

Hành trình nâng hạng TTCK Việt Nam: nỗ lực từng bước

Phạm Liên Hà, CFA
 Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
 ha.plien@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4852

Lê Khánh Tùng
 Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
 tung.lkhanh@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4844

- HSC kỳ vọng với quyết tâm cao của cơ quan quản lý cùng với các giải pháp khả thi đang được xem xét, quy định 'phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi thực hiện giao dịch chứng khoán' có thể được gỡ bỏ trong nửa đầu năm 2024, trước khi diễn ra đợt review thường niên của FTSE vào tháng 9.
- Dựa trên vốn hóa thị trường có thể đầu tư hiện tại, thị trường Việt Nam có thể sẽ được phân bổ tỷ trọng khoảng 0,5% nếu được nâng hạng. HSC ước tính việc nâng hạng sẽ thu hút lượng vốn khoảng 2,5-5,4 tỷ USD, giai đoạn từ cuối năm 2024 (khi được FTSE nâng hạng) đến năm 2026-2027 (khi được MSCI nâng hạng).
- Chúng tôi nhấn mạnh lại quan điểm việc nâng hạng thị trường là yếu tố tích cực trong trung, dài hạn đối với các công ty chứng khoán, đặc biệt là các công ty có thế mạnh ở phân khúc khách hàng tổ chức như SSI và VCI (trong các công ty HSC khuyến nghị).

Nội dung chính

Chỉ số thị trường mới nổi MSCI và FTSE bao gồm 24 thị trường trong giỏ chỉ số với tổng giá trị vốn hóa các thị trường này trong 2 giờ tương đương nhau (chỉ số MSCI là 6,8 nghìn tỷ USD và FTSE là 6,4 nghìn tỷ USD, tính tại thời điểm ngày 30/11). Sự khác nhau giữa 2 chỉ số nằm ở cơ cấu thị trường (Hàn Quốc được chỉ số FTSE xếp hạng là thị trường phát triển trong khi MSCI xếp hạng là thị trường mới nổi), số lượng cổ phiếu và quy mô vốn hóa (chỉ số FTSE bao gồm nhiều cổ phần hơn nhưng quy mô vốn hóa nhỏ hơn), và quan trọng nhất là tiêu chí của giỏ chỉ số (trong đó chỉ số MSCI nhấn mạnh độ mở và khả năng tiếp cận của thị trường).

Việt Nam đã ở trong danh sách theo dõi cho nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE kể từ tháng 9/2018 và tiến triển sau đó là tương đối chậm chạp. Trong nhiều tiêu chí cần được cải thiện, gỡ bỏ quy định 'phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch' là tiêu chí chủ chốt để thị trường Việt Nam được FTSE nâng hạng. Với quyết tâm cao của cơ quan quản lý cùng với các giải pháp khả thi đang được xem xét, HSC kỳ vọng quy định này có thể được gỡ bỏ vào nửa đầu năm 2024, trước khi diễn ra đợt review thường niên của FTSE vào tháng 9.

Trong khi đó, Việt Nam vẫn chưa được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi của MSCI. Với việc chưa thỏa mãn điều kiện liên quan đến phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch & tỷ lệ sở hữu tối đa của NĐTNN, cộng với quy trình của MSCI mất nhiều thời gian hơn nên quá trình nâng hạng lên thị trường mới nổi của MSCI sẽ cần nhiều thời gian hơn. Do đó, câu chuyện Việt Nam được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi vào tháng 11/2026, mặc dù có khả năng xảy ra, nhưng thực sự rất khó khăn.

Dựa trên vốn hóa thị trường có thể đầu tư hiện tại, thị trường Việt Nam có thể sẽ được phân bổ tỷ trọng khoảng 0,5% nếu được nâng hạng lên thị trường mới nổi. HSC ước tính việc FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp sẽ giúp thị trường chứng khoán Việt Nam thu hút thêm 387 triệu USD vốn đầu tư trong khi nếu được MSCI nâng hạng, Việt Nam sẽ thu hút được 370 triệu USD từ các quỹ ETF (quỹ đầu tư tự động) lấy chỉ số FTSE và MSCI làm cơ sở. Trong khi đó, vốn đầu tư từ các quỹ đầu tư chủ động có thể còn lớn hơn nhiều nhưng khó dự đoán hơn. HSC ước tính một cách thận trọng con số này sẽ vào khoảng 2,5-5,4 tỷ USD, bắt đầu thu hút từ cuối năm 2024 (khi được FTSE nâng hạng) đến năm 2026-2027 (khi được MSCI nâng hạng).

Chúng tôi nhấn mạnh lại quan điểm việc nâng hạng thị trường là yếu tố tích cực trong trung, dài hạn đối với các công ty chứng khoán, đặc biệt là các công ty mạnh ở phân khúc khách hàng tổ chức. Trong số các công ty chứng khoán khuyến nghị, SSI và là 2 trong 3 công ty chứng khoán đứng đầu về thị phần khách hàng tổ chức và sẽ hưởng lợi nhiều từ câu chuyện nâng hạng lên thị trường mới nổi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/12/2023.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
SSI	32,200	Mua vào	-	41,700	-	29.5	24.0	21.5	2.11	2.08	3.11	3.73
VCI	41,400	Tăng tỷ trọng	-	48,100	-	16.2	35.4	25.5	2.79	2.74	2.90	2.90
VND	21,750	Mua vào	-	24,800	-	14.0	19.0	18.7	1.79	1.71	2.30	2.30

*Giá cổ phiếu tại ngày 21/12/2023.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Một số thông tin cơ bản về chỉ số thị trường mới nổi MSCI và FTSE	3
Cơ cấu giỏ chỉ số theo thị trường	3
Tiêu chí đối với thị trường mới nổi	4
Khả năng được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi vào năm 2024 là có thể diễn ra	6
Quy mô thị trường và thanh khoản không còn là vấn đề	6
Hai tiêu chí chưa đáp ứng là quy định yêu cầu ký quỹ và giới hạn tỷ lệ sở hữu NĐTNN	7
Giải pháp cho vấn đề ký quỹ trước khi giao dịch	10
Thời điểm nâng hạng	11
Đánh giá tác động từ việc nâng hạng	12
Tác động tích cực tới dòng vốn và thanh khoản	12
Tiềm năng dòng vốn đầu tư vào thị trường Việt Nam	12
Tác động đến các doanh nghiệp trong ngành chứng khoán	14

Một số thông tin cơ bản về chỉ số thị trường mới nổi MSCI và FTSE

Chỉ số thị trường mới nổi MSCI và FTSE bao gồm 24 thị trường trong giỏ chỉ số với giá trị tổng vốn hóa các thị trường này trong 2 giỏ tương đương nhau (chỉ số MSCI là 6,8 nghìn tỷ USD và FTSE là 6,4 nghìn tỷ USD, tính tại thời điểm ngày 30/11). Sự khác nhau giữa 2 chỉ số nằm ở cơ cấu thị trường (Hàn Quốc được chỉ số FTSE xếp hạng là thị trường phát triển trong khi MSCI xếp hạng là thị trường mới nổi), số lượng thị trường và quy mô vốn hóa (chỉ số FTSE có nhiều thị trường hơn nhưng quy mô vốn hóa nhỏ hơn), và quan trọng nhất là tiêu chí của giỏ chỉ số (trong đó chỉ số MSCI nhấn mạnh độ mở và khả năng tiếp cận của thị trường).

Sau báo cáo phát hành gần đây của HSC với tiêu đề [Nâng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi: Tiến sát mục tiêu hơn nhưng còn nhiều tiêu chí cần cải thiện](#), HSC sẽ phân tích sâu hơn những vấn đề sau:

- Sự khác biệt về tiêu chí đối với thị trường mới nổi giữa MSCI và FTSE.
- Những thách thức của Việt Nam trên con đường nâng hạng và khả năng vượt qua những thách thức này.
- Quy mô các quỹ đầu tư lấy chỉ số MSCI và FTSE làm cơ sở và tiềm năng thu hút vốn đầu tư của thị trường cổ phiếu Việt Nam.

MSCI (Morgan Stanley Capital International) và FTSE Russell (Financial Times Stock Exchange) là 2 tổ chức xây dựng lên các chỉ số được rất nhiều các quỹ ETF và quỹ đầu tư lấy làm cơ sở đánh giá hiệu suất đầu tư.

Chỉ số thị trường mới nổi MSCI và FTSE bao gồm 24 thị trường trong giỏ chỉ số với giá trị tổng vốn hóa các thị trường này trong 2 giỏ tương đương nhau (chỉ số MSCI là 6,8 nghìn tỷ USD và FTSE là 6,4 nghìn tỷ USD, tính tại thời điểm ngày 30/11). Sự khác nhau giữa 2 chỉ số nằm ở cơ cấu thị trường, số lượng cổ phiếu và quy mô vốn hóa và quan trọng nhất là tiêu chí về khả năng tiếp cận của thị trường.

Cơ cấu giỏ chỉ số theo thị trường

Hàn Quốc vẫn được MSCI xếp hạng là thị trường mới nổi (tỷ trọng 12,7%) nhưng đã được FTSE nâng hạng lên thị trường phát triển kể từ năm 2009. Đây là yếu tố quan trọng phân biệt 2 chỉ số vì 23 thị trường mới nổi trong giỏ chỉ số MSCI có tỷ trọng nhỏ hơn một chút so với trong giỏ chỉ số FTSE.

MSCI đã xem xét nâng hạng thị trường Hàn Quốc từ mới nổi lên phát triển từ năm 2009 đến năm 2014. Trong và sau thời gian trên, các bên tham gia thị trường đã nêu ra các vấn đề quan ngại gồm sự hạn chế ở khả năng chuyển đổi của đồng Won Hàn Quốc trên thị trường ngoại hối quốc tế, sự cứng nhắc của hệ thống ID khiến cho việc chuyển tiền nội tuyến & giao dịch ngoài sàn trở nên khó khăn và thiếu các công cụ đầu tư.

Do vậy, mặc dù thỏa mãn các tiêu chí về (1) mức độ phát triển kinh tế và (2) quy mô và thanh khoản của thị trường cổ phiếu, Hàn Quốc vẫn không thỏa mãn được tiêu chí về (3) khả năng tiếp cận đối với NĐTNN. Sau đợt rà soát thường niên gần nhất của MSCI (vào tháng 6/2023), MSCI cho biết nếu tiến hành cải cách (trong các tháng còn lại của năm 2023), Hàn Quốc có thể sẽ được đưa vào danh sách theo dõi vào tháng 6/2024 và thời gian sớm nhất để được nâng hạng lên thị trường phát triển là tháng 11/2025 hoặc tháng 6/2026.

Có 2 thị trường khác nằm trong chỉ số thị trường mới nổi của MSCI nhưng không nằm trong chỉ số FTSE là Peru (0,3%) và Ba Lan (0,94%). Trái lại, Iceland (0,11%), Pakistan (0,0%) và Romania (0,14%) nằm trong chỉ số thị trường mới nổi của FTSE nhưng không nằm trong giỏ chỉ số MSCI. Tuy nhiên, Pakistan hiện đang trong danh sách theo dõi của FTSE để hạ chuẩn từ thị trường mới nổi thứ cấp sang thị trường cận biên.

Cơ cấu cổ phiếu trong giỏ chỉ số và quy mô vốn hóa bình quân

Chỉ số thị trường mới nổi MSCI có 1.437 cổ phiếu so với 2.176 cổ phiếu của chỉ số FTSE. Theo đó, vốn hóa bình quân mỗi cổ phiếu trong chỉ số thị trường mới nổi MSCI là 4,7 tỷ USD, lớn hơn mức bình quân 2,9 tỷ USD của FTSE mặc dù cả 2 chỉ số này đều tập trung vào các doanh nghiệp có vốn hóa lớn và trung bình. Theo MSCI, chỉ số thị trường mới nổi của họ bao gồm 85% vốn hóa thị trường điều chỉnh theo tỷ lệ tự do chuyển nhượng (fee float) cho mỗi thị trường trong giỏ chỉ số. Trong khi đó, FTSE cho biết chỉ số thị trường mới nổi được tính dựa trên FTSE Global Equity Index Series (GEIS), bao gồm 99% vốn hóa thị trường có thể đầu tư toàn cầu.

Bảng 1: Cơ cấu các quốc gia trong giỏ chỉ số tính đến ngày 30/11/2023, MSCI EM và FTSE EM

Hàn Quốc được chỉ số FTSE xếp hạng là thị trường phát triển từ 2009, trong khi MSCI xếp hạng là thị trường mới nổi

Quốc gia	MSCI			FTSE		
	Tỷ trọng	Số cổ phiếu	Vốn hóa ròng (triệu USD)	Tỷ trọng	Số cổ phiếu	Vốn hóa ròng (triệu USD)
Brazil	5.67%	47	383,539	6.40%	83	432,426
Chile	0.49%	12	33,236	0.61%	21	40,271
Trung Quốc	28.39%	765	1,919,516	32.37%	1,236	1,976,966
Columbia	0.10%	3	6,750	0.16%	5	10,288
Cộng hòa Séc	0.16%	3	10,811	0.18%	5	11,149
Ai Cập	0.11%	3	7,768	0.09%	3	6,402
Hy Lạp	0.50%	3	33,757	0.57%	25	38,519
Hungary	0.25%	3	17,000	0.27%	4	17,368
Iceland	-	-	-	0.11%	10	7,135
Ấn Độ	15.68%	122	1,059,983	19.37%	212	1,237,565
Indonesia	1.87%	22	126,136	2.18%	40	138,300
Hàn Quốc	12.70%	104	858,573	-	-	-
Kuwait	0.77%	7	51,908	0.90%	9	54,838
Malaysia	1.38%	32	93,159	1.83%	39	112,848
Mexico	2.57%	23	173,954	3.02%	39	205,532
Pakistan	-	-	-	0.00%	1	246
Peru	0.25%	3	16,657	-	-	-
Philippine	0.62%	14	41,632	0.76%	26	48,660
Ba Lan	0.94%	15	63,309	-	-	-
Qatar	0.88%	13	59,686	1.02%	17	64,639
Rumani	-	-	-	0.14%	6	8,987
Ả Rập Xê Út	4.05%	42	273,949	4.64%	56	288,878
Nam Phi	3.08%	34	208,178	3.35%	41	214,805
Đài Loan	15.80%	90	1,068,552	16.51%	119	1,115,656
Thái Lan	1.76%	41	119,053	2.34%	50	141,617
Thổ Nhĩ Kỳ	0.68%	18	45,914	1.27%	100	78,367
Các tiểu vương quốc Ả Rập thống nhất	1.30%	11	87,982	1.91%	29	120,599
Tổng cộng	100%	1,437	6,761,002	100%	2,176	6,372,061

Nguồn: MSCI, FTSE

Tiêu chí đối với thị trường mới nổi

Mỗi chỉ số có danh sách tiêu chí riêng và khác nhau một chút, nhưng cùng có các nhóm tiêu chí sau:

1. Mức độ phát triển kinh tế.
2. Quy mô và thanh khoản thị trường.
3. Khả năng tiếp cận thị trường

Như được trình bày chi tiết ở phần sau của báo cáo, kinh tế Việt Nam và thị trường cổ phiếu Việt Nam chắc chắn đã đáp ứng nhóm tiêu chí (1) và (2) nhưng chưa đáp ứng tiêu chí (3). Trong báo cáo về khả năng tiếp cận thị trường tháng 6/2023, MSCI

đánh giá Việt Nam vẫn còn 9 tiêu chí cần được cải thiện, nhiều hơn so với các thị trường mới nổi khác là Thái Lan (3), Philippines (5) và Kuwait (4).

Tương tự, theo báo cáo review mới nhất của FTSE (tháng 9/2023), Việt Nam có 8 tiêu chí được đánh giá là 'đạt' và 9 tiêu chí được đánh giá là 'hạn chế' và 5 tiêu chí được đánh giá là 'không đạt'. So với các thị trường mới nổi thứ cấp (Philippines, Kuwait, Qatar) và thị trường mới nổi phát triển (Thái Lan), số lượng tiêu chí 'không đạt' của Việt Nam cao hơn nhiều.

Đáng chú ý là FTSE đã chia thị trường mới nổi thành thị trường mới nổi thứ cấp (14 thị trường) và thị trường mới nổi phát triển (10 thị trường). Trong đó tiêu chí để trở thành thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE dường như linh hoạt hơn so với tiêu chí để được xếp hạng thị trường mới nổi của MSCI. Thông thường, mặc dù có sự khác nhau về cách phân loại thị trường mới nổi của FTSE, các nhà quản lý quỹ sử dụng chỉ số FTSE (kết hợp cả hai nhóm thị trường) khi đầu tư vào thị trường mới nổi. Ngoài ra, MSCI có vẻ coi trọng tiêu chí về độ mở đối với tỷ lệ sở hữu của NĐTNN.

Bảng 2: Vốn hóa thị trường có thể đầu tư tối thiểu và số lượng cổ phiếu tối thiểu của FTSE

Xếp hạng thị trường	Yêu cầu số lượng cổ phiếu tối thiểu	Vốn hóa thị trường có thể đầu tư	GNI	Ghi chú
Phát triển	5	31,91 tỷ USD	Cao	Vốn hóa thị trường có thể đầu tư tổng hợp của các cổ phiếu đủ điều kiện lọt giỏ lớn hơn 5 điểm cơ bản so với chỉ số FTSE Developed All Cap
Mới nổi thứ cấp	5	6,98 tỷ USD	Trung bình thấp	Vốn hóa thị trường có thể đầu tư tổng hợp của các cổ phiếu đủ điều kiện lọt giỏ lớn hơn 10 điểm cơ bản so với chỉ số FTSE Emerging All Cap
Cận biên	Không yêu cầu	Không yêu cầu	Không yêu cầu	Không yêu cầu

Ghi chú: Giá đóng cửa tại ngày 30/6/2023
Nguồn: FTSE

Bảng 3: Tiêu chí của MSCI đối với xếp hạng thị trường, T6/2023

	Cận biên	Mới nổi
A. Phát triển kinh tế		
A1. Tính bền vững trong phát triển kinh tế	Không yêu cầu	Không yêu cầu
B. Quy mô và thanh khoản		
B1. Số lượng công ty đáp ứng tiêu chí tiêu chuẩn dưới đây của chỉ số	2	3
Quy mô công ty (tổng vốn hóa thị trường)	1.033 tỷ USD	2.066 tỷ USD
Quy mô cổ phiếu (vốn hóa tự do chuyển nhượng)	73 triệu USD	1.033 tỷ USD
Thanh khoản cổ phiếu	2,5% GTGD năm	15% GTGD năm
C. Tiêu chí về khả năng tiếp cận thị trường		
C1. Tính mở đối với NĐTNN	Ít nhất có đáp ứng	Rất mở cửa
C2. Sự dễ dàng cho dòng chảy của vốn	Ít nhất đáp ứng một phần	Rất mở cửa
C3. Tính hiệu quả của cơ chế hoạt động của thị trường	Trung bình	Rất tốt
C4. Sự sẵn có các công cụ đầu tư	Cao	Rất tốt
C5. Tính ổn định của các định chế thị trường	Trung bình	Trung bình

Nguồn: MSCI

Bảng 4: Chỉ số thị trường cận biên tính đến ngày 30/11/2023, MSCI và FTSE

Việt Nam đã vượt qua các thị trường cận biên khác, thể hiện ở tỷ trọng trong chỉ số thị trường, số lượng cổ phiếu thành phần, và số cổ phiếu trong top cổ phiếu hàng đầu

	Thị trường MSCI cận biên	Thị trường FTSE cận biên
Số quốc gia	29	29
Vốn hóa ròng	105,728	87,522
Vốn hóa ròng Việt Nam	28,430	32,179
Tỷ trọng của thị trường Việt Nam	26.89%	36.77%
Số cổ phiếu	200	297
Số cổ phiếu của Việt Nam	51	104
Số cổ phiếu của Việt Nam trong 10 cổ phiếu hàng đầu	4	5

Nguồn: MSCI, FTSE

Khả năng được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi vào năm 2024 là có thể diễn ra

Việt Nam đã ở trong danh sách theo dõi thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE kể từ tháng 9/2018 và tiến triển trong việc nâng hạng sau đó là tương đối chậm chạp. Mặc dù còn nhiều tiêu chí cần được cải thiện, gỡ bỏ quy định phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch là tiêu chí chủ chốt để thị trường Việt Nam được FTSE nâng hạng. Với quyết tâm cao của cơ quan quản lý cùng với các giải pháp khả thi đang được xem xét, HSC kỳ vọng quy định phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch sẽ được gỡ bỏ vào nửa đầu năm 2024, trước khi diễn ra đợt review thường niên của FTSE vào tháng 9.

Quy mô thị trường và thanh khoản không còn là vấn đề

Mặc dù được xếp hạng trong nhóm thị trường cận biên, Việt Nam đã vượt hẳn các thị trường cận biên khác với tỷ trọng trong chỉ số thị trường mới nổi của cả MSCI (26,98%) & FTSE (36,77%) và lớn hơn nhiều thị trường ở vị trí thứ hai (ở MSCI là Romania với tỷ trọng 10,08% và FTSE là Morocco với tỷ trọng 13,91%).

Trên thực tế, quy mô thị trường cổ phiếu Việt Nam tương đương một số thị trường mới nổi về cả tổng giá trị vốn hóa và giá trị vốn hóa ròng (vốn hóa có thể đầu tư, điều chỉnh theo tỷ lệ tự do chuyển nhượng). Tương tự, thanh khoản của thị trường cổ phiếu Việt Nam cũng tương đương hay thậm chí cao hơn một số thị trường mới nổi (Biểu đồ 3-4 trong báo cáo phát hành gần đây của HSC với tiêu đề Nâng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi: Tiến sát mục tiêu hơn nhưng còn nhiều tiêu chí cần cải thiện).

HSC thấy rằng mặc dù tổng vốn hóa thị trường cũng là một tiêu chí xếp hạng, nhưng yếu tố quyết định tỷ trọng mỗi thị trường trong giỏ chỉ số là vốn hóa thị trường ròng, là vốn hóa điều chỉnh theo tỷ lệ tự do chuyển nhượng.

Bảng 5: So sánh vốn hóa thị trường, Việt Nam và các thị trường mới nổi

Nếu được nâng hạng, thị trường Việt Nam sẽ được phân bổ tỷ trọng 0,5% ở cả MSCI và FTSE

Quốc gia	Vốn hóa	MSCI		FTSE	
		Vốn hóa ròng	Tỷ trọng	Vốn hóa ròng	Tỷ trọng
Chile	173,504	33,236	0.49%	40,271	0.61%
Hy Lạp	94,171	33,757	0.50%	38,519	0.57%
Kuwait	134,465	51,908	0.77%	54,838	0.90%
Philippines	294,267	41,632	0.62%	48,660	0.76%
Qatar	154,297	59,686	0.88%	64,639	1.02%
Việt Nam	184,529	28,430		32,179	

Ghi chú: số liệu tính bằng triệu USD, tại ngày 30/11/2023
Nguồn: CEIC, MSCI, FTSE

Chúng tôi tính 'tỷ lệ có thể đầu tư' (theo định nghĩa của HSC bằng vốn hóa thị trường ròng/tổng vốn hóa thị trường). Cùng với những yếu tố khác như quy mô và thanh khoản tối thiểu, tỷ lệ tự do giao dịch của mỗi cổ phiếu sẽ quyết định tỷ lệ có thể đầu tư.

Chỉ số thị trường mới nổi MSCI có tỷ lệ có thể đầu tư là 23% và chỉ số FTSE là 23,54% trong khi tỷ lệ này của thị trường Việt Nam là 17,4%. Điều này là do tỷ lệ sở hữu của nhà nước cao và tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng của một số doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất thấp, ví dụ như VCB (tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng là 6,6%), BID (4%) và GAS (4,2%). Việc giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước và đa dạng hóa cơ cấu cổ đông sẽ dần giúp cải thiện tỷ lệ có thể đầu tư và tác động tích cực đến tỷ trọng trong các giỏ chỉ số của thị trường Việt Nam trong tương lai.

Hai tiêu chí chưa đáp ứng là quy định yêu cầu ký quỹ và giới hạn tỷ lệ sở hữu NĐTNN

Quy định yêu cầu ký quỹ là thách thức chính để Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp

Việt Nam đã ở trong danh sách theo dõi thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE kể từ tháng 9/2018 và chưa đáp ứng được hết các điều kiện. Theo kết quả review tháng 9/2023 của FTSE, Việt Nam còn cần phải xử lý những vấn đề sau:

- Chu kỳ thanh toán (DvP – chuyển nhượng cổ phiếu và thanh toán): Việt Nam chưa đáp ứng được tiêu chí này (hiện vẫn được đánh giá là ‘hạn chế’ do thông lệ thị trường là phải kiểm tra nhằm đảm bảo có đủ tiền trước khi thực hiện giao dịch. Về cơ bản, đây là quy định phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch được áp dụng đối với NĐTNN.
- Thanh toán – chi phí liên quan đến các giao dịch không thành công. Tiêu chí này hiện chưa được đánh giá vì theo mặc định, không diễn ra tình trạng giao dịch không thành công trên thị trường.

Có 9 nhóm tiêu chí một thị trường phải đáp ứng để được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp. Việt Nam hiện đã đạt được 7/9 nhóm và chỉ còn 2 nhóm vẫn cần phải cải thiện (Bảng 6).

Bảng 6: Đánh giá khả năng tiếp cận thị trường của MSCI kể từ tháng 6 năm 2023

Với 9 tiêu chí cần được cải thiện, Việt Nam vẫn còn cách khá xa để được nâng hạng lên thị trường mới nổi của MSCI

	Thái Lan	Philippines	Kuwait	Việt Nam	Review của MSCI
C1. Tính mở đối với NĐTNN					
Yêu cầu về tiêu chuẩn đối với nhà đầu tư	++	++	++	++	
Hạn chế về sở hữu của NĐTNN	-	-	++	-	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN ảnh hưởng trên (ngưỡng) 10% của thị trường chứng khoán của một quốc gia sẽ bị đánh giá là trừ (-). Tại Thái Lan, tất cả các ngành cùng có tỷ lệ sở hữu tối đa của NĐTNN là 49% và tỷ lệ ảnh hưởng là rất lớn. Tuy nhiên, NĐTNN có thể tiếp cận đầu tư vào các doanh nghiệp của Thái Lan thông qua chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR)
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN	-	-	++	-	Do ảnh hưởng hơn 1% đến Chỉ số thị trường có thể đầu tư (IMI) của MSCI nên Thái Lan, Philippines và Việt Nam bị đánh giá là trừ (-)
Quyền bình đẳng cho các NĐTNN	-	+	+	-	Một số thông tin liên quan đến doanh nghiệp không công bố bằng tiếng Anh
C2. Sự dễ dàng cho dòng chảy của vốn					
Mức độ hạn chế dòng chảy của vốn	++	++	++	++	
Mức độ tự do trên thị trường ngoại hối	+	-	++	-	Việt Nam: đồng VND không giao dịch trên thị trường ngoại hối quốc tế và có những hạn chế trên thị trường ngoại hối trong nước (ví dụ các giao dịch ngoại hối phải liên kết đến các giao dịch chứng khoán)
C3. Tính hiệu quả của cơ chế hoạt động của thị trường					
Gia nhập thị trường:					
Việc đăng ký của nhà đầu tư và thiết lập tài khoản	++	++	++	+	
Tổ chức của thị trường:					
Những quy định về thị trường	++	++	++	+	Việt Nam: Nhiều quy định không có văn bản bằng tiếng Anh
Luồng thông tin	++	++	-	-	Việt Nam: Nhiều thông tin thị trường cổ phiếu không được công bố bằng tiếng Anh và nhiều trường hợp không đầy đủ chi tiết
Hạ tầng của thị trường					
Hệ thống thanh toán bù trừ	+	+	+	-	Việt Nam: Không có công cụ thấu chi và quy định phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch
Hệ thống lưu ký	++	++	+	++	
Hệ thống đăng ký	++	++	++	++	
Giao dịch	++	++	++	++	
Khả năng chuyển đổi	++	++	-	-	Việt Nam: Một số giao dịch ngoài sàn và chuyển nhượng cổ phiếu cần được UBCKNN thấp thuận
Cho vay chứng khoán	+	-	-	-	
Bán khống	+	-	-	-	
C4. Sự sẵn có các công cụ đầu tư					
C5. Tính ổn định của các định chế thị trường					
Số tiêu chí cần được cải thiện	3	5	4	9	

Chú thích: ++: không có vấn đề; +: không có vấn đề lớn, có thể cải thiện; -: cần cải thiện.
 Nguồn: MSCI, HSC

Ngoài ra, quy trình đăng ký tài khoản mới cũng cần được cải cách, chẳng hạn như cần triển khai một cơ chế hiệu quả tạo điều kiện cho hoạt động giao dịch giữa các NĐTNN ở chứng khoán đã hoặc sắp kín room.

Mặc dù vấn đề giới hạn tỷ lệ sở hữu NĐTNN ảnh hưởng đến tính mở của thị trường cổ phiếu Việt Nam, đây không phải là tiêu chí bắt buộc để được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp. Khi nhìn vào các thị trường mới nổi thứ cấp (Philippines, Kuwait, Qatar), HSC thấy rằng mặc dù có 1 tiêu chí 'không đạt', Philippines vẫn được xếp hạng là thị trường mới nổi sơ cấp (Bảng 7). Theo đó, tiêu chí chủ chốt để Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp là bỏ quy định phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch.

Bảng 7: FTSE quality of markets criteria as of September 2023

Những tiêu chí chủ chốt Việt Nam cần cải thiện để được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp

Tiêu chí	Thị trường mới nổi	Thị trường mới nổi	Thị trường cận biên	Việt Nam(Thị trường cận biên)	Philippines (Thị trường mới nổi thứ	Kuwait (Thị trường mới nổi thứ cấp)	Qatar (Thị trường mới nổi thứ cấp)	Thái Lan (Thị trường mới nổi phát triển)
Xếp hạng GNI bình quân đầu người của WB				Trung bình thấp	Trung bình thấp	Cao	Cao	Trung bình cao
Xếp hạng tín nhiệm				Đầu cơ	Đầu tư	Đầu tư	Đầu tư	Đầu tư
Môi trường pháp lý và thị trường								
Cơ quan quản lý thị trường chứng khoán tích cực giám sát thị trường	x	x	x	x	Đạt	Đạt	Đạt	Đạt
Công bằng và không gây hại tới lợi ích cổ đông thiểu số	x	x			Hạn chế	Hạn chế	Đạt	Hạn chế
Không hạn chế hay chỉ hạn chế trong trường hợp nhất định đối với tỷ lệ sở hữu của NĐTNN	x	x			Hạn chế	Hạn chế	Đạt	Hạn chế
Không phân đối, hạn chế hay có chế tài phạt đối với việc đầu tư hay chuyển vốn, thu nhập về nước	x	x	x	x	Đạt	Đạt	Đạt	Đạt
Không áp dụng hoặc áp dụng quy trình đăng ký đơn giản đối với NĐTNN	x	x			Hạn chế	Đạt	Hạn chế	Đạt
Thị trường ngoại hối								
Có thị trường ngoại hối phát triển	x	x			Hạn chế	Hạn chế	Hạn chế	Hạn chế
Thị trường cổ phiếu								
Dịch vụ môi giới - có đủ tính cạnh tranh để đảm bảo dịch vụ môi giới cung cấp có chất lượng cao	x	x	x		Đạt	Đạt	Đạt	Đạt
Chi phí giao dịch - chi phí nổi và chi phí chìm ở mức hợp lý, cạnh tranh	x	x	x		Đạt	Không đạt	Đạt	Đạt
Thuế - thuế ở mức hợp lý và tương đương nhau giữa NĐT trong nước và NĐTNN	x	x			Đạt	Đạt	Đạt	Đạt
Được phép cho vay cổ phiếu	x				Hạn chế	Hạn chế	Hạn chế	Hạn chế
Được phép bán khống cổ phiếu	x				Không đạt	Hạn chế	Hạn chế	Hạn chế
Thị trường phái sinh phát triển	x				Hạn chế	Không đạt	Hạn chế	Không đạt
Được phép giao dịch ngoài sàn	x				Không đạt	Đạt	Không đạt	Hạn chế
Cơ chế giao dịch hiệu quả	x				Hạn chế	Đạt	Đạt	Đạt
Tính minh bạch - có thông tin sâu về thị trường và cơ chế báo cáo giao dịch kịp thời	x	x	x	x	Đạt	Đạt	Đạt	Đạt
Thanh toán bù trừ và lưu ký								
Thanh toán - chi phí liên quan đến giao dịch không thành công	x	x	x	x	Hạn chế	Đạt	Đạt	Đạt
Chu kỳ thanh toán (DvP)	x	x	x	x	T+2	T+2	T+3	T+2
Trung tâm lưu ký	x	x	x		Đạt	Đạt	Đạt	Đạt
Đơn vị thanh toán bù trừ (cổ phiếu)	x	x			Không đạt	Đạt	Không đạt	Hạn chế
Thanh toán - Chuyển nhượng cổ phiếu miễn phí	x				Không đạt	Hạn chế	Hạn chế	Hạn chế
Lưu ký - Mức độ cạnh tranh đủ cao để đảm bảo dịch vụ lưu ký cung cấp có chất lượng	x	x	x		Đạt	Đạt	Đạt	Đạt
Cơ cấu tài khoản tại khâu lưu ký (chứng khoán và tiền)	x				Không đạt	Hạn chế	Hạn chế	Hạn chế
Số lượng tiêu chí đạt					8	13	13	11
Số lượng tiêu chí hạn chế					9	7	7	10
Số lượng tiêu chí không đạt					5	2	2	1

Nguồn: FTSE, HSC

Việt Nam cần giải pháp cho vấn đề ký quỹ trước khi giao dịch và tỷ lệ sở hữu NĐTNN để được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi

Việt Nam vẫn chưa được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi của MSCI. Trong đợt review tháng 6/2023, MSCI đã liệt kê 9 tiêu chí thị trường chứng khoán Việt Nam chưa đáp ứng gồm: (1) Hạn chế về sở hữu của NĐTNN; (2) Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN; (3) Quyền bình đẳng cho các NĐTNN; (4) Mức độ tự do trên thị trường ngoại hối; (5) Luồng thông tin; (6) Hệ thống thanh toán bù trừ; (7) Khả năng chuyển đổi; (8) Cho vay chứng khoán và (9) Bán khống.

Trên thực tế, Việt Nam có nhiều tiêu chí cần cải thiện (9 tiêu chí) hơn so với 3 thị trường mới nổi là Thái Lan (3), Philippines (5) và Kuwait (4). Thị trường cổ phiếu Việt Nam hiện có lẽ tương đồng nhất với Philippines trong khi thị trường mới được MSCI nâng hạng gần nhất là Kuwait có những đặc điểm khác, trong đó đáng chú ý là Tính mở đối với NĐTNN.

Quy định phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch và tỷ lệ sở hữu của NĐTNN là những vấn đề mấu chốt cần được giải quyết cho bài toán nâng hạng. Trong khi đó, HSC cho rằng những tiêu chí khác có thể dễ dàng cải thiện hơn, từ đó thu hẹp khoảng cách giữa Việt Nam và Philippines, đồng thời tăng cơ hội nâng hạng của Việt Nam. Theo MSCI, những tiêu chí bị đánh giá cần cải thiện gồm: (1) Quyền bình đẳng cho các NĐTNN, (2) Những quy định về thị trường và (3) Luồng thông tin; và những tiêu

chỉ này có thể được cải thiện nếu thị trường Việt Nam có thể cung cấp bản dịch bằng tiếng Anh cho các quy định và thông tin liên quan đến thị trường, doanh nghiệp.

Giải pháp cho vấn đề ký quỹ trước khi giao dịch

Hiện tại, theo Thông tư 120/2020 do Bộ Tài chính ban hành (Điều 9 Khoản 2: NĐTNN không được thực hiện giao dịch ký quỹ), NĐTNN chỉ có thể đặt lệnh mua, bán khi có 100% tiền hoặc chứng khoán trong tài khoản. Yêu cầu ký quỹ 100% tiền khi đặt lệnh gây khó khăn đáng kể cho việc sử dụng vốn một cách hiệu quả của NĐTNN. Quy định phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch cũng là vấn đề (một phần, không phải toàn bộ) tồn tại ở các thị trường mới nổi Trung Quốc, Ấn Độ, Đài Loan và tại các thị trường cận biên Kazakhstan, Kenya, Việt Nam.

Giải pháp tối ưu: Giải pháp tối ưu để bỏ quy định phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch là thực hiện cơ chế Thanh toán bù trừ (CCP) và cho phép NHTM, chi nhánh ngân hàng nước ngoài có cung cấp dịch vụ lưu ký chứng khoán (1) trở thành thành viên của hệ thống thanh toán bù trừ (bên cạnh các công ty chứng khoán như hiện nay) và (2) kết nối với hệ thống thanh toán bù trừ của Trung tâm lưu ký (TTLK) để nhận kết thông báo về nghĩa vụ thanh toán của NĐT và thực hiện thanh toán trực tiếp cho các giao dịch của khách hàng là NĐT tại TTLK.

Một số nguyên nhân khiến cho việc thực hiện cơ chế CCP bị chậm:

1. Cơ chế CCP được xây dựng đồng thời với hệ thống công nghệ của KRX trong khi hệ thống KRX vẫn chưa được triển khai.
2. Sự không nhất quán trong khung pháp lý: Luật Chứng khoán và Nghị định 155/2020 của chính phủ cho phép NHTM và chi nhánh ngân hàng nước ngoài được trở thành thành viên của hệ thống CCP của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, Luật các tổ chức tín dụng (Điều 107) và văn bản hướng dẫn không hề quy định thanh toán bù trừ là một nghiệp vụ của NHTM và chi nhánh ngân hàng nước ngoài.

Ở vấn đề (2), TTLK, UBCKNN và Bộ Tài chính đang phối hợp với NHNN xây dựng nội dung sửa đổi (đối với Luật các tổ chức tín dụng, Luật Chứng khoán và nghị định hướng dẫn) trình chính phủ và Quốc hội. Tuy nhiên, HSC cho rằng quá trình này sẽ mất ít nhất 6-12 tháng.

Giải pháp tạm thời: TTLK phối hợp với UBCKNN xây dựng nội dung sửa đổi đối với Thông tư 120 của Bộ Tài chính và bỏ Khoản 2 Điều 9 quy định NĐTNN phải ký quỹ 100% tiền trước khi mua cổ phiếu. Trên thực tế, các công ty chứng khoán có thể được phép quyết định xem NĐT có cần phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch hay không. Trong trường hợp NĐT không có đủ tiền để thực hiện nghĩa vụ thanh toán, công ty chứng khoán sẽ thực hiện nghĩa vụ này.

Cơ chế này sẽ làm phát sinh thêm rủi ro cho công ty chứng khoán. TTLK và UBCK đang làm việc với các ngân hàng và công ty chứng khoán có liên quan để xây dựng cơ sở quản trị rủi ro. Trong đó, một số giải pháp đã được đề cập như:

- Bộ Tài chính sẽ bổ sung thêm một quy định, trong đó nếu NĐT không có đủ tiền và công ty chứng khoán phải thanh toán tiền mua cổ phiếu, thì số cổ phiếu đó sẽ được chuyển sang tài khoản tự doanh của công ty chứng khoán và công ty chứng khoán có quyền bán cổ phiếu để bù đắp cho các khoản lỗ có thể phát sinh.
- NĐT, công ty chứng khoán và ngân hàng lưu ký có thể ký một hợp đồng 3 bên với điều khoản nếu công ty chứng khoán không thể thu hồi đủ số tiền đã sử dụng để thanh toán tiền mua cổ phiếu của NĐT, công ty chứng khoán có thể bán một phần cổ phiếu của NĐT được lưu ký tại ngân hàng lưu ký.
- Bộ Tài chính đưa ra chế tài đối với NĐT không thực hiện nghĩa vụ thanh toán cho các giao dịch trong tương lai.

Các giải pháp tạm thời đòi hỏi sự phối hợp giữa nhiều bên và sẽ cần phải sửa đổi/bổ sung khung pháp lý hiện hành; nhưng những nội dung sửa đổi/bổ sung này sẽ không cần trình tới cấp chính phủ và Quốc hội xem xét, phê duyệt nên thời gian thực hiện có thể sẽ ngắn hơn nhiều, theo HSC là khoảng 3-6 tháng.

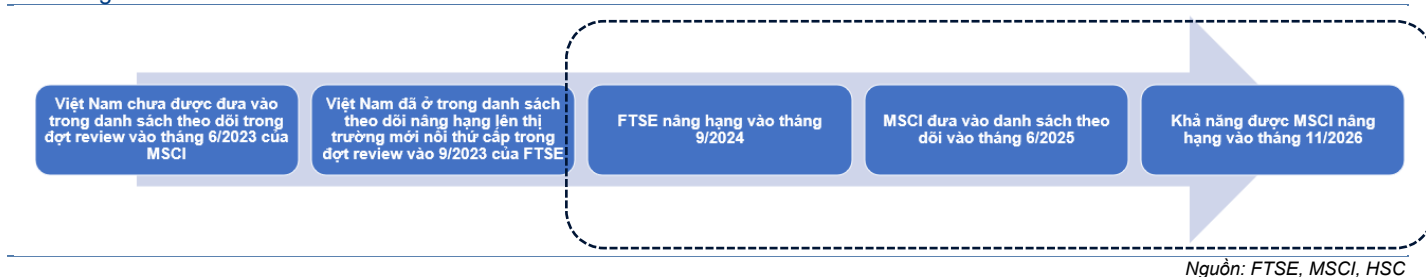
Thời điểm nâng hạng

Với quyết tâm cao và tinh thần quyết liệt xử lý vấn đề kỹ quỹ trước khi giao dịch, HSC cho rằng Việt Nam hoàn toàn có cơ hội để được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp trong đợt review diễn ra vào tháng 9/2024 của FTSE.

Về hành trình nâng hạng lên thị trường mới nổi MSCI, thời gian sẽ lâu hơn. Đầu tiên, Việt Nam sẽ phải được đưa vào danh sách theo dõi của MSCI. Và điều này chỉ có thể xảy ra nếu và sau khi cơ quan quản lý thông báo thực hiện các giải pháp cải cách thị trường. Sau khi được đưa vào danh sách theo dõi và các bên tham gia thị trường đánh giá tích cực các biện pháp cải cách được thực hiện (thường mất 18-24 tháng), Việt Nam có thể được nâng hạng sớm nhất vào tháng 11/2026.

Bảng 8: Thời điểm nâng hạng dự kiến

Việt Nam có khả năng để được nâng hạng lên thị trường mới nổi FTSE vào tháng 9/2024 của FTSE và thị trường mới nổi MSCI vào tháng 11/2026



Đánh giá tác động từ việc nâng hạng

HSC ước tính việc FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp sẽ giúp thị trường chứng khoán Việt Nam thu hút thêm 387 triệu USD vốn đầu tư trong khi nếu được MSCI nâng hạng, Việt Nam sẽ thu hút được 370 triệu USD từ các quỹ ETF (quỹ đầu tư thụ động) lấy chỉ số FTSE và MSCI làm cơ sở. Trong khi đó, vốn đầu tư từ các quỹ tương hỗ (quỹ đầu tư chủ động) có thể còn lớn hơn nhiều nhưng khó có thể dự đoán. Chúng tôi ước tính một cách thận trọng con số này sẽ vào khoảng 2,5-5,4 tỷ USD, bắt đầu thu hút từ cuối năm 2024 (khi được FTSE nâng hạng) đến năm 2026-2027 (khi được MSCI nâng hạng).

Tác động tích cực tới dòng vốn và thanh khoản

Dựa trên nghiên cứu của HSC, (đã được đề cập một phần trong báo cáo [Nâng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi: Tiến sát mục tiêu hơn nhưng còn nhiều tiêu chí cần cải thiện](#)), việc được FTSE và MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi sẽ tác động tích cực đến cả dòng vốn nước ngoài và thanh khoản thị trường trong ± 1 năm với tháng đầu tiên sẽ nhận được tác động nhiều nhất.

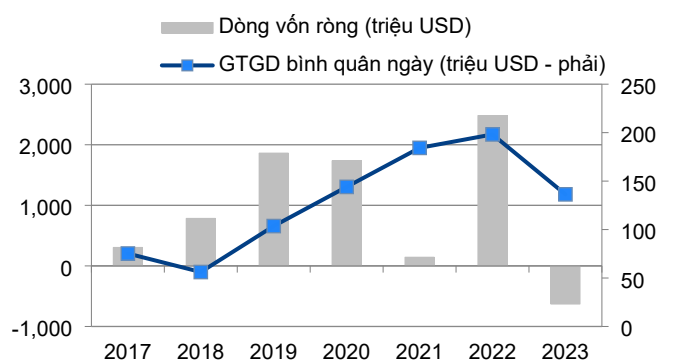
Kuwait: Kuwait thu hút được 107 triệu USD trong tháng 9/2018 (đợt đầu) và 309 triệu USD trong tháng 12/2018 (đợt 2) sau khi được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp; so với mức vốn thu hút ròng bình quân chỉ 37 triệu USD/tháng trong các tháng khác trong năm 2018. Tương tự, khi được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi, Kuwait đã thu hút được 1,33 tỷ USD vào tháng 11/2020 so với chỉ 37 triệu USD/tháng trong các tháng khác trong năm 2020. Trong giai đoạn 2019-2021, Kuwait thu hút được tổng cộng 4,38 tỷ USD.

Về thanh khoản, GTGD bình quân ngày của thị trường này đã tăng đáng kể, tăng lần lượt 84%/39%/28% trong giai đoạn 2019-2021, một phần nhờ các sự kiện nâng hạng.

Qatar: Qatar được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi vào tháng 5/2014 và FTSE nâng hạng vào tháng 9/2015 (có hiệu lực từ tháng 9/2016). Mặc dù các sự kiện trên tác động rất tích cực đến cả dòng vốn ngoại và GTGD bình quân ngày sau khi được MSCI nâng hạng vào năm 2014 và FTSE nâng hạng vào năm 2016, thanh khoản thị trường không có nhiều thay đổi.

Biểu đồ 9: Dòng vốn nước ngoài ròng & GTGD bình quân ngày, Kuwait

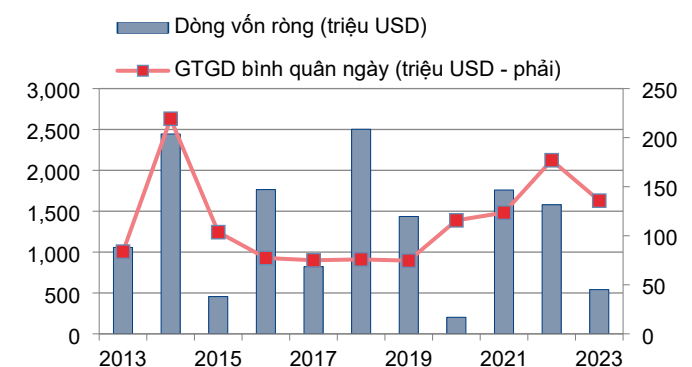
Việc được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào T9/2018 và MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi vào T11/2020 đã tác động tích cực lên dòng vốn ngoại & thanh khoản



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 10: Dòng vốn nước ngoài ròng & GTGD bình quân ngày, Qatar

Việc được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi vào T5/2014 và MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào T9/2016 tác động tích cực lên dòng vốn ngoại nhiều hơn so với thanh khoản



Nguồn: Bloomberg, HSC

Tiềm năng dòng vốn đầu tư vào thị trường Việt Nam

Lợi ích chủ chốt từ việc được FTSE hay MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi là nâng cao thu hút vốn vào thị trường chứng khoán. Đáng chú ý, dòng vốn đầu tư sẽ từ các nguồn sau:

- Các quỹ ETF lấy chỉ số MSCI và FTSE hoặc các chỉ số khác tương tự hay mô phỏng 2 chỉ số này làm cơ sở.

- Các quỹ tương hỗ nói chung có đầu tư vào các thị trường mới nổi.

Dựa trên số liệu HSC thu thập và phân tích, tính đến ngày 30/11, có 16 quỹ ETF lấy chỉ số thị trường mới nổi FTSE (tổng tài sản 86,8 tỷ USD) làm cơ sở và khoảng 88 quỹ ETF lấy chỉ số thị trường mới nổi MSCI (tổng tài sản 144,1 tỷ USD) làm cơ sở. Ngoài ra, có 105 quỹ ETF không lấy chỉ số thị trường mới nổi MSCI hay FTSE làm cơ sở nhưng sử dụng các chỉ số tương tự và chủ động hơn trong hoạt động đầu tư (tổng tài sản 30,1 tỷ USD).

Theo đó, HSC ước tính tổng tài sản hiện do các quỹ ETF quản lý và tập trung vào thị trường mới nổi là khoảng 261 tỷ USD. Một thông tin bên lề là MSCI công bố có khoảng 1.400 quỹ ETF niêm yết trên thế giới lấy các chỉ số MSCI làm cơ sở với tổng tài sản quản lý tính tại thời điểm ngày 30/9 là 1.300 tỷ USD. Với vốn hóa thị trường có thể đầu tư của thị trường phát triển MSCI lớn gấp 8,6 lần thị trường mới nổi, nên ước tính của HSC về tổng tài sản của các quỹ ETF lấy chỉ số thị trường mới nổi MSCI làm cơ sở khoảng 144,1 tỷ USD như trên là hợp lý.

Chúng tôi cũng xem xét các quỹ đầu tư vào thị trường cận biên và lấy chỉ số thị trường cận biên của FTSE & MSCI làm cơ sở. Hiện có khoảng 90 quỹ đầu tư vào thị trường cận biên, trong đó chỉ có 3 quỹ (tổng tài sản quản lý 128 triệu USD) lấy chỉ số thị trường cận biên FTSE làm cơ sở và 7 quỹ (tổng tài sản quản lý 992 triệu USD) lấy chỉ số thị trường cận biên MSCI làm cơ sở. Còn lại là những quỹ được quản lý chủ động và/hoặc quỹ tập trung vào một thị trường (tổng tài sản quản lý 6,47 tỷ USD).

Với tổng tài sản quản lý của các quỹ ETF lấy chỉ số thị trường mới nổi MSCI làm cơ sở lớn hơn đáng kể so với các quỹ lấy chỉ số FTSE là cơ sở, nên tác động của việc nâng hạng từ MSCI sẽ lớn hơn so với FTSE. Trên thực tế, nhiều quỹ bị rút vốn chỉ đơn giản là để chuyển vào các quỹ thị trường mới nổi sắp thành lập (thường từ cùng một công ty quản lý quỹ).

Dựa trên sự so sánh quy mô giữa thị trường Việt Nam và các thị trường mới nổi khác (Bảng 1), trong kịch bản cơ sở, HSC cho rằng tỷ trọng dành cho thị trường Việt Nam sẽ là 0,5%. Trên thực tế, nếu Việt Nam có thể nâng cao được tỷ lệ có thể đầu tư, tỷ trọng được phân bổ có thể cao hơn 0,5%. Nói chung, trong kịch bản cơ sở, thị trường chứng khoán Việt Nam có thể thu hút thêm 387 triệu USD vốn đầu tư trong khi nếu được MSCI nâng hạng, Việt Nam sẽ thu hút được 370 triệu USD từ các quỹ ETF.

Bảng 11: Tiềm năng thu hút dòng vốn đầu tư từ việc nâng hạng lên thị trường mới nổi

HSC dự báo dòng vốn ròng tiềm từ các quỹ ETF vào thị trường Việt Nam dựa trên các kịch bản khác nhau sẽ chiếm tỷ trọng khác nhau (từ 0,5% - 1%)

Triệu USD	Tỷ trọng phân bổ cho Việt Nam của FTSE / MSCI EM index					
	0.50%	0.60%	0.70%	0.80%	0.90%	1.0%
Giá trị vốn hóa ròng của thị trường mới nổi FTSE	31,860	38,232	44,604	50,976	57,349	63,721
Dòng vốn thu hút từ nâng hạng lên thị trường mới nổi	434	521	607	694	781	868
Dòng vốn bị rút ra từ thị trường cận biên			47			
Dòng vốn ròng từ nâng hạng thị trường mới nổi FTSE	387	474	560	647	734	821
Giá trị vốn hóa ròng của thị trường mới nổi MSCI	33,805	40,566	47,327	54,088	60,849	67,610
Dòng vốn thu hút từ nâng hạng lên thị trường mới nổi	721	865	1,009	1,153	1,297	1,441
Dòng vốn bị rút ra từ thị trường cận biên			351			
Dòng vốn ròng từ nâng hạng thị trường mới nổi MSCI	370	514	658	802	946	1,090

Nguồn: FTSE, MSCI, HSC

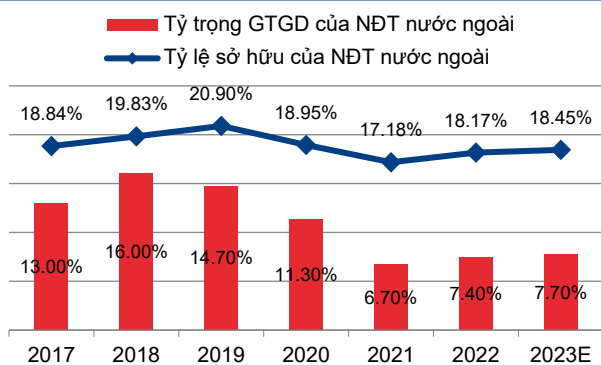
Phần còn thiếu trong ước tính trên của HSC là vốn thu hút từ các quỹ tương hỗ có đầu tư vào thị trường mới nổi. Trong đó, chúng tôi ước tính tổng tài sản có thể đạt khoảng 350 tỷ USD. Những quỹ này được quản lý chủ động nên khó dự báo: (1) các quỹ này có đưa Việt Nam vào danh mục hay không và (2) cơ cấu hay tỷ trọng quỹ nếu và khi FTSE/MSCI nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi. HSC giả định trong kịch bản cơ sở là 0,5-1% trong tổng tài sản trên sẽ được đầu tư vào Việt Nam, tương đương 1,75-3,5 tỷ USD; và chúng tôi cho rằng đây là ước tính hợp lý và thận trọng.

HSC trình bày 10 quỹ ETF lấy chỉ số thị trường mới nổi FTSE và MSCI làm cơ sở trong Bảng 15-16; và 10 cổ phiếu có tỷ trọng lớn nhất trong giỏ chỉ số FTSE Vietnam All shares và MSCI Vietnam trong Bảng 17. Những bảng này nằm ở phần cuối của báo cáo. Chúng tôi cho rằng 10 cổ phiếu này nhiều khả năng sẽ được mua vào nhiều nhất sau khi Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi.

Tác động đến các doanh nghiệp trong ngành chứng khoán

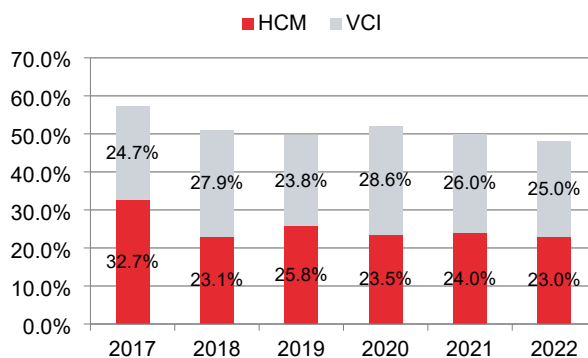
HSC nhấn mạnh lại rằng việc nâng hạng thị trường là yếu tố tích cực trong trung, dài hạn đối với các công ty chứng khoán, đặc biệt là các công ty mạnh ở phân khúc khách hàng tổ chức. Trong số các công ty chứng khoán khuyến nghị, SSI và VCI là 2 trong 3 công ty chứng khoán đứng đầu về thị phần khách hàng tổ chức và nhiều khả năng sẽ hưởng lợi nhiều từ câu chuyện nâng hạng thị trường mới nổi.

Biểu đồ 12: Tỷ trọng GTGD của NĐT nước ngoài theo năm (%)
GTGD của NĐT nước ngoài hồi phục nhẹ trong năm 2023



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 13: Thị phần giao dịch của khối ngoại, HCM & VCI
...HCM, VCI, và SSI công ty chứng khoán đứng đầu về thị phần giao dịch của NĐT nước ngoài



Nguồn: Company data, HSC

Dựa trên phân tích trên đây, nếu giả định Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9/2024 với tỷ trọng phân bổ là 0,5%; vốn thu hút từ các quỹ ETF có khả năng đạt 387 triệu USD, tương đương 11,7% tổng vốn ngoại đầu tư vào HSX từ khi thành lập là 3,5 tỷ USD (vui lòng tham khảo Bảng 7 của báo cáo phát hành gần đây với tiêu đề [Nâng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi: Tiến sát mục tiêu hơn nhưng còn nhiều tiêu chí cần cải thiện](#)).

Trong dài hạn, tổng vốn (bao gồm cả quỹ đầu tư thụ động và chủ động) thu hút được có thể đạt 2,5-5,4 tỷ USD. Theo đó cả vốn đầu tư vào thị trường và thanh khoản đều có thể tăng đáng kể.

Dự báo của HSC và rủi ro đối với dự báo

Hiện HSC dự báo GTGD bình quân ngày năm 2024 đạt 24.000 tỷ đồng, tăng 35% so với mức ước tính 17.700 tỷ đồng cho năm 2023. Trên thực tế, do GTGD Q4/2023 kém hơn kỳ vọng, GTGD bình quân ngày năm 2023 thấp hơn so với dự báo trước đây là 20.000 tỷ đồng.

Mặc dù những yếu tố tích cực cho VN Index và thanh khoản thị trường như lãi suất thấp và định giá rẻ vẫn còn nguyên, HSC thấy có rủi ro chậm triển khai hệ thống KRX thêm khoảng 1 quý vì các bên tham gia thị trường cần thêm thời gian để khắc phục lỗi. Nếu thời gian chậm triển khai kéo dài hơn 1 quý, điều này sẽ ảnh hưởng đến khả năng Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9/2024.

Bảng 14: Phân tích độ nhạy, các CTCK trong danh sách khuyến nghị của HSC

Định giá cổ phiếu sẽ dao động +/- 0.5 độ lệch chuẩn với giả định GTGD bình quân ngày năm 2024 đạt 20 nghìn tỷ đồng (với giả định cơ sở GTGD bình quân ngày năm 2024 đạt 24 nghìn tỷ đồng)

	Giả định GTGD bình quân ngày & định giá((+/- độ lệch chuẩn so với bình quân) năm 2024				
	16 nghìn tỷ đồng (-20% sv cùng kỳ) (+0.0 độ lệch chuẩn)	20 nghìn tỷ đồng (đi ngang sv cùng kỳ) (+0.5 độ lệch chuẩn)	24 nghìn tỷ đồng (+20% sv cùng kỳ) (+1.0 độ lệch chuẩn)	28 nghìn tỷ đồng (+40% sv cùng kỳ) (+1.5 độ lệch chuẩn)	32 nghìn tỷ đồng (+60% sv cùng kỳ) (+2.0 độ lệch chuẩn)
SSI					
Doanh thu/CP	4,158 (-10.8%)	4,382 (-5.4%)	4,619	5,136 (+5.4%)	5,400 (+10.8%)
Lợi nhuận/CP	1,309 (-14.2%)	1,401 (-7.1%)	1,501	1,713 (+7.1%)	1,827 (+14.2%)
Giá mục tiêu	25,500 (-38%)	33,200 (-19%)	41,700	48,800 (+19%)	56,600 (+38%)
VCI					
Doanh thu/CP	6,060 (-12.7%)	6,442 (-6.3%)	6,848	7,682 (+6.3%)	8,141 (+12.7%)
Lợi nhuận/CP	1,341 (-19.7%)	1,474 (-9.9%)	1,620	1,972 (+9.9%)	2,149 (+19.7%)
Giá mục tiêu	28,600 (-28%)	35,500 (-14%)	48,100	54,500 (+14%)	60,900 (+28%)
VND					
Doanh thu/CP	4,154 (-9.9%)	4,362 (-5.0%)	4,580	5,027 (+5.0%)	5,348 (+9.9%)
Lợi nhuận/CP	1,004 (-15.3%)	1,080 (-7.6%)	1,162	1,248 (+7.6%)	1,405 (+15.3%)
Giá mục tiêu	13,800 (-46%)	19,300 (-23%)	24,800	30,300 (+23%)	35,800 (+46%)

Nguồn:

 Doanh thu/CP
 Lợi nhuận/CP
 Giá mục tiêu

Bảng 15: Top 10 quỹ ETF sử dụng chỉ số thị trường mới nổi FTSE

Tên quỹ	Chỉ số sử dụng	Tổng tài sản quản lý (triệu USD)
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion Index	72,530
Schwab Emerging Markets Equity ETF	FTSE Emerging Index	7,980
Vanguard FTSE Emerging Markets UCITS ETF	FTSE Emerging Index	2,560
Vanguard FTSE Emerging Markets All Cap Index ETF	FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion Index	1,245
Invesco FTSE RAFI Emerging Markets ETF	FTSE RAFI Emerging Markets Index	1,150
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF/Australia	FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion Index	487
JPMorgan Diversified Return Emerging Markets Equity ETF	JP Morgan Diversified Factor Emerging Markets Equity Index	287
HSBC Emerging Market Sustainable Equity UCITS ETF	FTSE Emerging ESG Low Carbon Select Index	188
Invesco FTSE Emerging Markets High Dividend Low Volatility UCITS ETF	FTSE Emerging High Dividend Low Volatility Index	169
Smartshares Emerging Markets ETF	FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion Index	86

 Ghi chú: Tổng tài sản quản lý tính đến 14/12/2023.
 Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 16: Top 10 quỹ ETF sử dụng chỉ số thị trường mới nổi của MSCI

Tên quỹ	Chỉ số sử dụng	Tổng tài sản quản lý (triệu USD)
iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	MSCI Emerging Markets Investable Market Index	71,310
iShares MSCI Emerging Markets ETF	MSCI Emerging Markets Investable Market (IMI) Index	16,790
iShares MSCI Emerging Markets ex China ETF	MSCI Emerging Markets ex China Index	8,000
Xtrackers MSCI Emerging Markets UCITS ETF	MSCI Emerging Markets Index	5,379
iShares MSCI Emerging Markets Min Vol Factor ETF	MSCI Emerging Markets Minimum Volatility (USD) Index	4,320
UBS Lux Fund Solutions - MSCI Emerging Markets UCITS ETF	MSCI Emerging Markets Index	3,780
Amundi MSCI Emerging Markets UCITS ETF	MSCI Emerging Markets Index	3,278
Dimensional Emerging Core Equity Market ETF	MSCI Emerging Markets IMI Index	3,200
Amundi Index MSCI Emerging Markets UCITS ETF DR	MSCI Emerging Markets Index	2,877
Amundi Msci Emerging Markets II UCITS ETF	MSCI Emerging Markets Index	2,370

 Ghi chú: Tổng tài sản quản lý tính đến 14/12/2023.
 Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 17: Top 10 cổ phiếu tính thành phần đến 30/11/2023

FTSE Vietnam All-share Index			MSCI Vietnam Index		
Cổ phiếu	Vốn hóa ròng (tỷ USD)	Tỷ trọng (%)	Cổ phiếu	Vốn hóa ròng (tỷ USD)	Tỷ trọng (%)
HPG	3.17	8.48	HPG	3.12	10.97
FTP	2.38	6.37	VNM	2.03	7.15
VHM	2.26	6.05	VIC	1.97	6.92
VIC	2.15	5.76	VCB	1.95	6.86
VNM	2.04	5.46	VHM	1.85	6.52
VCB	2.02	5.41	MSN	1.61	5.65
MSN	1.62	4.34	SSI	1.35	4.76
SSI	1.53	4.11	VRE	0.85	2.98
MWG	1.16	3.09	VND	0.79	2.77
TCB	0.98	2.62	DGC	0.72	2.55
Tổng cộng	19.31	51.69	Tổng cộng	16.24	57.13

Nguồn: FTSE, MSCI, HSC

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn