

Lựa chọn mô hình cho tái cấu trúc các sở giao dịch chứng khoán tại Việt Nam

ThS. NGUYỄN MẠNH DŨNG

Ngân hàng TMCP Quân đội

Đề án “Tái cấu trúc thị trường chứng khoán và doanh nghiệp bảo hiểm” đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 06/12/2012 tại Quyết định số 1826/QĐ-TTg. Một trong những mục tiêu của đề án là tái cấu trúc toàn diện thị trường chứng khoán (TTCK) nhằm từng bước nâng cao vai trò, vị trí của TTCK; phấn đấu tới năm 2020 đưa thị trường này trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn chủ đạo của nền kinh tế; hỗ trợ tích cực cho thị trường tiền tệ trong quá trình tái cơ cấu các tổ chức tín dụng. Tái cấu trúc TTCK chính là việc tái cấu trúc từng thành phần tham gia thị trường, gồm các sở giao dịch chứng khoán (SGDCK), trung tâm lưu ký chứng khoán, các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán, nhà đầu tư. Nội dung bài viết tập trung làm rõ một vấn đề quan trọng của tái cấu trúc các SGDCK tại Việt Nam, đó là lựa chọn mô hình nào cho tái cấu trúc

1. Những bất cập của mô hình hai SGDCK tại Việt Nam hiện nay và sự cần thiết của tái cấu trúc

Tái cấu trúc các SGDCK là quá trình tổ chức, sắp xếp lại toàn bộ các thành phần tham gia hoạt động của các SGDCK nhằm tạo ra “trạng thái” tốt hơn cho thị trường để thực hiện những mục tiêu đề ra. Mục tiêu chung của tái cấu trúc các SGDCK là phải đạt được một “thể trạng tốt hơn” cho thị trường,

để thị trường hoạt động hiệu quả hơn dựa trên nền tảng về sứ mệnh, tầm nhìn và định hướng chiến lược. Để có bước đi, lựa chọn mô hình tái cấu trúc đúng đắn cần đánh giá chính xác những bất cập về hoạt động của các SGDCK Việt Nam hiện nay.

Hiện tại, TTCK Việt Nam đang song song tồn tại 2 SGDCK là SGDCK Hà Nội (HNX) và SGDCK TP. Hồ Chí Minh (HSX). Trên thực tế, 2 SGDCK

**Bảng 1. So sánh thị trường cổ phiếu niêm yết tại HNX và HSX tính đến thời điểm 31/03/2013**

Nội dung	HNX	HSX
Số lượng cổ phiếu niêm yết	398	306
Điều kiện niêm yết	1. VDL từ 30 tỷ đồng trở lên; 2. Hoạt động dưới hình thức CTCP từ 1 năm trở lên; 3. Tối thiểu 15% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông không phải cổ đông lớn nắm giữ.	1. VDL từ 80 tỷ đồng trở lên; 2. Hoạt động có lãi 2 năm liên trước năm niêm yết; 3. Tối thiểu 20% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông nắm giữ.
Thời gian giao dịch	09h00 đến 11h30 và từ 13h00 đến 14h15	09h00 đến 11h30 và từ 13h00 đến 14h15
Cơ cấu phiên giao dịch	Không chia theo phiên	Buổi sáng có phiên khớp lệnh định kỳ mở cửa (09h00-09h15), phiên chiều có phiên khớp lệnh định kỳ mở cửa (13h45-14h00), phiên thỏa thuận bắt đầu từ 14h00 đến 14h15. Khớp lệnh liên tục từ 09h15 đến 11h30 và từ 13h00 đến 13h45.
Biên độ giao dịch	±10%	±7%
Phương thức giao dịch	Khớp lệnh liên tục và thỏa thuận	Khớp lệnh định kỳ và khớp lệnh liên tục
Các loại lệnh giao dịch	Lệnh giới hạn	- Phiên khớp lệnh định kỳ mở cửa: Lệnh giới hạn và lệnh ATO; - Khớp lệnh liên tục: Lệnh giới hạn; - Phiên khớp lệnh định kỳ đóng cửa: Lệnh giới hạn và lệnh ATC.
Các loại chỉ số giá	HNX Index và HNX30 Index	VN Index và VN30 Index
Phương thức xác định giá mở cửa, đóng cửa, giá tham chiếu	Giá BQ là mức giá bình quân gia quyền của các giá giao dịch thực hiện theo phương thức khớp lệnh liên tục trong 15 phút cuối cùng của thời gian giao dịch trong ngày theo quy định. Giá tham chiếu được áp dụng đối với chứng khoán mới niêm yết trong ngày giao dịch đầu tiên sẽ do tổ chức niêm yết và tổ chức tư vấn niêm yết (nếu có) đề xuất và được HNX phê duyệt.	Giá được xác định trong phiên khớp lệnh định kỳ đóng cửa
Các loại hàng hóa khác	UPCoM, trái phiếu Chính phủ, tín phiếu Kho bạc, trái phiếu DN	Chứng chỉ quỹ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu DN

này cùng cung cấp những loại hàng hóa về cơ bản giống nhau là cổ phiếu niêm yết, nhưng lại hoạt động theo nguyên tắc giao dịch khác nhau như: Lệnh giao dịch, biên độ dao động, phương thức khớp lệnh... Chi tiết được phân tích tại Bảng 1.

Hoạt động của 2 sở theo mô hình trên đã bộc lộ những bất cập, cụ thể:

- Nhà đầu tư gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận thông tin, khó lựa chọn hàng hóa và có thể dẫn tới việc nhầm lẫn trong việc phân biệt hàng hóa này được giao dịch tại đâu (HNX hay HSX);

- Sự phân tách thành 2 thị trường, 2 nơi tổ chức giao dịch cho cùng 1 loại hàng hóa là cổ phiếu niêm yết cũng gây khó

khăn cho việc thu hút các nhà đầu tư nước ngoài trong việc định hướng đầu tư, tạo ra sự phân mảnh của thị trường;

- Tạo ra sự cạnh tranh không cần thiết giữa 2 SGDCK trong việc thu hút hàng hóa mới;

- 2 SGDCK cùng tổ chức giao dịch cho 1 loại hàng hóa dẫn tới sự lãng phí nguồn lực rất lớn, không phục vụ cho sự

phát triển chung của thị trường.

Xét về mặt thể chế, việc tồn tại song song 2 SGDCK không có gì vướng mắc, song cách thức tổ chức thị trường như hiện nay đã tạo ra sự thiếu hiệu quả, gây lãng phí chi phí và nguồn nhân lực. Trong lịch sử, đã có những giai đoạn 2 SGDCK này cạnh tranh lẫn nhau, làm giảm hiệu quả của việc sử dụng các nguồn lực, làm chậm tiến trình phát triển chung của toàn thị trường. Trong khi đó xu hướng quốc tế hiện nay là hợp nhất, sáp nhập các SGDCK để tạo lập thị trường lớn, có sức hấp dẫn, đa dạng sản phẩm, công cụ đầu tư và tăng khả năng quản trị điều hành trong bối cảnh hội nhập ngày càng sâu rộng giữa các thị trường vốn trong khu vực cũng như trên thế giới. Do đó, tái cấu trúc các SGDCK là một vấn đề tất yếu của TTCK Việt Nam khi đã đạt đến một mức độ phát triển nhất định nhằm cải tổ toàn diện cơ cấu tổ chức, hoạt động, công tác quản lý, hàng hóa, tận dụng tối đa và có hiệu quả những nguồn lực sẵn có, phục vụ cho sự phát triển chung của cả thị trường.

Tái cấu trúc hai SGDCK là cần thiết vì đó là bộ phận quan trọng của tái cấu trúc TTCK Việt Nam

Việc tái cấu trúc hai SGDCK là một giải pháp nhằm cải tổ cơ cấu của TTCK Việt Nam, qua đó sẽ có những tác động tích cực đối với tâm lý của nhà đầu tư trên thị trường, định hướng về mặt hàng hóa tốt hơn cho nhà đầu tư, tăng cường năng

lực cạnh tranh, định hướng phát triển theo hướng chuyên biệt hoá. Việc hợp nhất hai SGDCK cũng tạo điều kiện thuận lợi cho việc thanh toán bù trừ chứng khoán và tiền giao dịch sẽ tập trung một đầu mối (dựa trên cơ sở chuyên biệt về hàng hoá) và nhờ đó, 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 (CTCK) cũng thuận lợi hơn.

Việc tái cấu trúc cũng sẽ làm tiết kiệm được nhiều chi phí trong quá trình vận hành của TTCK Việt Nam. Các CTCK chỉ phải trả 1 mức phí cho việc trở thành thành viên của 1 thị trường (1 SGDCK) để có thể cung cấp các dịch vụ của mình cho khách hàng hoặc để triển khai các hoạt động tự doanh thay vì phải trả phí gấp đôi để trở thành thành viên của thị trường cổ phiếu niêm yết tại 2 SGDCK như hiện nay. Chi phí thuê đường truyền dẫn các thiết bị công nghệ cũng sẽ giảm theo. Đây là những khoản chi phí rất nặng đối với các CTCK trong những năm qua, đặc biệt trong khoảng thời gian 2010-2012, khi thu của các CTCK không đủ bù đắp chi phí tối thiểu để vận hành hệ thống giao dịch, trả lương nhân viên. Về mặt lý thuyết, rất nhiều khoản chi sẽ tiết kiệm được 50% khi hai SGDCK được tái cấu trúc theo hướng chuyên biệt về hàng hóa.

Việc tái cấu trúc sẽ giúp kiện toàn bộ máy tổ chức tại 2

SGDCK, đồng thời có thể định hướng phát triển lâu dài, nâng cao hiệu quả hoạt động của bộ máy tổ chức, định hướng phát triển tốt hơn cho mỗi sở, từ đó có thể sử dụng các nguồn lực hiện có một cách có hiệu quả vì mục tiêu phát triển chung của toàn thị trường.

Kết quả của quá trình tái cấu trúc các sở giao dịch có một bộ máy tổ chức, cơ chế hoạt động hợp lý không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của SGD mà còn đảm bảo cho cả thị trường hoạt động hiệu quả, đạt được các mục tiêu đã đề ra.

Thực tế, việc tái cấu trúc các SGDCK chính là tái cấu trúc về mặt tổ chức hoạt động, tổ chức thị trường tại từng Sở Giao dịch. Trên cơ sở đó, có thể tiến hành thành lập SGDCK Việt Nam. Theo đề án “*Tái cấu trúc TTCK và doanh nghiệp bảo hiểm*” đã được Thủ tướng phê duyệt, việc tái cấu trúc các SGDCK phải hoàn tất vào năm 2015. Vì vậy, để đảm bảo đi đúng lộ trình đã đề ra, các đơn vị có liên quan (Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2 Sở giao dịch) cần phải sớm lựa chọn phương án tái cấu trúc và xây dựng lộ trình và các công việc cụ thể cần thực hiện.

2. Các phương án tái cấu trúc các SGDCK tại Việt Nam

Căn cứ Quyết định 1826/2012/QĐ-TTg ngày 6/12/2012 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt đề án “*Tái cấu trúc TTCK và doanh nghiệp bảo hiểm*”,

**Bảng 2. Ưu - nhược điểm của ba phương án tái cấu trúc SGDCK**

Phương án	Ưu điểm	Nhược điểm
1. Thành lập SGDCK Việt Nam	- Thống nhất về mặt tổ chức, chỉ tồn tại một SGDCK duy nhất - Thống nhất về hệ thống, nền tảng công nghệ, các tiêu chuẩn cho SGDCK, như: Chuẩn kết nối, tiêu chuẩn thành viên, quy chế, công nghệ nền tảng; - Mô hình tổ chức gọn nhẹ.	- Thời gian kéo dài; - Phát sinh nhiều chi phí; - Gặp nhiều khó khăn trong việc tái cơ cấu bộ máy tổ chức; - Bộ máy tổ chức cồng kềnh, khó quản lý; - Gây xáo trộn trên thị trường và tạo ra sự độc quyền tuyệt đối.
2. Công ty mẹ - công ty con	- Chi phí ít tốn kém hơn; - Quản lý tập trung và thống nhất; - Đảm bảo sự cạnh tranh bình đẳng; - Giảm bớt chi phí cho thành viên tham gia thị trường; - Hạn chế sự độc quyền; - Không gây ra sự xáo trộn lớn trên thị trường;	- Thời gian kéo dài; - Gặp khó khăn trong các quy định pháp lý về bộ máy cơ cấu và mô hình tổ chức;
3. Tái cơ cấu hàng hóa tại mỗi Sở	- Không phải thực hiện tái cấu trúc bộ máy tổ chức tại mỗi Sở; - Không gây ra sự xáo trộn lớn trên thị trường; - Thời gian thực hiện có thể là ngắn nhất trong 3 phương án.	- Không thống nhất về mặt tổ chức; - Quản lý phân tán, không tập trung; - Tính cạnh tranh lớn và có thể gây tổn hại cho thị trường;

chủ trương cấu trúc lại các SGDCK đã được xác định theo hướng thành lập SGDCK Việt Nam, thống nhất về bộ máy quản lý và điều hành, thống nhất về nền tảng công nghệ, thống nhất và chuẩn hóa tiêu chí niêm yết, chế độ báo cáo, công bố thông tin, tiêu chuẩn về thành viên và giao dịch, phân tách và chuyên biệt hóa thị trường theo hàng hóa giao dịch, bao gồm: Một sàn giao dịch cổ phiếu và một sàn giao dịch trái phiếu, chứng khoán phái sinh. Theo kế hoạch: (i) năm 2012 - 2013: Nghiên cứu xây dựng và ban hành Đề án tái cấu trúc các SGDCK, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán; (ii) Năm 2014 - 2015: Tổ chức triển khai thực hiện và hoàn tất việc tái cấu trúc các SGDCK, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán. Trước khi Quyết định

1826 được phê duyệt, ngày 21/04/2011, tại Hội thảo về Tái cấu trúc TTCK Việt Nam giai đoạn 2011- - 2020, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã đưa ra 3 phương án tái cấu trúc các SGDCK như sau:

Một là, thành lập một SGDCK duy nhất (gọi chung là SGDCK Việt Nam) trên nền tảng hợp nhất HNX và HSX, thống nhất về hệ thống, nền tảng công nghệ, các tiêu chuẩn cho SGDCK như: Chuẩn kết nối, tiêu chuẩn thành viên, quy chế thành viên, quy chế niêm yết, quy chế giao dịch..., và về bộ máy, nhân sự. Theo phương án này, về mặt tổ chức sẽ chỉ còn một SGDCK duy nhất. Việc tái cấu trúc theo phương án này có thể dẫn tới việc chấm dứt sự tồn tại của một trong hai SGDCK hiện tại hoặc một trong hai Sở chỉ đóng

vai trò như một trung tâm dự phòng, hỗ trợ hoặc nghiên cứu và phát triển các hàng hóa, sản phẩm mới.

Hai là, thành lập công ty mẹ sở hữu 100% vốn của hai SGDCK (mô hình công ty mẹ - công ty con). Theo đó, 2 SGDCK hiện tại sẽ hoạt động như 2 công ty con trực thuộc và công ty mẹ sẽ tập trung chức năng quản lý, quản trị doanh nghiệp trong khi chức năng hoạt động của từng công ty con trực thuộc vẫn độc lập. Hàng hóa giao dịch tại 2 SGDCK sẽ được tách biệt. Theo đó, một trong hai Sở sẽ chuyên tổ chức giao dịch cho các loại cổ phiếu, và Sở còn lại sẽ tổ chức giao dịch cho các loại trái phiếu và các sản phẩm phái sinh.

Ba là, tiếp tục duy trì sự độc lập trong hoạt động của hai



Sở như hiện nay, tuy nhiên, hàng hóa giao dịch tại mỗi Sở sẽ được tái cơ cấu theo hướng tập trung và chuyên môn hóa. Theo đó, một trong hai Sở sẽ chuyên tổ chức giao dịch cho các loại cổ phiếu, và Sở còn lại sẽ tổ chức giao dịch cho các loại trái phiếu và các sản phẩm phái sinh.

Căn cứ 3 phương án được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đưa ra ở trên, tác giả đã thực hiện phân tích ưu - nhược điểm đối với từng phương án như Bảng 2.

Trong 3 phương án được phân tích ở trên, theo đánh giá của tác giả thì phương án thứ 3 là phương án được coi là dễ thực hiện nhất và thực hiện trong thời gian ngắn nhất so với 2 phương án còn lại. Tuy nhiên, phương án này không phù hợp với định hướng đã được Chính phủ đề ra trong Đề án tái cơ cấu TTCK đã được phê duyệt do không có sự thống nhất về mặt quản lý. Trong 2 phương án còn lại, phương án thứ nhất sẽ đảm bảo sự thống nhất, tập trung cao về các hệ thống, nền tảng công nghệ, tiêu chuẩn thành viên, quy định, quy chế có liên quan đến hàng hóa, giao dịch. Tuy nhiên, thực hiện theo phương án này đòi hỏi cần phải tiến hành trong một khoảng thời gian dài, gây ra những xáo trộn lớn trên thị trường, tính độc quyền cao. Phương án thứ 2 là phương án có tính khả thi cao nhất do phương án này đảm bảo tuân theo định hướng đã được Chính phủ đề ra, đồng

thời không gây ra những xáo trộn lớn trên thị trường, đảm bảo thống nhất bộ máy tổ chức, quản lý tập trung, hạn chế sự độc quyền.

Vì vậy, khi cân nhắc các phương án để thực hiện tái cấu trúc các SGDCK tại Việt Nam, tác giả cho rằng, phương án thứ 2 sẽ là phương án được ưu tiên lựa chọn hàng đầu cho các cơ quan quản lý cũng như cho mỗi sở. Theo phương án này, tổ chức đại diện nắm giữ phần vốn Nhà nước của 2 Sở sẽ là Bộ Tài chính, đồng thời, các cơ quan quản lý sẽ phải lựa chọn loại hàng hóa được tổ chức giao dịch tại mỗi Sở. Mô hình tổ chức của công ty mẹ sẽ là mô hình tập đoàn hoặc tổng công ty, các công ty con sẽ hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn Nhà nước một thành viên (tương tự với mô hình tổ chức hiện nay). Hiện nay, các chuyên gia cũng cho rằng nên hợp nhất 2 SGDCK để có thể thống nhất về mặt tổ chức. Tuy nhiên, như đã phân tích ở trên, phương án này là khó khả thi và cũng khó thực hiện nhất trong ba phương án được đưa ra. Đến thời điểm hiện tại (tháng 07/2013), hơn 2 năm sau khi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đưa ra các phương án tái cấu trúc các SGDCK để lấy ý kiến và cũng gần đến thời điểm mà các bên có liên quan (Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và 2 SGDCK) cần phải hoàn tất và công bố Đề án tái cấu trúc các SGDCK (năm 2013), vẫn

chưa có phương án chính thức nào được lựa chọn.

Trên thế giới có một số quốc gia có nhiều hơn một SGDCK, nhưng việc tổ chức giao dịch cho các loại hàng hóa trên mỗi SGDCK đều được chuyên biệt hóa, chuyên môn hóa. Các SGDCK tại các quốc gia này có thể được tổ chức theo mô hình công ty mẹ - công ty con (Nhật, Thái Lan, Hàn Quốc¹) hoặc các sở giao dịch tồn tại và vận hành độc lập với nhau nhưng chuyên môn hóa trong việc tổ chức giao dịch đối với từng loại hàng hóa (Singapore, Mỹ, Trung Quốc¹). Thông thường, đối với các quốc gia trên thế giới có nhiều hơn một SGDCK thì nơi tổ chức giao dịch cổ phiếu niêm yết thường được ưu tiên lựa chọn là Thủ đô của quốc gia đó (KRX- Hàn Quốc, SGX- Singapore, TSE- Nhật). Nếu tại thủ đô của quốc gia đó không có SGDCK thì thứ tự ưu tiên tiếp theo chính là thành phố có nền kinh tế lớn nhất của quốc gia đó (NYSE- Mỹ, SSE- Trung Quốc). Áp dụng tại Việt Nam, theo phương án tái cấu trúc các SGDCK dựa trên mô hình thành lập công ty mẹ nắm giữ 100% vốn của 2 Sở thì SGDCK Hà Nội (HNX) sẽ được chọn làm nơi tổ chức giao dịch cho các loại cổ phiếu và SGDCK Tp. Hồ Chí Minh (HSX) sẽ là nơi thực hiện tổ chức cho các loại trái phiếu và các loại chứng khoán phái sinh.

¹ Các quốc gia này đều có nhiều hơn 1 SGDCK và có thể chỉ có một vài SGDCK được tổ chức theo mô hình này.



Để thực hiện tái cấu trúc như phương án đã lựa chọn, các SGDCK sẽ phải thực hiện cơ cấu lại đối với hàng hóa tại mỗi Sở. Trong quá trình cơ cấu lại hàng hóa và tái cấu trúc các Sở, sẽ có một số vấn đề mà các Sở cũng như cơ quan quản lý (Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước) sẽ phải giải quyết.

3. Một số đề xuất nhằm đảm bảo thực hiện tái cấu trúc các SGDCK diễn ra đúng lộ trình

Nhằm đảm bảo quá trình tái cấu trúc các SGDCK diễn ra thuận lợi, đạt được mục tiêu, đúng lộ trình đã đề ra, tác giả đề xuất một số các công việc trọng tâm mà các cơ quan quản lý và 2 Sở cần thực hiện như sau:

Một là, các cơ quan quản lý (Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước) và 2 SGDCK cần trình Chính phủ phê duyệt phương án tái cấu trúc các SGDCK theo hướng thành lập công ty mẹ nắm giữ 100% vốn của 2 SGDCK và xây dựng điều lệ hoạt động cho công ty này. Trong phương án tái cấu trúc cũng cần phải xây dựng bộ máy quản lý, điều hành tương ứng cho công ty mẹ và công ty con sau khi hoàn tất quá trình tái cấu trúc. Theo đó, công ty mẹ sẽ được tổ chức theo mô hình Tập đoàn hoặc Tổng công ty và 2 SGDCK sẽ được tổ chức theo hình thức Công ty TNHH Nhà nước một thành viên. Việc này sẽ giải quyết vấn đề khó khăn liên quan đến bộ máy và cơ cấu tổ chức của

các SGDCK sau khi thực hiện tái cấu trúc.

Hai là, lựa chọn SGDCK Hà Nội là nơi tổ chức giao dịch tập trung cho các loại cổ phiếu và SGDCK Tp. Hồ Chí Minh là nơi tổ chức giao dịch cho các loại trái phiếu và chứng khoán phái sinh.

Ba là, hoàn tất việc chỉnh sửa các quy định liên quan đến niêm yết cổ phiếu và đăng ký giao dịch cổ phiếu trước khi tiến hành tái cấu trúc hàng hóa tại các SGD. Khi tái cấu trúc hàng hóa tại 2 SGD hiện nay, các văn bản pháp luật điều chỉnh các vấn đề liên quan đến hàng hóa và giao dịch tại HSX và HNX là khác nhau, nên để tái cấu trúc hàng hóa thành công, cần phải thực hiện chỉnh sửa toàn diện đối với những văn bản luật cho sự hợp nhất này và đòi hỏi phải hoàn tất công tác chỉnh sửa các văn bản pháp luật có liên quan trước khi hoàn tất việc cơ cấu lại hàng hóa tại 2 Sở. Thực tế, yêu cầu phải thực hiện rà soát và chỉnh sửa các văn bản pháp luật có liên quan kể từ thời điểm quyết định lựa chọn phương án tái cấu trúc các SGDCK chính thức được phê duyệt là một áp lực rất lớn. Một trong những văn bản pháp luật cần phải xây dựng và sớm ban hành là Điều lệ hoạt động mới của mỗi SGDCK sau khi thực hiện tái cấu trúc về hàng hóa, vì văn bản này sẽ còn chi phối đến vấn đề cơ cấu tổ chức. Việc chỉnh sửa các văn bản pháp luật, quy định, quy chế, đặc biệt là những quy định liên

quan đến cổ phiếu niêm yết, sẽ xuất phát từ phía các cơ quan quản lý và tiếp đến là các Sở sẽ phải sửa đổi/ban hành mới các văn bản quy định, hướng dẫn có liên quan. Căn cứ vào những nội dung thay đổi liên quan đến các quy định, tiêu chuẩn niêm yết cổ phiếu, các cơ quan quản lý và các SGDCK sẽ công bố lộ trình cho việc niêm yết tập trung tại HNX và lộ trình tăng vốn điều lệ bắt buộc (nếu có).

Bốn là, công bố lộ trình tăng vốn điều lệ mang tính bắt buộc (nếu có), để các công ty niêm yết có sự chuẩn bị, tránh tình trạng gây sốc đối với TTCK khi hợp nhất các SGDCK. Hiện nay, điều kiện về vốn điều lệ của các công ty niêm yết trên HSX theo quy định là 80 tỷ đồng và trên HNX là 30 tỷ đồng. Khi tiến hành hợp nhất 2 SGDCK, điều kiện niêm yết mới sẽ theo tiêu chuẩn nào? Nếu 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. Ngược lại, nếu áp dụng tiêu chuẩn niêm yết của HSX thì sẽ có một bộ phận không nhỏ các doanh nghiệp hiện đang niêm yết tại HNX không đáp ứng được và vấn đề đặt ra là biện pháp xử lý đối với các doanh nghiệp này như thế nào: Yêu cầu tăng vốn điều lệ hay bắt buộc chuyển sang giao dịch trên thị trường UPCoM?

Tính đến thời điểm 31/3/2013, có 395 công ty niêm yết trên HNX, trong số đó có 183 công ty có vốn điều lệ dưới 80 tỷ đồng chiếm

46,33% tổng số công ty niêm yết tại HNX. Nếu tất cả 183 công ty này đều bắt buộc phải tăng vốn để có thể đáp ứng các điều kiện niêm yết sau quá trình tái cấu trúc các SGDCK thì tổng số tiền mà 183 doanh nghiệp này cần phải cần phải huy động là hơn 7.675 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 TTCK Việt Nam trong vài năm tới, đặc biệt là trong hoàn cảnh nền kinh tế đang gặp nhiều khó khăn như hiện tại. Nếu ép các doanh nghiệp không đủ điều kiện niêm yết thực hiện đăng ký giao dịch tại thị trường UPCoM thì thị trường niêm yết có thể sẽ mất đi một lượng cổ phiếu có chất lượng, tính thanh khoản cao nhưng lại không đáp ứng được các điều kiện niêm yết mới. Ngoài ra, việc phải thực hiện đăng ký giao dịch cổ phiếu trên thị trường UPCoM sẽ tạo tâm lý không tốt đối với lãnh đạo các doanh nghiệp bởi từ trước đến nay, UPCoM luôn “bị” đánh giá là thị trường kém hấp dẫn và chỉ dành cho những cổ phiếu “kém chất lượng”. Từ đó, có thể dẫn tới việc hủy niêm yết hàng loạt, đồng nghĩa với việc thị trường có thể mất đi những hàng hóa có chất lượng và hấp dẫn đối với nhà đầu tư. Việc tái cấu trúc các SGD theo đó mà có thể bị giảm hiệu quả.

Tuy vậy, công việc chọn lọc cổ phiếu vẫn phải tiến hành. Các cơ quan quản lý cần phối

hợp với SGDCK Hà Nội để xây dựng kế hoạch tổ chức giao dịch cho những cổ phiếu không đủ điều kiện niêm yết sau khi thực hiện tái cấu trúc hàng hóa tại các Sở giao dịch (nếu có) nhằm đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư, đồng thời vẫn thu hút được nhiều hàng hóa tham gia thị trường. Theo hướng đó, các cơ quan quản lý và các SGD nên công bố lộ trình tăng vốn cụ thể để các công ty niêm yết có kế hoạch chuẩn bị và lựa chọn phương án tăng vốn phù hợp.

Năm là, chuẩn bị về hạ tầng thiết bị công nghệ trước khi thực hiện tái cấu trúc hai SGDCK để đáp ứng được yêu cầu vận hành khi khối lượng hàng hóa giao dịch sẽ tăng đột biến, đồng thời phù hợp với từng loại hàng hóa ở mỗi SGD. Như đã phân tích, các quy định về giao dịch giữa HSX và HNX về cơ bản là khác nhau và hiện tại 2 Sở này cũng đang vận hành 2 hệ thống độc lập nhau. Vì vậy, việc tận dụng nền tảng công nghệ hiện có (đồng nghĩa với việc giữ nguyên các quy định về giao dịch như hiện nay của 1 trong 2 Sở để áp dụng) hay tiến hành chỉnh sửa theo hướng phù hợp hơn với sự thay đổi của các quy định mới sẽ là một bài toán mà các cơ quan quản lý cần phải cân nhắc. Sự thay đổi này có thể kéo theo việc các CTCK cũng phát sinh thêm chi phí khi phải thay đổi, đầu tư thêm về công nghệ. Bên cạnh vấn đề sử dụng hệ thống nào hay chỉnh sửa hệ thống nào (gần như chắc chắn

không thể sử dụng cả 2 hệ thống cùng lúc) thì hệ thống còn lại khả năng ứng dụng cho việc giao dịch loại hàng hóa mới đến đâu, có còn tận dụng được không hay phải đầu tư mới hoàn toàn cũng là một vấn đề cần phải được giải quyết. Mỗi Sở cần thực hiện đánh giá chi tiết về khả năng tận dụng sử dụng các hệ thống, cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin hiện có phục vụ cho quá trình vận hành, hoạt động sau khi hoàn tất việc tái cấu trúc. Từ đó, xây dựng kế hoạch và thực hiện mua sắm trang thiết bị nhằm thay thế cho hệ thống cũ không còn khả năng sử dụng hoặc không còn phù hợp với mô hình tổ chức và vận hành đối với các hàng hóa mới. Ngoài ra, các SGDCK cũng cần phải xây dựng lộ trình chuyển giao công nghệ giữa các sở (nếu có) nhằm có thể tận dụng những nền tảng công nghệ hiện có, tiết kiệm chi phí.

Các nội dung trên nếu được thực hiện tốt sẽ giải quyết những khó khăn, giúp rút ngắn thời gian tái cấu trúc các SGDCK.

Sáu là, sau khi hoàn tất việc tái cấu trúc, HNX sẽ thực hiện phân bổ giao dịch đối với cổ phiếu niêm yết. Qua đó, sẽ đưa ra những quy định về giao dịch phù hợp với từng bảng nhằm tăng tính hấp dẫn cho thị trường và thu hút nhà đầu tư. HSX sẽ bắt tay vào việc nghiên cứu và phát triển các loại sản phẩm, hàng hóa mới cho thị trường trái phiếu và

xem tiếp trang 42



cho thấy, ảnh hưởng của bộ máy KSNN tới chất lượng thông tin KTTC của các CTNY là lớn với $\text{Sig} < 5\%$ và hệ số $\beta = 0,383$. Nhưng về tác động của KSNN chưa ảnh hưởng nhiều đến chất lượng thông tin KTTC (nguyên nhân có thể do ảnh hưởng của bộ máy quản lý là lớn). Tuy nhiên, khi phân tích riêng tác động của KSNN tới chất lượng thông tin KTTC cho thấy có ảnh hưởng với $\text{Sig} = 0,013$. Các nhân tố khác về quy mô của doanh nghiệp dường như không ảnh hưởng đến chất lượng thông tin KTTC.

3. Kết luận

Cùng với Bộ Tài chính thiết lập hệ thống chuẩn mực kế toán, từ những năm đầu của thế kỷ 21, UBCKNN đã nỗ lực nhằm tăng cường môi trường điều tiết của TTCK quốc gia. Những quy định kế toán là một phần quan trọng của quá trình minh bạch hóa thông tin, hỗ trợ cho các nhà đầu tư ra quyết định.

Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tương quan giữa chất lượng thông tin KTTC và tổ chức KSNN, do đó nâng cao chất lượng thông tin KTTC cần gắn liền với việc hoàn thiện tổ chức KSNN cùng các chức năng của tổ chức KSNN. Trong đó, hoàn thiện thể chế cho các tổ chức KSNN có chức năng điều tiết TTCK và ảnh hưởng tới minh bạch, chất lượng thông tin KTTC là kết quả nghiên cứu đã khẳng định. Để tăng cường chất lượng thông tin KTTC của các CTNY, cần

tập trung vào chủ thể quản lý trực tiếp là Sở giao dịch chứng khoán (trong nghiên cứu là HOSE) và UBCKNN.

Những tác động từ phía KSNN có ảnh hưởng tới chất lượng thông tin KTTC, tuy nhiên chưa được đánh giá cao, điều này đòi hỏi các chủ thể quản lý nên có những tác động tích cực, hợp tác hơn nữa với các CTNY.

Nghiên cứu này chỉ ra rằng nếu thiếu vắng các quy định xử phạt hiệu quả trên thị trường sẽ ảnh hưởng đến chất lượng thông tin KTTC của các công ty. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng dự kiến sự thiết lập hiệu quả của các quy định xử phạt trên thông qua sự điều tiết của Chính phủ, một nhân tố không thể thiếu trong tiến trình phát triển TTCK Việt Nam. Kết luận trên mới dừng ở mức độ với số mẫu nhỏ. Nghiên cứu sẽ tiếp tục được mở rộng với lượng mẫu là toàn bộ các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE. $\square$

Tài liệu tham khảo

1. Agrawal, A., Chadha, S (2005). "Corporate governance and accounting scandals." *Journal of Law and Economics* 48: 371-406.
2. IFRS (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting 2010. Chapter 3: Qualitative characteristics of useful financial information.*
3. Harold Koontz, C. O. D., Heinz Weihrich (1992). *Những vấn đề cốt yếu của quản lý*, NXB Khoa học & kỹ thuật
4. N.Klai, A. O. (2011). "Corporate Governance and Financial Reporting

Quality: The Case of Tunisian Firms " *International Business Research* Vol. 4, No. 1; (www.ccsenet.org/ibr): 158-166.

5. Nguyễn Quang Quỳnh (2003). *Lý thuyết kiểm toán*, NXB Tài chính; trang 11-13.

6. Nguyễn Thị Phương Hoa (2009). *Kiểm soát quản lý*, NXB Đại học Kinh tế quốc dân.

tiếp theo trang 36

các sản phẩm phái sinh. Qua đó, nhằm cung cấp thêm các loại hàng hóa, nâng cao hiệu quả của việc tái cấu trúc các SGDCK. $\square$

Tài liệu tham khảo

1. Luật Chứng khoán, số 70/2006/QH11 ngày 29/6/2006;
2. Luật Sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán, 62/2010/QH12;
3. Nghị định 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007;
4. Quyết định số 252/QĐ-TTg ngày 01/3/2012 của Thủ tướng Chính phủ về việc Phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK VN giai đoạn 2011-2020;
5. Quyết định số 1826/QĐ-TTg ngày 06/12/2012 của Thủ tướng Chính phủ về việc Phê duyệt Đề án "Tái cấu trúc TTCK và doanh nghiệp bảo hiểm";
6. Chỉ thị số 08/CT-TTg ngày 02/03/2012 của Thủ tướng Chính phủ về việc thúc đẩy hoạt động và tăng cường quản lý TTCK;
7. Các trang web www.hnx.vn; www.hsx.vn; www.wikipedia.org
8. "Phát triển và hoàn thiện TTCK Việt Nam trong bối cảnh tái cấu trúc hệ thống tài chính", TS. Vũ Thị Kim Liên, Phó Chủ tịch Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.