là công tác giám sát đối với các công ty đại chúng và giám sát giao dịch trên thị trường;

- Triển khai có hiệu quả các cam kết hội nhập kinh tế quốc tế trong lĩnh vực chứng khoán, các chương trình hợp tác với các tổ chức và đối tác quốc tế, đặc biệt là các hiệp định thương mại tự do (FTA) mà Việt Nam đã ký kết, xây dựng chiến lược đào tạo và bồi dưỡng đội ngũ cán bộ làm công tác quản lý thanh tra, kiểm tra.

8) *Tổ chức đối thoại thường xuyên giữa cơ quan quản lý và tổ chức xếp hạng thị trường để có giải pháp chính sách phù hợp với điều kiện của Việt Nam, tăng cường công tác tuyên truyền ra nước ngoài về tình hình TTCK Việt Nam.*

## 6. KẾT LUẬN

Nâng hạng TTCK là một nhiệm vụ trong chiến lược phát triển TTCK Việt Nam mà Chính phủ, các bộ liên quan... đang hướng tới và là nhiệm vụ khó khăn với nhiều thách thức lớn không dễ giải quyết trong một sớm một chiều. Bài viết này chia sẻ những vấn đề cơ bản nhất dưới cách nhìn của chuyên gia tài chính độc lập. Hy vọng rằng nhiệm vụ này sẽ sớm được hoàn thành để nâng tầm TTCK quốc gia trên trường quốc tế, giúp tăng thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam cũng như tăng niềm tin của nhà đầu tư vào TTCK.

## TÀI LIỆU TRÍCH DẪN

- [1] Phạm Thị Ánh Tuyết và cộng sự (2019), *Kinh nghiệm nâng hạng TTCK của một số quốc gia trên thế giới và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam*, Kỷ yếu Hội thảo Khoa học Quốc gia, NXB Đại học Kinh tế Tp Hồ Chí Minh; đoạn 5.
- [2] MSCI (2017, 2018, 2019) “MSCI Global Market Accessibility Review - June 2017, 2018, 2019”;
- [3] Nguyễn Quang Long (2015), *Xếp hạng TTCK và giải pháp nâng hạng TTCK Việt Nam*, Đề tài NCKH cấp Ủy ban, UBCKNN, Hà Nội; đoạn 10.
- [4] Thủ tướng Chính phủ (2019), *Quyết định số 242/QĐ-TTg phê duyệt Đề án "Cơ cấu lại TTCK và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025"*, ban hành ngày 28/02/2019;