



Ảnh Hòa Tấn

Đề xuất kết nối thị trường chứng khoán khi VN gia nhập WTO

Thạc sĩ TRẦN THỊ THÙY LINH

Sự kiện kết nối TTCK VN sẽ đánh dấu bước phát triển phi mã của TTCK VN, tạo sân chơi bình đẳng cho các NĐT trên TTCK các nước khu vực, thực hiện cam kết hội nhập thị trường tài chính VN, hội nhập kinh tế quốc tế góp phần đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng kinh tế VN.

Các TTCK trên thế giới đang rất sôi động thể hiện qua việc nhiều chỉ số chứng khoán đạt mức rất cao trong những năm gần đây. Ông Pierre Yves Gauthier, nhà phân tích của công ty chứng khoán Oddo Securities có trụ sở tại Paris nhận xét: "Tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu khá quan trọng năm 2005 là yếu tố quan trọng giúp TTCK phát triển ổn định". Nhà môi giới Philippe Haniez của ngân hàng Deutsche Bank (Đức) cho rằng: "TTCK châu Âu vẫn tăng trưởng mạnh nhờ đồng USD gia tăng giá trị, lãi suất của đồng Euro hiện nay ở mức thấp nên là yếu tố để thúc đẩy các NĐT mua cổ phiếu". Ngoài ra hoạt động giao dịch tại nhiều TTCK trên toàn cầu được thúc đẩy nhờ số lượng các vụ sáp nhập và mua bán cũng như hoạt động phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng- IPO tăng mạnh. Cùng với xu hướng phát triển của TTCK các nước, TTCK VN cũng đã tự khẳng

định khả năng trưởng thành và phát triển sau hơn 5 năm hoạt động để có thể kết nối TTCK khu vực và các nước.

Báo New York Times ngày 21.6.2006 đã viết: "Với tốc độ tăng trưởng nhanh nhất ở châu Á (sau Trung Quốc) và kế hoạch phát triển đang thu hút toàn cầu, VN đang trở thành cường quốc kinh tế khu vực... Ngân hàng thế giới nhận định rằng sự tăng trưởng đó là khá hợp lý...". Đặc biệt, quan hệ kinh tế Mỹ-VN có tiến triển khá tốt thông qua 2 nước đã kết thúc đàm phán về thương mại; sự kiện Tổng thống Mỹ George W.Bush sẽ sang VN dự Hội nghị thượng đỉnh APEC vào tháng 11 tới, tạo thuận lợi cho VN gia nhập WTO. Kế hoạch phát triển TTCK VN 2006-2010 của Bộ tài chính, phần Hội nhập quốc tế về TTCK đã đề cập đến kết nối giao dịch, kết nối TTCK.

Luận cứ kết nối

Hiện nay, TTCK các nước trên thế giới trong xu thế phát triển mạnh mẽ, phạm vi hoạt động các thị trường không chỉ trong nước mà còn mở rộng ra nước ngoài. Một trong những hoạt động gia nhập giao dịch chứng khoán giữa các TTCK các nước là giao dịch kết nối hay các Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) của các quốc gia sẽ kết nối với nhau nhằm tạo hình thức giao dịch mua bán chứng khoán xuyên quốc gia. Mặt khác, kết nối TTCK là xu hướng tất yếu của quá trình hội nhập kinh tế toàn cầu, các lợi ích của việc kết nối sẽ giúp cho TTCK của các quốc gia tham gia kết nối có khả năng đáp ứng mạnh hơn về nhu cầu vốn cho sự phát triển nền kinh tế cũng như giữ vững và nâng cao vị thế của mình. Các luận cứ cho mô hình kết nối như sau :

Ngày 27.7.2004, Thủ tướng Chính phủ đã ký bản thỏa thuận về kết nối TTTC với Singapore, trong đó đưa ra 4 nội dung chính:

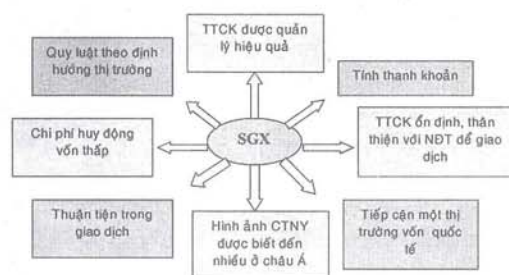
- Từng bước kết nối TTGDCK TP.HCM và SGDCK Singapore- SGX.
- Niêm yết các công ty VN trên SGX.
- Phát triển thị trường giao dịch hàng hoá tương lai.
- Đào tạo nguồn nhân lực trong lĩnh vực tài chính và thị trường vốn.

Các vấn đề về kết nối thị trường chứng khoán:

- Mô hình kết nối là một phương thức cho phép nhà đầu tư (NĐT) một nước và ở tại nước này có thể mua, bán chứng khoán của một công ty thuộc SGDCK nước khác. Kết nối giao dịch sẽ khuyến khích tham gia giao dịch chứng khoán niêm yết tại SGDCK đối tác và ngược lại, cho phép các công ty chứng khoán (CTCK) tiếp cận thông tin về giao dịch và thị trường, cho phép chuyển thẳng lệnh từ trạm thiết bị giao dịch ở một nước lên hệ thống giao dịch điện tử của SGDCK nước kia.

- Mô hình liên kết SGDCK song phương và đa phương là mô hình liên kết SGDCK trên cơ sở thỏa thuận song phương hoặc đa phương giữa các SGDCK để hình thành nên một cơ chế kết nối giao dịch điện tử giữa các bên tham gia. Qua cơ chế này, nhà đầu tư (NĐT) ở thị trường này có thể mua bán chứng khoán tại thị trường khác

Lợi thế của việc kết nối và niêm yết trên SGX



Singapore đã phát triển và gia nhập vào khu vực tài chính thứ nhất của châu Á - Thái Bình Dương, với hơn 800 thể chế tài chính cung cấp đủ loại các dạng dịch vụ tài chính. Singapore là một thị trường có tính thanh khoản cao nhất ở châu Á với tốc độ xoay vòng vốn (Turnover velocity) là 60,8% tính đến tháng 12.2004. Theo đánh giá của Liên đoàn SGDCK thế giới-WFE dựa vào vòng xoay vốn, đây là thị trường có tính thanh khoản đứng thứ 9 trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương vào năm 2004 sau Đài Loan, Hàn Quốc, Thẩm Quyển, Thái Lan, Ấn Độ, Nhật, Thượng Hải và Úc. Niêm yết trên SGX sẽ cho phép các công ty niêm yết thuận lợi hơn để thâm nhập thị trường. SGX đang dẫn đầu việc cung cấp thiết bị kỹ thuật trên thế giới với những công cụ thuận tiện để gia nhập thị trường, như tiếp tục mở rộng mạng lưới giao dịch toàn cầu và tăng quy mô thị trường, tính thanh khoản và thành viên thị trường, tăng hơn tính hiệu quả, tính hấp dẫn của thị trường.

Sự kết nối giữa TTCK VN với SGX sẽ có thuận lợi vì trái phiếu chính phủ của VN (đợt phát hành trái phiếu chính phủ tại TTCK New York vào tháng 27.10.2005) hiện nay đã được niêm yết và giao dịch trên SGX.

Thách thức đối với các doanh nghiệp VN khi niêm yết trên SGX

- Hệ thống văn bản pháp lý chưa tiêu chuẩn hóa theo thông lệ quốc tế.

Dự thảo Luật chứng khoán đã được Quốc hội thông qua chủ yếu điều chỉnh các hoạt động giao dịch trên TTCK VN, các quy định về niêm yết và giao dịch khi kết nối chưa được đề cập rõ.

- Nền kinh tế VN đang trong giai đoạn phát triển, quy mô TTCK quá nhỏ so với các nước khu vực châu Á. Cuối tháng 12.2005, tổng giá trị vốn hóa TTCK đạt 6,9% GDP.

- Tốc độ mở cửa nền kinh tế còn chậm, khả năng huy động vốn trong nước của các doanh nghiệp còn thấp.

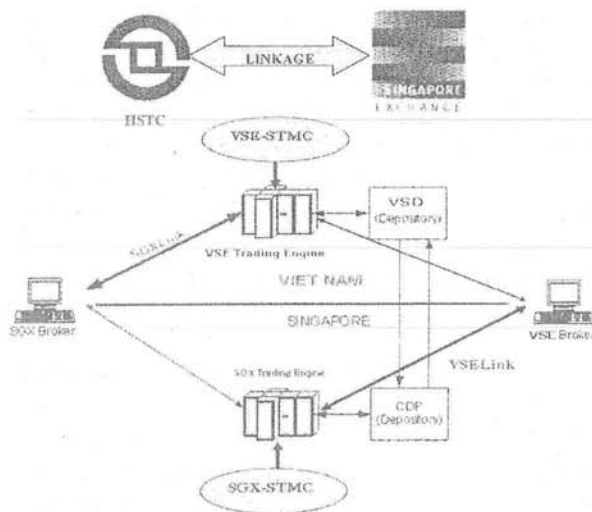
- Những hạn chế về cơ sở hạ tầng thị trường chứng khoán.

- Tính minh bạch trong việc công khai hóa thông tin còn rất thấp.

- Khả năng nhận thức thị trường và năng lực đầu tư của NĐT trong nước còn non kém.

Mô hình kết nối song phương

Trên cơ sở bản thỏa thuận về kết nối TTTC với Singapore, mô hình kết nối song phương giữa TTCK VN với Singapore được mô phỏng theo mô hình kết nối giữa Singapore-Úc và vận hành theo các đặc điểm, các quy định ở VN.



Các đối tượng tham gia mô hình kết nối song phương giữa TTCK VN với Singapore: VSE-SGX

- VSE-STMC: CTCK thành viên của VSE (VSE-Securities Trading Member Company)
- SGX-STMC: CTCK thành viên của SGX (SGX-Securities Trading Member Company)
- VSE Trading Engine: Hệ thống giao dịch khớp lệnh của VSE
- SGX Trading Engine: Hệ thống giao dịch khớp lệnh của SGX
- VSD: Trung tâm lưu ký chứng khoán (Vietnam Securities Depository)
- CDP: Trung tâm lưu ký chứng khoán Singapore (Central Securities Depository)
- SGX Broker: Nhà môi giới qua kết nối của SGX
- VSE Broker: Nhà môi giới qua kết nối của VSE
- BrokerLink- SGX Broker hay VSE Broker: Nhà môi giới kết nối.

Mua bán, lưu ký, thanh toán bù trừ các chứng khoán niêm yết trên SGX của NĐT VN và các chứng khoán niêm yết trên VSE của NĐT Singapore chủ yếu thực hiện qua nhà môi giới kết nối và các CTCK của hai Sở giao dịch đối tác.

Vai trò và nhiệm vụ của VSE-Broker

VSE-Broker hoạt động trong khuôn khổ pháp luật như một CTCK thành viên theo Luật chứng khoán nên vai trò của VSE-Broker như sau:

- Đối với giao dịch chứng khoán niêm yết trong nước:

VSE-Broker khi tham gia thực hiện giao dịch mua bán, thanh toán và bù trừ các chứng khoán niêm yết trên VSE qua kết nối phải:

- + Hoạt động như một nhà môi giới BrokerLink đối tác, nhận các lệnh mua-bán chứng khoán niêm yết trên VSE được phép giao dịch qua kết nối từ BrokerLink đối

tác và chuyển các lệnh này vào VSE Trading Engine.

- + VSE-Broker tham gia vào quá trình thanh toán bù trừ cho kết quả các giao dịch trên tại TTLK, TT và BT chứng khoán-VSD theo luật thanh toán bù trừ của VSE.

- + Thông qua hệ thống giao dịch kết nối sẽ thông báo kết quả giao dịch cho BrokerLink đối tác.

- + Thỏa thuận với BrokerLink đối tác về việc chuyển đổi ngoại tệ tỷ giá quy định của hệ thống giao dịch kết nối để thanh toán các giao dịch đã thực hiện.

- Đối với các giao dịch chứng khoán nước ngoài:

VSE-Broker khi tham gia thực hiện giao dịch mua bán, thanh toán và bù trừ các chứng khoán niêm yết trên SGDCK đối tác phải:

- + Tổng hợp các lệnh mua-bán các chứng khoán trên SGDCK phép giao dịch qua kết nối của các NĐT VN từ VSE-STMC, sau đó chuyển các lệnh này cho các BrokerLink đối tác để chuyển lệnh này vào Trading Engine đối tác.

- + VSE-Broker tham gia vào quá trình thanh toán bù trừ cho kết quả các giao dịch trên tại Trung tâm lưu ký, thanh toán và bù trừ chứng khoán-CDP đối tác theo luật thanh toán bù trừ của SGDCK đối tác.

- + Thông qua hệ thống giao dịch kết nối sẽ thông báo kết quả giao dịch từ BrokerLink đối tác để thông báo cho VSE-STMC.

- + Thỏa thuận với BrokerLink đối tác về việc chuyển đổi ngoại tệ tỷ giá quy định của hệ thống giao dịch kết nối để thanh toán các giao dịch đã thực hiện thông qua thanh toán bù trừ chứng khoán theo luật thanh toán bù trừ của SGDCK đối tác.

Quy trình giao dịch kết nối giữa VSE-SGX

1. Mua bán, lưu ký, thanh toán bù trừ các chứng khoán niêm yết trên SGX của NĐT VN.

- + Đặt lệnh: NĐT VN muốn mua bán các chứng khoán này thì đến đặt lệnh tại các CTCK thành viên-VSE-STMC được cho phép giao dịch qua kết nối, các công ty này chịu trách nhiệm kiểm tra lại các lệnh này có thỏa mãn theo những giao dịch của SGDCK đối tác. Sau đó, chuyển những lệnh hợp lệ cho VSE-Broker. Thông qua kết nối, VSE-Broker sẽ chuyển chúng đến cho BrokerLink đối tác- SGX Broker và Broker này chuyển các lệnh vào TTGD khớp lệnh của SGDCK đối tác- SGX Trading Engine. Các lệnh này cùng với những lệnh mua bán chứng khoán NY trên SGD đối tác-SGX của các NĐT nước này sẽ được khớp tại đây. Các lệnh đã được khớp sẽ chuyển xuống tại TTLK, TT và BT chứng khoán để thực hiện quá trình thanh toán, bù trừ chứng khoán. Trong quá trình này có sự tham gia của BrokerLink đối tác. Sau khi có kết quả giao dịch, Broker này thông báo kết quả cho VSE-Broker và VSE-Broker thông báo lại cho các CTCK thành viên- VSE-STMC.

+ Về vấn đề lưu ký chứng khoán: VSE cử một đại diện chịu trách nhiệm thực hiện quá trình việc lưu ký chứng khoán tại TTLK, TT và BT chứng khoán SGD đối tác trên-CDP. Vào ngày thanh toán T+x, TTLK, TT và BT chứng khoán của SGX sẽ ghi có hoặc nợ tài khoản chứng khoán của TTLK, TT và BT chứng khoán của VSE (ghi nợ vào tài khoản khi bán; ghi có vào tài khoản khi mua) và TTLK, TT và BT chứng khoán của VSE phản ánh lại việc này bằng cách ghi có hoặc nợ tài khoản chứng khoán của NĐT VN.

+ Việc thanh toán tiền cho các giao dịch được thực hiện bằng đồng tiền nước đối tác với tỷ giá theo thỏa thuận giữa hai BrokerLink vào ngày T+ x (Theo mô hình kết nối giữa SGX-ASX thì ngày thanh toán vào T+3). Vì giá của các chứng khoán thông qua giao dịch kết nối tại SGX được định giá bằng đồng tiền nước này và việc phân phối các chứng khoán được thực hiện theo luật thanh toán bù trừ chứng khoán của SGDCK đối tác. NĐT VN sử dụng VND cho các giao dịch mua chứng khoán niêm yết trên SGX với tỷ giá quy đổi là tỷ giá niêm yết tại thời điểm thanh toán hoặc nếu tỷ giá giữa VND và ngoại tệ trên có biến động mạnh, trong thời gian đầu để khuyến khích các NĐT VN tham gia thì VSE có thể thực hiện giải pháp để phần nào giảm bớt rủi ro biến động giá.

+ Cập nhật thông tin: Để có được những thông tin cần thiết cho việc ra quyết định đầu tư, NĐT VN có thể thu thập những thông tin được cung cấp qua kết nối hoặc truy cập vào Website của SGX đối tác. Nhà đầu tư VN được phép đặt lệnh trong giờ giao dịch của SGX đối tác, ngay cả khi giờ giao dịch của VSE kết thúc.

2. Mua bán, lưu ký, thanh toán bù trừ các chứng khoán NY trên VSE của NĐT nước đối tác Singapore.

+ Đặt lệnh: NĐT nước ngoài muốn mua bán chứng khoán này thì đến đặt lệnh tại các CTCK thành viên-SGX-STMC được cho phép giao dịch qua kết nối của SGD nước ngoài. Các công ty này chịu trách nhiệm kiểm tra lại các lệnh này có thỏa mãn theo những quy định về giao dịch của VSE. Sau đó, chuyển những lệnh hợp lệ cho SGX-Broker của SGD nước họ. Thông qua kết nối, Broker này sẽ chuyển chúng đến cho VSE – Broker và Broker này sẽ chuyển các lệnh này vào TTGDKL của VSE- VSE Trading Engine. Các lệnh này cùng với những lệnh mua bán chứng khoán niêm yết trên VSE của các NĐT VNsẽ được khớp tại đây. Các lệnh đã được khớp sẽ được chuyển xuống TTLK, TT và BT chứng khoán của VSE-VSD để thực hiện quá trình thanh toán, bù trừ chứng khoán. Trong quá trình này có sự tham gia của BrokerLink đối tác-SGX Broker. Sau khi có kết quả giao dịch, VSE Broker sẽ thông báo kết quả này cho Broker đối tác-SGX Broker và Broker đối tác thông báo lại cho các CTCK thành viên-SGX-STMC.

+ Lưu ký chứng khoán: SGD đối tác sẽ cử một đại diện chịu trách nhiệm về vấn đề lưu ký tại TTLK, TT và BT chứng khoán của VSE. Vào ngày thanh toán T+x; TTLK, TT và BT chứng khoán của VSE sẽ ghi có hoặc nợ tài khoản chứng khoán của TTLK, TT và BT chứng khoán SGD đối tác, và TTLK, TT và BT chứng khoán SGD đối tác-CDP sẽ phản ánh lại việc này bằng cách ghi có hoặc nợ tài khoản chứng khoán của NĐT Singapore.

+ Việc thanh toán tiền cho các giao dịch được thực hiện bằng đồng tiền nước đối tác với tỷ giá theo thỏa thuận giữa hai BrokerLink vào ngày T+x, việc phân phối các chứng khoán được thực hiện theo luật thanh toán bù trừ chứng khoán của VSE. Nhà đầu tư nước đối tác sử dụng đồng tiền nước họ cho các giao dịch mua chứng khoán niêm yết trên VSE.

+ Cập nhật thông tin: Để có được những thông tin cần thiết cho việc ra quyết định đầu tư, NĐTNN có thể thu thập những thông tin được cung cấp qua kết nối hoặc truy cập vào Website của VSE. Nhà đầu tư nước ngoài được phép đặt lệnh trong giờ giao dịch của VSE, ngay cả khi giờ giao dịch của nước họ đã kết thúc.

Các vấn đề cần xem xét khi thực hiện kết nối TTCK VN

Hiện nay, Dự án Luật chứng khoán đã được xây dựng gồm 11 chương, 136 điều. Dự thảo Luật chứng khoán chưa hướng đến vấn đề kết nối TTCK VN, chỉ đề cập đến vấn đề niêm yết chứng khoán tại SGDCK nước ngoài nhưng chưa được quy định rõ. Các quy định về giao dịch kết nối giữa VSE-SGX được đề xuất theo đặc điểm TTCK VN. Tuy nhiên, để mô hình kết nối này có tính khả thi cần nghiên cứu, xem xét thực hiện các vấn đề sau:

1. Xây dựng khung pháp lý và cơ sở vật chất kỹ thuật cho việc thành lập và hoạt động của VSE-Broker, cũng như các CTCK thành viên-VSE-STMC.

Đây sẽ là vấn đề rất quan trọng về quy định pháp lý khi VN tham gia kết nối TTCK. Trong mô hình kết nối TTCK, VSE-Broker có vai trò rất quan trọng, hoạt động như một CTCK thành viên nhằm vụ phục cho việc mua bán chứng khoán niêm yết trên VSE của các NĐTNN hay phục vụ cho việc mua bán chứng khoán trên SGDCK đối tác của các NĐT VN khi giao dịch kết nối. UBCKNN có thể cho phép thành lập VSE-Broker tùy thuộc vào quy mô của TTCK kết nối, khối lượng giao dịch trên thị trường

2. Chế độ giao dịch khi kết nối.

Các quy định về chế độ giao dịch kết nối sẽ được điều chỉnh theo Thông tư 58/2004/TT-BTC hướng dẫn về thành viên và giao dịch chứng khoán ngày 17.6.2004 theo các tiêu chuẩn sau:

Đơn vị giao dịch:

Hiện nay, đơn vị giao dịch cổ phiếu trên SGX quy định lô giao dịch niêm yết cổ phiếu là 1.000 cổ phiếu và giao dịch lô lẻ cũng được chấp nhận

TTGDCK TP.HCM quy định đơn vị giao dịch:

- Giao dịch lô chẵn: cổ phiếu, chứng chỉ quỹ từ 10 đến 9990 đơn vị.
- Giao dịch lô lẻ: cổ phiếu, chứng chỉ quỹ từ 1 đến 09 đơn vị.
- Giao dịch lô lớn trên 10.000 đơn vị.

Như vậy, khi thực hiện kết nối thị trường chứng khoán sẽ cần phải điều chỉnh lại các đơn vị giao dịch để phù hợp giữa hai thị trường. Theo thông lệ của TTCK các nước hiện nay, đơn vị giao dịch lô chẵn của cổ phiếu là 100 đơn vị, TTCK VN ban đầu cũng quy định như vậy nên khi kết nối TTCK chúng ta có thể quy định đơn vị giao dịch lô chẵn như các nước.

Phương thức giao dịch:

Chúng ta vẫn thực hiện giao dịch theo phương thức giao dịch khớp lệnh và thỏa thuận. Phương thức giao dịch khớp lệnh sẽ thực hiện cho các cổ phiếu, chứng chỉ quỹ, phương thức giao dịch thỏa thuận dành cho giao dịch các trái phiếu. Đối với phương thức giao dịch khớp lệnh sẽ thay đổi thành phương thức khớp lệnh liên tục như thị trường của các nước, chúng ta sẽ không thực hiện khớp lệnh định kỳ như Thông tư 58. Theo đó, Luật chứng khoán nên xem xét và quy định các vấn đề nhằm phục vụ cho việc khớp lệnh liên tục như: việc đặt lệnh mua, bán; biên độ giao động giá; thời gian giao dịch, thời gian khớp lệnh, thời gian thanh toán...

Giờ giao dịch và vùng thời gian:

Thời gian giao dịch có tác động lớn đến giao dịch kết nối, cả hai thị trường kết nối phải thống nhất về thời gian nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho các NĐT khi giao dịch. Hiện nay thời gian giao dịch trên SGX và TTGDCK TP.HCM là:

Bảng 3.1 Thời gian giao dịch trên SGX-TTGDCK TP.HCM từ thứ hai - thứ sáu

SGX		TTGDCK TP.HCM	
Pre-open	08:30 – 09:00am		
Opening	09:00am	Opening	08:20am
Normal Trading	09:00am – 12:30pm	Matched Orders	08:20-08:40 am
End of Normal Trading	12:30pm	Matched Orders	09:10 – 9:30am
Pre-Open	14:00 – 14:05pm	Matched Orders	10:00- 10:30am
Normal Trading	14:05– 17:00pm	Block Trades	10:30- 11:00am
End of Normal Trading	17:00pm		
Pre Closing	17:00 – 17:06pm	Pre Closing	11am

Nguồn: Số liệu thống kê của tác giả

Để tạo điều kiện thuận lợi cho giao dịch kết nối, theo giai đoạn 1 của lộ trình kết nối TTCK VN cũng sẽ điều chỉnh lại thời gian giao dịch cổ phiếu từ thứ Hai đến thứ Sáu nhưng chúng ta sẽ tổ chức giao dịch dịch 3 phiên/ngày như thời gian giao dịch đã quy định hoặc có thể thực hiện ngay việc khớp lệnh liên tục. Thời gian giao dịch trên VSE trước tiên sẽ được điều chỉnh như sau:

Bảng 3.2 Thời gian giao dịch trên VSE

Pre-open	08:00-08:20 am
Opening	08:20am
Matched Orders (giao dịch đợt 1)	08:20 – 08:40am
Matched Orders (giao dịch đợt 2)	09:10 – 09:30am
Matched Orders (giao dịch đợt 3)	10:00 – 10:30am
Block Trades (giao dịch thỏa thuận)	10:30 – 11:00am
Pre Closing (đóng cửa)	11:00am
Pre-open	13:30 -14:00pm
Matched Orders (giao dịch đợt 1)	14:00 – 14:30pm
Matched Orders (giao dịch đợt 2)	15:10 -16:00pm
End of Normal Trading (kết thúc giao dịch)	16:00pm
Pre Closing (đóng cửa)	16:00 -16:30pm

Nguồn: Số liệu tính toán của tác giả

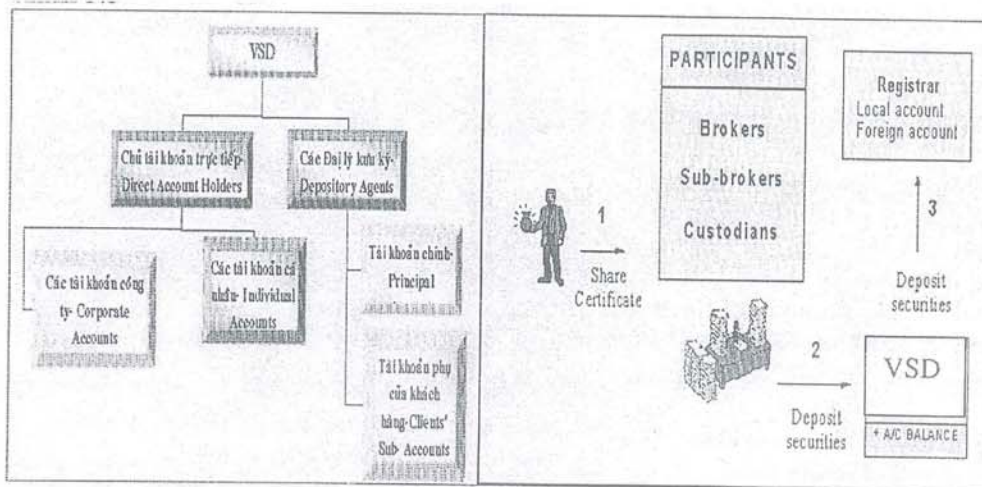
Việc đề xuất thời gian giao dịch cho VSE trên cơ sở thời gian lao động của các doanh nghiệp VN hiện nay (Bộ Luật lao động), múi giờ VN và Singapore chỉ chênh lệch khoảng hơn 1 giờ nên cũng không ảnh hưởng lớn đến thời gian giao dịch.

3. Giới hạn quyền sở hữu thuộc cá nhân và nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN).

Hiện nay, tại Singapore những giới hạn quyền sở hữu thuộc cá nhân và NĐTNN không được theo dõi bởi SGX nhưng bởi các CTNY (sẽ được quy định ở điều lệ công ty). Nếu sự giới hạn cổ phần bị vi phạm, các NĐT sẽ có thể bị tước đoạt cổ phần mà họ sở hữu. Do đó, Luật chứng khoán cần quy định rõ hơn về tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của cá nhân và NĐTNN trong CTNY VN khi tham gia giao dịch kết nối, tỷ lệ này trước mắt phải thấp hơn theo Quyết định số 238/2005/ QĐ-TTg, ngày 29.9.2005, được quy định theo danh mục Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối nhằm hạn chế rủi ro cho các CTNY, tránh việc mua đứt và sát nhập quá sớm đối với các doanh nghiệp VN.

4. Lưu ký và thanh toán bù trừ trong giao dịch kết nối.

Tại VN, việc lưu ký các chứng khoán niêm yết của VN và Singapore sẽ được thực hiện thông qua VSD, CDP của SGX hoặc thành viên của VSD, SGX là các CTCK, các tổ chức tín dụng và các chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại VN được cấp phép lưu ký và ngược lại theo quy định của Singapore. Khi tham gia giao dịch kết nối, NĐT có thể lưu ký chứng khoán tại VSD theo sơ đồ sau:



Tương tự, các NĐTNN trên SGDCK đối tác sẽ lưu ký chứng khoán thông qua CPD của SGDCK đối tác. CPD sẽ thực hiện thanh toán bù trừ với VSD thông qua đại diện của VSD ở SGDCK đối tác và ngược lại. Việc thanh toán giữa các nhà môi giới và CPD-VSE được thực hiện bằng cách truyền dữ liệu qua các ngân hàng điện tử vào ngày thanh toán (T+3). Các nhà môi giới và CPD gửi các hướng dẫn thanh toán đến các ngân hàng theo mô hình sau:

Vào ngày thanh toán, VSE sẽ ghi nợ chứng khoán



được mua vào tài khoản chứng khoán lưu ký ở CDP. CDP sẽ phản ánh nghiệp vụ ghi có này trên tài khoản chứng khoán lưu ký ở CDP trong suốt thời gian thanh toán cho đến trước 12 giờ đêm của ngày T+3. Tương tự cho các giao dịch bán, tài khoản chứng khoán lưu ký ở CDP của NĐT sẽ được ghi nợ vào ngày T+3. Sau khi các nhà môi giới và CDP tiến hành thực hiện thanh toán bù trừ cho các giao dịch kết nối, sẽ gửi bản xác nhận kết quả đến người bán/mua thông khoản nợ/có đến các tài khoản chứng khoán của NĐT qua VSE-STMC hoặc SGX-STMC

5. Thuế trong giao dịch chứng khoán.

Hiện nay, các quy định về thuế trong hoạt động kinh doanh chứng khoán tại Singapore sẽ không thu thuế cổ tức. Singapore áp dụng cơ sở đánh thuế điều chỉnh theo lãnh thổ và áp dụng thuế thu nhập trên những thu nhập tích lũy hay có nguồn gốc tại Singapore và những khoản thu nhập có

nguồn gốc từ nước ngoài nhưng nhận tại Singapore. Kể từ năm 2005, khoản thu nhập có nguồn gốc nước ngoài nhưng nhận tại Singapore bởi những cá nhân Singapore sẽ được miễn giảm thuế tại Singapore. Thuế suất công ty là 20% theo năm 2005 với sự miễn giảm ban đầu là 75% của thu nhập chịu thuế lần

đầu là 10.000 USD và 50% của thu nhập chịu thuế tiếp theo là 90.000 USD. Nhà đầu tư cá nhân sẽ nộp thuế theo thuế suất thuế biên tế tương ứng với thu nhập. Như vậy, các NĐTNN nếu đầu tư chứng khoán qua giao dịch kết nối tại VN, dù cho là tổ chức hay cá nhân đều phải nộp thuế nhưng trong giai đoạn đầu chính sách thuế VN cũng nên miễn giảm lũy tiến theo thu nhập như Singapore. Hoặc VN sẽ miễn giảm thuế đối với NĐT là cá nhân Singapore.

6. Tiền tệ thanh toán cho giao dịch kết nối.

Các chứng khoán niêm yết của Singapore khi giao dịch kết nối sẽ được định giá bởi đồng đôla Singapore nên sẽ được thanh toán bằng loại tiền tệ này cho dù NĐT trên thị trường nào. Ngược lại, các chứng khoán niêm yết của VN sẽ được định giá bởi VND nên loại tiền thanh toán là VND. Do đó, khi thanh toán giao dịch kết nối các NĐT phải thực hiện thanh toán theo tỷ giá thỏa thuận do hai thị trường quy định, riêng giao dịch tại TTCK VN theo tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng do Ngân hàng Nhà nước công bố tại thời điểm giao dịch hoặc thỏa thuận với BrokerLink đối tác về việc chuyển đổi ngoại tệ tỷ giá quy định của hệ thống giao dịch kết nối để thanh toán các giao dịch đã thực hiện

Ngân hàng phát triển châu Á đang nghiên cứu kế hoạch công bố đơn vị đồng tiền chung châu Á- ACU, đơn vị xác định trao đổi dựa trên giá trị bình quân của các đồng tiền mạnh sử dụng ở 13 nước, gồm: Trung Quốc, Nhật, Hàn Quốc và 10 nước trong Hiệp hội các nước Đông Nam Á (ASEAN). Do đó, nếu sự ra đời của đồng ACU sẽ tạo điều kiện rất thuận lợi cho việc thanh toán trong giao dịch kết nối giữa VSE-SGX.

7. Quản lý ngoại hối khi giao dịch kết nối.

Đối với các NĐTNN trên TTCK VN:

Hiện nay, hoạt động đầu tư gián tiếp của các NĐTNN trên TTCK VN đã phát triển mạnh. Năm 2005, giao dịch NĐTNN có khối lượng giao dịch là 73,86 triệu chứng khoán,

đạt 5.885,8 tỷ đồng, tăng gấp đôi năm 2004 [1]. Tình hình tham gia của các NĐTNN đã tạo sức bật cho sự phát triển TTCK VN. Tuy nhiên, khi đầu tư các NĐTNN phải thực hiện theo cơ chế giao dịch chứng khoán trên TTGDCK TP.HCM và Hà Nội và chấp hành các quy định về chế độ quản lý ngoại hối của Ngân hàng Nhà nước được quy định.

- NĐTNN và nguồn vốn tham gia mua chứng khoán theo Điều 2,3 của Quyết định 1550. Ngoài ra NĐTNN có ngoại tệ từ nước ngoài chuyển vào tài khoản ngoại tệ tại ngân hàng được phép tại VN muốn sử dụng để đầu tư chứng khoán phải chuyển vào tài khoản tiền gửi chuyên dùng không kỳ hạn bằng ngoại tệ của CTCK mở tại ngân hàng được phép quy định.

- NĐTNN mở tài khoản giao dịch chứng khoán bằng đồng VN tại các CTCK để mua bán chứng khoán. Tiền của NĐTNN phải được chuyển vào tài khoản tiền gửi chuyên dùng bằng đồng VN của CTCK mở tại ngân hàng được phép. Mọi giao dịch chuyển tiền, thanh toán liên quan đến hoạt động đầu tư chứng khoán của NĐTNN phải thực hiện thông qua tài khoản này.

- CTCK phải mở một tài khoản tiền gửi chuyên dùng không kỳ hạn bằng VND và một tài khoản tương tự bằng ngoại tệ tại một ngân hàng được phép để lưu giữ toàn bộ giao dịch chứng khoán của NĐTNN.

Đối với các NĐT VN trên TTCK Singapore hoặc TTCK các nước:

Pháp lệnh ngoại hối và Luật đầu tư có hiệu lực ngày 1.7.2006 đã quy định việc đầu tư ra nước ngoài theo hình thức đầu tư gián tiếp. Như vậy, Luật đầu tư và Pháp lệnh ngoại hối có quy định về đầu tư ra nước ngoài nhưng văn bản hướng dẫn chi tiết chưa có. Về quản lý ngoại hối khi đầu tư ra nước ngoài, hiện nay Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước chỉ quy định về quản lý ngoại hối đối với các doanh nghiệp Việt Nam có vốn đầu tư ra nước ngoài có dự án đầu tư ở nước ngoài tại Thông tư 01/2001/TT-NHNN ngày 19.01.2001 và Thông tư 04/2005/TT-NHNN ngày 26.8.2005 hướng dẫn về quản lý ngoại hối đối với đầu tư trực tiếp ra nước ngoài của doanh nghiệp VN. Về hình thức đầu tư gián tiếp ra nước ngoài, các quy định về quản lý ngoại hối chưa có văn bản pháp lý quy định cụ thể. Ngoài ra, về việc mang ngoại tệ tiền mặt và đồng VN khi xuất nhập cảnh theo Quyết định 921/QĐ-NHNN là hạn mức phải khai báo đối với ngoại tệ tiền mặt là 7.000 USD và đối với đồng VN là 15 triệu VND, quy định này không kiểm soát đối với hoạt động đầu tư gián tiếp. Do đó, khi các NĐT VN thực hiện giao dịch kết nối với TTCK Singapore thì vấn đề chuyển ngoại tệ ra nước ngoài đầu tư gián tiếp và NĐT phải mở một tài khoản tiền gửi ngoại tệ tại ngân hàng được phép hoạt động ngoại hối để giao dịch chuyển tiền ra nước ngoài và vào VN liên quan đến hoạt động đầu tư gián tiếp thông qua tài khoản này sẽ được thực hiện ra sao? Để mô hình kết nối giữa TTCK VN với Singapore mang tính khả thi, Chính phủ và Ngân hàng

LỜI CẢM ƠN

Nhân dịp kỷ niệm Ngày báo chí cách mạng Việt Nam 21.6.2006, các cơ quan chính quyền trong và ngoài thành phố, các trường đại học tại TP.HCM, Đảng uỷ, BGH, Công đoàn, Đoàn TN, các Phòng, Ban, Khoa, Trung tâm, các doanh nghiệp, cộng tác viên và bạn đọc đã gửi thư, thiệp, điện hoa, quà tặng và lời chúc mừng đến tạp chí *Phát triển kinh tế*.

Ban biên tập và toàn thể CBCNV tạp chí *Phát triển kinh tế* trân trọng cảm ơn những tình cảm tốt đẹp đó và sẽ cố gắng nhiều hơn để xứng đáng với sự quý mến và tin tưởng của bạn đọc trong và ngoài trường.

Nhà nước cần ban hành các văn bản quy định về quản lý ngoại hối đối với hoạt động đầu tư gián tiếp ra nước ngoài cơ bản như hoạt động đầu tư của NĐTNN trên TTCK VN.

8. Tăng cường quản lý giám sát thị trường.

Hoạt động giao dịch kết nối là hoạt động chịu sự chi phối các quy định pháp luật của hai SGDCK kết nối, các NĐT ở những TTCK không cùng một quốc gia. Do đó, các hành vi giao dịch gian lận, đầu cơ lũng đoạn thị trường, những giao dịch gây ra sự xáo trộn thị trường,... thường xuyên có thể xảy ra. Bộ tài chính, UBCKNN xem xét vấn đề tăng cường hợp tác quốc tế trong phòng tránh và xử lý giao dịch bất hợp pháp, từng bước tham gia vào hoạt động của các tổ chức điều tra quốc tế trong lĩnh vực phòng chống tội phạm chứng khoán. Theo lộ trình hội nhập TTTC, yêu cầu về phối hợp và trao đổi các thông tin về các vấn đề lưu chuyển vốn giữa các quốc gia càng chặt chẽ. Đối với VN, nơi luật pháp trong nước chưa có những quy định rõ về việc cho phép hay không cho phép hợp tác và chia sẻ thông tin trong lĩnh vực điều tra tội phạm chứng khoán nên giải pháp tốt nhất vẫn là thông qua các tổ chức điều tra quốc tế như: ASEAN-POL (Hiệp hội các lực lượng cảnh sát quốc gia khu vực ASEAN), INTERPOL (Cảnh sát quốc tế),...

Giám sát TTCK nhằm đảm bảo cho các hoạt động về giao dịch mua bán chứng khoán, TTGDCK; TTLK, TT và BT chứng khoán tuân thủ các văn bản quy phạm pháp luật về chứng khoán và TTCK, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp NĐT. Để giao dịch kết nối hiệu quả thì UBCKNN cần phải:

- Điều chỉnh khung pháp lý VN phù hợp với các nước để có thể VN tham gia vào cơ chế phối hợp các tổ chức điều tra quốc tế, cho phép các cơ quan quản lý chia sẻ thông tin và hợp tác trong thanh tra, giám sát, cưỡng chế thực thi với các đối tác cả trong và ngoài nước về tội phạm chứng khoán.

(Xem tiếp trang 55)

dung).

Chúng ta cần nghiêm túc học tập kinh nghiệm của các nước trong vấn đề này và cần đưa khoa học đánh giá, đo lường vào trong giáo dục. Chẳng hạn, bài thi SAT – bài thi tuyển đầu vào được sử dụng bởi hơn 80% các trường đại học của Mỹ – đã được xây dựng từ năm 1926, đến nay đã có hơn 60 triệu sinh viên trải qua kỳ thi này. Để có một bài thi chuẩn hóa với độ chính xác cao, qui trình xây dựng bài thi hết sức khoa học và chặt chẽ. Nó trải qua 12 bước:

1. Xác định phạm vi nội dung ra đề.
2. Viết câu hỏi: do các giáo viên, các nhà khoa học phụ trách.
3. Đánh giá lại câu hỏi về mặt nội dung.
4. Đánh giá lại câu hỏi về tính công bằng (fairness).
5. Kiểm tra thử câu hỏi với học sinh.
6. Phân tích thống kê từ kết quả kiểm tra thử: đánh giá độ khó của câu hỏi, đánh giá khả năng phân biệt trình độ học sinh của câu hỏi, đánh giá kết quả của các học sinh cùng trình độ nhưng thuộc các thành phần khác nhau (tôn giáo, dân tộc, giới tính) để xem xét tính công bằng.
7. Hiệu chỉnh và hình thành bản nháp của bài thi.
8. Thẩm định của các chuyên gia bên ngoài.
9. Thẩm định của hội đồng chuyên môn: bao gồm đại diện của cố vấn của các trường trung học, chuyên gia tuyển sinh của các trường đại học, các nhà giáo dục, các giáo viên.
10. Biên tập, sửa bản in, in, và phân phối.
11. Tổ chức thi.
12. Phân tích thống kê sau khi thi: thực hiện phân tích giống như đã thực hiện ở bước 6 để đảm bảo kết quả thi thử và thi thật không chênh.

Ngoài ra ETS (tổ chức xây dựng và phát triển các bài thi chuẩn hóa bao gồm TOEFL, SAT, GMAT, GRE...) còn thường xuyên thực hiện

(Tiếp theo trang 8)

Đề xuất kết nối ...

- Thành lập một cơ chế giám sát công bố thông tin chéo giữa các thị trường tham gia vào hoạt động hợp tác chống vi phạm cần được thiết lập. Đồng thời, thành lập hệ thống giám sát chéo giữa các thành viên thị trường như CTCK, TTLKCK, ngân hàng chỉ định thanh toán...

Sự kiện kết nối TTCK VN sẽ đánh dấu bước phát triển phi mã của TTCK VN, tạo sân chơi bình đẳng cho các NĐT trên TTCK các nước khu vực, thực hiện cam kết hội nhập thị trường tài chính VN, hội nhập kinh tế quốc tế góp phần đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng kinh tế VN ■

Ghi chú:

[1] Báo cáo thường niên 2005, TTGDCK TP.HCM, trang 17

Tài liệu tham khảo:

1. Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg, ngày 05/08/2003 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chiến lược phát triển TTCK VN đến năm 2010.
2. Quyết định số 898/QĐ-BTC, ngày 20.2.2006 của Bộ trưởng Bộ tài chính ban hành Kế hoạch phát triển thị trường chứng khoán VN 2006-2010.
3. Báo cáo thường niên Trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM, năm 2005
4. Tài liệu của UOB ASIA LIMITED
5. Website worldbank.org.vn; euronet.com; sgx.com; vse.org.vn; ssc.gov.vn

(Tiếp theo trang 12)

Hướng phát triển cho thị trường OTC VN

Thứ ba là tăng cường hệ thống giám sát, qui định rõ trong Luật chứng khoán: chức năng nhiệm vụ, quyền hạn của nhà quản lý thị trường OTC trong công tác giám sát thị trường. Phải có sự phối hợp giám sát giữa UBCKNN và tổ chức tự quản của thị trường OTC. Phân định chức năng nhiệm vụ của ủy ban hay tổ chức tự quản trong việc xử lý vi phạm trên thị trường OTC.

Thứ tư là phát triển hệ thống công bố thông tin hiện đại, đảm bảo thông tin không có nội gián và thể hiện được tính công bằng trong việc tiếp nhận thông tin của các nhà đầu tư. Đặc biệt trên thị trường OTC thời gian qua việc công bố thông tin của các công ty chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết chưa đến được các nhà đầu tư một cách trung thực, cập nhật và phổ biến. UBCKNN phải có những qui định cụ thể và nghiêm ngặt đối với những công ty này trong việc cam kết công bố thông tin ra thị trường. Ngoài các công ty bán chứng khoán phải cung cấp thông tin về tình hình tài chính công ty, thì các công ty làm môi giới cũng phải có nghĩa vụ cung cấp thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư về tình hình của thị trường như số lượng, giá cả chứng khoán mua bán.

Thị trường OTC phát triển sẽ bổ sung vào hoạt động giao dịch chứng khoán thứ cấp, tạo động lực cho sự phát triển của thị trường sơ cấp qua việc tạo tính thanh khoản cho chứng khoán của các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Thị trường này cũng làm phong phú hơn hoạt động huy động vốn và đầu tư trên một TTCK còn non trẻ, góp phần làm hoàn thiện TTCK Việt Nam ■

Tài liệu tham khảo:

1. TS. Trần Cao Nguyên, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ "Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010", Hà Nội 2000.
2. Quyết định 163/2003/QĐ-TTg ngày 5/8/2003 phê duyệt chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010.
3. "Chứng khoán và TTCK, những kiến thức cơ bản", Ủy ban chứng khoán Nhà nước.
4. ThS Phạm Nguyễn Hoàng, Thị trường chứng khoán OTC, Tạp chí Chứng khoán số 4.2006.

các nghiên cứu để đánh giá độ chính xác và tin cậy của các bài thi của mình, như thực hiện các phân tích hệ số tương quan giữa điểm thi SAT với

điểm trung bình tích lũy trong năm đầu tiên học đại học. Hệ số này luôn rất cao thể hiện tính chính xác của đề thi ■