

Những lợi ích và thách thức đối với thị trường chứng khoán Việt Nam khi hợp nhất các sở giao dịch chứng khoán

ThS. Phạm Quang Tín*

1. Đặt vấn đề

Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức được ghi nhận bắt đầu từ thời điểm Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) đi vào hoạt động với phiên giao dịch đầu tiên ngày 20/7/2000, đến ngày 14/7/2005, Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) cũng đi vào hoạt động. Tính đến nay, HOSE đã hoạt động được hơn 11 năm và HNX hoạt động hơn 6 năm là một khoảng thời gian chưa phải thực sự dài nếu so với thị trường chứng khoán của một số quốc gia trong khu vực và trên thế giới. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những đóng góp nhất định vào sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam, là một kênh huy động vốn thuận lợi cho doanh nghiệp. Bên cạnh những thành công đáng ghi nhận thì từ cuối năm 2009 đến cuối năm 2011, thị trường chứng khoán Việt Nam suy giảm mạnh, điều này thể hiện qua sự suy giảm liên tục của giá chứng khoán thông qua chỉ số giá bình quân của chứng khoán niêm yết trên HOSE là VN-Index và chỉ số giá bình quân của chứng khoán niêm yết trên HNX là HNX-Index, rất nhiều cổ phiếu giảm dưới mệnh giá phát hành và giá trị ghi sổ của doanh nghiệp. Đi kèm với việc giảm giá cổ phiếu là khối lượng giao dịch cũng bị suy giảm nghiêm trọng. Nhằm nâng đỡ và thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, ngày 2/3/2012, Thủ tướng Chính phủ ra Chỉ thị số 08/CT-TTg: “*về việc thúc đẩy hoạt động và tăng cường quản lý thị trường chứng khoán*”.

Nội dung của chỉ thị 08/CT-TTg bao gồm nhiều vấn đề, trong đó mục 1, điểm c Chỉ thị có nêu: “*Tái cấu trúc các sở giao dịch chứng khoán theo hướng hợp nhất*”. Cụ thể nội dung của chỉ thị là định hướng hợp nhất Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội thành một. Việc hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán sẽ có tính hai mặt thuận

* Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

lợi và khó khăn nhất định. Trong phạm vi bài viết này, tác giả đánh giá những lợi ích và thách thức khi hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán đối với thị trường chứng khoán Việt Nam và đưa ra một số đề xuất đối với cơ quan quản lý nhà nước, để có những lộ trình trong việc hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán nhằm ổn định và phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Những lợi ích của việc hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán

Về mặt lý thuyết việc hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán là một giải pháp nâng đỡ thị trường của Chính phủ đối với thị trường chứng khoán nên sẽ có những tác động tích cực đối với tâm lý của những nhà đầu tư trên thị trường.

- Việc hợp nhất hai sở giao dịch cũng tạo điều kiện thuận lợi cho việc thanh toán bù trừ chứng khoán và tiền giao dịch sẽ tập trung một đầu mối, và việc quản lý điều hành của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cũng thuận tiện hơn, việc giám sát hoạt động của công ty niêm yết và công ty chứng khoán cũng thuận lợi hơn.

- Việc hợp nhất cũng sẽ làm tiết kiệm được nhiều chi phí trong quá trình vận hành của thị trường chứng khoán Việt Nam. Đối với cơ quan quản lý nhà nước, sẽ tiết kiệm được các khoản chi phí vận hành hệ thống, chi phí lương của cả hệ thống nhân sự của một sở giao dịch. Đối với các công ty chứng khoán, sẽ chỉ trả phí thành viên cho một sở giao dịch chứng khoán. Chi phí thuê đường truyền dẫn các thiết bị công nghệ cũng sẽ giảm theo việc hợp nhất. Đây là những khoản chi phí rất nặng đối với các công ty chứng khoán trong những năm qua, đặc biệt là hai năm 2010 - 2011 khi sự giảm sút về khối lượng giao dịch thu của các công ty chứng khoán không đủ bù đắp chi phí tối thiểu để vận hành hệ thống giao dịch. Về mặt lý thuyết, rất nhiều khoản chi sẽ tiết kiệm được 50% khi hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán.

Lợi ích từ việc hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán thật sự là có đối với thị trường chứng khoán Việt Nam và ít hay nhiều cũng có tác dụng trong việc ổn định và phát triển thị trường. Hơn nữa, việc hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán đối với Việt Nam cũng không quá phức tạp, vì hiện nay, cả HOSE và HNX đều thuộc quyền sở hữu nhà nước nên việc hợp nhất đơn thuần là chỉ

đạo sắp xếp của cơ quan quản lý nhà nước đối với HOSE và HNX, chứ không phải là một vụ mua bán, thu tóm quá phức tạp giống như nhưng vụ mua bán, thu tóm khác trên thị trường hiện nay. Do đó, việc hợp nhất HOSE và HNX có khả năng thành công cao.

3. Một số thách thức khi hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán

Bên cạnh những lợi ích không thể phủ nhận thì việc hợp nhất HOSE và HNX cũng có những thách thức không nhỏ đối với thị trường chứng khoán Việt Nam. Vì việc hợp nhất hai sở giao dịch không chỉ đơn thuần là hợp nhất hai tổ chức lại với nhau theo chiều ngang, mà sẽ rất nhiều vấn đề nảy sinh khi hợp nhất hai sở giao dịch lại với nhau.

Thách thức thứ nhất là vấn đề vốn điều lệ của các công ty niêm yết khi hợp nhất hai sở giao dịch. Hiện nay, vốn điều lệ của các công ty niêm yết trên HOSE theo quy định là 80 tỷ đồng và trên HNX là 10 tỷ đồng. Theo dự thảo Nghị định mới của Chính phủ về: *“Quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán”* sẽ nâng mức vốn điều lệ niêm yết trên HOSE là 120 tỷ đồng và trên HNX là 30 tỷ đồng.

Vậy khi hợp nhất, hai sở giao dịch chứng khoán sẽ theo tiêu chuẩn nào, nếu đơn thuần hợp nhất theo hàng ngang lấy tiêu chuẩn vốn điều lệ theo quy định niêm yết trên HNX thì sẽ thuận lợi cho các công ty đang niêm yết hiện nay. Tuy nhiên, xuất phát điểm mục tiêu ban đầu khi thành lập HNX với định hướng là nơi dành cho các công ty nhỏ và vừa niêm yết, cho dù thực tế là có những công ty thật sự có uy tín và quy mô vốn lớn đang niêm yết trên HNX (ACB, KLS, BVS,...) và HOSE dành cho những doanh nghiệp quy mô lớn và thực tế là đã có những doanh nghiệp phải chuyển niêm yết từ HOSE sang HNX (UNI, SGH) vì không đủ điều kiện về vốn điều lệ 80 tỷ đồng. Nhưng phải thừa nhận rằng HOSE vẫn trên tầm và được thừa nhận rộng rãi hơn so với HNX. Chỉ số giá chứng khoán của HOSE là VN-Index được coi như chỉ số giá chứng khoán đại diện cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Nên nếu hợp nhất theo tiêu chuẩn niêm yết của HNX làm cho chất lượng hàng hóa sau khi hợp nhất sẽ bị giảm, hay nói cách khác, giá trị thương hiệu của HOSE bị giảm sút. Đây là

một điều rất đáng tiếc vì để có được HOSE như hiện nay là một quá trình nhất định kéo dài hơn 11 năm.

Nếu hợp nhất hai sở theo tiêu chuẩn vốn điều lệ của HOSE là 80 tỷ đồng thì có bao nhiêu công ty từ HNX sẽ đủ điều kiện để niêm yết, và những công ty này sẽ xử lý thế nào. Thực tế hiện nay, tính đến thời điểm ngày 5/3/2012, có 396 công ty niêm yết trên HNX thì có đến 241 công ty có vốn điều lệ dưới 80 tỷ đồng chiếm 60,86% trong tổng số công ty niêm yết. Vốn điều lệ bình quân của 241 công ty này là 38,724 tỷ đồng, để đủ điều kiện hợp nhất theo tiêu chuẩn của HOSE thì bình quân mỗi công ty phải tăng thêm vốn điều lệ là 41,276 tỷ đồng. Tính tổng cho 241 công ty thì số tiền cần phải cần thiết để tăng vốn điều lệ là 9947,516 tỷ đồng. Căn cứ theo dự thảo mới vốn điều lệ là 120 tỷ đồng thì số tiền cần thiết ở cả HOSE và HNX còn lớn hơn nhiều so với 9947,516 tỷ đồng. Nếu các doanh nghiệp đồng loạt thực hiện việc huy động vốn hoặc phát hành cổ phiếu thêm để tăng vốn điều lệ thì đây là một thách thức thật sự đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong vài năm tới. Vì hiện nay, dòng tiền của các nhà đầu tư đang rất hạn chế và việc tăng cung cổ phiếu làm cho giá cổ phiếu bị pha loãng không hấp dẫn những dòng tiền mới. Nên sự thành công của việc các công ty phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ không cao.

Nếu các công ty phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ thành công, thì nguồn vốn tăng thêm do huy động có được sử dụng hiệu quả hay không là một vấn đề đáng quan tâm. Vì thực sự, năng lực quản lý điều hành của các cấp lãnh đạo ở các công ty Việt Nam nói chung và các công ty niêm yết nói riêng còn nhiều hạn chế, vẫn còn mang nhiều tính chất gia đình trị. Khi ở quy mô nhỏ và vừa thì tốt, nhưng khi công ty phát triển đến một quy mô nhất định thì bộc lộ nhiều hạn chế, sự phát triển của công ty không hiệu quả so với tiềm năng của công ty và không hoàn thành các kế hoạch theo như trình bày ở đại hội cổ đông, và thực tế là nhiều công ty đã thua lỗ khi quy mô vượt tầm quản lý của các cấp lãnh đạo.

Thách thức thứ hai khi hợp nhất hai sở giao dịch là hiện nay, các văn bản pháp luật điều chỉnh HOSE và HNX là khác nhau, nên để hợp nhất, cần phải có những văn bản luật cho sự hợp nhất này, việc cho ra đời và thực hiện quá nhiều

văn bản luật đổi thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay thật sự cần có sự cân nhắc thận trọng, vì trong các năm 2010 - 2011, thị trường chứng khoán Việt Nam rất ảm đạm, chỉ mới khởi sắc từ tháng 1/2012, kể từ khi đưa thêm chỉ số VN30 vào tính chỉ số giá chứng khoán trên HOSE. Hiện nay, thị trường chứng khoán Việt Nam cần sự ổn định để phát triển, tránh những thay đổi mang tính đột biến gây bất lợi cho thị trường.

Thách thức thứ 3 khi hợp nhất hai sở giao dịch là trở ngại về thiết bị công nghệ. Vì khi hợp nhất, quy mô hàng hóa giao dịch sẽ tăng lên thì những thiết bị công nghệ hiện nay có đáp ứng được yêu cầu để vận hành hệ thống hay không là một vấn đề cần quan tâm. Để khắc phục và đáp ứng yêu cầu khi hàng hóa giao dịch trên sở giao dịch không chỉ hệ thống thiết bị của sở giao dịch phải nâng cấp, mà các công ty chứng khoán thành viên cũng phải nâng cấp và sẽ phát sinh nhiều chi phí hơn nữa và khả năng xảy ra sự cố ngoài ý muốn do lỗi thiết bị công nghệ có khả năng sẽ cao hơn.

Thách thức thứ 4 khi hợp nhất là mất đi quyền lựa chọn của công ty niêm yết và nhà đầu tư. Khi có hai sở giao dịch, công ty sẽ cân nhắc lựa chọn niêm yết trên HOSE hay HNX tùy thuộc vào định hướng của mỗi công ty. Khi hai sở hợp nhất thì công ty không còn sự lựa chọn nào khác khi quyết định niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Hiện nay, biên độ giao động giá chứng khoán trên HOSE là 5% và HNX là 7%, nó cũng là một lựa chọn đối với các nhà đầu tư. Đối với các nhà đầu tư theo trường phái mạo hiểm thì thường có xu hướng chọn HNX để đầu tư vì sự tăng giảm giá mạnh. Còn những nhà đầu tư theo trường phái thận trọng thì xu hướng chọn HOSE để đầu tư vì biến động giá thấp hơn nên rủi ro ít hơn. Khi hợp nhất hai sàn, cơ hội lựa chọn của nhà đầu tư cũng giảm đi, ít kích thích sự tham gia của nhiều nhà đầu tư cũng làm hạn chế sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Ở các nước phát triển, các sở giao dịch chứng khoán thuộc sở hữu tư nhân, cho nên thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển đến một lúc nào đó, thì vấn đề cổ phần hóa sở giao dịch chứng khoán là điều tất yếu. Khi hợp nhất hai sở giao dịch, sẽ tạo ra giá trị vốn quá lớn đến lúc muốn cổ phần hóa sở giao dịch cũng rất phức tạp, thực tế ở Việt Nam, khi cổ phần hóa các tổng công ty

lớn phức tạp hơn nhiều so với việc cổ phần hóa những công ty vừa và nhỏ. Vậy nên để độc lập hai sở giao dịch sẽ thuận lợi cho việc cổ phần hóa. Khi sự phát triển của thị trường chứng khoán làm cho các cổ đông và các nhà điều hành của các sở giao dịch thấy cần thiết phải hợp nhất thì thông qua việc mua bán, sáp nhập theo các quy luật, quy định của thị trường sẽ tốt hơn rất nhiều so với việc hợp nhất theo mệnh lệnh hành chính.

Ngoài ra, hàng hóa giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam còn rất hạn chế so với các nước trên thế giới. Giao dịch trên HOSE thì có cổ phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư, trên HNX thì có cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu chính phủ. Còn những sản phẩm phái sinh, hàng hóa, ngoại tệ,... thì chưa có được giao dịch. Chắc chắn trong tương lai, khi thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển thì các sản phẩm phái sinh, hàng hóa và ngoại tệ sẽ được giao dịch, lúc đó, nếu chỉ có duy nhất một sở giao dịch thì không đáp ứng được yêu cầu của thị trường. Nếu bây giờ tiến hành hợp nhất, đến khi cần, lại thành lập mới hoặc chia tách sở giao dịch chứng khoán thì đây là một sự lãng phí không cần thiết và làm mất sự ổn định của thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Một số ý kiến đề xuất đối với cơ quan quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán Việt Nam

Việc tái cấu trúc các sở giao dịch chứng khoán theo hướng hợp nhất HOSE và HNX thành một, cơ bản có những lợi ích nhất định. Tuy nhiên, việc hợp nhất cũng nảy sinh nhiều vấn đề cần quan tâm giải quyết để việc hợp nhất thành công, góp phần ổn định và thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam. Trên cơ sở đánh giá những lợi ích và thách thức khi hợp nhất hai sở giao dịch, tác giả có một số ý kiến đề xuất đối với cơ quan quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán Việt Nam:

- Cần phải có những nghiên cứu đánh giá một cách toàn diện về mặt định lượng những lợi ích và thách thức đối với thị trường chứng khoán Việt Nam của việc hợp nhất các sở giao dịch một cách độc lập và khoa học. Theo ý kiến cá nhân tác giả thì thật sự không cần thiết phải hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán thành một tại thời điểm hiện nay, vì lợi ích từ việc hợp nhất là có nhưng

không nhiều. Trong khi đó, việc hợp nhất nảy sinh nhiều vấn đề thách thức đối với thị trường chứng khoán Việt Nam. Đặc biệt là trong giai đoạn hiện nay.

- Cần phải có những chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam lâu dài, chứ không đơn thuần trong tầm nhìn của Chỉ thị 08 là đến năm 2020. Có thể cân nhắc hợp nhất các sở giao dịch khi thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển đến một qui mô mà các sở giao dịch nhỏ không thể đáp ứng được yêu cầu vận hành của thị trường.

- Cần nghiên cứu hoàn thiện các văn bản luật, hành lang pháp lý trước khi thực hiện việc hợp nhất các sở giao dịch. Tạo điều kiện để thị trường chứng khoán Việt Nam hoạt động đúng khuôn khổ pháp luật, đây thực sự là điều cần thiết đối với thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay. Tránh đưa ra những quyết định mang tính đột biến gây sốc đối với thị trường.

- Cần công bố lộ trình tăng vốn điều lệ mang tính bắt buộc, để các công ty niêm yết có sự chuẩn bị, tránh tình trạng gây sốc đối với thị trường chứng khoán khi hợp nhất các sở giao dịch chứng khoán.

- Có những chuẩn bị về hạ tầng thiết bị công nghệ trước khi hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán, để đáp ứng được yêu cầu vận hành khi khối lượng hàng hóa giao dịch sẽ tăng đột biến khi hợp nhất hai sở giao dịch.

Trong phạm vi bài viết này, tác giả vẫn chưa định lượng hết được tất cả những lợi ích và thách thức khi hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán, nên các ý kiến đề xuất là cơ sở để các cơ quan quản lý nhà nước xem xét, cân nhắc trước khi thực hiện việc hợp nhất HOSE và HNX, góp phần ổn định và thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chính phủ, số: 14/2007/NĐ-CP, Nghị định quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán, Hà Nội - 19/01/2007;

2. Thủ Tướng Chính phủ: Chỉ thị số: 08/CT-TTg: “Chỉ thị về việc thúc đẩy hoạt động và tăng cường quản lý thị trường chứng khoán”, Hà Nội - 02/03/2012.

3. Dự thảo 04.04/NĐ-CP: “Nghị định quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán”

4. Phạm Quang Tín, Những nguyên nhân làm mất niềm tin của nhà đầu tư chứng khoán, Tạp chí Ngân hàng, số 01- 01/2010.