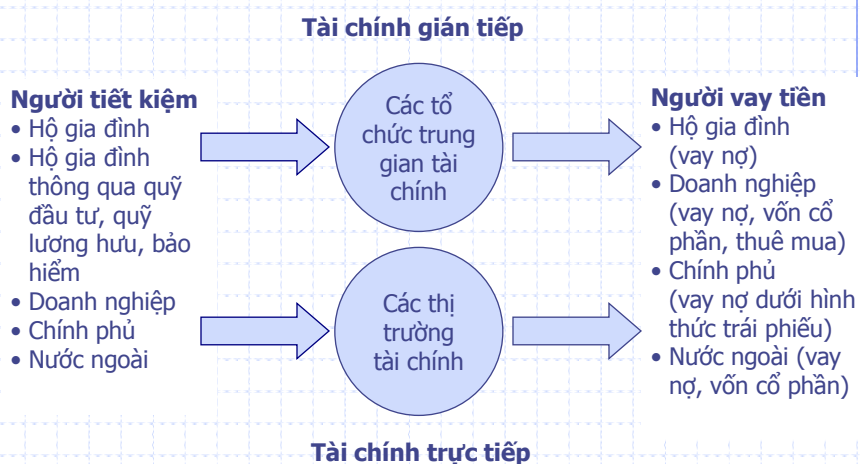


Bài 11: Phát triển thị trường cổ phiếu

Tài chính Phát triển

Học kỳ Thu
2009

Huy động vốn trực tiếp trên thị trường tài chính so với tài chính qua trung gian



Huy động tài chính qua trung gian

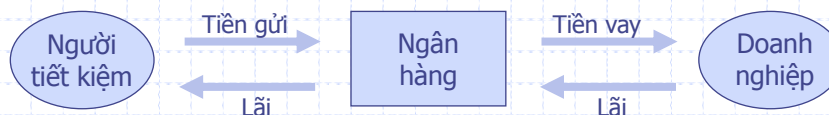
- ◆ Tài chính được huy động và phân bổ thông qua các tổ chức trung gian tài chính, ví dụ như ngân hàng ⇒ **tài chính dựa vào ngân hàng**
- ◆ Tổ chức trung gian tài chính như ngân hàng phân tán rủi ro khi cấp tín dụng cho nhiều dự án khác nhau và đạt được lợi thế theo quy mô bằng cách loại bỏ sự trùng lặp trong thẩm định và giám sát.
- ◆ Huy động và phân bổ vốn qua ngân hàng là cần thiết khi thông tin về khả năng tín dụng của các đối tượng vay vốn có thể dễ dàng được diễn giải, nhưng lại tốn kém mới có được.

Huy động tài chính trực tiếp

- ◆ Tài chính được huy động dưới hình thức bán chứng khoán trực tiếp cho người tiết kiệm trên thị trường ⇒ **tài chính dựa vào thị trường**
- ◆ Nếu có nhiều ý kiến khác nhau về triển vọng của hoạt động kinh doanh thì tài chính trực tiếp là cách thức tốt hơn trong việc cho phép từng người cấp vốn cụ thể có thể tự lựa chọn cơ hội đầu tư mà mình ưa thích.
- ◆ Để tài chính trực tiếp hoạt động tốt, chứng khoán phải có tính thanh khoản cao.

Ngân hàng và thị trường chứng khoán xử lý rủi ro một cách khác nhau

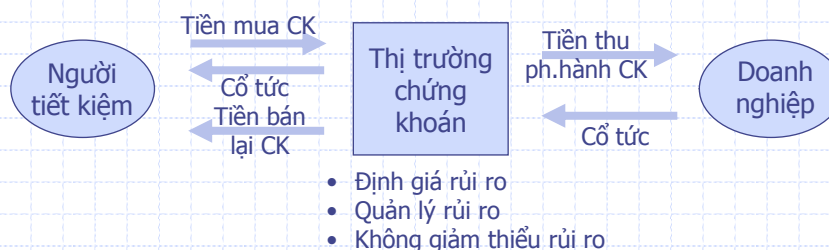
- ◆ Ngân hàng đóng vai trò trung gian tài chính giữa người tiết kiệm và người vay.
- ◆ Do người gửi tiền không thích rủi ro và tiền gửi có kỳ hạn ngắn, nên ngân hàng thường cho vay ngắn hạn và tập trung vào những đối tượng an toàn.
- ◆ Người gửi tiền tại ngân hàng có được độ an toàn cao hơn nhưng lãi suất nhận được cũng thấp hơn.



- Chấp nhận mất một số khoản cho vay (chịu một phần rủi ro cho người tiết kiệm)
- Trả lãi cho người tiết kiệm thấp hơn lãi thu được từ khoản cho vay
- Cung cấp dịch vụ thanh toán

Ngân hàng và thị trường chứng khoán xử lý rủi ro một cách khác nhau (tiếp)

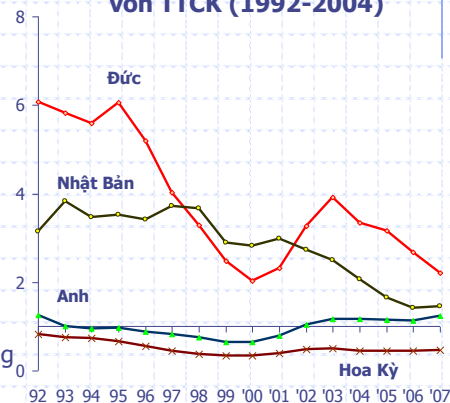
- ◆ Thị trường chứng khoán trực tiếp mang người tiết kiệm và người vay lại với nhau.
- ◆ Các cơ hội đầu tư được chia nhỏ thành rất nhiều chứng khoán và bán cho nhiều loại người đầu tư khác nhau.
- ◆ Người mua chứng khoán được lợi hay chịu thiệt nếu doanh nghiệp phát hành chứng khoán kinh doanh có lãi hay thua lỗ, và do vậy yêu cầu lợi nhuận cao hơn để bù đắp cho rủi ro.
- ◆ Để tránh rủi ro, người mua chứng khoán đầu tư vào nhiều loại chứng khoán khác nhau (đa dạng hóa).



Cơ cấu tài chính ở các nước phát triển

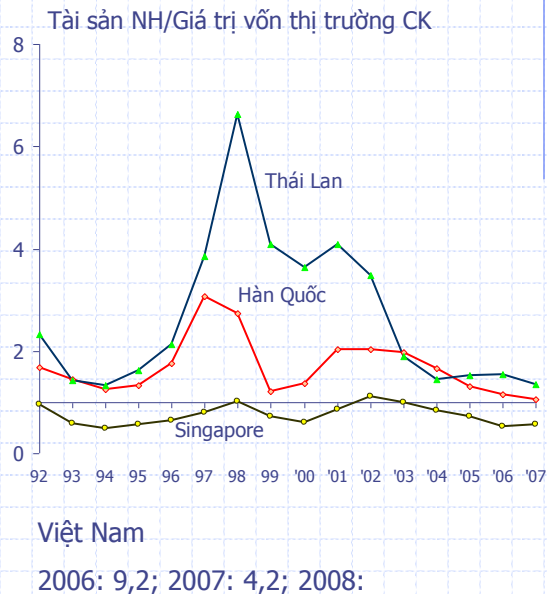
- ◆ Hệ thống tài chính dựa vào thị trường
 - ✓ Anh và Mỹ
 - ✓ Thị trường chứng khoán không những đóng vai trò cấp vốn cho các doanh nghiệp, mà còn là cơ chế kiểm soát doanh nghiệp.
- ◆ Hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng
 - ✓ Ngân hàng đa năng ở Đức
 - ✓ 'Main bank' ở Nhật
 - ✓ Tỷ lệ tài sản NH/Giá trị vốn TTCK ở hai quốc gia này cũng giảm theo thời gian
- ◆ Các nước đang phát triển nên theo mô hình nào?

Tỷ lệ tài sản NH/Giá trị vốn TTCK (1992-2004)



Cấu trúc tài chính tại các nền kinh tế đang phát triển

- ◆ Doanh nghiệp tại các nước đang phát triển huy động vốn chủ yếu dựa vào vay ngân hàng.
- ◆ Tuy vậy, theo thời gian, tầm quan trọng của thị trường chứng khoán có tăng lên ở một số nước (Đông Á).



Lập luận ủng hộ tài chính dựa vào ngân hàng

- ◆ Các tổ chức trung gian tài chính cải thiện việc chiếm lĩnh thông tin về doanh nghiệp, mức độ kiểm soát doanh nghiệp của chủ nợ, việc cung cấp các cơ chế giảm rủi ro và huy động vốn.
- ◆ Hệ thống tài chính dựa vào TTCK không hiệu quả trong việc chiếm lĩnh thông tin
 - ✓ Các thị trường đã phát triển tiết lộ thông tin một cách nhanh chóng nên các nhà đầu tư không quan tâm đến việc tìm hiểu, lựa chọn các cơ hội đầu tư. Còn ngân hàng có thể thực hiện đầu tư mà không phải tiết lộ ngay thông tin (Stiglitz 1985).

Lập luận ủng hộ tài chính dựa vào ngân hàng (tiếp)

- ◆ TTCK không là cơ chế hữu hiệu để kiểm soát doanh nghiệp:
 - ✓ Thông tin nội gián: những người bên trong biết nhiều thông tin hơn những người bên ngoài doanh nghiệp. Hơn nữa, hội đồng quản trị có thể chịu sự điều khiển của ban giám đốc và không đại diện cho quyền lợi của cổ đông.
 - ✓ Thị trường với tính thanh khoản cao có thể khuyến khích hoạt động mua, chiếm đoạt công ty mà trong một số trường hợp có thể gây tác động bất lợi cho xã hội.
 - ✓ Tính thanh khoản cao làm phân tán cơ cấu sở hữu và giảm khuyến khích giám sát doanh nghiệp của từng chủ sở hữu.

Lập luận ủng hộ tài chính dựa vào thị trường

- ◆ Hệ thống dựa vào thị trường cung cấp nhiều công cụ để quản lý rủi ro: vừa phù hợp cho những giao dịch tiêu chuẩn và cho những giao dịch riêng biệt của từng nhà đầu tư. Trong khi đó, hệ thống dựa vào ngân hàng chỉ có thể cung cấp những giải pháp quản lý rủi ro cơ bản (cho dù có chi phí thấp).
- ◆ Trong hệ thống dựa nhiều vào ngân hàng, các ngân hàng có thể có quá nhiều ảnh hưởng tới doanh nghiệp, từ đó tạo cơ sở để buộc doanh nghiệp phải trả phí nhiều hơn.
- ◆ Ngân hàng có xu hướng giới hạn hoạt động cho vay trong các dự án an toàn và do vậy có thể bóp nẹt các cơ hội đổi mới và tăng trưởng của các doanh nghiệp non trẻ rủi ro cao.
- ◆ Ngân hàng có thể cấu kết với doanh nghiệp, giúp giám đốc doanh nghiệp giữ vị trí cho dù quản lý kém.

Lập luận về tính bổ trợ lẫn nhau của ngân hàng và thị trường

- ◆ Những yếu tố không hoàn hảo trên thị trường tạo nhu cầu phải thiết lập các hợp đồng tài chính, thị trường và trung gian tài chính.
- ◆ Đổi lại, các thành phần khác nhau của hệ thống tài chính cung cấp các dịch vụ tài chính: huy động vốn, đánh giá dự án, kiểm soát doanh nghiệp, quản lý rủi ro,...
- ◆ Nhiệm vụ của hệ thống tài chính là cung cấp các dịch vụ tài chính, qua ngân hàng hay qua thị trường.
- ◆ Thị trường và ngân hàng có thể cung cấp cùng một dịch vụ hay những dịch vụ bổ sung cho nhau.
- ◆ Ví dụ, TTCK có thể tăng tính cạnh tranh trong việc cung cấp các công cụ kiểm soát doanh nghiệp và có thể giảm những tác động tiêu cực do quyền lực quá cao của ngân hàng gây ra khi cung cấp những kênh đầu tư thay thế.

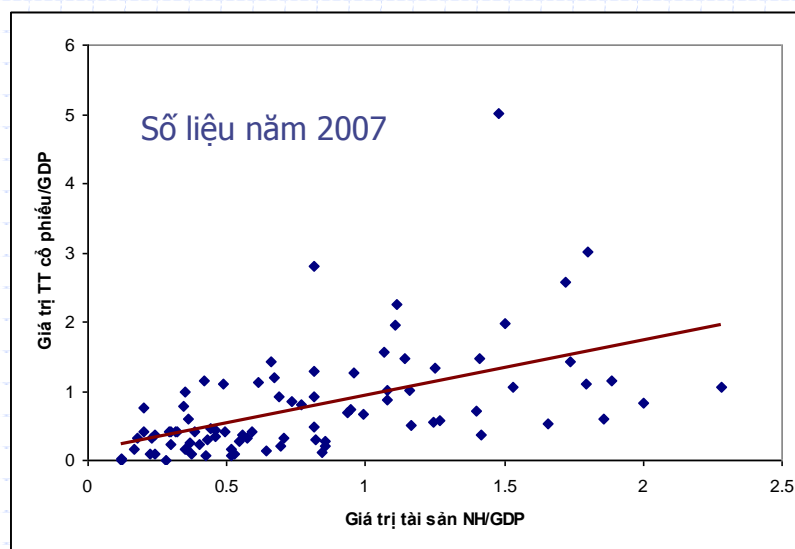
Kết quả nghiên cứu kinh tế lượng – Levine (2000)

- ◆ Mô hình số liệu chéo (giữa các nước):
 - (1) $G = aX + bS + U(1)$
 - (2) $G = cX + dF + U(2)$
 - (3) $G = fX + hS + jF + U(3)$
 - ✓ G là tốc độ tăng trưởng GDP bình quân đầu người
 - ✓ X là tập hợp các biến điều kiện (các yếu tố xác định tăng trưởng trong mô hình chuẩn).
 - ✓ S là các thước đo cơ cấu tài chính (S càng lớn tức là hệ thống càng dựa vào thị trường; S càng nhỏ tức là hệ thống càng dựa vào ngân hàng).
 - ✓ F là các thước đo mức độ phát triển tài chính.
 - ✓ $U(i)$ là sai số.
- ◆ Quan điểm dựa vào ngân hàng: $b < 0, d > 0, h < 0, j > 0$
- ◆ Quan điểm dựa vào thị trường: $b > 0, d > 0, h > 0, j > 0$
- ◆ Quan điểm dịch vụ tài chính: $b = 0, h = 0, d > 0, j > 0$

Kết quả nghiên cứu thực tiễn

- ◆ Kết quả ủng hộ quan điểm dịch vụ tài chính.
 - ✓ Cả tài chính qua ngân hàng lẫn qua thị trường đều thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.
 - ✓ Doanh nghiệp ở những nền kinh tế thành công thường sử dụng cả ngân hàng và TTCK để huy động vốn phù hợp với điều kiện cụ thể của mình.
- ◆ Xu hướng tăng tỷ lệ tài chính qua thị trường/tài chính qua ngân hàng với mức độ phát triển kinh tế không phải là quan hệ nhân quả.
- ◆ Khác biệt về cơ cấu tài chính (dựa vào ngân hàng hay dựa vào thị trường) không giải thích được những khác biệt về tốc độ tăng trưởng giữa các nước.

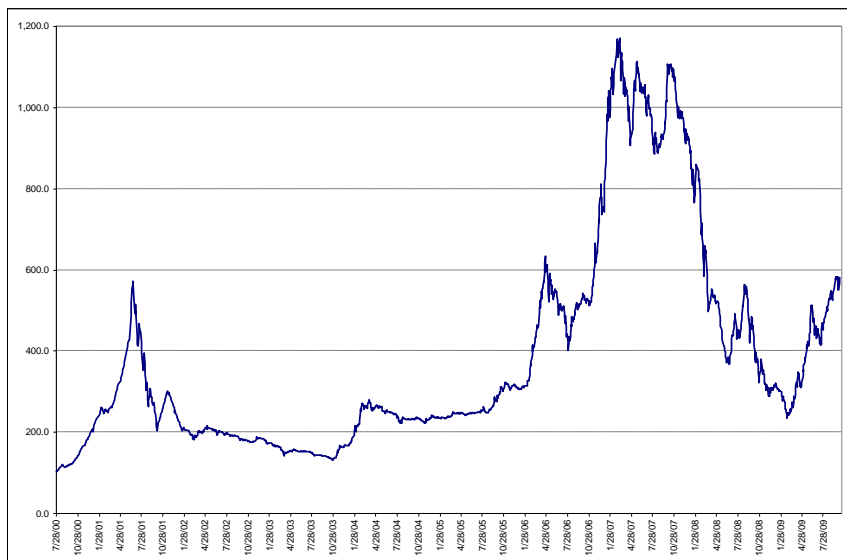
Ngân hàng và thị trường cổ phiếu cùng phát triển



Thị trường cổ phiếu Việt Nam

- ◆ Hai sở giao dịch chứng khoán:
 - ✓ TP.HCM: công ty đại chúng lớn (vốn điều lệ 80 tỷ VND trở lên)
 - ✓ Hà Nội: công ty đại chúng nhỏ hơn
 - ◆ Sàn UPCOM: nỗ lực tập trung hóa OTC
- ◆ Tỷ lệ giá trị vốn thị trường cổ phiếu/GDP tăng từ 2% năm 2006 lên 40% vào giữa năm 2007 khi thị trường bùng nổ rồi giảm xuống khoảng 20% hiện nay.
- ◆ Số lượng công ty niêm yết tăng mạnh đặc biệt là vào cuối 2006 và đầu 2007.
 - ✓ TP.HCM: 178
 - ✓ Hà Nội: 226
- ◆ Số lượng công ty chứng khoán tăng từ 14 (Q3, 2006) lên 61 (Q3 2007) và 90 vào cuối 2008

VN-Index



Nguồn: Global Financial Data

Cơ sở hạ tầng cho thị trường cổ phiếu

- ◆ Luật chứng khoán
 - ✓ Thách thức: thực thi và chế tài, đặc biệt là về việc công bố thông tin của các công ty đại chúng
 - ✓ Liệu có nên cho phép hoạt động bán khống chứng khoán?
 - ✓ Lộ trình phát triển các công cụ tài chính phái sinh
- ◆ Ủy ban chứng khoán nhà nước (SSC)
 - ✓ Thách thức: Xác định tư cách pháp lý của SSC là cơ quan độc lập hay cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính như hiện nay?
- ◆ Sở giao dịch chứng khoán
 - ✓ Việt Nam có cần hai sở giao dịch chứng khoán?

Cấu trúc tài chính và cơ cấu sở hữu doanh nghiệp

- ◆ Sự kém phát triển của hệ thống tài chính buộc nhiều doanh nghiệp ở các nước đang phát triển phải dựa vào vốn tự có để thực hiện các hoạt động đầu tư mới.
- ◆ Kiểm soát doanh nghiệp thông qua các tập đoàn gia đình là điều thường thấy.
- ◆ Sự phát triển của thị trường cổ phiếu mở ra một kênh huy động vốn dài hạn cho doanh nghiệp hoạt động theo mô hình công ty đại chúng.
- ◆ Mô hình công ty đại chúng:
 - ✓ Công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng;
 - ✓ Công ty có cổ phiếu được niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán;
 - ✓ Công ty có cổ phiếu được ít nhất một trăm nhà đầu tư sở hữu, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và có vốn điều lệ đã góp từ mười tỷ đồng Việt Nam trở lên.

Các hình thức tăng cường khả năng kiểm soát doanh nghiệp

- ◆ Cổ phần có quyền biểu quyết cao hơn
 - ✓ Đi chệch khỏi nguyên tắc một cổ phần - một phiếu bầu
- ◆ Công ty chỉ có duy nhất một cổ đông lớn
 - ✓ Hội đồng quản trị sẽ chịu ảnh hưởng lớn của cổ đông lớn nếu không còn một cổ đông lớn nào khác
- ◆ Không tách biệt giữa sở hữu và quản lý
 - ✓ Bổ nhiệm những người có quan hệ với gia đình kiểm soát vào chức vụ giám đốc hay thành viên hội đồng quản trị.
- ◆ Cơ cấu sở hữu chéo
 - ✓ Một công ty sở hữu cổ phần của một hay nhiều công ty khác, rồi những công ty đó lại sở hữu cổ phần của công ty ban đầu.
- ◆ Cấu trúc sở hữu hình tháp
 - ✓ Sở hữu cổ phần đa số trong một công ty rồi công ty này lại sở hữu cổ phần đa số trong một công ty khác – một quá trình có thể lặp lại nhiều lần

Thị trường cổ phiếu và công ty đại chúng

- ◆ Các hình thức tăng cường kiểm soát doanh nghiệp thông qua sở hữu chéo hay sở hữu hình tháp sẽ dẫn tới việc gia tăng mức độ tập trung sở hữu trong các công ty đại chúng
- ◆ Thách thức đặt ra là bảo vệ các cổ đông thiểu số trong các công ty đại chúng.