



PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN

ĐỂ THỨC ĐẨY PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG TẠI VIỆT NAM

Phát triển thị trường vốn để thúc đẩy phát triển bền vững tại Việt Nam

Do Đào Hoàng Tuấn, Phó giáo sư Kinh tế; Nguyễn Thị Nhung, Tiến sĩ tài chính; và Jonathan Pincus, Tiến sĩ Kinh tế, biên soạn.

Hà Nội, tháng 7 năm 2023

Ghi chú:

Quan điểm thể hiện trong bài viết này là của tác giả và không nhất thiết đại diện cho quan điểm của Chương trình Phát triển Liên Hợp Quốc.

TÓM TẮT

BẢNG THUẬT NGỮ VIẾT TẮT	1
DANH MỤC HÌNH	2
DANH MỤC BẢNG	4
1. LỜI NÓI ĐẦU	6
1.1. Bối cảnh	6
1.2. Tiết kiệm không phải là rào cản của đầu tư mà là ngược lại.....	6
1.3. Thiếu khả năng tiếp cận thanh khoản là rào cản đối với đầu tư.....	7
1.4. Thị trường vốn Việt Nam chưa tài trợ đầu tư dài hạn phục vụ sản xuất kinh doanh	8
1.5. Cấu trúc báo cáo	9
2. CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH HIỆN TẠI	10
2.1. Ngành ngân hàng: Cho vay ngắn hạn và DNNN.....	11
2.2. Tài chính doanh nghiệp.....	19
2.3. Thị trường trái phiếu: Khu vực công, doanh nghiệp nhà nước và các chủ đầu tư bất động sản.....	22
2.4. Thị trường cổ phiếu: Tăng quy mô nhưng chưa đóng vai trò quan trọng trong huy động vốn.....	33
3. RÀO CẢN PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH	35
3.1. Vấn đề quản trị trong phát triển thị trường tài chính: Doanh nghiệp thiếu minh bạch, khung pháp lý lỏng lẻo và cơ sở hạ tầng thị trường yếu kém.....	35
3.2. Khu vực tư nhân quy mô nhỏ lẻ của Việt Nam là nguyên nhân, không phải kết quả của hạn chế tài chính	37
3.3. Về phía cầu, tệp nhà đầu tư trên thị trường vốn còn khá mỏng.	39
3.4. Tự do hóa tài chính: những gì đạt được và những gì chưa đạt được.....	45
3.5. Vốn quốc tế có thể là nguồn lực bổ sung nhưng không thể thay thế nguồn vốn trong nước.....	46
4. CÁC LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH	55
4.1. Ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô.....	55
4.2. rà soát khung pháp lý điều chỉnh hoạt động đầu tư của quỹ hưu trí công	56
4.3. Đẩy mạnh phát hành trái phiếu và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp.....	57
4.4. Đẩy mạnh chứng khoán hóa trên sàn giao dịch nợ.....	58
5. KẾT LUẬN	58
TÀI LIỆU THAM KHẢO	61
PHỤ LỤC 1:	67

BẢNG THUẬT NGỮ VIẾT TẮT

STT	Từ viết tắt	Diễn giải
1.	BIDV	Ngân hàng TMCP Đầu Tư & Phát Triển Việt Nam
2.	BSC	Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam
3.	CTG	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Công thương Việt Nam
4.	FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
5.	FPT	Tập đoàn FPT
6.	GDP	Tổng sản phẩm nội địa
7.	HPG	Tập đoàn Hòa Phát
8.	IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
9.	IPO	Phát hành lần đầu ra công chúng
10.	KDH	Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền
11.	MWG	Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới Di động
12.	NPL	Nợ xấu
13.	NVL	Công ty cổ phần Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va
14.	OECD	Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế
15.	PDR	Công Ty CP Phát Triển BĐS Phát Đạt
16.	PJICO	Tổng công ty cổ phần bảo hiểm Petrolimex
17.	PTI	Tổng công ty Cổ phần Bảo hiểm Bưu điện
18.	PVI	Tổng công ty Bảo hiểm PVI
19.	SOE	Doanh nghiệp Nhà nước
20.	STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín
21.	TCB	Ngân hàng thương mại cổ phần Kỹ Thương Việt Nam
22.	VAMC	Công ty Quản lý tài sản
23.	VCB	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam
24.	VHM	Công ty Cổ phần Vinhomes
25.	WB	Ngân hàng Thế giới

DANH MỤC HÌNH

Hình 1. Tỷ lệ tiền tệ mở rộng trên GDP, 2019 (Nguồn: IMF)	10
Hình 2. Tỷ lệ dư nợ trái phiếu doanh nghiệp trên GDP (Nguồn: ADB Asia Bonds Online)	11
Hình 3. Tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2018 (Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam).....	17
Hình 4. Cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam, giai đoạn 2004-2021 (Nguồn: Ngân hàng Thế giới và Asianbondsonline.adb.org).....	23
Hình 5. Lạm phát ở Việt Nam, Đông Á & Thái Bình Dương (không bao gồm các quốc gia có thu nhập cao) và các nước OECD, giai đoạn 1996-2020 (Nguồn: Ngân hàng Thế giới).....	24
Hình 6. Tỷ giá hối đoái danh nghĩa so với USD (2015=1) của Việt Nam và một số nước ASEAN, giai đoạn 2015-2020 (Nguồn: Ngân hàng Thế giới).....	24
Hình 7. Đường cong lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam (Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội)	25
Hình 8. Phát hành trái phiếu và cổ phiếu tại Việt Nam, giai đoạn 2015-2020 (Nguồn: Fii Rating).....	27
Hình 9. Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ năm 2021 (tỷ USD) của một số quốc gia khu vực ASEAN (Nguồn: asianbondsonline.adb.org).....	28
Hình 10. Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ năm 2021 (%GDP) của một số quốc gia khu vực ASEAN (Nguồn: asianbondsonline.adb.org).....	28
Hình 11. Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm 2021 (tỷ USD) của một số quốc gia khu vực ASEAN (Nguồn: asianbondsonline.adb.org).....	29
Hình 12. Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm 2021 (%GDP) của một số quốc gia khu vực ASEAN (Nguồn: asianbondsonline.adb.org).....	29
Hình 13. Cơ cấu trái phiếu chính phủ Việt Nam theo kỳ hạn, giai đoạn 2011-2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org).....	30
Hình 14. Cơ cấu trái phiếu chính phủ Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam theo kỳ hạn, năm 2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org).....	30
Hình 15. Cơ cấu trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam theo kỳ hạn, giai đoạn 2011-2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org).....	31
Hình 16. Cơ cấu trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam theo kỳ hạn, năm 2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org).....	31
Hình 17. Hệ số vòng quay vốn thị trường trái phiếu chính phủ của Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam, năm 2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org).....	32
Hình 18. Hệ số vòng quay vốn thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam, năm 2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)	32

Hình 19. Giá trị giao dịch thị trường chứng khoán tính theo %GDP (Nguồn: Báo cáo Chỉ số Phát triển Thế giới).....	34
Hình 20. Thống kê số vụ thao túng cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010 - 2019 (Nguồn: Số liệu do tác giả tổng hợp).....	34
Hình 21. Tỷ trọng phân bổ tài sản của Prudential Việt Nam (Nguồn: Prudential Việt Nam).....	44
Hình 22. Tỷ trọng phân bổ tài sản của Manulife Việt Nam (Nguồn: Manulife Việt Nam).....	44
Hình 23. Tỷ trọng phân bổ tài sản của các công ty bảo hiểm trong nước tại Việt Nam (Nguồn: BSC 2021).....	45
Hình 24. Chỉ số Chinn-Ito giữa các quốc gia (Nguồn: https://web.pdx.edu/).....	47
Hình 25. Dòng vốn chảy vào các quốc gia có thu nhập thấp và trung bình, giai đoạn 1980-2019) (tỷ USD theo giá USD cố định năm 2015) (Nguồn: IMF).....	48
Hình 26. Tăng trưởng GDP bình quân đầu người và dòng vốn vào ròng tính theo tỷ lệ % GDP, 2000-2019 (Nguồn: IMF).....	49
Hình 27. Lợi nhuận giữ lại và vốn chủ sở hữu khác, đầu tư FDI ra nước ngoài của Hoa Kỳ, 2000-2019 (Nguồn Cục Phân tích Kinh tế, Bộ Thương mại Hoa Kỳ).....	50
Hình 28. Thu nhập ròng sơ cấp và cán cân thương mại, tỷ USD, Việt Nam (Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam).....	51
Hình 29. Tài sản ngân hàng nước ngoài trong tổng tài sản ngân hàng, 2016 (Nguồn: Cơ sở dữ liệu phát triển tài chính toàn cầu của Ngân hàng Thế giới).....	53

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1. Tỷ lệ tiền gửi trên tổng tài sản (%) của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2020 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)	12
Bảng 2. Phát hành giấy tờ có giá và tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (%) của Top 5 ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng).....	13
Bảng 3. Tỷ trọng cho vay và ứng trước theo kỳ hạn của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng).....	14
Bảng 4. Tỷ trọng cho vay và ứng trước bình quân theo kỳ hạn của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)	15
Bảng 5. Tỷ trọng cho vay và ứng trước bình quân ngành của Top 5 ngân hàng Việt Nam năm 2020 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng).....	15
Bảng 6. Tỷ lệ chứng khoán nợ trên tổng tài sản của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)	16
Bảng 7. Cơ cấu chứng khoán nợ của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng).....	16
Bảng 8. Đòn bẩy tài chính của Top 5 doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp) ..	20
Bảng 9. Đòn bẩy tài chính của Top 4 doanh nghiệp BĐS Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp)	20
Bảng 10. Cơ cấu nợ ngắn hạn của Top 4 doanh nghiệp BĐS Việt Nam (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp).....	21
Bảng 11. Cơ cấu vay dài hạn của Top 5 doanh nghiệp phi tài chính lớn nhất Việt Nam trong giai đoạn 2012 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp)	21
Bảng 12. Cơ cấu vay dài hạn của Top 4 doanh nghiệp BĐS Việt Nam giai đoạn 2011 - 2022 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp)	22
Bảng 13. Dữ liệu phát hành trái phiếu doanh nghiệp ngoài lĩnh vực tài chính, bất động sản của Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam, năm 2021 (Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên dữ liệu báo cáo Giám sát Trái phiếu Châu Á-tháng 11 năm 2021, ADB).....	33
Bảng 14. Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong nước ở một số quốc gia (Nguồn: Kathpalia, 2020)	37
Bảng 15. Số lượng doanh nghiệp theo quy mô (Nguồn: Sách Trắng Doanh nghiệp Việt Nam 2020)	37
Bảng 16. Các lĩnh vực của Top 30 doanh nghiệp phát hành trái phiếu (không tính lĩnh vực tài chính/ ngân hàng và bất động sản/ xây dựng) (Nguồn: Báo cáo Asian Bond Monitor, ADB, 2021).....	39

Bảng 17. Tỷ lệ nắm giữ trái phiếu của các ngân hàng ở các quốc gia phát triển và đang phát triển (Nguồn: Amariei và cộng sự, 2017, Finn Rating, 2021; Çelik, S., G. Demirtaş và M. Isaksson, 2020).....	40
Bảng 18. Tỷ suất lợi nhuận thực của các quỹ hưu trí được chọn (Nguồn: tuoitre.vn, OECD, https://www.asiaasset.com/ , https://www.pionline.com/ đã trừ lạm phát).....	42
Bảng 19. Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm ở các quốc gia lựa chọn (Nguồn: WB, 2020 và stats.oecd.org)	43

1. LỜI NÓI ĐẦU

Báo cáo này trình bày phân tích về những thách thức và rào cản đối với sự phát triển của thị trường vốn trong nước của Việt Nam. Dựa trên kết quả phân tích, báo cáo đưa ra các khuyến nghị chính sách nhằm đào sâu và mở rộng thị trường này, đồng thời tăng cường và đa dạng hóa các nguồn vốn đầu tư công và tư nhân phục vụ sản xuất kinh doanh.

1.1. Bối cảnh

Thị trường vốn có vai trò trung tâm trong phát triển kinh tế nhờ khả năng chuyển đổi tài sản có tính thanh khoản cao thành các khoản đầu tư dài hạn. Dài hạn ở đây có nghĩa là các dự án phức tạp, quy mô nhưng triển khai chậm và đòi hỏi nhiều đầu tư ban đầu, thường kéo theo rủi ro cao để đạt được lợi nhuận cao và mang lại lợi tức đầu tư trong dài hạn.

Tính thanh khoản là rào cản chủ yếu trong đầu tư vì các nhà đầu tư thường ưu tiên những tài sản có thể đổi thành tiền mặt nhanh chóng và dễ dàng, chẳng hạn như tiền gửi không kỳ hạn ở Việt Nam và thị trường tiền tệ ở các quốc gia phát triển. Thách thức ở đây là chuyển đổi tài sản có tính thanh khoản cao thành nguồn vốn dài hạn cần thiết cho các dự án quy mô lớn và dài hạn và có thể không tạo ra lợi nhuận tài chính trong vài năm. Do khó hình dung được lợi nhuận tương lai, nhà đầu tư, dù là cá nhân, ngân hàng hay tổ chức tài chính khác, không sẵn sàng tài trợ cho các dự án dài hạn nếu họ phải nắm giữ các công cụ nợ cho đến khi đáo hạn. Các nhà đầu tư luôn ưu tiên những tài sản có thể dễ dàng chuyển đổi thành tiền mặt.

Ở Việt Nam, thách thức chính của tài chính phát triển là tăng nguồn cung tài chính dài hạn trong nước cho đầu tư sản xuất. Chúng tôi quan tâm chủ yếu đến tài chính trong nước, vì vay nợ nước ngoài kéo theo rủi ro về tỷ giá hối đoái vốn khó phòng ngừa ở một nước đang phát triển như Việt Nam.

Ở một thị trường tài chính hoàn hảo và đầy đủ tồn tại trên lý thuyết sách vở, không có hạn chế về thanh khoản đối với đầu tư dài hạn. Thị trường tồn tại với mọi hình thức và kỳ hạn đầu tư, và mức giá tại điểm cân bằng cung cầu phản ánh giá trị cơ bản của các khoản đầu tư tại mọi thời điểm.

Trên thực tế, chúng ta không sống trong thế giới lý tưởng đó. Nếu tính đến tương lai bất định và khả năng người mua và người bán có động cơ che giấu thông tin với nhau (thông tin không đối xứng), thị trường tài chính thường là không hoàn hảo và không đầy đủ. Trong thời kỳ bất ổn tài chính, thanh khoản của thị trường sụt giảm vì các nhà đầu tư tích trữ tiền mặt và hạn chế giao dịch, ngay cả đối với những tài sản an toàn. Đây là vấn đề mà các ngân hàng Bắc Mỹ và Châu Âu phải đối mặt trong cuộc Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu 2007-2009: thị trường thương phiếu ngừng hoạt động vì người ta không xác định được khả năng thanh toán của các đối tác, và các ngân hàng đột nhiên nhận thấy rằng họ không còn có thể dựa vào nguồn vốn từ thị trường tiền tệ, ngay cả khi các khoản đầu tư của họ vẫn tốt.

1.2. Tiết kiệm không phải là rào cản của đầu tư mà là ngược lại

Có một quan niệm sai lầm phổ biến rằng tiết kiệm là rào cản đối với các nước đang phát triển, và đây là vấn đề trọng tâm cần được giải quyết của tài chính phát

triển. Người ta cho rằng các hộ gia đình thu nhập thấp quá nghèo để tiết kiệm tiền từ thu nhập, điều này làm hạn chế nguồn cung vốn mà các ngân hàng có thể huy động để cho các nhà đầu tư vay. Các biện pháp thường được đề xuất để giải quyết tình trạng này bao gồm: i) nhập khẩu vốn (vay nước ngoài và đầu tư trực tiếp nước ngoài) để thu hẹp khoảng cách giữa tiết kiệm và đầu tư; ii) tự do hóa tài chính, giúp tăng lãi suất thị trường và do đó khuyến khích các hộ gia đình tiết kiệm phần lớn thu nhập của họ.

Nếu đúng tiết kiệm là rào cản với các nước đang phát triển thì sẽ rất khó để giải thích kinh nghiệm gần đây của các nước như Trung Quốc, Hàn Quốc và Đài Loan, những nước đạt được tỷ lệ đầu tư cao mặc dù tỷ lệ tiết kiệm quốc nội khá thấp trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển. Hơn nữa, ngoại trừ một vài năm trong giai đoạn khủng hoảng dầu mỏ những năm 1970, các quốc gia này đã cố gắng tăng tỷ lệ đầu tư đồng thời duy trì giá cả trong nước ổn định mặc dù tỷ lệ tiết kiệm quốc nội khá thấp.

1.3. Thiếu khả năng tiếp cận thanh khoản là rào cản đối với đầu tư

Yếu tố thanh khoản kéo sự chú ý từ nguồn tiết kiệm có sẵn sang rào cản quan trọng hơn đối với tài chính phát triển: cụ thể là khả năng mang lại lợi nhuận tài chính dương và liên tục của các dự án đầu tư để bù đắp cho việc các nhà đầu tư đã chấp nhận rủi ro với nguồn vốn của mình bỏ ra. Chính khả năng sinh lời, chứ không phải nguồn tiết kiệm quốc nội, mới thúc đẩy đầu tư. **Rào cản chính đối với đầu tư là khả năng của các ngân hàng trong việc xác định các cơ hội đầu tư sinh lời ổn định, hứa hẹn mang lại lợi nhuận đủ để trang trải chi phí vốn.** Như Schumpeter đã chỉ ra cách đây gần một thế kỷ, các ngân hàng cũng phát huy vai trò kinh doanh trong quá trình phát triển. Họ đánh giá xu hướng thị trường và tính khả thi của các kế hoạch đầu tư bên cạnh mức độ tín nhiệm của người đi vay.¹ Khả năng ngân hàng cấp các khoản vay mới phụ thuộc chủ yếu vào sự tồn tại của các dự án có khả năng sinh lời trong tương lai.

Vì vậy, sẽ chính xác hơn nếu nói rằng đầu tư hạn chế tiết kiệm chứ không phải ngược lại. Khi cấp một khoản vay mới, các ngân hàng tạo ra tiền bằng cách ghi có vào tài khoản tiền gửi của người đi vay. Số tiền này được sử dụng để chi trả cho các hoạt động của công ty, bao gồm cả việc trả lương cho người lao động. Do đó, các khoản vay mới tạo ra thu nhập (bao gồm cả lợi nhuận của chủ sở hữu doanh nghiệp), một phần trong số đó không được tiêu dùng (nghĩa là được tiết kiệm). Tiết kiệm quốc nội là một hàm số phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh, lợi nhuận và tiết kiệm ngoài lương.

Đối với các dự án có lợi nhuận và ngay lập tức tạo ra dòng doanh thu để trả nợ hoặc trả các khoản vay ngắn hạn (vốn lưu động hoặc tiêu dùng), thanh khoản không phải là mối quan ngại chính. Tuy nhiên, **các ngân hàng thương mại không muốn tài trợ cho các dự án đầu tư chậm thu hồi vốn bằng các tài sản nợ thanh khoản cao (như tiền gửi), vì điều này có thể tạo ra rủi ro mất cân đối về kỳ hạn trên bảng cân đối kế toán của tổ chức. Thị trường thứ cấp phát triển và có tính thanh khoản có thể cung cấp giải pháp nếu thị trường này tạo ra các kênh để ngân hàng chuyển tài sản cho vay thành tiền mặt.** Tuy

¹ Nhân viên ngân hàng không những phải biết rõ giao dịch mà anh ta được yêu cầu tài trợ là gì và kết quả tiềm năng như thế nào, mà anh ta còn phải hiểu về khách hàng, công việc kinh doanh và thậm chí cả thói quen riêng tư của khách hàng, và có được bức tranh rõ ràng về hiện trạng bằng cách thường xuyên 'trò chuyện với khách hàng' (Schumpeter, 1939, p. 116).

nhiên, các thị trường này khó phát triển nếu không có các yêu cầu công bố thông tin nghiêm ngặt và được thực thi chặt chẽ, cũng như các thể chế pháp lý mạnh mẽ do tình trạng nhiễu thông tin trên thị trường.

Các nguồn vốn dài hạn khác bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, công ty bảo hiểm và các tổ chức đầu tư vốn của chính họ như ngân hàng đầu tư và các quỹ đầu tư tư nhân. Các kênh này cũng tận dụng các thị trường thứ cấp để tạo ra tài sản dài hạn đủ thanh khoản để thu hút các nhà đầu tư. Đối với khía cạnh này, họ chủ yếu dựa vào sự tồn tại và thực thi các yêu cầu công bố thông tin nghiêm ngặt để giảm chi phí thu thập thông tin về giá trị tài sản và rủi ro liên quan đến đầu tư tài sản cơ sở. Đây vẫn là trở ngại chính đối với sự phát triển của thị trường thứ cấp ở Việt Nam trong bối cảnh báo cáo tài chính của doanh nghiệp được đánh giá là không đầy đủ và thậm chí là không đáng tin cậy.

Thị trường chứng khoán, hay thị trường vốn cổ phần thứ cấp, là cơ chế biến quyền sở hữu công ty thành tài sản dễ dàng chuyển đổi thành tiền mặt. Mặc dù vốn hóa thị trường chứng khoán ở các nước có thu nhập trung bình, trong đó có Việt Nam, đã tăng mạnh trong những thập kỷ gần đây, nhưng điều này không nhất thiết có nghĩa là thị trường chứng khoán đóng vai trò là nguồn vốn đầu tư dài hạn quan trọng. Mức độ đóng góp ròng của thị trường cổ phiếu cho đầu tư không được đo lường theo giá trị cổ phiếu hoặc khối lượng giao dịch, mà thay vào đó là chênh lệch giữa các đợt phát hành mới và mua lại, chủ yếu là kết quả của các thương vụ mua bán sáp nhập. Chỉ số này nhìn chung cho thấy thị trường cổ phiếu có vai trò huy động vốn nhỏ hơn nhiều so với mọi người thường nghĩ (Singh, 1991).

1.4. Thị trường vốn Việt Nam chưa phục vụ đầu tư dài hạn trong sản xuất kinh doanh

Thị trường vốn Việt Nam đã và đang phát triển nhanh chóng kể từ những năm 1990. Khu vực ngân hàng ngày càng phát triển với vốn hóa ngày càng tăng và cung cấp nhiều loại sản phẩm và dịch vụ hơn, tiếp cận dân số lớn hơn so với 20 năm trước. Năm 2021, dư nợ tín dụng ngân hàng đạt 160,5% GDP, cao hơn 3,2 lần so với tỷ lệ dư nợ tín dụng ngân hàng trên GDP năm 2004. Số lượng công ty niêm yết trên thị trường cổ phiếu cũng gia tăng. Cũng trong giai đoạn này, tổng giá trị vốn hóa thị trường của các công ty niêm yết tính theo phần trăm GDP đã tăng hơn 5 lần, từ 15,41% GDP (2004) lên 85,55% GDP (2021). Thị trường trái phiếu chính phủ ổn định với kỳ hạn được mở rộng. Năm 2021, quy mô thị trường trái phiếu chính phủ đạt 24,3% GDP với các loại trái phiếu có kỳ hạn đa dạng từ ngắn hạn (1-3 năm) đến dài hạn (trên 10 năm). Sau giai đoạn khó khăn do cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, thị trường tài chính đã dần ổn định và hoạt động khá hiệu quả bất chấp những thách thức của đại dịch Covid-19.

Tuy nhiên, các khoản cho vay của ngân hàng chủ yếu là ngắn hạn, phần lớn phục vụ nhu cầu vốn lưu động hoặc tín dụng tiêu dùng thay vì đầu tư sản xuất kinh doanh dài hạn. Phân tích của chúng tôi cho thấy các doanh nghiệp nhà nước chiếm phần lớn danh mục cho vay doanh nghiệp. Đối với các loại vốn dài hạn khác, **trái phiếu chính phủ chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản của ngân hàng thương mại.**

Nhu cầu huy động các nguồn lực cho đầu tư công và tư nhân trong lĩnh vực tài chính sẽ tăng lên trong những năm tới khi hoạt động kinh tế phục hồi và Việt Nam bắt đầu quá trình chuyển đổi từ nhiên liệu hóa thạch sang năng lượng tái tạo. Việt

Nam sẽ cần đầu tư tỷ trọng lớn thu nhập quốc dân để đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng và xây dựng cơ sở hạ tầng cần thiết cho kỷ nguyên mới của phát triển bền vững. Ngoài ra, các ngân hàng Việt Nam và các tổ chức tài chính khác sẽ được kêu gọi giải quyết những thách thức này trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại, biến động tỷ giá hối đoái và giá cả hàng hóa tăng cao, mức nợ tăng kỷ lục, đặc biệt là ở các nước đang phát triển.

1.5. Cấu trúc báo cáo

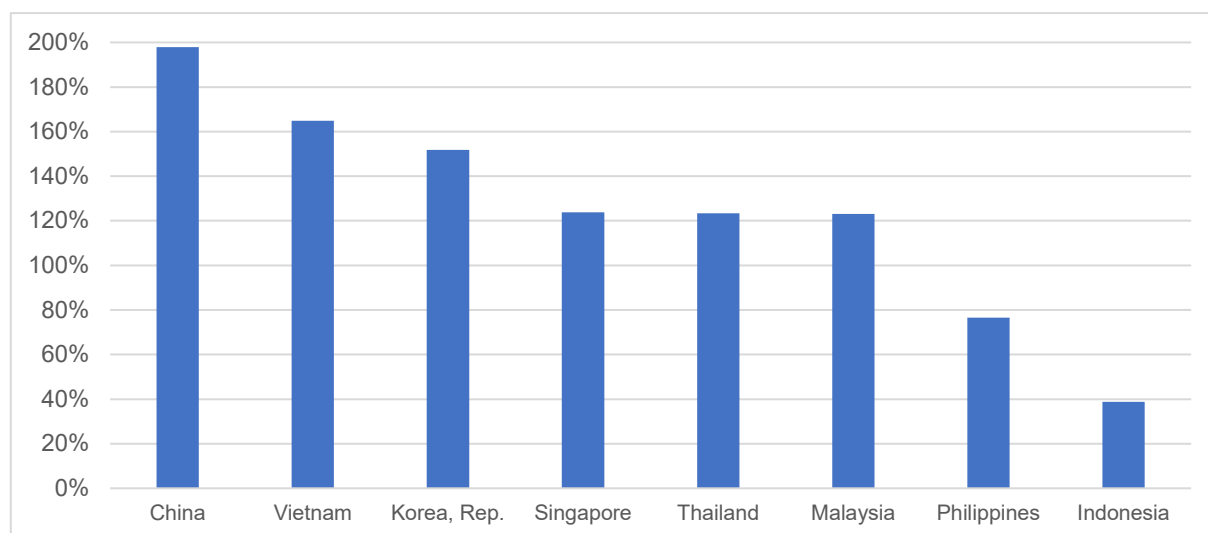
Báo cáo này trình bày phân tích về thị trường vốn trong nước dưới góc độ khả năng huy động vốn dài hạn của thị trường tài chính và đưa ra các khuyến nghị chính sách nhằm tăng nguồn cung vốn dài hạn cho đầu tư công và tư nhân. Phần đầu tiên của báo cáo đưa ra đánh giá ngắn gọn về lĩnh vực ngân hàng và thị trường trái phiếu và vốn cổ phần. Hệ thống tài chính của Việt Nam dựa vào ngân hàng, nhưng vay nợ ngân hàng chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn hoặc được cấp cho các doanh nghiệp nhà nước hoặc doanh nghiệp bất động sản. Hoạt động của thị trường trái phiếu khu vực công đã được cải thiện rõ rệt trong thập kỷ qua và nhờ đó đã đạt được những kết quả đáng khích lệ. Tuy nhiên, trái phiếu doanh nghiệp vẫn đóng vai trò không đáng kể trong huy động vốn. Thị trường cổ phiếu hiện đã được thiết lập vững chắc nhưng chưa đóng vai trò đáng kể trong huy động vốn.

Phần thứ hai xem xét những rào cản đối với sự phát triển của thị trường vốn trong nước. Tiết kiệm trong nước không phải là rào cản đối với sự phát triển của thị trường tài chính. Nói đúng hơn, đây là hệ quả chứ không phải là nguyên nhân khan hiếm đầu tư dài hạn. Quản trị doanh nghiệp là một rào cản do chất lượng báo cáo tài chính yếu kém của các công ty trong nước và hệ thống quy định pháp luật lỏng lẻo khiến các nhà đầu tư khó theo đuổi biện pháp khắc phục tại tòa án. Mặc dù khả năng tiếp cận tài chính thường được cho là rào cản đối với sự phát triển của khu vực tư nhân, nhưng cũng có thể nhìn nhận theo hướng ngược lại: các doanh nghiệp tư nhân có quy mô nhỏ và phần lớn sử dụng lợi nhuận thu được để tái đầu tư nên nhu cầu tài chính và cải cách luật pháp thường hạn chế. Phần này cũng trình bày bằng chứng cho thấy tự do hóa tài chính không liên quan đến tăng nguồn cung cho vay dài hạn: trên thực tế, không có mối liên hệ nào giữa các chính sách tự do hóa tài chính và tiết kiệm quốc nội ở các nước đang phát triển. Các dòng vốn quốc tế, mặc dù có thể bổ sung cho huy động vốn trong nước, nhưng không thể dựa vào đó để thu hẹp khoảng cách giữa tiết kiệm và đầu tư.

Phần cuối cùng thảo luận về các phương án chính sách nhằm khắc phục các rào cản và phát triển lĩnh vực tài chính. Bài học từ các nước tiên tiến và các nước đang phát triển đã triển khai thành công cho thấy chính phủ cần phải đóng vai trò tích cực hơn trong việc kéo dài kỳ hạn vay, chia sẻ với các bên cho vay tư nhân và phát triển thị trường thứ cấp cho các khoản vay và trái phiếu. Các ngân hàng phát triển quốc gia và các tổ chức tương tự có thể giúp đạt được những mục tiêu này thông qua các công cụ như bảo lãnh khoản vay, góp vốn cổ phần trong các doanh nghiệp nhỏ và vừa, chứng khoán hóa khoản vay và tài trợ tài chính cho các dự án chậm thu hồi vốn.

2. CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH HIỆN TẠI

Vấn đề trọng tâm của tài chính phát triển ở Việt Nam là tăng nguồn cung vốn dài hạn trong nước để phục vụ đầu tư sản xuất. Dài hạn ở đây có nghĩa là các dự án có quy mô lớn và được triển khai trong thời gian dài, đòi hỏi nguồn vốn đầu tư ban đầu lớn.

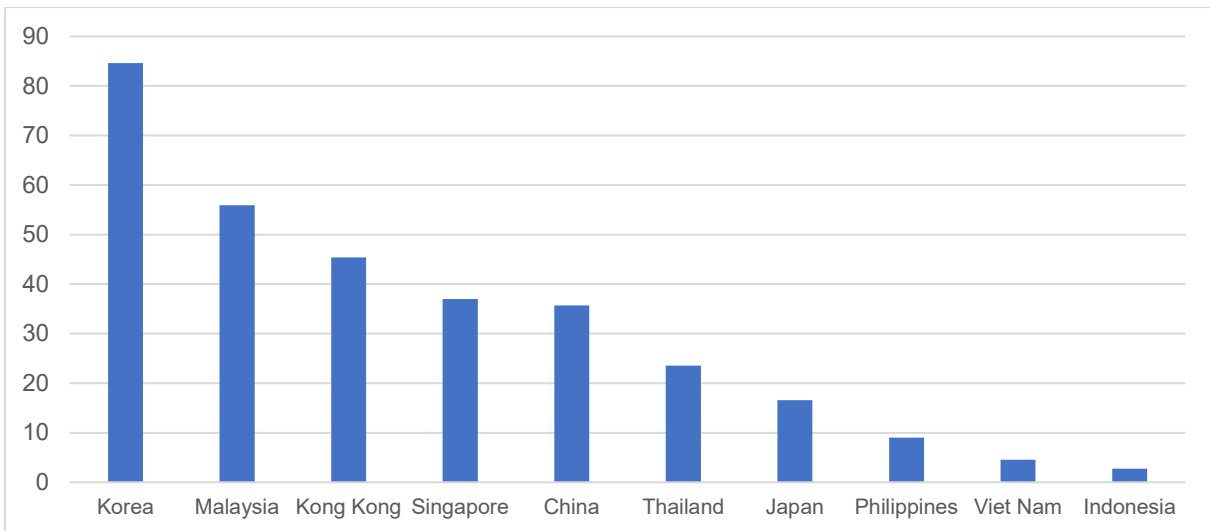


Hình 1. Tỷ lệ tín dụng mở rộng trên GDP, 2019 (Nguồn: IMF)

Tỷ lệ tín dụng trên GDP của Việt Nam đã tăng từ 17% năm 1996 lên 165% năm 2019 (Hình 1), cao hơn Thái Lan và Malaysia, và cao gấp ba lần so với Indonesia và Philippines. Những số liệu thống kê này dường như cho thấy hệ thống ngân hàng đang làm tốt vai trò cấp vốn cho đầu tư sản xuất. Tuy nhiên, điều này không thực sự chính xác vì bốn lý do sau đây:

- (i) Các khoản cho vay của ngân hàng chủ yếu là cho vay ngắn hạn, phần lớn phục vụ nhu cầu vốn lưu động hoặc tín dụng tiêu dùng.
- (ii) Phần lớn các khoản vay doanh nghiệp được cấp cho các doanh nghiệp nhà nước.
- (iii) Trái phiếu chính phủ chiếm tỷ trọng lớn (chưa xác định) trong tổng số chứng khoán có thu nhập cố định mà các ngân hàng thương mại sở hữu.
- (iv) Cho vay cá nhân tăng nhanh (từ 20% tổng dư nợ vay năm 2011 lên hơn 40% năm 2021).

Uy tín của các ngân hàng trong nước và, như trường hợp của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, thiếu sự có mặt của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm đáng tin cậy cũng là những trở ngại cho sự phát triển của thị trường. Các khu vực phi ngân hàng khác của hệ thống tài chính có tốc độ tăng trưởng cao nhưng chưa phải là kênh hiệu quả để doanh nghiệp huy động nguồn tài chính lớn và dài hạn. Ở Việt Nam, thị trường vốn cổ phần vẫn còn rất nhỏ và thị trường chứng khoán không phải là một lựa chọn tài chính khả thi cho các công ty tư nhân do thiếu tính thanh khoản và chi phí niêm yết. Hơn nữa, chứng khoán hóa chưa có sẵn ở Việt Nam do thiếu các quy định cho phép.



Hình 2. Tỷ lệ dư nợ trái phiếu doanh nghiệp trên GDP (Nguồn: ADB Asia Bonds Online)

2.1. Tổng quan về hệ thống ngân hàng Việt Nam: Cho vay ngắn hạn và DNNN

2.1.1 Nguồn vốn của các ngân hàng thương mại Việt Nam

Khả năng cho vay dài hạn của các ngân hàng Việt Nam còn hạn chế. Tài sản của các ngân hàng Việt Nam chủ yếu được hình thành từ tiền gửi của khách hàng và tiền gửi/vay từ các tổ chức tín dụng khác, trong khi các khoản nợ dài hạn như trái phiếu, CD và các loại giấy tờ có giá khác đã phát hành chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ trong nguồn vốn của ngân hàng.

Trong nhiều năm, tiền gửi cá nhân và tiền gửi tổ chức là nguồn vốn chính của các ngân hàng và xu hướng này không thay đổi trong thập kỷ qua. Các ngân hàng không huy động được thêm nguồn vốn do thị trường nợ ở Việt Nam gần đây mới phát triển. Tính cả năm ngân hàng hàng đầu của Việt Nam (bao gồm BID, VCB, CTG, STB và TCB), nghiên cứu này cho thấy tiền gửi và cho vay từ các tổ chức tín dụng khác chiếm khoảng 80% dòng vốn, trong khi khoảng 5% tổng nguồn vốn từ năm 2011 đến năm 2020 (Bảng 1 và Bảng 2) là từ giấy tờ có giá, và tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản. Điều này có nghĩa là tài sản của 5 ngân hàng hàng đầu Việt Nam chủ yếu được hình thành từ tiền gửi khách hàng và tiền gửi/vay từ các tổ chức tín dụng khác. Ngoài ra, tỷ lệ tiền gửi trên tổng tài sản của các ngân hàng thương mại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2020 có xu hướng tăng tại BID, VCB, CTG và STB, trong khi TCB lại có xu hướng ngược lại (giảm từ 83,72% năm 2011 xuống còn 75,11% vào năm 2020). Hơn nữa, trong năm 2020, BID có tỷ lệ huy động trên tổng tài sản cao nhất ở mức 7,02%, tiếp theo là TCB với 5,92% trong khi VCB, CTG và STB đạt lần lượt là 1,23%, 4,21% và 4,05%.

Tiền gửi/Tổng tài sản (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BID	70,67	70,52	80,98	75,77	81,33	79,18	81,40	79,92	86,30	83,91
VCB	77,07	80,23	80,67	85,01	84,10	74,90	81,79	81,95	85,63	88,01
CTG	76,64	77,20	79,84	75,96	78,03	79,27	80,50	80,78	83,41	84,93
TCB	83,72	85,09	85,94	84,89	84,27	80,66	74,10	76,25	73,92	75,11
STB	73,75	84,68	88,23	90,38	90,28	90,24	87,85	89,15	88,49	84,92
Trung bình	76,73	84,68	88,23	82,40	83,60	80,85	81,13	81,61	83,55	83,37

Bảng 1. Tỷ lệ tiền gửi trên tổng tài sản (%) của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2020 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BID	Phát hành trái phiếu chuyển đổi, chứng chỉ tiền gửi và giấy tờ có giá khác/Tổng tài sản	5,79	6,06	3,09	7,71	6,62	6,96	3,05	4,21	4,17	7,02	N/A
	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	5,47	5,84	5,12	4,98	4,39	4,06	4,15	5,21	5,25	4,90	5,95
VCB	Phát hành trái phiếu chuyển đổi, chứng chỉ tiền gửi và giấy tờ có giá khác/Tổng tài sản	0,49	0,43	0,38	0,37	1,31	1,76	2,00	1,75	1,60	1,23	N/A
	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	10,02	9,04	7,53	6,70	6,11	5,08	5,79	6,62	7,09	7,86	8,65
CTG	Phát hành trái phiếu chuyển đổi, chứng chỉ tiền gửi và giấy tờ có giá khác/Tổng tài sản	5,69	2,87	0,80	2,68	2,51	2,05	3,97	4,60	4,46	4,21	N/A
	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	6,68	9,38	8,32	7,20	6,36	5,82	5,78	6,23	6,37	6,12	7,53
TCB	Phát hành trái phiếu chuyển đổi, chứng chỉ tiền gửi và giấy tờ có giá khác/Tổng tài sản	5,81	3,55	3,56	4,24	4,43	6,55	4,11	4,55	6,35	5,92	N/A
	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	7,39	8,76	8,52	8,57	8,32	10,00	16,13	16,18	16,97	16,36	17,85
STB	Phát hành trái phiếu chuyển đổi, chứng chỉ tiền gửi và giấy tờ có giá khác/Tổng tài sản	5,11	0,31	0,00	0,00	0,00	1,52	1,99	2,09	2,26	4,05	N/A

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	9,01	10,57	9,52	7,56	6,68	6,31	6,07	5,90	5,88	6,57	5,76

Bảng 2. Phát hành giấy tờ có giá và tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (%) của Top 5 ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)

2.1.2 Cho vay và ứng trước theo kỳ hạn của các ngân hàng thương mại Việt Nam

Trung bình, tiền gửi chiếm hơn 83% nợ phải trả của các ngân hàng tại Việt Nam (2020)². Do các ngân hàng chủ yếu được cấp vốn bằng các khoản tiền gửi ngắn hạn nên khả năng cung cấp các khoản vay dài hạn của các ngân hàng này bị hạn chế. Điều này nhằm tránh sự chênh lệch quá mức giữa kỳ hạn của tài sản có và nợ phải trả. Thông tư 08/2020/TT-NHNN (2020) và trước đó là Thông tư 22/2019/TT-NHNN (2019) giới hạn tỷ lệ nợ dài hạn trên nợ ngắn hạn của ngân hàng xuống 40% vào năm 2020 và 30% vào năm 2023. Đúng như vậy, nếu các khoản vay được giữ đến khi đáo hạn, ngân hàng phải đề phòng trường hợp không có đủ tiền mặt để đáp ứng các nghĩa vụ trước mắt. Chuyển đổi kỳ hạn, từ các khoản nợ ngắn hạn sang các khoản cho vay dài hạn, là một nguồn thu nhập quan trọng đối với các ngân hàng, vì họ được lợi khi chấp nhận rủi ro thay đổi lãi suất. Tuy nhiên, việc chuyển đổi kỳ hạn quá mức sẽ đe dọa đến sự ổn định của các ngân hàng và toàn bộ hệ thống tài chính (Bologna, 2018; van Rixtel và Gasperini, 2013). Đây cũng là trường hợp vốn lưu động và cho vay tiêu dùng sinh lợi, kiếm được tỷ suất lợi nhuận cao từ các khoản cho vay không có bảo đảm. Do việc tịch thu tài sản thế chấp rất khó, các ngân hàng không muốn cho vay đối với tài sản vốn. Vốn lưu động không được đảm bảo và các khoản vay tiêu dùng tương đối nhỏ và ngắn hạn, vì vậy việc xóa sổ chúng trong trường hợp vỡ nợ không phải là vấn đề lớn. Hơn nữa, sự vắng mặt của thị trường thứ cấp có nghĩa là các ngân hàng khó có thể quản lý rủi ro bằng cách bán (chứng khoán hóa) các khoản vay. Cần nhấn mạnh rằng, các khoản vay lớn hơn được thực hiện dựa trên các mối quan hệ sẵn có, thường là cho các DNNN vay, và tầm quan trọng của các mối quan hệ để các ngân hàng cổ phần và ngân hàng thương mại nhà nước tiếp cận các khoản vay mới. .

Đối với khoản vay của các ngân hàng thương mại, các ngân hàng chủ yếu cung cấp khoản vay kỳ hạn 5 năm để hỗ trợ vốn cho cá nhân hoặc doanh nghiệp. Trên thực tế, khoản vay ngắn hạn thường để trang trải chi phí tồn kho và các nhu cầu cung ứng ngắn hạn khác. Cho vay trung dài hạn thường được cấp cho mục đích tăng trưởng của các công ty, cả về hoạt động và cơ sở hạ tầng. Do sự hạn chế từ nguồn tín dụng cho vay trung dài hạn, các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc huy động vốn từ ngân hàng cho các dự án phức tạp, quy mô lớn, triển khai trong thời gian dài và đòi hỏi chi phí đầu tư trả trước.

Dữ liệu từ năm ngân hàng thương mại lớn nhất Việt Nam cho thấy sự gia tăng đáng kể các khoản cho vay và ứng trước dành cho cá nhân từ năm 2011 đến năm 2021. Về lý thuyết, hình thức vay này là khoản tín dụng dành cho các cá nhân hoặc hộ gia đình mua các mặt hàng như ô tô và thiết bị, hoặc cho các chi phí cá nhân khác. Khách hàng có thể hoặc không cần bị yêu cầu bảo đảm bằng tài sản thế chấp. Trên thực tế, tại Việt Nam, tỷ trọng cho vay cá nhân bắt đầu ở mức khoảng 22% tổng cho vay vào năm 2011, sau đó tăng trưởng ổn định lên khoảng 43% vào năm 2021.

² Tính toán của tác giả dựa trên bảng cân đối tài chính đã được kiểm toán của 5 ngân hàng lớn nhất

Cho vay ngắn hạn chiếm hơn một nửa tổng cho vay và ứng trước của 5 ngân hàng thương mại hàng đầu Việt Nam trong thập kỷ qua, từ 2011 đến 2021 (Bảng 3). Trong vòng 11 năm, BIDV đã tăng khoảng 10% tỷ lệ cho vay ngắn hạn và giảm 7% đối với cho vay dài hạn. Ngược lại, cho vay dài hạn ở cả 4 ngân hàng thương mại còn lại đều có sự tăng trưởng đáng kể. Con số này là khoảng 10% đối với VCB, TCB và STB trong khi chỉ 4% đối với CTG. Điều này đồng nghĩa với việc giảm đáng kể khoản vay ngắn hạn 23% tại TCB, giảm nhẹ khoảng 6% khoản vay ngắn hạn tại VCB và biến động nhỏ trong khoản vay ngắn hạn tại CTG và STB từ năm 2011 đến năm 2021.

	Tỷ trọng (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BID		100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	Cho vay ngắn hạn ³	55,10	55,91	56,40	57,57	56,95	54,84	58,01	61,82	62,64	62,89	64,41
	Cho vay trung hạn ⁴	12,14	11,95	13,20	13,95	13,65	11,94	9,43	7,24	6,56	5,77	5,69
	Cho vay dài hạn ⁵	32,76	32,15	30,40	28,47	29,40	33,22	32,56	30,95	30,80	31,34	29,90
VCB		100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	Cho vay ngắn hạn	58,88	62,01	63,89	63,95	59,52	56,44	55,82	54,16	52,31	51,72	52,91
	Cho vay trung hạn	10,66	10,41	10,91	10,37	11,31	11,67	10,40	8,44	6,60	5,13	4,22
	Cho vay dài hạn	30,46	27,59	25,20	25,68	29,18	31,89	33,77	37,40	41,09	43,14	42,88
CTG		100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	Cho vay ngắn hạn	60,29	60,13	60,51	59,95	56,03	56,61	56,77	56,38	57,44	58,50	60,43
	Cho vay trung hạn	10,41	10,22	8,76	9,02	11,17	11,04	9,71	8,13	6,62	6,09	5,88
	Cho vay dài hạn	29,30	29,64	30,73	31,03	32,80	32,35	33,51	35,49	35,94	35,41	33,69
TCB		100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	Cho vay ngắn hạn	56,08	53,39	49,91	42,08	27,18	25,16	39,42	37,75	37,08	33,30	33,00
	Cho vay trung hạn	16,74	24,06	27,64	34,03	40,73	43,82	26,67	22,99	20,56	30,72	26,94
	Cho vay dài hạn	27,18	22,55	22,45	23,90	32,09	31,02	33,91	39,25	42,36	35,98	40,06
STB		100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	Cho vay ngắn hạn	62,05	62,13	47,96	42,00	36,96	39,50	44,64	48,00	51,95	56,19	60,82
	Cho vay trung hạn	20,28	23,51	37,76	40,57	46,07	37,23	27,46	22,10	20,30	15,70	12,68
	Cho vay dài hạn	17,68	14,36	14,28	17,43	16,97	23,28	27,90	29,91	27,76	28,10	26,50

Bảng 3. Tỷ trọng cho vay và ứng trước theo kỳ hạn của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)

Phát hiện trên hoàn toàn phù hợp với tỷ trọng cho vay và ứng trước bình quân theo kỳ hạn của 5 ngân hàng thương mại hàng đầu Việt Nam được trình bày trong Bảng 4. Bảng 4 cho thấy cho vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng dư nợ, khoảng 55%, trong khi tỷ lệ cho vay dài hạn chỉ khoảng 30%. Ngoài ra, tỷ trọng cho vay ngắn hạn của các ngân hàng thương mại Việt Nam dường như không thay đổi trong hơn 10 năm qua trong khi tỷ trọng cho vay dài hạn lại tăng nhẹ.

Tỷ trọng (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cho vay và ứng trước theo kỳ hạn	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Cho vay ngắn hạn	58,22	58,97	58,21	57,48	53,35	52,38	54,86	55,98	56,15	56,29	57,75

³ Thời hạn cho vay dưới 12 tháng

⁴ Thời hạn cho vay từ 12 đến 60 tháng

⁵ Thời hạn cho vay trên 60 tháng

Tỷ trọng (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cho vay trung hạn	12,27	12,87	14,37	15,15	17,39	15,99	12,35	9,95	8,79	8,51	7,82
Cho vay dài hạn	29,50	28,16	27,42	27,37	29,25	31,63	32,79	34,07	35,07	35,20	34,43

Bảng 4. Tỷ trọng cho vay và ứng trước bình quân theo kỳ hạn của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)

2.1.3 Cho vay và ứng trước theo ngành của các ngân hàng thương mại Việt Nam

Đối với những ngành được các ngân hàng thương mại cho vay, doanh nghiệp sản xuất⁶, và dịch vụ cá nhân và công cộng⁷ là những khách hàng chính của ngân hàng. Nói một cách chính xác, Bảng 5 cho thấy hai lĩnh vực này chiếm hơn 65% tổng giá trị cho vay và ứng trước của các ngân hàng thương mại Việt Nam.

Cho vay và ứng trước theo ngành (%)	BID	VCB	CTG	TCB	STB	Trung bình
Thương mại	30,79	24,15	15,59	26,22	9,55%	21,26%
Nông, lâm nghiệp	4,44	2,03	4,45	0,22	10,99%	4,43%
Chế biến chế tạo	22,86	27,80	27,18	21,62	6,46%	21,18%
Xây dựng	8,90	8,49	9,64	8,19	4,53%	7,95%
Cá nhân và dịch vụ công	11,82	0,00	38,16	0,42	63,04%	22,69%
Vận tải, kho bãi và thông tin liên lạc	3,89	3,20	2,50	21,76	1,64%	6,60%
Giáo dục và đào tạo	-	-	-	-	1,70%	0,34%
Đại lý và tư vấn bất động sản	2,45	-	-	-	-	0,49%
Khách sạn, nhà hàng	0,00	1,21	-	-	0,81%	0,40%
Dịch vụ tài chính	0,00	0,00	-	-	1,29%	0,26%
Khác	14,83	33,13	2,48	21,58%	-	14,41%

Bảng 5. Tỷ trọng cho vay và ứng trước bình quân ngành của Top 5 ngân hàng Việt Nam 2011-2021 (nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)

2.1.4 Chứng khoán nợ mua bởi các ngân hàng thương mại Việt Nam

Chứng khoán nợ mua bởi các ngân hàng thương mại tại Việt Nam chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong tổng tài sản của 5 ngân hàng hàng đầu Việt Nam trong giai đoạn 2011-2021. Bảng 6 cho thấy, năm 2021, TCB có tỷ lệ chứng khoán nợ trên tổng tài sản cao nhất trong số các ngân hàng thương mại hàng đầu, nhưng tỷ lệ này vẫn chỉ ở mức 0,84% trong khi tỷ lệ của STB là 0% trong nhiều năm.

Chứng khoán nợ của ngân hàng có thể gồm 5 loại khác nhau, bao gồm: (i) Trái phiếu Chính phủ; (ii) Trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh; (iii) Chứng khoán do các tổ chức tín dụng khác trong nước phát hành; (iv) Chứng khoán do các tổ chức kinh tế khác trong nước phát hành; và (v) Chứng khoán nợ nước ngoài. Tuy nhiên, **nhìn chung tại Việt Nam, trái phiếu chính phủ chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng chứng khoán nợ của 5 ngân hàng hàng đầu Việt Nam** (Bảng 7). Cụ thể, tỷ trọng trái phiếu chính phủ có xu hướng tăng từ 45,76% năm 2011 lên 73,54% năm 2015, trước khi đạt đỉnh 88,15% vào năm 2016. Con số này sau đó giảm xuống còn 71,52% vào năm 2021. Tuy nhiên, trái phiếu chính phủ vẫn chiếm tỷ trọng chính trong danh mục chứng khoán nợ của 5 ngân hàng thương mại hàng đầu Việt Nam.

⁶ Ngành sản xuất bao gồm 4 phân ngành chính: (i) sản xuất chế tạo và chế biến; (ii) sản xuất và phân phối điện, chất đốt và nước nóng; (iii) cung cấp nước, xử lý chất thải và nước thải; và (iv) khai khoáng.

⁷ Các khoản vay cho dịch vụ công cộng và cá nhân được định nghĩa là các khoản vay cho các hoạt động cá nhân và tiêu dùng, các hoạt động tổ chức quốc tế, chăm sóc sức khỏe và hoạt động xã hội, nghệ thuật, giải trí, hành chính, và các dịch vụ phụ trợ, bảo hiểm xã hội bắt buộc, các hoạt động hỗ trợ hộ gia đình, và các dịch vụ khác.

Chứng khoán nợ/Tổng tài sản (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BID	0,16	0,73	0,22	0,97	0,85	0,81	0,70	0,01	0,37	0,56	0,28
VCB	0,17	0,11	0,00	1,46	1,21	0,36	0,87	0,19	0,12	0,12	0,15
CTG	0,05	0,00	0,10	0,46	0,34	0,14	0,25	0,18	0,23	0,33	0,12
TCB	0,00	0,38	0,39	1,00	0,78	2,98	2,11	1,98	2,29	1,47	0,84
STB	0,00	0,00	0,94	2,59	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Bảng 6. Tỷ lệ chứng khoán nợ trên tổng tài sản của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)

Chứng khoán nợ	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tổng cộng	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Trái phiếu chính phủ	45,76	78,21	57,96	70,97	73,54	88,15	80,43	51,15	77,05	73,21	71,52
Trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,17	0,41	13,93	0,91	0,00	0,00
Chứng khoán do các tổ chức tín dụng khác trong nước phát hành	54,24	21,79	42,04	27,67	15,43	1,97	8,06	20,53	16,13	22,18	18,75
Chứng khoán do các tổ chức kinh tế khác trong nước phát hành	0,00	0,00	0,00	1,35	11,04	5,72	11,10	14,38	5,91	4,61	9,74
Chứng khoán nợ nước ngoài	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Bảng 7. Cơ cấu chứng khoán nợ của Top 5 ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các ngân hàng)

2.1.5 Hoạt động mua bán nợ của các ngân hàng thương mại Việt Nam

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cho phép ngân hàng thương mại mua, bán nợ với tổ chức tín dụng khác theo khuôn khổ quy định tại Thông tư số 09/2015/TT-NHNN. Thông tư này quy định thủ tục mua, bán nợ phát sinh từ hoạt động cho vay (kể cả khoản trả thay trong nghiệp vụ bảo lãnh) của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài; đồng thời quy định hồ sơ, trình tự, thủ tục chấp thuận hoạt động mua nợ của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Theo thông tư này, hoạt động mua, bán nợ được thực hiện thông qua thỏa thuận bằng văn bản về việc chuyển giao quyền đòi nợ đối với khoản nợ phát sinh từ nghiệp vụ cho vay hoặc khoản trả thay trong nghiệp vụ bảo lãnh. Theo đó bên bán nợ chuyển giao quyền sở hữu khoản nợ cho bên mua nợ và nhận tiền thanh toán từ bên mua nợ.

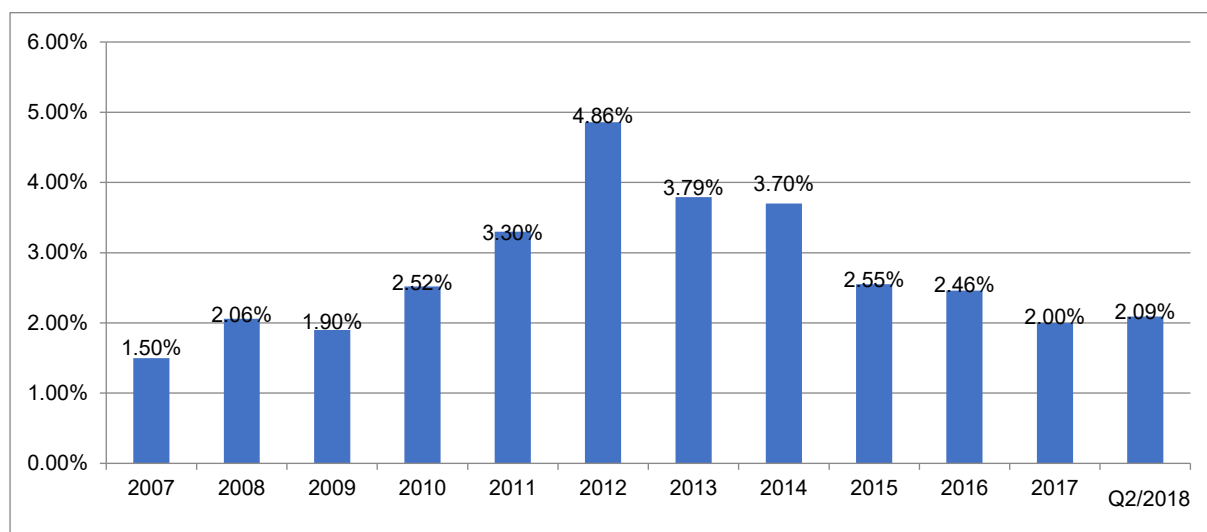
Điều 4 Thông tư số 09/2015/TT-NHNN quy định về Điều kiện khoản nợ được mua, bán. Cụ thể, khoản nợ phải đáp ứng các điều kiện sau: (i) Hồ sơ, chứng từ và các tài liệu có liên quan của khoản nợ được mua, bán, hợp đồng bảo đảm (nếu có) do bên bán nợ cung cấp phải phản ánh đầy đủ, chính xác thực trạng khoản nợ theo đúng quy định của pháp luật; (ii) Không có thỏa thuận bằng văn bản về việc không được mua, bán khoản nợ; (iii) Khoản nợ không được sử dụng để bảo đảm thực hiện nghĩa vụ dân sự tại thời điểm mua, bán nợ trừ trường hợp bên nhận bảo đảm đồng ý bằng văn bản về việc bán nợ. Do đó, *bên bán nợ* là tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài có khoản nợ đáp ứng các điều kiện nêu trên. *Bên mua nợ* phải là tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chấp thuận hoạt động mua nợ ghi trong giấy phép thành lập và hoạt động; có tỷ lệ nợ xấu dưới 3%, trừ trường hợp mua nợ theo phương án tái cơ cấu đã được phê duyệt. Quy trình, thủ tục các bên thực hiện mua, bán nợ được trình bày tại Phụ lục 1.

Mặc dù Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cho phép các ngân hàng thương mại mua và bán nợ từ/cho các tổ chức tín dụng khác, nhưng hoạt động mua nợ không phổ biến ở các ngân hàng thương mại tại Việt Nam. Nhìn vào 5 ngân hàng thương mại hàng đầu từ

2012 đến 2021, giá trị của tất cả các khoản nợ mà BID, CTG và VCB mua đều bằng 0. Hoạt động mua nợ có diễn ra tại TCB và STB. Các khoản mua nợ của TCB lần lượt là 30,63, 18,49, 10,33 và 133,42 (tỷ đồng) vào các năm 2015, 2016, 2017 và 2021. Con số này của STB lớn hơn của TCB, với giá trị lần lượt là 751,75, 643,78, 544,19, 423,45, 301,52 và 188,77 (tỷ đồng) từ 2016 đến 2021. Điều này tương đương tỷ lệ mua nợ trên tài sản ở mức dưới 0,1% tại hai ngân hàng này.

o *Xử lý nợ xấu*

Các ngân hàng có thể bán các khoản nợ xấu cho Công ty Quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng Việt Nam (VAMC). Vào thời điểm tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng Việt Nam vượt ngưỡng an toàn do Ngân hàng Thế giới quy định, VAMC được thành lập để cứu nền kinh tế khỏi nguy cơ đổ vỡ và mất khả năng trả nợ. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ban hành một số thông tư như Thông tư số 19/2013, Thông tư số 32/2019/TT-NHNN ngày 31/12/2019 sửa đổi một số điều của Thông tư số 19/2013/TT-NHNN, Thông tư số 09/2017/TT-NHNN ngày 14 tháng 8 năm 2017 sửa đổi Thông tư số 19/2013/TT-NHNN quy định việc mua bán, xử lý nợ xấu của VAMC.



Hình 3. Tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2018 (Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

Hình 3 mô tả tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng Việt Nam từ năm 2009 đến 2015. Có thể thấy, tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ tín dụng có xu hướng giảm xuống từ năm 2009 đến 2015. Bắt đầu ở mức 1,99% vào năm 2009, tỷ lệ này tăng lên đáng kể trước khi đạt đỉnh là 4,08% vào năm 2012, sau đấy giảm dần xuống 2,55% vào năm 2015. Có thể thấy, trong giai đoạn từ năm 2012 đến 2015, tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ thấp hơn mức chuẩn quốc tế là 3%/năm, vào 2015. Tuy nhiên, theo Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, trong tổng số 180 nghìn tỷ đồng nợ xấu được xử lý trong năm 2015, khoảng 110 nghìn tỷ đồng được bán cho VAMC, khoảng 30 nghìn tỷ đồng được trích lập dự phòng, và chỉ khoảng 40 nghìn tỷ đồng được thu hồi bằng các phương án xử lý nợ xấu khác. Điều này có nghĩa là các báo cáo chính thức về tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ không thể được coi là phản ánh chính xác thực trạng nợ xấu của các ngân hàng thương mại Việt Nam, do nợ xấu chỉ được chuyển sang VAMC để xử lý khỏi bảng cân đối kế toán của các ngân hàng thương mại. Hơn nữa, việc xử lý nợ xấu vô cùng khó khăn trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng thấp, bất ổn tài chính và thị trường bất động sản đóng băng. Bên cạnh đó, nợ xấu tập trung khá lớn ở lĩnh vực bất động sản và nợ

xấu chủ yếu được đảm bảo bằng tài sản bất động sản là hai yếu tố tác động đáng kể đến khả năng trả nợ và xử lý tài sản đảm bảo.

Về vai trò của VAMC, **thông qua việc mua lại nợ xấu từ các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác, VAMC được kỳ vọng sẽ góp phần nâng cao chất lượng tín dụng của các ngân hàng cũng như doanh nghiệp được vay vốn.** Điều này tạo điều kiện cho dòng vốn tiếp tục luân chuyển, góp phần khôi phục hoạt động kinh doanh trong giai đoạn khó khăn. Tuy nhiên, đến cuối năm 2016, tổng số nợ bán cho VAMC chưa xử lý được là 224 nghìn tỷ đồng, chiếm 85% tổng nợ xấu và khoảng 4,3% tổng dư nợ tín dụng. Vì vậy, **cho đến nay, mô hình VAMC vẫn còn gây tranh cãi về tính hiệu quả,** một số điểm tranh luận nổi bật là:

- (i) Thủ tục bán và thu hồi nợ còn chậm và nhiều vướng mắc, ảnh hưởng đến tiến độ thu hồi nợ.
- (ii) Việc xử lý nợ xấu của các ngân hàng thương mại vẫn bế tắc do VAMC không thể bán hoặc xử lý nợ xấu đã mua. Trước đây, hệ thống ngân hàng Việt Nam chỉ xử lý nợ xấu bằng cách bán cho VAMC. Tổ chức này đóng vai trò là nơi “lưu giữ” các khoản nợ xấu của ngân hàng thương mại, và nợ xấu thực chất vẫn còn đó.

Nghiên cứu này cho thấy các yếu tố sau đây có tác động lớn đến hiệu quả của mô hình VAMC tại Việt Nam:

- (i) Đặc điểm nợ xấu: Số liệu nợ xấu tại Việt Nam chưa được điều tra kỹ lưỡng nên khó có thể biết kế hoạch và giải pháp đề xuất của VAMC có phù hợp hay không. Hơn nữa, nợ xấu ở Việt Nam chủ yếu thuộc về Doanh nghiệp nhà nước, điều này gây khó khăn trong việc bán tài sản đảm bảo hoặc chuyển nhượng cổ phần theo giá thị trường.
- (ii) Khung pháp lý chưa hoàn thiện: Nợ xấu ở Việt Nam chủ yếu gắn với tài sản đảm bảo (các khoản vay đảm bảo bằng bất động sản chiếm khoảng 70% tổng dư nợ). Sau khi mua nợ xấu từ các tổ chức tài chính, VAMC có hai phương án xử lý nợ xấu là cơ cấu lại nợ và thu hồi nợ xấu (hoặc bán tài sản bảo đảm). Tuy nhiên, hiện nay, pháp luật liên quan đến xử lý tài sản đảm bảo đang đứng về phía chủ sở hữu tài sản (cụ thể là bên vay hoặc bên bảo lãnh).
- (iii) Thị trường nợ chưa hoàn chỉnh và thiếu những đặc điểm thường có ở một thị trường nợ vận hành tốt, hoàn thiện và phát triển. Điều này hạn chế hoạt động mua bán nợ của VAMC và sự tham gia của các nhà điều hành kinh tế vào thị trường này.

Trước đây, các tổ chức tín dụng bán nợ xấu, tài sản đảm bảo cho khoản nợ xấu một cách công khai, minh bạch theo Nghị quyết số 42/2017/QH14. Tuy nhiên, nghị quyết chỉ mang tính thí điểm và chỉ có hiệu lực trong 5 năm nên không thể áp dụng cho việc xử lý toàn bộ nợ xấu của các tổ chức tín dụng trong dài hạn. Để khắc phục những hạn chế nêu trên, ngày 15 tháng 10 năm 2021, VAMC đã đặt mục tiêu thành lập sàn giao dịch nợ (tức sàn mua bán nợ xấu) tại Việt Nam. Theo kỳ vọng, sàn giao dịch nợ ra đời cũng với mục tiêu tạo lập và cung cấp dịch vụ xử lý nợ xấu mới chuyên nghiệp, hiệu quả, qua đó nâng cao vị thế, vai trò của VAMC, góp phần xử lý nhanh, dứt điểm nợ xấu, thúc đẩy phát triển thị trường mua bán nợ, trong đó VAMC đóng vai trò trung tâm trên thị trường. Ngay sau khi sàn giao dịch nợ ra đời, VAMC đã đóng vai trò là nhà tạo lập thị trường. Các bên tham gia khác bao gồm tổ chức tín dụng, công ty quản lý tài sản (AMC) trực thuộc tổ chức tín dụng, doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ mua bán nợ quy định tại Nghị định 69/2016/NĐ-CP. Dự kiến nợ xấu niêm yết trên sàn giao dịch đến từ hai nguồn. Nguồn thứ nhất là nợ do VAMC mua theo giá thị trường, ước tính khoảng 3 nghìn tỷ đồng (132 triệu đô la Mỹ). Các khoản nợ này sẽ được giao dịch

ngay khi sàn giao dịch mở phiên giao dịch đầu tiên. Nguồn thứ hai là nợ của các tổ chức tín dụng và các AMC trực thuộc các tổ chức tín dụng.

2.2 Tài chính doanh nghiệp

2.2.1 Nợ phải trả của doanh nghiệp Việt Nam

Nợ là dấu hiệu quan trọng để đánh giá khả năng tăng trưởng, đầu tư và mở rộng quy mô kinh doanh của các công ty, cung cấp những thông tin hữu ích để hiểu tình trạng sức khỏe tài chính và uy tín tín dụng của các công ty này. Nhìn chung, Bảng 8 thể hiện tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của FPT, HPG và MWG có xu hướng giảm, trong khi tỷ lệ này của MSN và VNM tăng nhẹ qua các năm trong giai đoạn 2012 - 2021. Tính trung bình, MWG có đòn bẩy tài chính cao nhất với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản trung bình là 67%, tiếp theo là MSN ở mức 60,42%, trong khi con số này của VNM là khoảng 28%. FPT và HPG có tỷ lệ nợ trên tổng tài sản trung bình khoảng 50%. Ngoài ra, ngoại trừ MSN (có tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản ở mức 32,43%, cao hơn một chút so với tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản), tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản của các công ty này có sự chênh lệch đáng kể so với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản. Chẳng hạn, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản của FPT bình quân là 47,54%, trong khi nợ dài hạn trên tổng tài sản chỉ 2,22%. HPG, MWG và VNM cũng tương tự. Tóm lại, trong thập kỷ từ năm 2012 đến năm 2021, khoảng một nửa trong tổng tài sản của năm công ty phi tài chính lớn nhất đến từ nợ, tuy nhiên chủ yếu là nợ ngắn hạn.

Nợ/Tổng tài sản (%)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 F	Trung bình
FPT	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	47,99	51,61	57,24	57,47	58,42	44,40	48,56	48,22	53,59	55,42	0,00	47,54
	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	2,08	1,41	1,90	3,44	3,20	2,64	1,78	1,48	1,83	4,69	0,00	2,22
	Nợ/Tổng tài sản	50,07	53,02	59,14	60,91	61,63	47,05	50,35	49,69	55,42	60,11	44,74	53,83
HPG	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	38,72	48,29	40,82	39,18	36,07	34,93	28,94	26,51	39,52	41,21	0,00	34,02
	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	16,18	10,17	5,01	4,11	4,19	3,97	19,13	26,53	15,45	7,85	0,00	10,24
	Nợ/Tổng tài sản	54,89	58,46	45,83	43,28	40,26	38,90	48,07	53,05	54,97	49,07	36,48	47,57
MSN	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	12,27	21,04	22,27	20,88	24,51	24,45	24,46	31,34	33,59	27,40	0,00	22,02
	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	36,81	28,94	36,33	41,39	47,68	43,71	22,77	15,33	44,78	39,03	0,00	32,43
	Nợ/Tổng tài sản	49,08	49,98	58,60	62,27	72,19	68,16	47,23	46,67	78,37	66,42	65,67	60,42
MWG	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	71,21	63,05	56,44	65,82	74,14	68,85	63,75	68,19	63,92	67,64	0,00	60,27
	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,26	4,30	2,69	2,45	0,00	0,00	1,34
	Nợ/Tổng tài sản	71,21	63,05	56,44	65,82	74,14	74,11	68,06	70,88	66,37	67,64	59,37	67,01
VNM	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	21,04	21,67	21,16	21,85	21,98	29,41	28,47	32,31	29,35	32,00	0,00	23,57
	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	0,30	1,53	2,00	2,00	1,75	1,73	1,22	1,18	1,18	0,78	0,00	1,24
	Nợ/Tổng tài sản	21,35	23,20	23,17	23,85	23,73	31,14	29,69	33,49	30,53	32,78	31,14	27,64

Bảng 8. Đòn bẩy tài chính của Top 5 doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp)

Đối với các doanh nghiệp bất động sản, Bảng 9 cho thấy nguồn vốn chủ yếu đến từ nợ phải trả, ngoại trừ KDH có tỷ lệ đòn bẩy tài chính dưới 50% (Bảng 9). Nói cách khác, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp BĐS rất cao. Đây là đặc điểm điển hình của các công ty bất động sản. Ngoài ra, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cho thấy xu hướng giảm đáng kể. Cụ thể, bắt đầu từ mức 83,7% vào năm 2012, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của NVL giảm xuống còn 74,23% sau 10 năm. Tương tự, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của PDR, VHM và KDH giảm lần lượt từ 72,51%, 82,48% và 43,99% năm 2012 xuống còn 60,37%, 42,84% và 28,88% năm 2021.

Nợ/Tổng tài sản		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NVL	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	55,77	61,55	50,26	41,10	45,80	40,50	20,90	21,74	24,38	0,00
	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	27,93	17,55	26,80	31,40	27,40	30,61	51,91	56,16	55,22	0,00
	Nợ/Tổng tài sản	83,70	79,11	77,06	72,49	73,20	71,11	72,81	77,91	79,60	74,23
PDR	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	19,69	11,95	18,62	20,35	18,64	10,86	7,16	22,01	28,09	42,48
	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	52,81	62,82	57,13	49,54	54,66	60,72	61,08	46,70	38,66	17,89
	Nợ/Tổng tài sản	72,51	74,77	75,74	69,89	73,30	71,59	68,24	68,71	66,74	60,37
VHM	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	55,21	56,03	67,01	67,30	71,50	66,71	35,82	61,63	48,01	32,59
	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	27,27	21,92	15,81	4,53	3,05	13,56	23,96	5,56	10,59	10,26
	Nợ/Tổng tài sản	82,48	77,95	82,82	71,83	74,55	80,27	59,77	67,19	58,61	42,84
KDH	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	19,45	12,18	15,45	12,14	16,03	18,70	27,13	34,54	30,20	15,68
	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	24,54	32,34	35,32	39,01	28,56	17,58	5,41	7,56	11,26	13,20
	Nợ/Tổng tài sản	43,99	44,53	50,77	51,15	44,59	36,29	32,54	42,10	41,45	28,88

Bảng 9. Đòn bẩy tài chính của Top 4 doanh nghiệp BĐS Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp)

Ngoài ra, có thể quan sát thấy sự chuyển đổi giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn tại NVL. Trước năm 2018, nợ ngắn hạn chiếm khoảng 50% tổng tài sản trong khi tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng tài sản là khoảng 30%. Kể từ năm 2018, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản là hơn 50% trong khi tỷ lệ nợ ngắn hạn chỉ khoảng 20%. Ngược lại, PDR có tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng tài sản tăng nhưng tỷ lệ nợ dài hạn lại có xu hướng giảm. Tuy nhiên, nợ dài hạn có tỷ trọng lớn trong cơ cấu nợ của PDR trong 10 năm qua. Đối với VHM và KDH, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản có xu hướng giảm trong suốt một thập kỷ. Ngoài ra, tỷ lệ nợ ngắn hạn luôn lớn gấp 3, 4 lần so với nợ dài hạn.

Bảng 9 minh họa cơ cấu nợ ngắn hạn. Các khoản người mua trả tiền trước và vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng đáng kể trong tổng nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp BĐS tại Việt Nam trong khoảng thời gian 10 năm trở lại đây. Trên thực tế, điều này khá phổ biến đối với các dự án bất động sản ở Việt Nam, trong đó người mua phải trả trước một tỷ lệ cố định trên tổng giá trị căn nhà cứ sau 3 tháng hoặc 6 tháng cho đến khi hoàn tất xây dựng và bàn giao nhà cho người mua.

Nợ ngắn hạn		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NVL	Người mua trả tiền trước/Nợ ngắn hạn	39,42	34,74	61,00	39,67	39,05	27,79	6,67	13,01	16,88
	Vay ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	33,45	16,61	18,82	37,28	34,20	41,60	44,90	46,28	38,78
	Vay ngắn hạn	1,94	3,11	11,65	37,28	34,20	41,60	44,90	46,28	14,15
	Nợ dài hạn đến hạn	31,51	13,50	7,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	24,63
PDR	Người mua trả tiền trước/Nợ ngắn hạn	26,22	45,59	8,56	22,69	36,74	64,87	1,28	21,19	14,13
	Vay ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	47,63	30,50	54,37	32,95	25,88	4,37	0,00	39,11	32,23
	Vay ngắn hạn	31,28	2,66	1,06	1,14	30,13	40,19	5,96	0,00	2,27
	Nợ dài hạn đến hạn	0,00	69,29	17,24	38,79	0,00	0,00	0,00	0,00	25,12
VHM	Người mua trả tiền trước/Nợ ngắn hạn	84,26	18,35	18,55	46,74	39,75	49,22	33,14	33,11	26,09
	Vay ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	8,41	1,44	26,48	32,64	14,49	26,76	20,29	5,27	17,57
	Vay ngắn hạn	8,41	0,17	25,06	31,78	14,49	26,76	20,29	0,02	3,77
	Nợ dài hạn đến hạn	0,00	1,28	1,42	0,87	0,00	0,00	0,00	5,25	13,80
KDH	Người mua trả tiền trước/Nợ ngắn hạn	14,21	45,51	16,15	48,29	52,67	59,82	49,25	60,65	51,59
	Vay ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	79,34	45,46	3,45	21,60	17,20	10,69	6,72	13,82	8,97
	Vay ngắn hạn	19,16	14,02	0,00	0,00	0,85	4,89	0,83	3,28	5,35
	Nợ dài hạn đến hạn	60,18	31,43	3,45	21,60	16,35	5,81	5,89	10,54	3,62

Bảng 10. Cơ cấu nợ ngắn hạn của Top 4 doanh nghiệp BĐS Việt Nam (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp)

2.2.2 Nợ dài hạn của doanh nghiệp Việt Nam

Khoản vay dài hạn của các công ty phi tài chính Việt Nam chủ yếu đến từ các khoản vay của các ngân hàng thương mại. Bảng 10 cung cấp thông tin tổng quát về cơ cấu các khoản vay dài hạn của 5 doanh nghiệp phi tài chính hàng đầu Việt Nam. Có thể thấy, vay ngân hàng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng vốn vay dài hạn của các doanh nghiệp này trong khoảng thời gian 10 năm từ 2012 đến 2021. Vay dài hạn từ trái phiếu phát hành của FPT, HPG là 0%, của MSN chiếm một tỷ lệ rất nhỏ, chỉ phát sinh trong năm 2013 và 2014 (lần lượt là 26,70% và 48,70%) hay của VNM là 3,37% chỉ trong năm 2015. Tuy nhiên, cơ cấu vay dài hạn tại MWG trong năm 2021 có sự thay đổi lớn. Nói chính xác, năm 2021, 100% khoản vay dài hạn của doanh nghiệp này đến từ trái phiếu phát hành thay vì vay ngân hàng như các năm trước đó.

Vay dài hạn		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Trung bình
FPT	Vay ngân hàng/Vay dài hạn	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	Trái phiếu phát hành/Vay dài hạn	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
HPG	Vay ngân hàng/Vay dài hạn	100,00	88,39	87,43	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	97,58
	Trái phiếu phát hành/Vay dài hạn	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
MSN	Vay ngân hàng/Vay dài hạn	100,00	52,72	50,79	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	90,35
	Trái phiếu phát hành/Vay dài hạn	0,00	26,70	48,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	7,54
MWG	Vay ngân hàng/Vay dài hạn							100,00	100,00	100,00	0,00	75,00
	Trái phiếu phát hành/Vay dài hạn							0,00	0,00	0,00	100,00	25,00
VNM	Vay ngân hàng/Vay dài hạn			91,34	96,63	97,06	97,20	93,62	100,00	100,00	100,00	96,98
	Trái phiếu phát hành/Vay dài hạn			0,00	3,37	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,42

Bảng 11. Cơ cấu vay dài hạn của Top 5 doanh nghiệp phi tài chính lớn nhất Việt Nam trong giai đoạn 2012 - 2021 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp)

Đối với các doanh nghiệp bất động sản Việt Nam, cơ cấu vay dài hạn không chỉ bao gồm các khoản vay ngân hàng mà còn từ phát hành trái phiếu. Từ năm 2013, các doanh nghiệp bắt đầu huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu bên cạnh việc vay vốn từ các ngân hàng thương mại. Năm 2013, trái phiếu VHM phát hành chiếm 64,17% cơ cấu vay dài hạn so với 23,64% vay ngân hàng [Bảng 12].

Vay dài hạn		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NVL	Vay ngân hàng/Vay dài hạn	100,00	96,50	5,79	100,00	100,00	24,24	48,82	32,28	24,09	
	Trái phiếu phát hành/Vay dài hạn	-	0,02	80,94	-	0,00	52,18	38,58	64,68	69,45	
PDR	Vay ngân hàng/Vay dài hạn	100,00		100,00	-	100,00	100,00			1,59	49,05
	Trái phiếu phát hành/Vay dài hạn	-		-	-	-	-			44,54	50,95
VHM	Vay ngân hàng/Vay dài hạn		22,59	23,64	100,00	100,00		100,00	5,57	16,43	3,66
	Trái phiếu phát hành/Vay dài hạn		61,32	64,17	-	-		-	-	33,28	52,94
KDH	Vay ngân hàng/Vay dài hạn	100,00		100,00	100,00	66,62	72,19	79,62	100,00	100,00	88,28
	Trái phiếu phát hành/Vay dài hạn	-		-	-	33,34	27,81	20,38	-	-	11,72

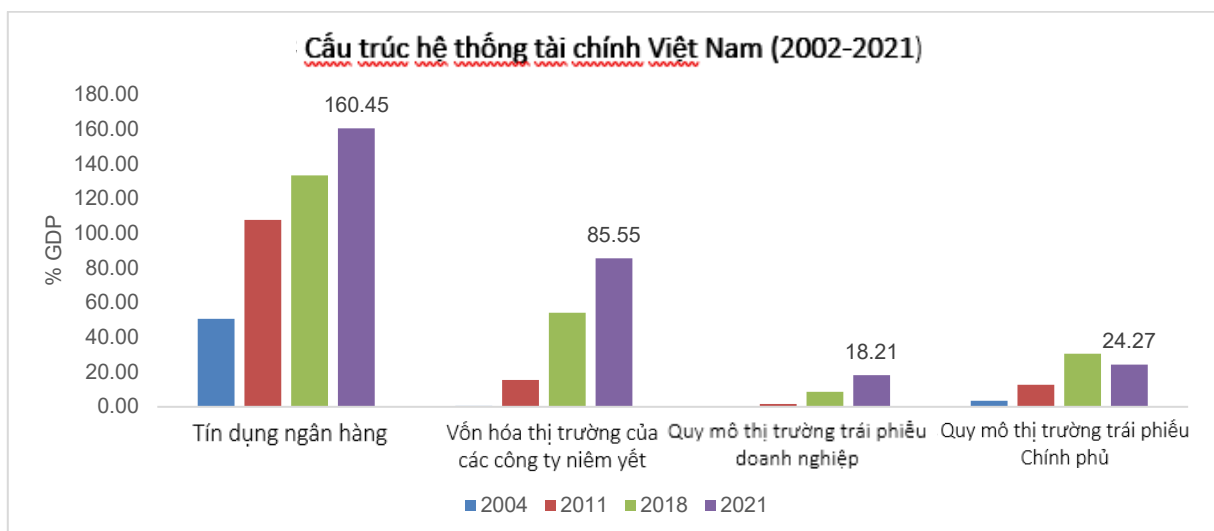
Bảng 7. Cơ cấu vay dài hạn của Top 4 doanh nghiệp BĐS Việt Nam giai đoạn 2011 - 2022 (Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp)

2.3 Thị trường trái phiếu: Khu vực công, doanh nghiệp nhà nước và các chủ đầu tư bất động sản

2.3.1 Tổng quan về thị trường trái phiếu Việt Nam

Trong những năm gần đây, thị trường trái phiếu Việt Nam đã có những thay đổi đáng kể. Thị trường ngày càng mở rộng và hiện cung cấp nhiều loại sản phẩm đa dạng hơn. Tuy nhiên, phân tích sâu hơn về thị trường, đặc biệt là thị trường trái phiếu doanh nghiệp, cho thấy khả năng vay dài hạn của các doanh nghiệp tư nhân quy mô trung bình ở Việt Nam khá hạn chế. Các doanh nghiệp nhà nước chiếm phần lớn khoản vay doanh nghiệp và thị trường vẫn tụt hậu so với các thị trường trái phiếu các nước trong khu vực khi so sánh các chỉ số, chẳng hạn như vòng quay vốn thị trường, thanh khoản thị trường và mức độ đa dạng của cơ sở nhà đầu tư.

Kể từ khi mở cửa nền kinh tế vào năm 1989, nền kinh tế Việt Nam luôn xoay quanh hệ thống ngân hàng. Ngành ngân hàng chịu trách nhiệm cung ứng vốn dài hạn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, với tốc độ tăng trưởng kinh tế bền vững ngày càng cao, nền tảng kinh tế vĩ mô lành mạnh và những nỗ lực phát triển thị trường vốn không ngừng, thị trường trái phiếu đã có những bước phát triển đáng kể trong những năm gần đây, qua một số chỉ tiêu cụ thể dưới đây.

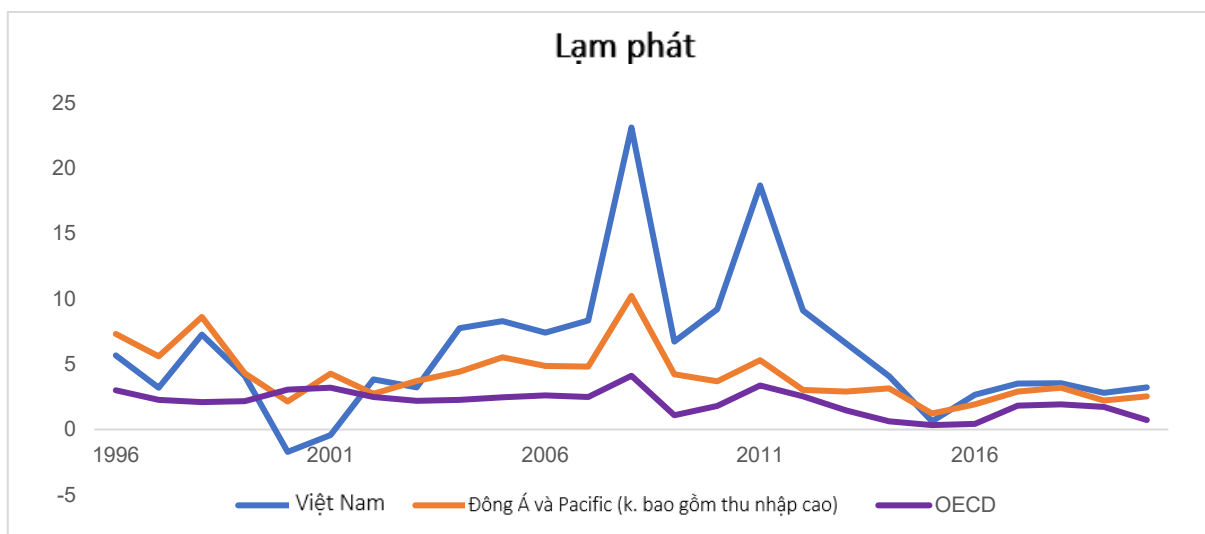


Hình 4. Cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam, giai đoạn 2004-2021 (Nguồn: Ngân hàng Thế giới và Asianbondsonline.adb.org⁸)

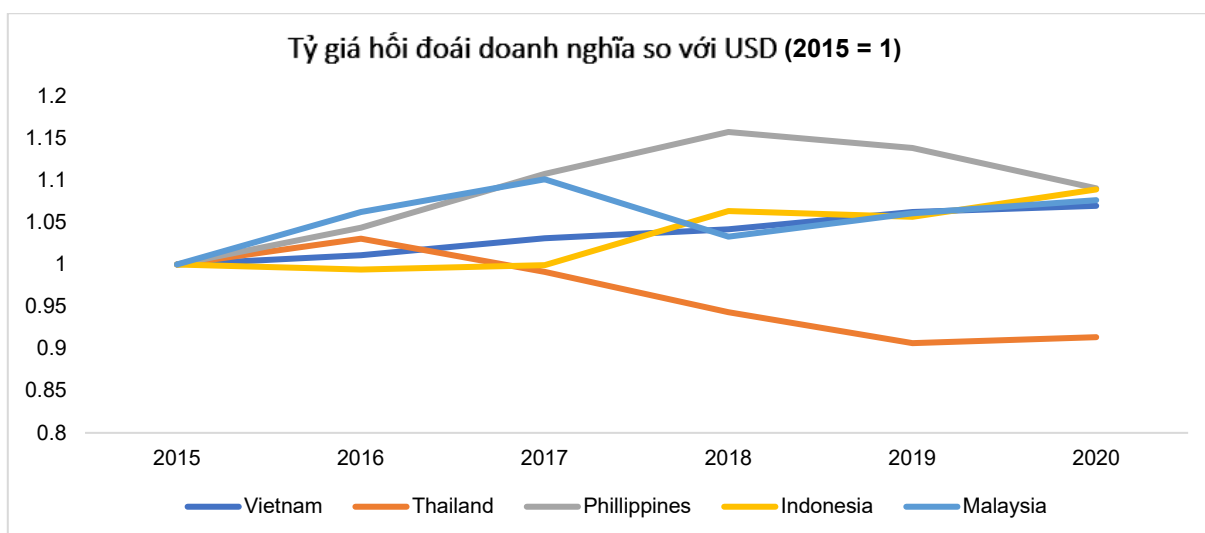
So với thị trường cổ phiếu đã phát triển từ lâu, thị trường trái phiếu Việt Nam mãi gần đây mới phát triển (Hình 4). Tổng lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2017-2020 cao gấp 9 lần giai đoạn 2012-2016 (Nguyễn, 2021). Không giống như thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu phát triển phụ thuộc nhiều hơn vào các yếu tố cơ bản của kinh tế vĩ mô. Những sự phát triển gần đây trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã cho phép một số công ty, lần đầu tiên, có thể tiếp cận với nhiều lựa chọn hơn về cấu trúc vốn (bao gồm vốn cổ phần, trái phiếu, vay ngân hàng, v.v.).

Nền tảng kinh tế vĩ mô lành mạnh, chẳng hạn như môi trường tỷ lệ lạm phát ổn định ở mức thấp, tỷ giá hối đoái ổn định và mức nợ chính phủ bền vững đều cần thiết cho sự phát triển của thị trường trái phiếu bằng đồng nội tệ. Mặt khác, tình trạng bất ổn kinh tế vĩ mô sẽ hạn chế sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu, vì các nhà đầu tư yêu cầu lợi suất cao hơn để bù đắp rủi ro về thời hạn và độ lồi của trái phiếu (losco, 2002). Rút kinh nghiệm từ tình trạng bất ổn kinh tế vĩ mô giai đoạn 2007-2008 và 2011-2012, Việt Nam đã duy trì môi trường kinh tế vĩ mô ổn định trong 6 năm qua, tạo nền tảng vững chắc để phát triển thị trường trái phiếu trong những năm gần đây (Hình 5 và 7).

⁸ Dữ liệu năm 2021 được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau, bao gồm NHNN, TCTK và UBCKNN.



Hình 5. Lạm phát ở Việt Nam, Đông Á & Thái Bình Dương (không bao gồm các quốc gia có thu nhập cao) và các nước OECD, giai đoạn 1996-2020 (Nguồn: Ngân hàng Thế giới)



Hình 6. Tỷ giá hối đoái danh nghĩa so với USD (2015=1) của Việt Nam và một số nước ASEAN, giai đoạn 2015-2020 (Nguồn: Ngân hàng Thế giới)

2.3.2 Thị trường trái phiếu Chính phủ và doanh nghiệp: Mặc dù đã đạt được một số thành công trong việc phát triển quy mô nhưng thị trường vẫn còn tụt hậu và khung pháp lý cần được hoàn thiện để đảm bảo tính minh bạch và độ tin cậy.

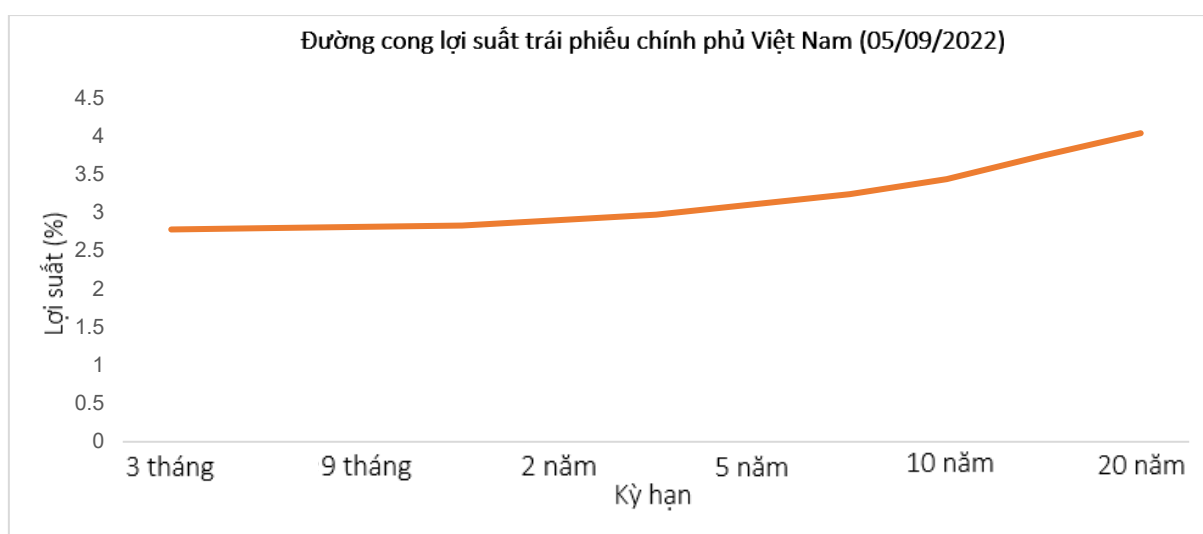
Trong những năm gần đây, Chính phủ đã có nhiều nỗ lực quan trọng trong việc phát triển thị trường trái phiếu bằng đồng nội tệ. Các luật, nghị định, thông tư mới có hiệu lực góp phần xây dựng hành lang pháp lý vững chắc, tạo danh mục công cụ nợ ngày càng đa dạng cho thị trường TPCP:

- Luật Quản lý nợ công (2017) cung cấp khung pháp lý cho việc phát hành, đăng ký, niêm yết và giao dịch các công cụ nợ do chính phủ phát hành. Nghị định 95/2018/NĐ-CP ban hành năm 2018 quy định danh sách các nhà tạo lập thị trường, chủ yếu là các ngân hàng và công ty chứng khoán lớn, đáp ứng các tiêu chuẩn nhất định, chẳng hạn như khối lượng tối thiểu công cụ nợ của chính phủ tham gia mua hàng năm. Các nhà tạo lập thị trường đóng vai trò quan trọng trong việc tạo thanh khoản trên cả thị trường

trái phiếu chính phủ sơ cấp và thứ cấp. Bộ Tài chính rà soát danh sách các nhà tạo lập thị trường định kỳ hàng năm.

- Nghị định cũng quy định một loạt các công cụ nợ của chính phủ, bao gồm tín phiếu kho bạc có kỳ hạn dưới 1 năm, trái phiếu kỳ hạn 3 năm, trái phiếu 5 năm, trái phiếu 7 năm, trái phiếu 10 năm, trái phiếu 15 năm, trái phiếu 20 năm (kể từ năm 2015), trái phiếu 30 năm (kể từ năm 2015) và trái phiếu không được trả lãi định kỳ (kể từ năm 2018).
- Thông tư số 110/2018/TT-BTC (2018) hướng dẫn mua lại, hoán đổi trái phiếu chính phủ. Thông tư số 81/2020/TT-BTC (2020) sửa đổi Thông tư 110/2018/TT-BTC. Thông tư số 107/2020/TT-BTC (2020) hướng dẫn giao dịch mua lại trái phiếu chính phủ trong tương lai của Kho bạc Nhà nước.
- Quyết định số 1583/QĐ-NHNN của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2017), Quyết định số 770/QĐ-SGDHN (2020) của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và Quyết định số 06/QĐ-VSD (2020) của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam hướng dẫn về thanh toán và giao dịch trái phiếu chính phủ.
- Các hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ mới kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt được đưa ra thị trường từ năm 2019 và 2020, cung cấp công cụ phòng rủi ro cho các bên tham gia thị trường.

Những thay đổi gần đây trong khung pháp lý giúp xây dựng thị trường trái phiếu chính phủ hoàn chỉnh và có tính thanh khoản cao hơn. Đúng như vậy, trái ngược với thị trường trái phiếu tư nhân, thị trường thứ cấp cho trái phiếu chính phủ đã tăng quy mô do Bộ Tài chính đã giảm số lượng công cụ và kéo dài đường cong lãi suất lên đến 30 năm, mang lại những khoản đầu tư hấp dẫn cho các công ty bảo hiểm. Các ngân hàng trong nước là những người mua chính trên thị trường thứ cấp. Việc tạo ra thị trường trái phiếu chính phủ với nhiều kỳ hạn đa dạng hơn cũng giúp xây dựng đường cong lãi suất trái phiếu chính phủ, một đặc điểm quan trọng giúp thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển, vì đường cong của lãi suất phi rủi ro là chuẩn mực để định giá trái phiếu có rủi ro (Hình 7). Các công cụ phái sinh, chẳng hạn như hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và 10 năm, giúp tăng tính thanh khoản trên thị trường thứ cấp của tài sản cơ sở là trái phiếu Chính phủ.



Hình 7. Đường cong lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam (Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội)

Giống như thông lệ quốc tế, phát hành trái phiếu riêng lẻ ở Việt Nam có yêu cầu pháp lý ít nghiêm ngặt hơn so với phát hành trái phiếu ra công chúng, vì các nhà đầu tư chuyên nghiệp được tin là hiểu rõ hơn mức độ rủi ro mà họ phải đối mặt. Đặc biệt, các nghị định, thông tư và luật dưới đây đã cung cấp khung pháp lý toàn diện cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp:

Nghị định số 163/2018/NĐ-CP (2018) quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Nghị định số 81/2020/NĐ-CP (2020) sửa đổi Nghị định 163/2018/NĐ-CP. Do hầu hết các trái phiếu doanh nghiệp tư nhân được phát hành bởi các ngân hàng và công ty bất động sản thông qua phát hành riêng lẻ và dựa trên mối quan hệ chặt chẽ giữa bên phát hành và bên mua, khi các ngân hàng mua những trái phiếu này, trên thực tế họ đang cho lĩnh vực bất động sản vay. Đây là một cách để tránh các quy định gần đây nhằm thắt chặt tín dụng ngân hàng cho lĩnh vực bất động sản. Nghị định 63 cấm bán lại trái phiếu phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư cá nhân/đại chúng trong thời hạn một năm để bảo vệ các nhà đầu tư cá nhân khỏi những khoản đầu tư được xem là rủi ro. Tuy nhiên, điều này không giải quyết được vấn đề vì sau một năm, trái phiếu vẫn có thể bán ra cho công chúng và có rất ít thông tin công khai về chất lượng của những trái phiếu này.

- Luật Chứng khoán (2019) và Luật Doanh nghiệp (2020) cung cấp khung pháp lý phát hành trái phiếu doanh nghiệp cho các loại hình doanh nghiệp khác nhau. Nghị định số 153/2020/NĐ-CP (2020) quy định về phát hành và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp chào bán riêng lẻ trên thị trường trong nước và quốc tế. Nghị định số 155/2020/NĐ-CP quy định về phát hành và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp phát hành ra công chúng.
- Thông tư số 122/2020/TT-BTC (2020) hướng dẫn về công bố thông tin theo yêu cầu của Nghị định 153/2020/NĐ-CP (2020).
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ban hành Thông tư 16 ngày 10/11/2021 nhằm giảm thiểu rủi ro từ bất ổn của khu vực ngân hàng bắt nguồn từ các giao dịch trên thị trường trái phiếu. Thông tư cấm phát hành trái phiếu mới để thanh toán các khoản nợ hiện có nhằm ngăn chặn các công ty đang gặp khó khăn về tài chính cơ cấu lại các khoản vay của họ thông qua bán trái phiếu mới. Trái phiếu cũng có thể không được phát hành để mua cổ phần của các công ty khác, đây vốn từng là giao dịch phổ biến trong lĩnh vực bất động sản để có quyền tiếp cận đất đai. Tiền bán trái phiếu không được dùng để huy động vốn lưu động.

Luật cũng đặt ra yêu cầu về công bố thông tin. Tuy nhiên, trên thực tế, một số quy định hiện hành cần được sửa đổi, bổ sung và/hoặc giám sát chặt chẽ hơn để đảm bảo thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển và vận hành hiệu quả. Các công ty chứng khoán và các nhà đầu tư tổ chức có thể dễ dàng biến một nhà đầu tư nhỏ lẻ thành “nhà đầu tư chuyên nghiệp” bằng cách sử dụng các hợp đồng hợp tác đầu tư để những nhà đầu tư này có thể mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ.

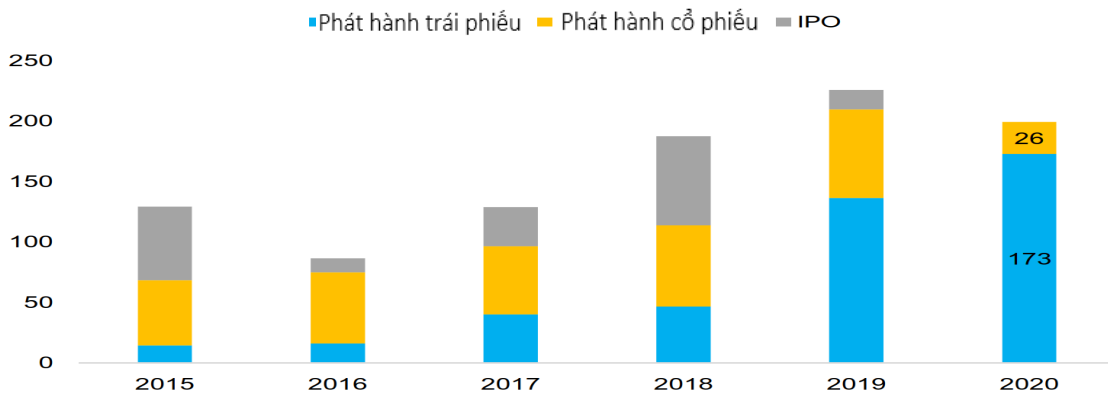
Quả thực, những bê bối gần đây đã làm xói mòn niềm tin vào thị trường trái phiếu, đặc biệt là vụ bắt giữ lãnh đạo của Tập đoàn Tân Hoàng Minh ngày 05/04/2022 liên quan đến việc phát hành 10,000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp vào năm 2021 và 2022. Đặc biệt trong vụ lùm xùm của Tân Hoàng Minh, tập đoàn này bị cáo buộc tung thông tin sai sự thật về việc mua lại khu đất tại bán đảo Thủ Thiêm ở Thành phố Hồ Chí Minh. Các nhà đầu tư nhỏ lẻ đã ký hợp đồng “Hợp tác đầu tư với Công ty TNHH Thương mại Dịch vụ Khách sạn Tân Hoàng

Minh” để mua trái phiếu do các công ty thuộc tập đoàn Tân Hoàng Minh phát hành. Tân Hoàng Minh đã huy động được tới 10 nghìn tỷ đồng từ đợt phát hành riêng lẻ, lợi dụng các kẽ hở pháp lý lỏng lẻo đối với loại hình giao dịch này. Mức phạt tiêu chuẩn cho hành vi công bố thông tin sai lệch là 400-500 triệu đồng (tương đương 17 nghìn đến 22 nghìn đô la Mỹ), con số không đáng kể so với hàng nghìn tỷ đồng mà doanh nghiệp huy động được từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Hơn nữa, tình trạng công bố thông tin sai lệch hoặc che giấu thông tin diễn ra thường xuyên một phần do thiếu cơ chế giám sát của UBCKNN. Để đối phó với tình trạng này, Chính phủ đã ban hành Công điện số 304 kêu gọi kiểm tra chặt chẽ hơn các hoạt động thị trường trái phiếu doanh nghiệp và đấu giá đất đai.

Tuy nhiên, vụ việc đã thu hút sự chú ý đến các rủi ro cố hữu trên thị trường trái phiếu trong nước: dù nương tựa vào các tổ chức xếp hạng tín dụng sẽ có lợi, nhưng vấn đề cơ bản là sự thiếu minh bạch và độ tin cậy trong báo cáo tài chính của các tập đoàn trong nước, đặc biệt là các công ty tư nhân trong lĩnh vực bất động sản.

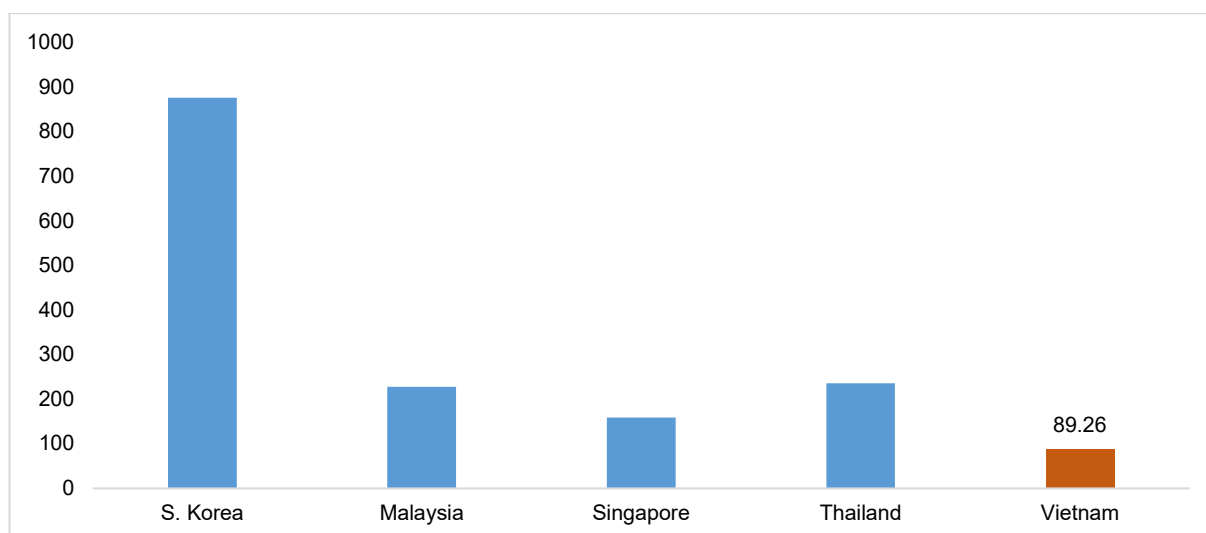
Các quy định đáng chú ý mới có hiệu lực hoặc sắp có hiệu lực bao gồm: i. Xếp hạng tín nhiệm bắt buộc nếu quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp lớn (từ năm 2023); ii. Cam kết niêm yết trái phiếu trên sàn giao dịch sau khi phát hành (từ năm 2021), bao gồm nộp hồ sơ đăng ký niêm yết trái phiếu trong vòng 30 ngày kể từ ngày phát hành; iii. Chỉ nhà đầu tư chuyên nghiệp mới được tham gia mua trái phiếu phát hành riêng lẻ (từ năm 2021). Các quy định gần đây được thiết kế để tạo ra thị trường trái phiếu doanh nghiệp tập trung hơn, thanh khoản hơn.

Mặc dù cần phải hoàn thiện hơn nữa khung pháp lý của thị trường, nhưng với tốc độ tăng trưởng gần đây, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã và đang trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho các công ty có khả năng tiếp cận thị trường phát hành. Trong năm 2019 và 2020, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã vượt thị trường cổ phiếu về phát hành vốn mới. Điều này là do: (i) Nhu cầu ngày càng tăng của các doanh nghiệp đối với dòng tiền do Covid-19; (ii) Điều kiện thị trường cổ phiếu không thuận lợi do Covid-19; (iii) Nhu cầu đối với các nguồn vốn ngoài vốn vay ngân hàng của các công ty bất động sản ngày càng tăng do Thông tư 22/2019/TT-NHNN nâng hệ số rủi ro gắn liền với các khoản cho vay bất động sản của các ngân hàng thương mại từ 150% lên 200%; (iv) Nguồn cung tín dụng ngân hàng dài hạn giảm do Thông tư 08/2020/TT-NHNN giới hạn tỷ lệ vốn ngắn hạn dùng để cho vay trung dài hạn xuống còn 40%. Tỷ lệ này sẽ tiếp tục giảm xuống 30% đến thời điểm tháng 10 năm 2023. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp chứng tỏ vai trò “dự phòng” của mình, cho phép một số doanh nghiệp huy động vốn trong bối cảnh các nguồn vốn khác bị hạn chế (Hình 8).

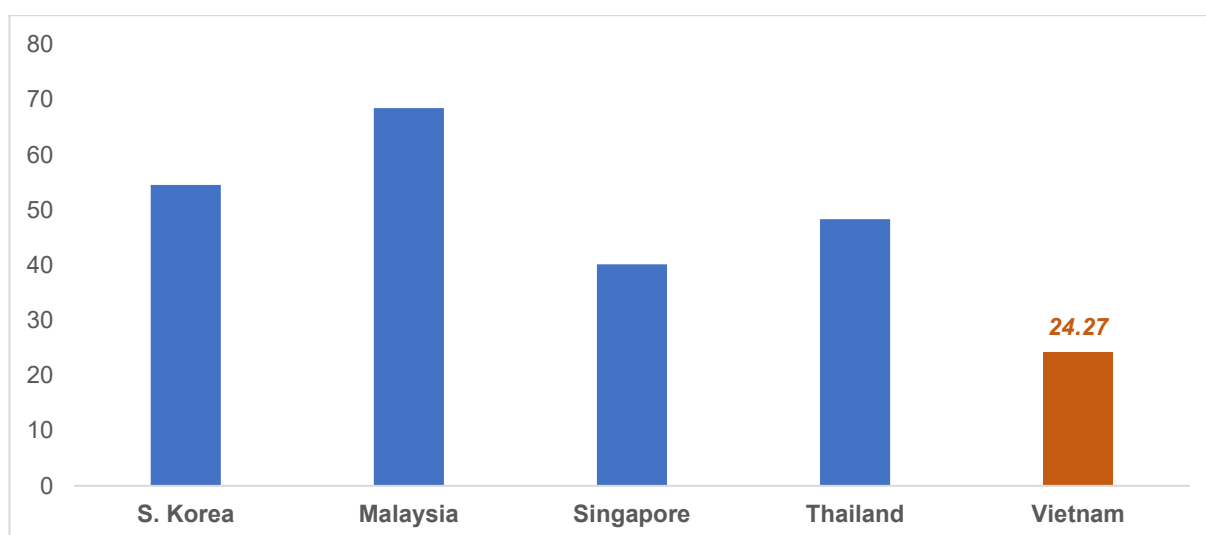


Hình 8. Phát hành trái phiếu và cổ phiếu tại Việt Nam, giai đoạn 2015-2020 (Nguồn: Fiin Rating)

Mặc dù quy mô thị trường đã có những bước phát triển nhất định, nhưng thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn còn thua xa các nước phát triển nếu xét về giá trị tuyệt đối hay tỷ lệ phần trăm trên GDP. Năm 2021, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp đạt 18,21% GDP, bao gồm cả trái phiếu do doanh nghiệp tư nhân và DNNN phát hành (Hình 12). Tuy nhiên, giống như lĩnh vực ngân hàng, thị trường trái phiếu doanh nghiệp tập trung vào các doanh nghiệp nhà nước. Nếu trái phiếu do doanh nghiệp nhà nước phát hành được tính là trái phiếu chính phủ, thì quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam thời điểm cuối năm 2021 chỉ đạt 7,14% GDP, mặc dù thị trường này thời gian gần đây đã có những bước phát triển đáng kể⁹.

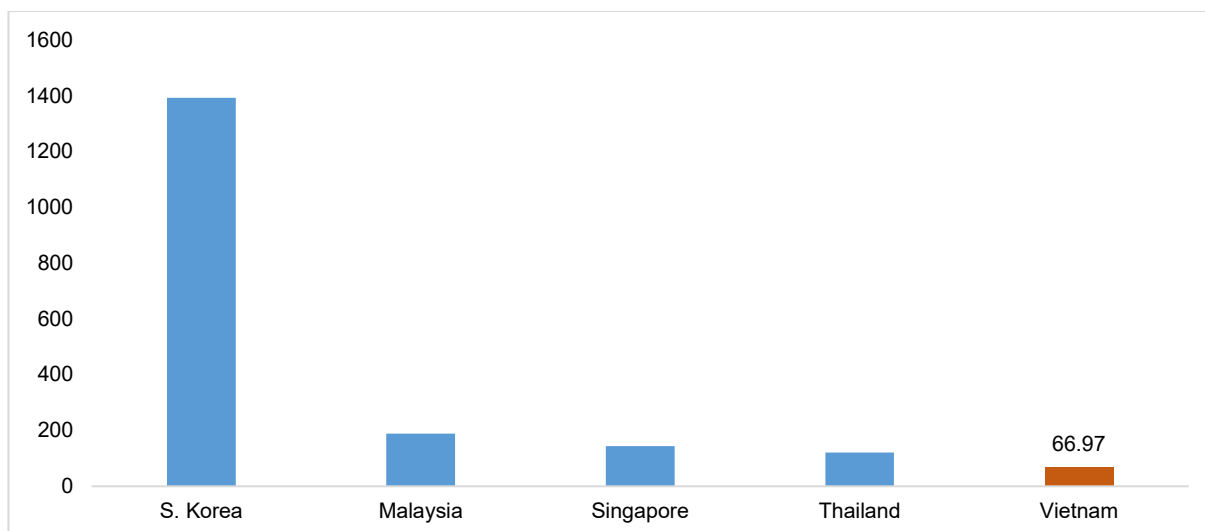


Hình 9. Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ năm 2021 (tỷ USD) của một số quốc gia khu vực ASEAN (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)

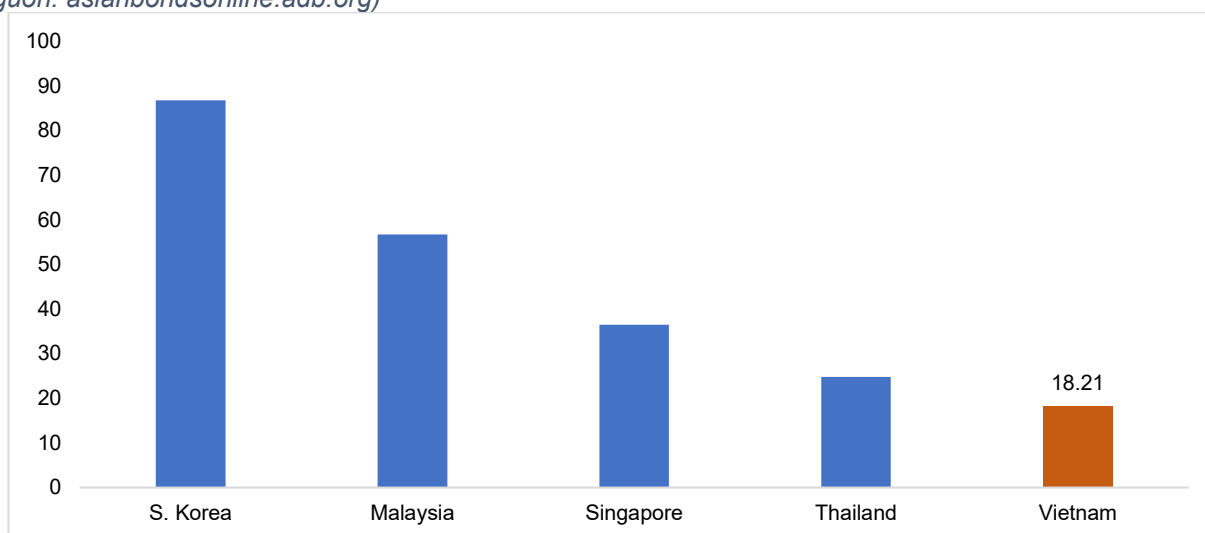


Hình 10. Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ năm 2021 (%GDP) của một số quốc gia khu vực ASEAN (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)

⁹ Chính phủ đã phê duyệt Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2017-2020 (Quyết định 1191/QĐ-TTg) và tỷ lệ mục tiêu là 7% GDP

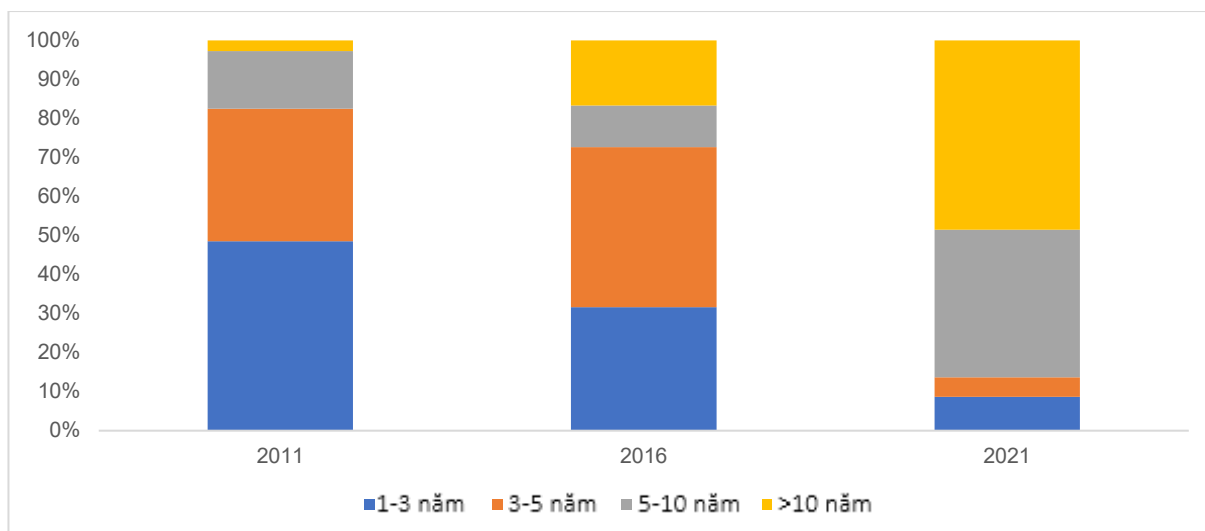


Hình 11. Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm 2021 (tỷ USD) của một số quốc gia khu vực ASEAN (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)

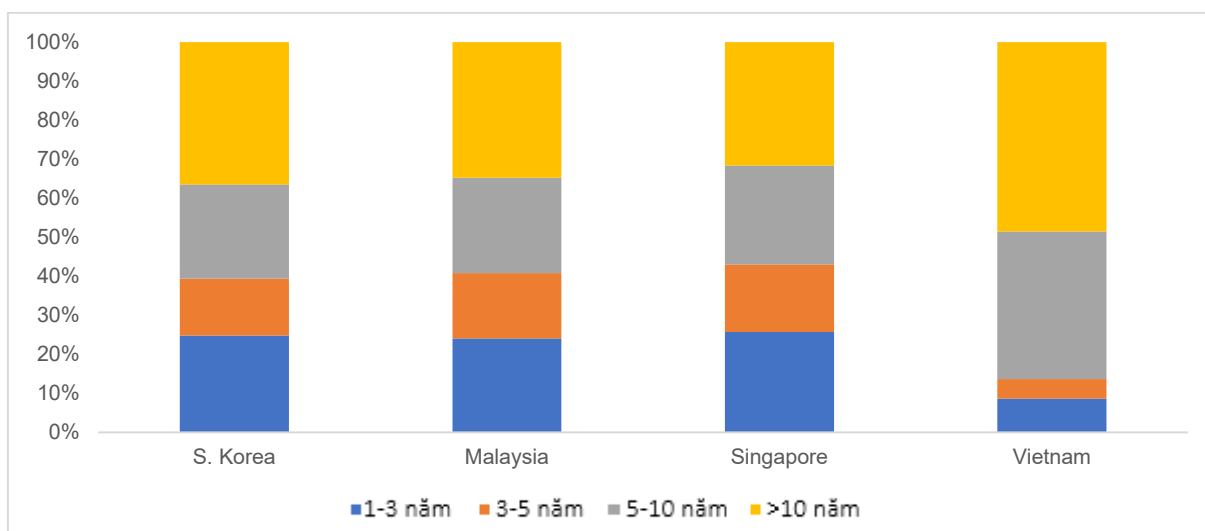


Hình 12. Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm 2021 (%GDP) của một số quốc gia khu vực ASEAN (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)

Kỳ hạn trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp trở nên đa dạng hơn, với ngày càng nhiều trái phiếu trung và dài hạn được phát hành và mua trên thị trường (Hình 13). Trái phiếu chính phủ Việt Nam cũng có kỳ hạn đa dạng như trái phiếu chính phủ của các nước trong khu vực do nguồn cung trái phiếu dài hạn tăng trưởng đáng kể trong 7 năm qua (Hình 14). Với các kỳ hạn đa dạng, thị trường trái phiếu chính phủ có thể xây dựng đường cong lãi suất chuẩn và tạo nền tảng cho sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

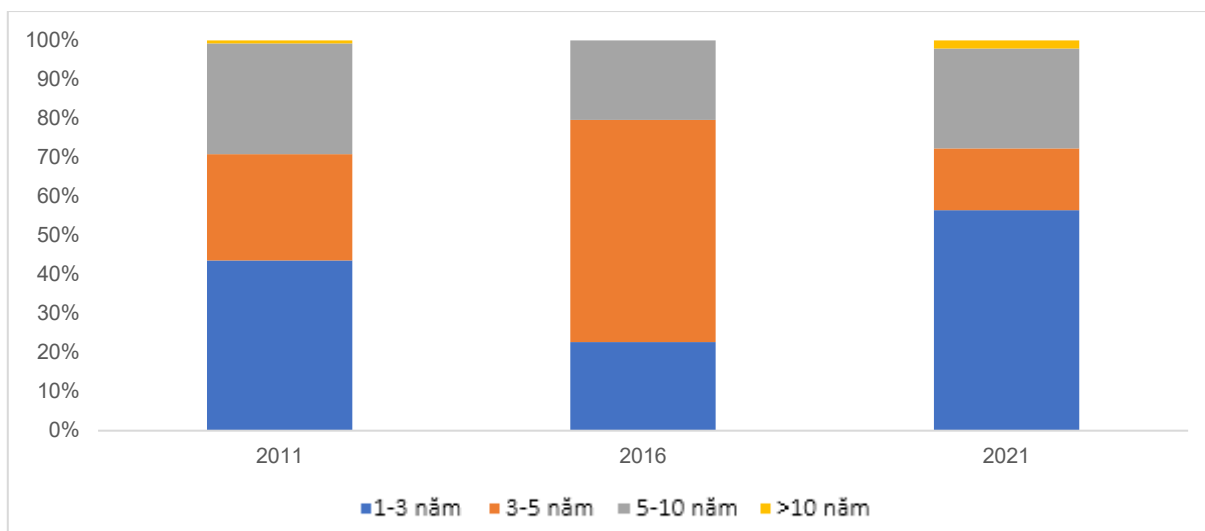


Hình 13. Cơ cấu trái phiếu chính phủ Việt Nam theo kỳ hạn, giai đoạn 2011-2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)

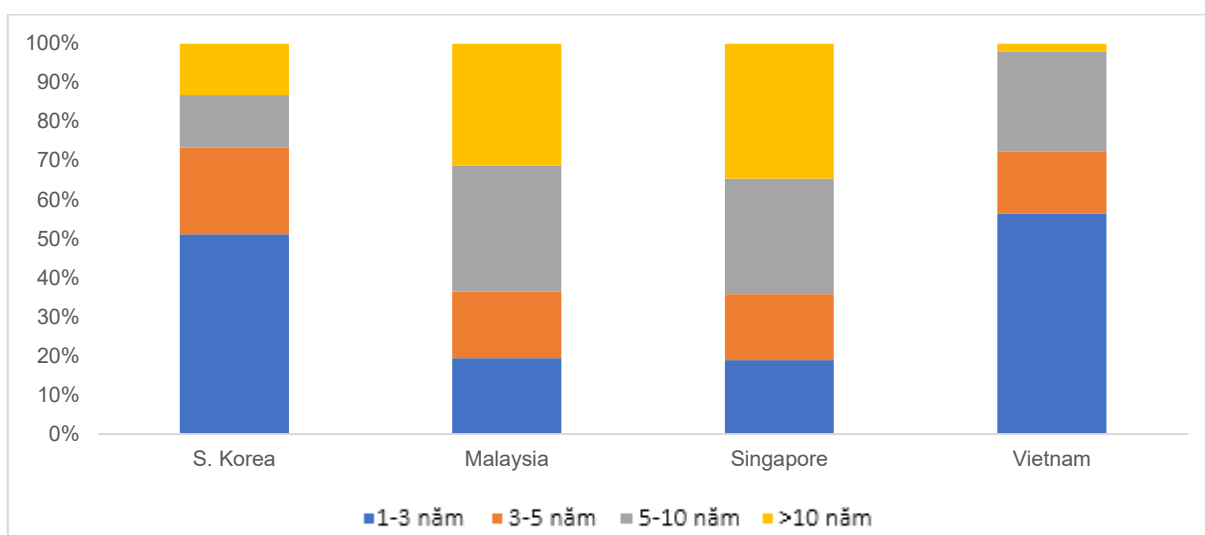


Hình 14. Cơ cấu trái phiếu chính phủ Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam theo kỳ hạn, năm 2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)

Tuy nhiên, trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, quy mô thị trường trái phiếu kỳ hạn dài từ 10 năm trở lên chỉ chiếm 2,06% thị trường, nhỏ hơn nhiều so với các nước trong khu vực (Hình 15). Điều này cho thấy khả năng huy động vốn vay dài hạn từ thị trường tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam là rất hạn chế.

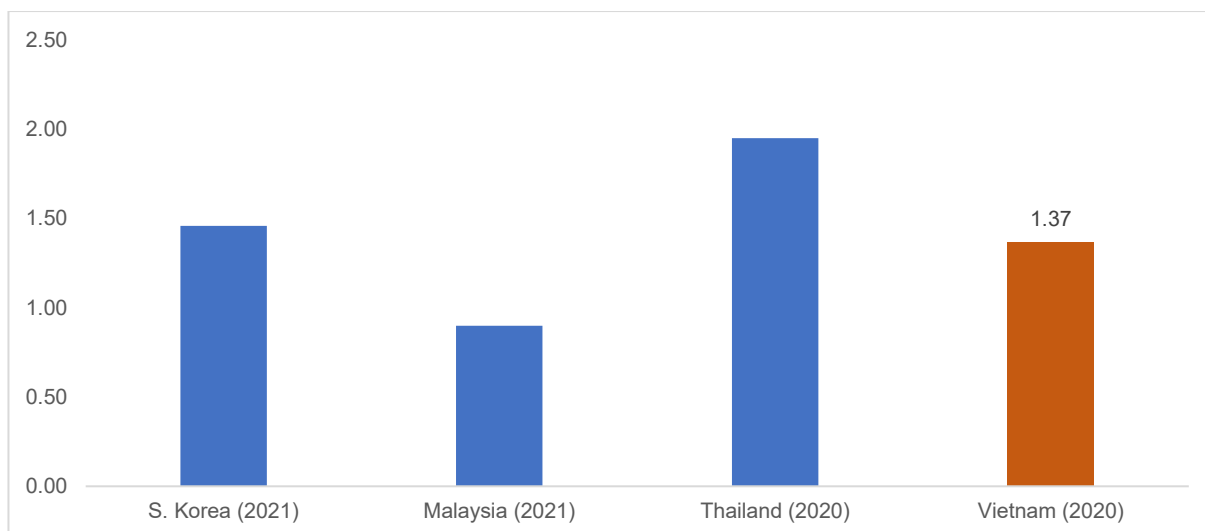


Hình 15. Cơ cấu trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam theo kỳ hạn, giai đoạn 2011-2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)

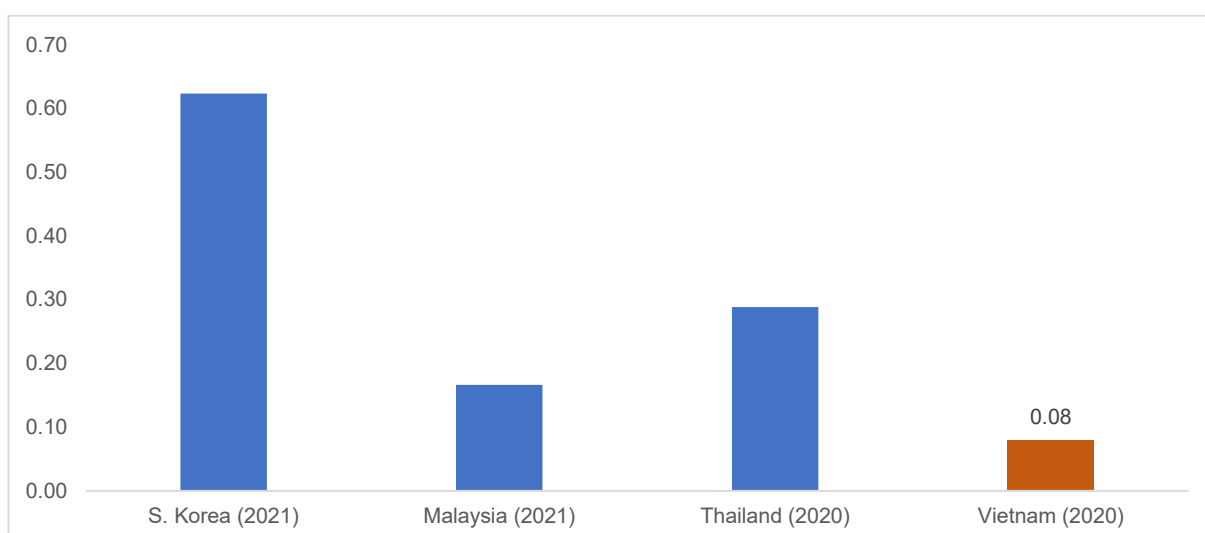


Hình 16. Cơ cấu trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam theo kỳ hạn, năm 2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)

Bất chấp sự tăng trưởng về quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, các chỉ số khác đo lường các hoạt động của thị trường, chẳng hạn như tính thanh khoản và vòng quay vốn lại không cho thấy nhiều cải thiện trong những năm qua, đặc biệt là trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp (Hình 18). Hầu hết các nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp nắm giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn.



Hình 17. Hệ số vòng quay vốn thị trường trái phiếu chính phủ của Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam, năm 2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)



Hình 18. Hệ số vòng quay vốn thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam, năm 2021 (Nguồn: asianbondsonline.adb.org)

Trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam, các ngân hàng và công ty bất động sản chiếm ưu thế về mặt phát hành (Bảng 12). Trái phiếu được phát hành riêng lẻ và dựa trên mối quan hệ chặt chẽ giữa bên phát hành và bên mua (thường là ngân hàng). Có rất ít thông tin công khai về các trái phiếu này, và như đã đề cập từ trước, các trái phiếu này thường được giữ đến ngày đáo hạn do không có thị trường thứ cấp. Ở các nước trong khu vực, mặc dù lĩnh vực tài chính và bất động sản chiếm lĩnh thị trường nhưng các công ty lớn trong các ngành khác cũng có thể huy động vốn. Thực tế này cùng với quy mô nhỏ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, rõ ràng khả năng huy động vốn dài hạn của một doanh nghiệp không thuộc lĩnh vực ngân hàng và bất động sản là vô cùng hạn chế. Khi các công ty không thuộc lĩnh vực ngân hàng và bất động sản có thể huy động vốn, họ phải trả phí phát hành cao hơn nhiều.

	Số lần phát hành của các doanh nghiệp không thuộc lĩnh vực ngân hàng và bất động sản (trong Top 30 quy mô phát hành năm 2021)	Tổng giá trị huy động vốn ngoài lĩnh vực tài chính, bất động sản (trong Top 30 quy mô phát hành năm 2021)
Hàn Quốc	4/30	9,8%
Malaysia	11/30	31,4%
Singapore	11/30	37,1%
Việt Nam	6/30	7,2%

Bảng 13. Dữ liệu phát hành trái phiếu doanh nghiệp ngoài lĩnh vực tài chính, bất động sản của Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Việt Nam, năm 2021 (Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên dữ liệu báo cáo Giám sát Trái phiếu Châu Á-tháng 11 năm 2021, ADB)

2.4 Thị trường cổ phiếu và các khu vực tài chính phi ngân hàng khác: Tăng quy mô nhưng chưa đóng vai trò quan trọng trong huy động vốn

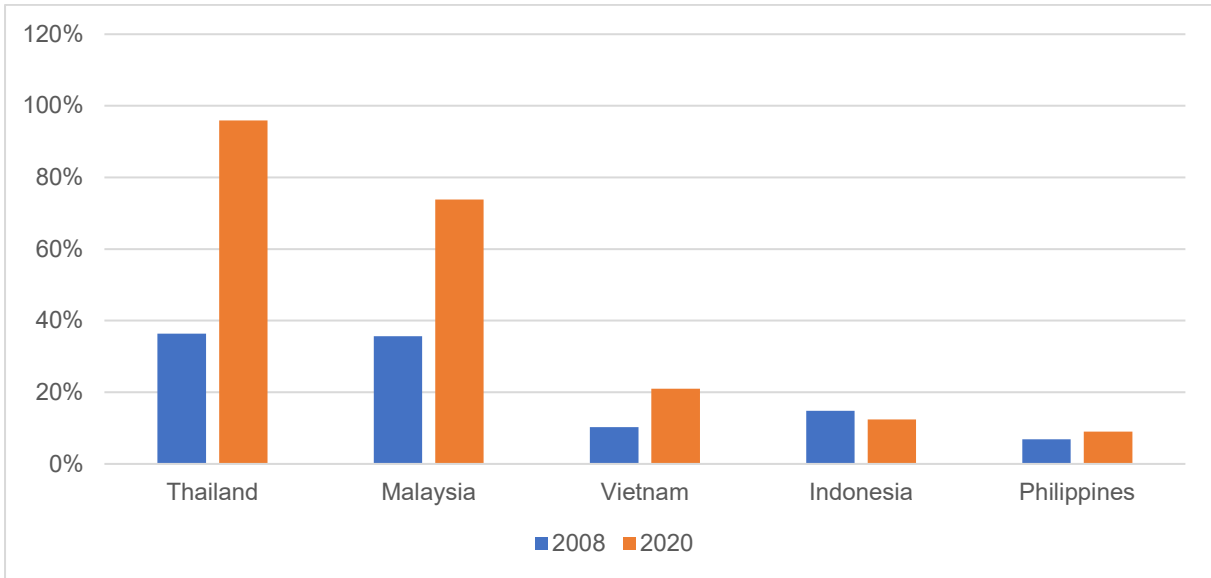
Các khu vực khác (phi ngân hàng) của hệ thống tài chính có tốc độ tăng trưởng cao nhưng chưa phải là kênh hiệu quả để doanh nghiệp huy động nguồn tài chính lớn và dài hạn. Ví dụ, thị trường chứng khoán đã tăng trưởng nhưng vẫn còn nhỏ.

Xét về quy mô, thị trường chứng khoán Việt Nam đã phát triển nhanh chóng kể từ khi thành lập vào năm 2000. Phiên giao dịch đầu tiên chỉ có 2 công ty niêm yết, trong khi đến năm 2006, số lượng công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán đã lên đến khoảng 200 công ty và con số này vào năm 2019 là hơn 1.600 công ty.

Vốn hóa thị trường cũng có sự tăng trưởng đáng kể. Vốn hóa thị trường năm 2000 chỉ đạt 986 tỷ đồng, chiếm 0,28% GDP thì đến cuối năm 2020, vốn hóa thị trường đã đạt 5.294 nghìn tỷ đồng, tăng 20,8% so với năm 2019 và tương đương 87,7% GDP năm 2019 và 84,1% GDP năm 2020. Ngày 31 tháng 12 năm 2021, giá trị vốn hóa thị trường trên sàn Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) đạt hơn 5,8 triệu tỷ đồng, tương đương 92,77% GDP năm 2020, tăng 43,06% so với thời điểm cuối năm 2020.

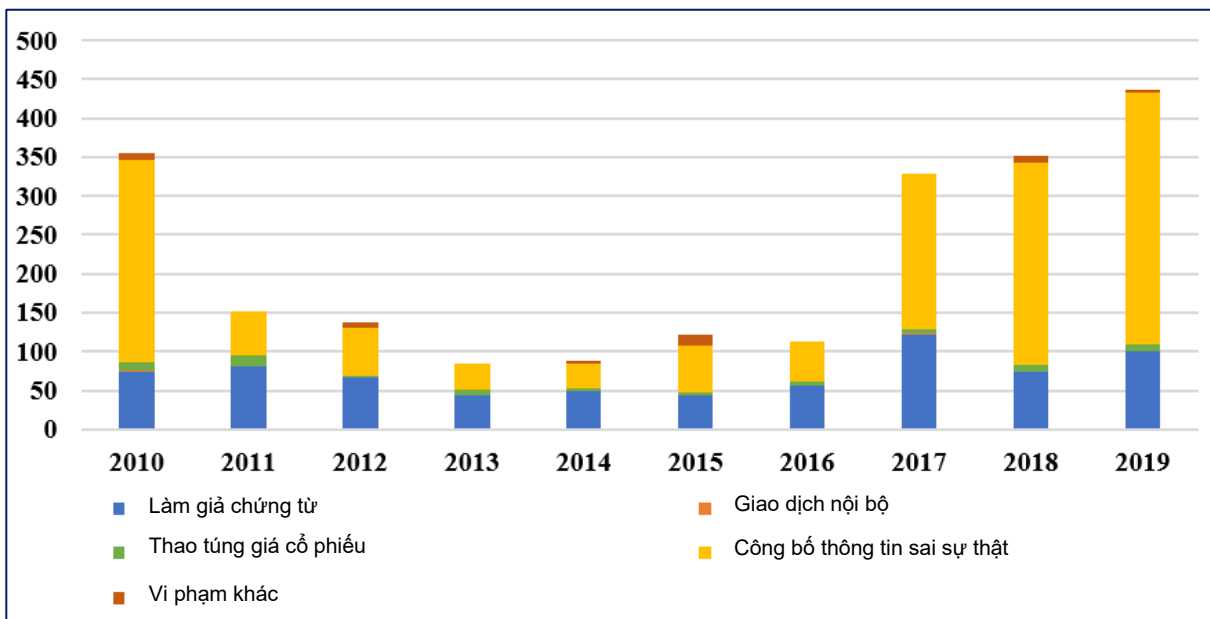
Ngoài ra, số lượng các nhà đầu tư cũng gia tăng đáng kể. Năm 2000, thị trường có 3.000 tài khoản giao dịch thuộc về các nhà đầu tư cá nhân, nhưng con số này đã tăng lên hơn 2,3 triệu tài khoản vào cuối năm 2019. Đến giữa năm 2020, số lượng tài khoản nhà đầu tư đạt hơn 2,5 triệu, gấp 820 lần so với năm 2000. Năm 2021, số lượng tài khoản nhà đầu tư mở mới trung bình hàng tháng là hơn 100.000 tài khoản, lũy kế cả năm có 1.534.363 tài khoản mới, tương đương tăng 56,07% so với năm 2020. Con số này cao hơn nhiều so với số lượng tài khoản mở mới trong 4 năm liên tiếp giai đoạn 2017-2020. Đến cuối năm 2021, tổng số tài khoản giao dịch của nhà đầu tư trong nước đã vượt 4,2 triệu tài khoản, tương đương khoảng 4,3% dân số. Mặc dù tình hình kinh tế năm 2021 còn nhiều bất ổn nhưng nhiều doanh nghiệp đã huy động vốn thành công cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Tổng giá trị vốn huy động thông qua phát hành thêm trên thị trường cổ phiếu của HOSE ước đạt hơn 49.605 tỷ đồng với 72 đợt phát hành, tương ứng tăng hơn 5 lần về giá trị so với năm 2020.

Tuy nhiên, quy mô thị trường cổ phiếu còn khá nhỏ, chỉ vào khoảng 3,8 tỷ đô la trong các đợt chào bán lần đầu ra công chúng vào năm 2018. Hơn nữa, hai công ty (Techcombank và Vinhomes) đã chiếm 2/3 số tiền này. Năm 2020, giá trị giao dịch vốn cổ phần trên thị trường chứng khoán tương đương 20% GDP, gấp đôi so với năm 2008 và cao hơn Indonesia, Philippines (Hình 19). Đối với các công ty tư nhân, thị trường chứng khoán không phải là phương án huy động vốn khả thi do tình trạng thiếu thanh khoản thị trường và chi phí niêm yết cao.



Hình 19. Giá trị giao dịch thị trường chứng khoán tính theo %GDP (Nguồn: Báo cáo Chỉ số Phát triển Thế giới)

Ngoài ra, thị trường chứng khoán Việt Nam còn tiềm ẩn nhiều rủi ro mà nhà đầu tư cần lưu ý và các rủi ro này có thể ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư vào các tập đoàn. Hình 20 cho thấy, trong giai đoạn từ 2010 đến 2019, các vi phạm liên quan đến công bố thông tin sai sự thật chiếm tỷ trọng lớn nhất trong các vụ thao túng thị trường chứng khoán và số lượng các vụ liên tục tăng qua các năm trong giai đoạn này. Nói chính xác, trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2016, số lượng các vụ vi phạm khoảng dưới 60 vụ mỗi năm, sau đó đã tăng đáng kể lên lần lượt là 199 và 325 vụ vào năm 2017 và 2019. Ngoài ra, thị trường chứng khoán Việt Nam còn xảy ra một số hành vi phạm tội khác như làm giả chứng từ, thao túng giá cổ phiếu, giao dịch nội bộ. Gần đây đã liên tiếp xảy ra các vụ thao túng giá cổ phiếu nghiêm trọng tại CTCP Chứng khoán FLC, CTCP Chứng khoán Trí Việt, CTCP Louis Holding và giao dịch nội bộ tại SKG.



Hình 20. Thống kê số vụ thao túng cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010 - 2019 (Nguồn: Số liệu do tác giả tổng hợp)

Sau khi Việt Nam gia nhập WTO, ngành bảo hiểm tăng trưởng nhanh chóng, các hạn chế đối với sự tham gia của các công ty nước ngoài vào thị trường trong nước được dần dỡ bỏ. Giá trị hợp đồng bảo hiểm được phát hành tăng 21% mỗi năm từ 2017 đến 2018. Tuy nhiên, tỷ lệ phí bảo hiểm trên GDP chỉ là 2,3 % vào năm 2020, so với 5,3% ở Thái Lan và 5,4% ở [Malaysia](#).¹⁰ Các công ty bảo hiểm là một thị trường quan trọng đối với các tài sản dài hạn vì các khoản nợ của họ (đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ) là dài hạn. Tuy nhiên, 70% tài sản các công ty bảo hiểm nhân thọ tại Việt Nam nắm giữ là trái phiếu chính phủ¹¹.

Chứng khoán hóa chưa có ở Việt Nam do chưa có các quy định cho phép. Như trường hợp của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, việc thiếu sự bao phủ của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm đáng tin cậy là một trở ngại cho sự phát triển của thị trường; tuy nhiên, một vấn đề cơ bản hơn là độ tin cậy của các ngân hàng trong nước, mà chính những ngân hàng này nhiều khả năng là tổ chức phát hành chứng khoán đảm bảo bằng khoản vay.

3. RÀO CẢN PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

3.1. Vấn đề quản trị trong phát triển thị trường tài chính: Doanh nghiệp thiếu minh bạch, khung pháp lý lỏng lẻo và cơ sở hạ tầng thị trường yếu kém

Các công ty phát hành trái phiếu doanh nghiệp và các công ty môi giới khai thác kẽ hở trong hệ thống pháp luật để bán trái phiếu doanh nghiệp cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ, hầu hết không nhận thức được rủi ro mà họ đang gánh chịu.

Việc dỡ bỏ quy định về phát hành trái phiếu riêng lẻ do nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp mua là hoàn toàn phù hợp với thông lệ quốc tế và được quy định tại Nghị định 153/2020/NĐ-CP và Điều 11 Luật Chứng khoán 2019. Các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp có khả năng tiếp cận thông tin và phân tích tài chính tốt hơn, đồng thời hiểu rõ hơn về rủi ro tài chính liên quan đến đầu tư trái phiếu. Các nhà đầu tư cá nhân không có khả năng tiếp cận cùng lượng thông tin và dự kiến sẽ tham gia vào thị trường trái phiếu niêm yết, thay vì thị trường phát hành riêng lẻ. Định nghĩa hiện tại về nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp bao gồm:

- (i) Ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, công ty tài chính, tổ chức kinh doanh bảo hiểm, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, công ty đầu tư chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán, tổ chức tài chính quốc tế, quỹ tài chính nhà nước ngoài ngân sách, tổ chức tài chính nhà nước được mua chứng khoán;
- (ii) Công ty có vốn điều lệ đã góp đạt trên 100 tỷ đồng hoặc tổ chức niêm yết, tổ chức đăng ký giao dịch;
- (iii) Người có chứng chỉ hành nghề chứng khoán;
- (iv) Cá nhân nắm giữ danh mục chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch có giá trị tối thiểu là 02 tỷ đồng theo xác nhận của công ty chứng khoán tại thời điểm cá nhân đó được xác định tư cách là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp; và,

¹⁰ Viên RE Thụy Sĩ, 2021, (<https://www.swissre.com/dam/jcr:ca792993-80ce-49d7-9e4f-7e298e399815/swiss-re-institute-sigma-3-2021-en.pdf>).

¹¹ Ngân hàng Thế giới, 2020, “Cạnh tranh quốc tế có thể thúc đẩy tăng trưởng ngành bảo hiểm không?” (<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34132/Can-International-Competition-Drive-Insurance-Market-Growth-Evidence-from-Vietnam.pdf?sequence=4&isAllowed=y>).

- (v) Cá nhân có thu nhập chịu thuế năm gần nhất tối thiểu là 01 tỷ đồng tính đến thời điểm cá nhân đó được xác định tư cách là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp theo hồ sơ khai thuế đã nộp cho cơ quan thuế hoặc chứng từ khấu trừ thuế của tổ chức, cá nhân chi trả.

Với một khoản phí nhỏ, các công ty môi giới trái phiếu có thể biến một nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ thành một “nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp” đủ điều kiện theo các mục (iii), (iv) hoặc (v). Nhiều nhà đầu tư cá nhân mua trái phiếu từ thị trường phát hành riêng lẻ mà không hiểu đầy đủ những rủi ro mà họ đang gánh chịu, vì hầu hết trái phiếu được bán trên thị trường đều không được xếp hạng tín nhiệm.

Cơ quan nhà nước không có cơ chế giám sát thường xuyên mục đích sử dụng vốn huy động từ phát hành trái phiếu. Điều 41 Nghị định 153 nêu rõ trách nhiệm giám sát việc sử dụng vốn thu được từ phát hành trái phiếu của chính các công ty phát hành. Tuy nhiên, trong thực tế các công ty phát hành trái phiếu có thể huy động vốn và chấp nhận mức rủi ro cao hơn rất nhiều bằng cách thực hiện các dự án đầu tư khác với các dự án được nêu cho mục đích phát hành trái phiếu. Mức phạt cho hành vi che giấu thông tin chỉ 400-500 triệu đồng. Trong vụ lùm xùm của Tân Hoàng Minh, công ty đã huy động được 10.000 tỷ đồng trên thị trường trái phiếu. Mức phạt như vậy là cực kỳ thấp và không đủ sức răn đe đối với các công ty chấp nhận rủi ro quá mức và che giấu thông tin với các nhà đầu tư trái phiếu.

Việc thiếu nền tảng giao dịch tập trung hoặc cơ sở dữ liệu thông tin tập trung làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu công bằng trong tiếp cận thông tin, gây tổn hại cho các nhà đầu tư cá nhân. Trong vụ lùm xùm của Tân Hoàng Minh, nhiều nhà đầu tư cá nhân lầm tưởng mình là trái chủ trong khi thực tế họ chỉ ký hợp đồng có tên “Hợp tác đầu tư với Công ty TNHH Thương mại Dịch vụ Khách sạn Tân Hoàng Minh”. Trái chủ là chính Tân Hoàng Minh, họ mua trái phiếu phát hành từ các công ty trong tập đoàn. Hành vi gian lận như vậy có thể dễ dàng bị phát hiện nếu có nền tảng giao dịch tập trung hoặc cơ sở dữ liệu thông tin tập trung về tất cả các giao dịch trái phiếu.

Văn hóa xếp hạng tín nhiệm cũng như các tổ chức xếp hạng tín nhiệm còn khá mới ở Việt Nam. Nghị định số 88/2014/NĐ-CP quy định về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm (2014) đã tạo cơ sở pháp lý cho các tổ chức xếp hạng tín nhiệm được cấp phép hoạt động. Việt Nam hiện có hai tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong nước là Phát Thịnh Rating (cấp phép năm 2017) và FiiGroup (cấp phép năm 2020). Cả hai tổ chức đều khá mới và đang trong quá trình xây dựng thương hiệu và chuyên môn. Ngược lại, các tổ chức xếp hạng tín nhiệm ở các quốc gia khác trong khu vực có lịch sử khá lâu đời, chẳng hạn như Phil Ratings (Philippines) được thành lập vào năm 1985, Rating Agency Malaysia vào năm 1990 và Pefindo (Indonesia) vào năm 1993. Quy mô thị trường xếp hạng tín nhiệm hiện tại còn khá nhỏ (Kathpalia và cộng sự 2020). Việc thiếu văn hóa xếp hạng tín nhiệm, thiếu sự đa dạng hoá trong danh mục đầu tư của các nhà đầu tư và quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp khá nhỏ và mới dẫn đến nhu cầu đầu tư trái phiếu còn thấp. Các ngân hàng và nhà đầu tư cá nhân là những nhà đầu tư chính trên thị trường. Các ngân hàng có nguồn thông tin riêng của họ, vì hầu hết các công ty đều có mối quan hệ với ngân hàng. Các nhà đầu tư cá nhân tìm kiếm trái phiếu có lợi suất cao, kỳ hạn ngắn và thường không tính đến rủi ro tín dụng. Thị trường còn khá mới và các nhà đầu tư vẫn chưa nhìn thấy nguy cơ vỡ nợ. Để tránh phải công bố thông tin và tiết kiệm chi phí xếp hạng, các công ty thường ưu tiên phát hành riêng lẻ vì hình thức này không yêu cầu xếp hạng tín nhiệm. Đây là phương thức phát hành chủ đạo tại thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam. Quy định mới yêu cầu tất cả các đợt phát hành quy mô lớn của công ty phải được xếp hạng tín nhiệm sẽ có hiệu lực vào năm 2023 và có khả năng sẽ thúc đẩy

nhu cầu xếp hạng tín nhiệm. Nhiều quốc gia trong khu vực yêu cầu bắt buộc xếp hạng tín nhiệm trong giai đoạn thị trường mới phát triển để xây dựng văn hóa xếp hạng tín nhiệm. Malaysia yêu cầu xếp hạng tín nhiệm cho đến năm 2016. Ấn Độ yêu cầu xếp hạng tín nhiệm đối với tất cả các đợt phát hành, kể cả phát hành riêng lẻ. Luật hiện hành không cho phép quỹ hưu trí (nhà nước hoặc tư nhân) đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp ngoài lĩnh vực ngân hàng. Hơn nữa, việc thay đổi quy định và cho phép quỹ hưu trí đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp có xếp hạng tín nhiệm cao cũng có thể cải thiện nhu cầu thị trường.

Quốc gia	Tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong nước	Năm thành lập	Ước tính số lượng tổ chức đã xếp hạng	Có phải là xếp hạng bắt buộc?
Indonesia	Pefindo, Fitch	1993	>700	Có
Malaysia	RAM, MARC	1990	>250	Không
Philippines	Phil Ratings	1985	>75	Có
Singapore	Moody's, S&P, Fitchb	1995	>100	Không
Thái Lan	TRIS, Fitch	1993	>200	Có
Việt Nam	Sài Gòn Phát Thịnh, Fiin Rating	2017	30	Không

Bảng 14. Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong nước ở một số quốc gia (Nguồn: Kathpalia, 2020)

3.2. Khu vực tư nhân quy mô nhỏ của Việt Nam là nguyên nhân, không phải kết quả của hạn chế tài chính

Khu vực kinh tế tư nhân có quy mô nhỏ là một trong những nguyên nhân khiến thị trường trái phiếu doanh nghiệp không phát triển như kỳ vọng. Một yếu tố quan trọng quyết định việc doanh nghiệp có muốn phát hành công cụ nợ ra công chúng hay không nằm ở quy mô doanh nghiệp. Datta và cộng sự (2000) cho rằng các doanh nghiệp có quy mô nhỏ cảm thấy chi phí phát hành trái phiếu ra công chúng khá tốn kém, cụ thể là chi phí bảo lãnh phát hành, nộp hồ sơ đăng ký, các chi phí pháp lý và xếp hạng trái phiếu. Áp dụng mô hình kinh tế lượng Probit và dữ liệu chào bán trái phiếu ở Hoa Kỳ, các tác giả nhận thấy các công ty có quy mô lớn hơn có khả năng phát hành trái phiếu cao hơn. Dựa trên dữ liệu phân tích của 9 nền kinh tế ở châu Á giai đoạn 1995-2007, Mizen và Tsoukas (2014) lập luận rằng quy mô công ty có tác động tích cực đến khả năng phát hành trái phiếu. Nguyên nhân được hai tác giả lý giải là do chi phí cố định phát hành trái phiếu ở mức cao. Hầu hết các doanh nghiệp Việt Nam ở quy mô nhỏ hoặc siêu nhỏ, chiếm gần 94% tổng số doanh nghiệp hoạt động. Tốc độ tăng số lượng doanh nghiệp ở phân khúc này nhanh hơn so với các doanh nghiệp lớn. Hầu hết các doanh nghiệp lớn đều là doanh nghiệp nhà nước, do đó, số lượng doanh nghiệp tư nhân quy mô lớn chỉ còn lại con số rất nhỏ. Điều này tạo ra tác động tiêu cực đến sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

	Số lượng doanh nghiệp (2018)	Tỷ lệ phần trăm (2018)	Những thay đổi giữa giai đoạn 2011-2015 so với giai đoạn 2016-2018
Doanh nghiệp quy mô siêu nhỏ	382.444	62,6%	154,8%
Doanh nghiệp quy mô nhỏ	189.879	31,1%	136,9%
Doanh nghiệp vừa	21.306	3,5%	143,3%
Doanh nghiệp lớn	17.008	2,8%	134,4%

Bảng 15. Số lượng doanh nghiệp theo quy mô (Nguồn: Sách Trắng Doanh nghiệp Việt Nam 2020)

Ngoài các doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản và tài chính, rất ít doanh nghiệp ở lĩnh vực khác có khả năng phát hành trái phiếu. Đây là điểm hoàn toàn khác biệt với thị trường

trái phiếu ở các quốc gia phát triển. Ở các quốc gia này, trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu do các doanh nghiệp sản xuất phát hành, khiến thị trường trái phiếu doanh nghiệp trở thành chất xúc tác cho sự phát triển của kinh tế đất nước. Kết quả phân tích dữ liệu cho thấy nợ ngắn hạn, gồm tiền gửi và khoản vay từ khách hàng và các tổ chức tín dụng khác, là các nguồn vốn chiếm tỷ trọng lớn của các ngân hàng thương mại Việt Nam trong hơn 10 năm qua. Tương tự, danh mục nợ của năm doanh nghiệp lớn nhất không thuộc lĩnh vực tài chính chủ yếu là nợ ngắn hạn. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất dường như đã quen với việc huy động vốn dài hạn bằng tín dụng ngân hàng. Tuy nhiên, khi các công ty bất động sản Việt Nam bắt đầu phát hành trái phiếu từ năm 2013, thì chỉ ba năm sau đó, trái phiếu doanh nghiệp đã chiếm gần 50% tổng dư nợ của các công ty này. Nói tóm lại, có thể nhận thấy nợ ngắn hạn vẫn là các nguồn huy động vốn chính của các ngân hàng và doanh nghiệp sản xuất Việt Nam, và tín dụng ngân hàng vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong nhu cầu huy động vốn của doanh nghiệp tại Việt Nam. **Huy động vốn bằng hình thức phát hành trái phiếu chỉ phổ biến ở các doanh nghiệp bất động sản.** Trong vòng hai năm trở lại đây, với giá trị phát hành chiếm tỷ trọng lớn nhất trên thị trường, các doanh nghiệp bất động sản đóng vai trò chủ lực trong việc thúc đẩy sự tăng trưởng nhanh chóng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam.

Theo Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam, kỳ hạn trái phiếu do các doanh nghiệp bất động sản phát hành bình quân là khoảng 3,8 năm, với lãi suất khi đáo hạn là khoảng 11%. Vốn dĩ nhà đầu tư sẵn sàng mua trái phiếu doanh nghiệp bất động sản vì loại trái phiếu này có lãi suất cao gấp hai, thậm chí gấp ba lần lãi suất huy động của ngân hàng. Tuy nhiên, hầu hết trái phiếu do các doanh nghiệp bất động sản phát hành là trái phiếu “ba không” (không xếp hạng tín nhiệm, không có tài sản đảm bảo và không có tổ chức bảo lãnh), trong khi đó, một số ít trái phiếu được đảm bảo bằng các dự án được hình thành trong tương lai, điều này gây ra các rủi ro tiềm ẩn cho các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư và các cơ quan quản lý không thể biết chính xác liệu vốn mà các doanh nghiệp phát hành huy động được có được sử dụng hiệu quả như kỳ vọng hay không, khiến cho nhà đầu tư khó thu hồi vốn lẫn lãi trái phiếu khi trái phiếu đáo hạn nếu doanh nghiệp kinh doanh thất bại hoặc thị trường đóng băng. Thời gian qua, một số tổ chức phát hành vi phạm luật (như trường hợp của doanh nghiệp Tân Hoàng Minh) đã khiến nhiều nhà đầu tư mất niềm tin vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Đây là một thách thức không nhỏ đối với thị trường trái phiếu Việt Nam vốn có tốc độ tăng trưởng nhanh về số lượng trái phiếu phát hành, khối lượng trái phiếu giao dịch và bắt đầu thu hút sự chú ý của giới nhà đầu tư.

Chỉ có một số ít các tập đoàn tư nhân hoạt động mạnh ở các lĩnh vực khác có lợi thế cạnh tranh trong phát hành trái phiếu doanh nghiệp (gồm có ngành tiện ích, giao thông vận tải, năng lượng và viễn thông). Ngoài tài chính và bất động sản, đây là những lĩnh vực tạo ra dòng tiền ổn định và có sự tín nhiệm. Tuy nhiên, ở Việt Nam, những lĩnh vực này chủ yếu do các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) chiếm lĩnh. Đây cũng vừa là thách thức, vừa là cơ hội cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam. Một mặt, các DNNN có lợi thế trong việc tiếp cận tín dụng ưu đãi của ngân hàng, do đó, các doanh nghiệp này ít có động lực phát hành trái phiếu. Chỉ có duy nhất một công ty tư nhân trong lĩnh vực năng lượng ở Việt Nam phát hành trái phiếu trong năm 2021 vừa qua, đó là công ty Trung Nam. Mặt khác, theo chỉ thị của chính phủ, các DNNN cần chuyển đổi phương thức huy động vốn từ tín dụng ngân hàng sang phát hành trái phiếu. Động thái này có thể khiến một số DNNN trong những lĩnh vực trên sẽ là các nhà cung cấp tiềm năng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Trung Quốc	Tiện ích (2); Giao thông vận tải (1); Năng lượng (1); Điện (1); Tư liệu sản xuất (1); Than đá (1)
Hồng Kông	Giao thông vận tải (4); Tiện ích (2); Công nghiệp (1)
Indonesia	Viễn thông (3); Dịch vụ quản lý sân bay (2); Bột giấy và Giấy (2); Năng lượng (1); Sản xuất Hóa chất (1); Hóa dầu (1); Thức ăn (1); Giao thông vận tải (1);
Hàn Quốc	Giao thông vận tải (2); Điện (1); Phát triển doanh nghiệp vừa và nhỏ (1)
Malaysia	Năng lượng, Khí đốt và Nước (7); Giao thông vận tải, Lưu trữ và Truyền thông (3)
Philippines	Năng lượng và Điện (3); Điện (1); Nước (1); Thực phẩm và Đồ uống (1); Bán buôn và Bán lẻ (1)
Singapore	Tiện ích (3); Giao thông vận tải (2); Hàng Tiêu Dùng (1); Dịch vụ Môi trường (1); Truyền thông (1);
Thái Lan	Năng lượng và Tiện ích (4); Truyền thông (3); Thực phẩm và Đồ uống (3); Thương mại (2); Vật liệu xây dựng (1); Khách sạn và Giải trí (1); Hóa dầu và Hóa chất (1); Vận tải và Hậu cần (1)
Việt Nam	Sản xuất (2); Năng lượng (1); Khai khoáng (1)

*Bảng 16. Các lĩnh vực của Top 30 doanh nghiệp phát hành trái phiếu (không tính lĩnh vực tài chính/ ngân hàng và bất động sản/ xây dựng)
(Nguồn: Báo cáo Asian Bond Monitor, ADB, 2021)*

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp là kênh huy động vốn rất tiềm năng mà cả doanh nghiệp tư nhân và DNNN vì Việt Nam cần đầu tư lớn vào lĩnh vực tiện ích và hạ tầng. Ở các quốc gia khác trong khu vực, các lĩnh vực có tiềm năng huy động vốn qua chào bán trái phiếu là lĩnh vực tiện ích, giao thông vận tải và điện năng. Việt Nam cần đầu tư lớn vào các lĩnh vực này để thúc đẩy phát triển kinh tế. Chỉ tính trong giai đoạn 2021-2030, thành phố Hồ Chí Minh có thể cần nguồn vốn 42 tỷ USD chỉ để đầu tư nâng cấp cơ sở hạ tầng. Với các đề xuất đầu tư của Bộ Giao thông vận tải vào tuyến đường cao tốc quốc gia, đường sắt tốc độ cao, cảng nước sâu, cảng hàng không quốc tế, vốn đầu tư cho giai đoạn 2021-2030 ước tính dao động từ 43 đến 65 tỷ USD. Theo một báo cáo của chính phủ, vốn đầu tư cho hạ tầng lưới điện và hoạt động sản xuất điện năng đến năm 2030 dự kiến cần 134.7 tỷ USD. Những cải cách quy định liên tục trong những lĩnh vực này để nâng cao vai trò của khu vực tư nhân, cùng với nỗ lực chuyển đổi hình thức huy động vốn của các DNNN sang thị trường trái phiếu, là những yếu tố thúc đẩy thị trường trái phiếu phát triển.

3.3. Về phía cầu, tệp nhà đầu tư trên thị trường vốn còn thiếu

Tệp nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam thiếu sự đa dạng. Ngân hàng vẫn là nhà đầu tư lớn nhất trên thị trường, nắm giữ 71,5% tổng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp năm 2020. Các nhà đầu tư cá nhân nắm giữ 13%. Tỷ lệ nắm giữ của các công ty chứng khoán là 1,5% (Fii Ratings, 2021). Tỷ lệ nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp của các ngân hàng tại Việt Nam cao bất thường so với các quốc gia lân cận. Khác với những quốc gia khác, các quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm chưa đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Trái phiếu doanh nghiệp do ngân hàng nắm giữ (tính theo tỷ lệ trên tổng dư nợ trái phiếu)	
Các nền kinh tế phát triển	
Khu vực đồng Euro (2018)	23%
Nhật Bản (2018)	49%
Anh Quốc (2018)	32%
Hoa Kỳ (2018)	7%
Các nền kinh tế đang phát triển	
Trung Quốc (2015)	28%
Ấn Độ (2015)	16%
Indonesia (2015)	19,5%
Việt Nam (2020)	71,5%

Bảng 17. Tỷ lệ nắm giữ trái phiếu của các ngân hàng ở các quốc gia phát triển và đang phát triển (Nguồn: Amariei và cộng sự, 2017, Finn Rating, 2021; Çelik, S., G. Demirtaş và M. Isaksson, 2020)

Ở nhiều nước trên thế giới, quỹ hưu trí là các nhà đầu tư quan trọng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, tuy nhiên, xu hướng này chưa được ghi nhận tại Việt Nam. Hệ thống quỹ hưu trí ở Việt Nam do Bảo hiểm xã hội (BHXH) Việt Nam chi phối, dưới sự quản lý của nhà nước. Trên thực tế, Dragon Capital thành lập quỹ hưu trí tự nguyện của khu vực tư nhân đầu tiên ở Việt Nam vào năm 2021 (Dragon Capital, 2021).

Tuy nhiên, tỷ trọng đầu tư của BHXH Việt Nam vào trái phiếu chính phủ trên tổng tài sản quản lý (85,2%) chưa được tương xứng. Tỷ trọng tài sản còn lại được đầu tư vào kênh tiền gửi ngân hàng. Với quy mô tổng tài sản là 31 tỷ USD, Quỹ BHXH Việt Nam có thể đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường trái phiếu trong nước. Tuy nhiên, việc phân bổ tài sản của Quỹ BHXH được ghi nhận có xu hướng đầu tư vào trái phiếu chính phủ có lãi suất thấp. Nghị định 30/2016/NĐ-CP quy định chi tiết hoạt động đầu tư của Quỹ BHXH Việt Nam. Hoạt động đầu tư từ Quỹ BHXH phải được thực hiện theo thứ tự ưu tiên như sau:

- (i) Mua trái phiếu Chính phủ
- (ii) Cho ngân sách nhà nước vay
- (iii) Gửi tiền, mua trái phiếu, kỳ phiếu, tín phiếu, chứng chỉ tiền gửi tại các ngân hàng thương mại “có chất lượng hoạt động tốt” theo xếp loại tín nhiệm của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Hiện tại, Nghị định 30/2016/NĐ-CP quy định hoạt động đầu tư từ quỹ bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế, bảo hiểm thất nghiệp ưu tiên đầu tư vào trái phiếu chính phủ. Trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu không nằm trong danh mục tài sản mà các quỹ này được phép đầu tư. Hơn nữa, Nghị định 30/2016/NĐ-CP không cho phép các cá nhân và tổ chức quản lý quỹ bên ngoài tham gia vào hoạt động đầu tư của các quỹ này. Hầu hết các quốc gia trong khu vực có hệ thống quỹ hưu trí công có quy mô lớn. Tuy nhiên, các quỹ hưu trí do nhà nước quản lý mới là những nhà đầu tư quan trọng đối với thị trường trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp. Các quỹ này cũng tích cực tìm kiếm các nhà quản lý tài năng từ khu vực tư nhân để tăng hiệu suất cho danh mục đầu tư của quỹ.

Ngoài các quy định hiện hành, có hai lí do chính đằng sau tâm lý e ngại rủi ro của các cán bộ công chức và định hướng của Chính phủ trong việc áp dụng chiến lược mua và nắm giữ dài hạn, gây ra trở ngại khiến hệ thống hưu trí không tham gia thúc đẩy phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Thứ nhất, về bản chất, tài chính là sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Cán bộ công chức không muốn chấp nhận rủi ro vì lương của họ không đổi. Các DNNN có thể hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng thương mại vì trong hầu hết các trường hợp, người vay sẽ trả nợ, nếu không trả được, tài sản thế chấp sẽ là nguồn đảm bảo khi vỡ

nợ. Lợi nhuận và hoàn trả trong lĩnh vực ngân hàng tương đối ổn định. Thị trường tài chính thì hoàn toàn khác, rủi ro cao hơn nên lợi nhuận cao hơn. Các khoản đầu tư của DNNN vào thị trường tài chính có khả năng hoạt động kém hiệu quả khi các danh mục đầu tư do cán bộ công chức quản lý. Vì lí do này, các DNNN cũng không hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng đầu tư. Lĩnh vực kinh doanh ngân hàng thương mại có mức độ rủi ro thấp hơn nên có các DNNN lớn tham gia. Thứ hai, chiến lược mua và nắm giữ dài hạn dù góp phần gây ra vấn đề thanh khoản thấp trên thị trường trái phiếu nhưng vẫn được lựa chọn là do đầu tư của Chính phủ về bản chất là dài hạn.

Một số ví dụ về hình thức hợp tác công tư trong hoạt động quản lý quỹ đầu tư hưu trí công:

- (i) Quỹ lương hưu cho người lao động của Malaysia (tên tiếng Anh là Employees' Provident Fund, viết tắt EPF) do nhà nước quản lý hiện đang đầu tư 43% tổng tài sản vào thị trường cổ phiếu và 46% tổng tài sản vào các công cụ tài chính có thu nhập cố định (theo báo cáo EPF, 2021). Trong tổng số tài sản được đầu tư vào các công cụ tài chính có thu nhập cố định, danh mục đầu tư vào trái phiếu chính phủ chiếm 55,3% và phần còn lại 44,7% vào trái phiếu doanh nghiệp. Hội đồng Đầu tư của Quỹ EPF, gồm các thành viên đại diện từ Ngân hàng Trung ương Malaysia, Bộ Tài chính và ba chuyên gia trong lĩnh vực đầu tư ở khu vực tư nhân, được giao nhiệm vụ giải quyết các vấn đề liên quan đến hoạt động đầu tư của quỹ. Bên cạnh đó, ngoài các chuyên gia ở khu vực tư nhân là thành viên trong Hội đồng Đầu tư, EPF còn thuê các nhà quản lý quỹ bên ngoài để quản lý một phần tài sản đầu tư của quỹ.
- (ii) Quỹ An sinh xã hội quốc gia Trung Quốc (tên tiếng Anh National Social Security Fund, viết tắt NSSF) do nhà nước quản lý và hiện đang nắm giữ danh mục đầu tư khá đa dạng. Kể từ sau hoạt động cải cách quy định năm 2006, NSSF phải thuê các nhà quản lý quỹ bên ngoài để đẩy mạnh đầu tư tài sản do quỹ quản lý, ngoài kênh tiền gửi ngân hàng và trái phiếu chính phủ. Năm 2012, NSSF đã thuê 10 nhà quản lý quỹ trong nước và 22 nhà quản lý quỹ quốc tế để quản lý tài sản của quỹ (ADB, 2012). Chiến lược đa dạng hóa danh mục đầu tư kể từ sau cải cách quy định năm 2006 đã cải thiện kết quả kinh doanh của Quỹ rất nhiều. Quy định của Trung Quốc cũng cho phép NSSF đầu tư tối đa 20% tổng tài sản do quỹ quản lý vào trái phiếu doanh nghiệp (ADB, 2012). Tập đoàn Đầu tư Trung Quốc (China Investment Corporation, CIC) là cơ quan đầu tư cho Vụ Quản lý Ngoại hối (State Administration for Foreign Exchange, SAFE) và hiện đang quản lý quỹ tài sản quốc gia lớn thứ hai trên thế giới. Tính đến cuối năm 2015, CIC quản lý tổng giá trị tài sản gần 748 tỷ EUR, trong đó tài sản do nội bộ quản lý chiếm 33,1% và tài sản do đơn vị bên ngoài quản lý chiếm 66,9% (Amariei và cộng sự, 2017).
- (iii) Tại Ấn Độ, các quỹ hưu trí nắm giữ 11% tổng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp (2015). Tổ chức quỹ lương hưu cho người lao động (tên tiếng Anh Employee Provident Fund Organization, viết tắt EPFO) do nhà nước quản lý, trực thuộc Bộ Lao động và Việc làm, hiện đang nắm giữ hai phần ba thị trường hưu trí tại Ấn Độ. Một phần ba còn lại thuộc về các quỹ hưu trí tư nhân. Theo luật quy định, EPFO phải đầu tư:
 - Tối thiểu 45% và tối đa 50% tổng tài sản vào các loại chứng khoán chính phủ;
 - Tối thiểu 35% và tối đa 45% vào chứng khoán nợ do các tổ chức tài chính và phi tài chính phát hành;
 - Tối đa 5% tổng tài sản vào các công cụ thị trường tiền tệ;
 - Tối thiểu 5% và tối đa 15% tổng tài sản vào cổ phiếu và các công cụ có liên quan;
 - 5% vào chứng khoán đảm bảo bằng tài sản và các quỹ ủy thác đầu tư hạ tầng (Amariei và cộng sự, 2017).

EPFO đã thuê các công ty quản lý quỹ chuyên nghiệp bên ngoài để quản lý tài sản của quỹ, cụ thể: Công ty Quản lý Tài sản UTI, SBI Mutual Fund Reliance Capital và Công ty Quản lý Tài sản HSBC (Nanda, 2019). Theo Hệ thống Quỹ hưu trí mới (NPS) do nhà nước Ấn Độ quản lý, người lao động có quyền lựa chọn vào quỹ hưu trí có các chính sách đầu tư thận trọng, mạo hiểm hoặc vừa phải.

- (iv) Tại Indonesia, hai quỹ hưu trí do nhà nước quản lý chiếm 60% tổng tài sản hưu trí. Hai quỹ hưu trí do nhà nước quản lý nắm giữ 27,6% tổng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp (2015). Các quỹ hưu trí tư nhân chỉ đầu tư 17% tổng danh mục tài sản vào trái phiếu chính phủ. Danh mục tài sản còn lại được đầu tư vào các công cụ thị trường tiền tệ (31%), trái phiếu doanh nghiệp (21%), cổ phần (16%), quỹ tương hỗ (9%) và các kênh khác (9%) (Amariei và cộng sự, 2017).

Việc thiếu quan hệ đối tác công/tư trong hoạt động đầu tư của quỹ hưu trí cản trở cơ hội phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Về bản chất, quản lý nhà nước trong hoạt động đầu tư không thể phát huy hiệu quả trong hoạt động đầu tư tài chính. Đầu tư tài chính là sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Một cán bộ công chức với mức lương không thay đổi cho dù kết quả đầu tư của danh mục mà cán bộ này quản lý sinh lời, sẽ không có động lực để nhân viên này chấp nhận rủi ro. Việc hạn chế đầu tư vào các tài sản có tính rủi ro hơn ngoài trái phiếu chính phủ sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận thực cho Quỹ BHXH Việt Nam, ảnh hưởng đến tính bền vững của quỹ. BHXH Việt Nam dự báo chỉ trong 10 năm nữa, nguồn chi của quỹ sẽ vượt quá nguồn thu. So với tỷ suất lợi nhuận của các quỹ hưu trí khác ở các quốc gia phát triển và đang phát triển, tỷ suất lợi nhuận của quỹ BHXH Việt Nam ở mức rất thấp.

Tỷ suất lợi nhuận của các quỹ hưu trí được chọn			
BHXH Việt Nam (2018)	Quỹ An sinh Xã hội quốc gia Trung Quốc (2020)	Quỹ EPF Malaysia (2020)	Bình quân của các quốc gia thành viên OECD (2020)
2,3%	13,45%	9.039%	4%

Bảng 18. Tỷ suất lợi nhuận thực của các quỹ hưu trí được chọn (Nguồn: tuoitre.vn, OECD, <https://www.asiaasset.com/>, <https://www.pionline.com/> đã trừ lạm phát)

Hoạt động quản lý đầu tư hiện nay của BHXH Việt Nam đang gặp phải những thách thức sau:

- (i) Thiếu động cơ lợi nhuận cho hoạt động quản lý đầu tư. Tỷ suất lợi nhuận thực của quỹ BHXH Việt Nam là vô cùng thấp so với các quỹ hưu trí tương tự do nhà nước quản lý ở các quốc gia lân cận. Điều này sẽ ảnh hưởng bất lợi đến tính bền vững của quỹ khi dân số Việt Nam ngày càng già đi. Theo Ngân hàng Thế giới (2021), dân số Việt Nam bước vào giai đoạn già hóa vào năm 2015 và trở thành xã hội có dân số già vào năm 2035.
- (ii) Với quy mô tài sản đầu tư lớn (31 tỷ USD), quy định pháp lý hiện nay trong hoạt động đầu tư của quỹ có thể khiến thị trường bị bóp méo và giảm tính thanh khoản của thị trường. Vì thiếu động cơ lợi nhuận nên cách đơn giản mà Quỹ BHXH Việt Nam đầu tư là mua 40% dư nợ trái phiếu chính phủ và nắm giữ đến khi đáo hạn.
- (iii) Hoạt động đầu tư hiện nay đang cản trở sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Trong khi hầu hết các quỹ hưu trí ở các quốc gia khác đầu tư đáng kể vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Nếu quỹ BHXH Việt Nam chỉ cần đầu tư 50% vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp, hoặc tương đương 5% GDP, thì quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam sẽ tương đương với Thái Lan tính theo tỷ lệ phần trăm trên GDP.

(iv) Hoạt động đầu tư hiện nay của quỹ làm giảm tính thanh khoản của thị trường, từ đó cản trở sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức. Một nghiên cứu do Oman thực hiện cho thấy về bản chất, chiến lược đầu tư của chính phủ có xu hướng nắm giữ dài hạn. Việc gia tăng tỷ lệ nắm giữ của chính phủ gây ra tác động bất lợi đến khối lượng giao dịch. Chan và cộng sự (2002) thực hiện một nghiên cứu về các biện pháp can thiệp của chính phủ Hồng Kông vào thị trường năm 1998. Nghiên cứu cho thấy can thiệp của chính phủ làm giảm khối lượng cổ phiếu tự do chuyển nhượng trên thị trường, dẫn đến giảm thanh khoản thị trường. Tỷ lệ nắm giữ tài sản trái phiếu của quỹ BHXH Việt Nam có khối lượng tương đối lớn so với quy mô thị trường. Sự thiếu đa dạng của tệp nhà đầu tư khiến cho khối lượng đáng kể trái phiếu đồng nội tệ được nắm giữ trong danh mục “mua và nắm giữ đến khi đáo hạn” (ADB, 2013) sẽ làm cản trở tính thanh khoản của thị trường.

Ở khắp các quốc gia, các công ty bảo hiểm là nhà đầu tư quan trọng trên thị trường trái phiếu. Tốc độ tăng trưởng ngày càng nhanh của thị trường trái phiếu Việt Nam đang tạo ra nhu cầu cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn còn hạn chế do tính thanh khoản thấp. Kể từ năm 2006, tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm ở Việt Nam đã và đang tăng trưởng xấp xỉ 20% (WB, 2019 và BSC, 2021). Năm 2021, tổng tài sản của các doanh nghiệp bảo hiểm tăng trưởng 23,86%, đạt 710.002 tỷ VND, trong đó có 577.069 tỷ VND (khoảng 25 tỷ USD) được tái đầu tư vào nền kinh tế. Trước tình trạng tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm thấp như hiện nay, để góp phần đảm bảo tốc độ tăng trưởng kinh tế bền vững trong tương lai và tốc độ tăng trưởng ngành cao, ngành bảo hiểm có thể đa dạng hóa hoạt động đầu tư vào thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

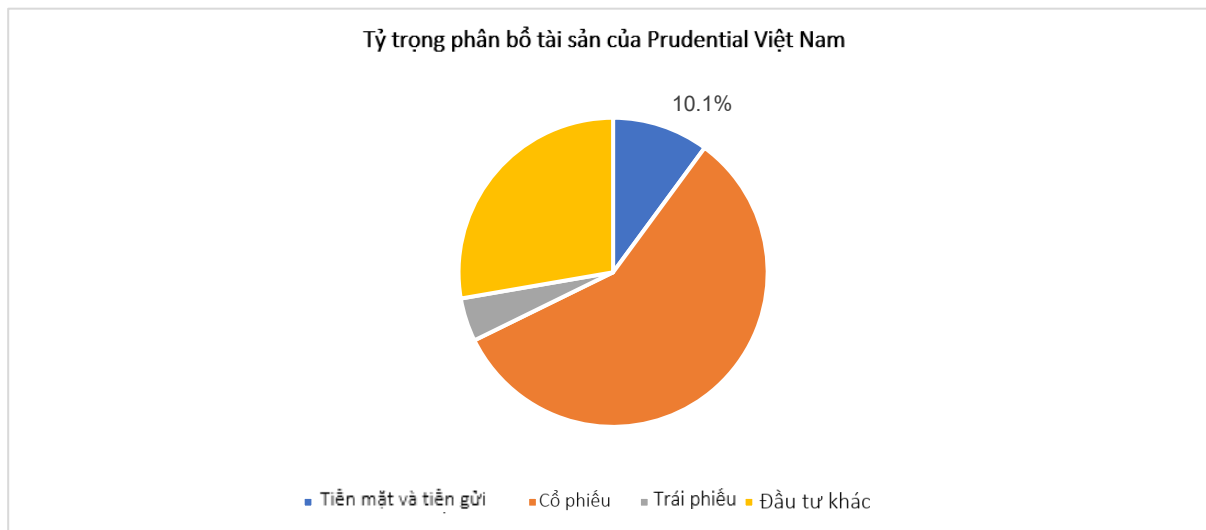
Quốc gia	Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm (2018)	Phí bảo hiểm bình quân đầu người (USD, 2018)
Trung Quốc	4,03%	402,5
Malaysia	3,66%	404,6
Thái Lan	5,87%	384,3
Việt Nam	2,40%	60,8
OECD	8,9%	3489

Bảng 19. Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm ở các quốc gia lựa chọn (Nguồn: WB, 2020 và stats.oecd.org)

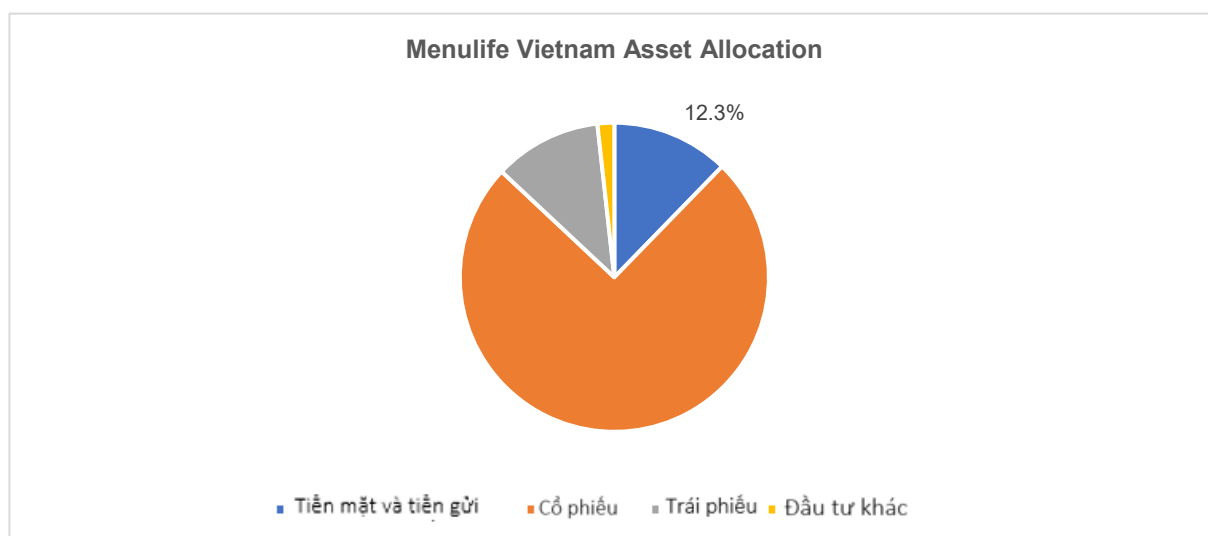
Ngành bảo hiểm có sự tham gia của nhiều đơn vị trong và ngoài nước. Các công ty bảo hiểm trong nước chiếm lĩnh thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, trong khi các công ty bảo hiểm nước ngoài làm chủ thị trường bảo hiểm nhân thọ. Dưới đây là 5 công ty bảo hiểm phi nhân thọ lớn nhất trên thị trường xét theo thị phần: Bảo Việt, PVI, PTI, Bảo Minh và PJICO. Tất cả các đơn vị đều là công ty nhà nước. 5 công ty bảo hiểm nhân thọ lớn nhất, đó là: Bảo Việt, Prudential, Manulife, Dai-ichi và AIA. Ngoại trừ Bảo Việt là doanh nghiệp trong nước chiếm 21,9% thị phần, các doanh nghiệp còn lại đều là doanh nghiệp FDI.

Ở các quốc gia phát triển và các quốc gia lân cận, công ty bảo hiểm là nhà đầu tư quan trọng trên thị trường vốn, đặc biệt là thị trường trái phiếu. Các công ty này chỉ giữ một tỷ lệ nhỏ tài sản dưới hình thức tiền mặt và tiền gửi ngân hàng. Tỷ lệ duy trì tài sản bằng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng bình quân của các công ty bảo hiểm trong khu vực vào khoảng 10%. Tổng tài sản còn lại được đầu tư vào trái phiếu và cổ phiếu. Các công ty bảo hiểm nước ngoài tại Việt Nam cũng theo thông lệ tương tự, nắm giữ khoảng 10% tài sản dưới dạng tiền mặt và tiền gửi. Trong khi đó, các công ty bảo hiểm trong nước thường nắm giữ tỷ trọng lớn tiền gửi ngân hàng, bình quân khoảng 80%. Cùng một môi trường hoạt động, sự khác biệt trong hoạt động đầu tư này giữa các công ty bảo hiểm nước ngoài và công ty bảo hiểm trong nước nằm

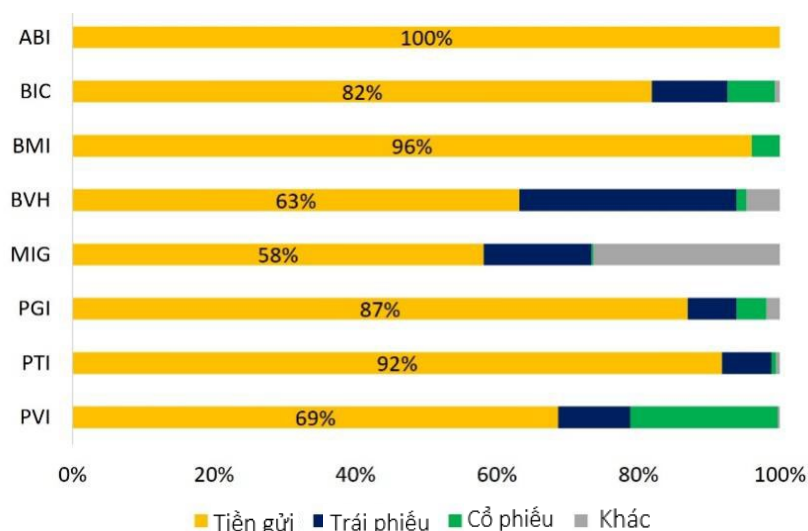
ở hoạt động quản lý của các công ty bảo hiểm trong nước. Nhiều doanh nghiệp bảo hiểm trong nước thuộc sở hữu nhà nước hoặc là công ty con của ngân hàng. Một trong những lý do giải thích cho thông lệ đầu tư này của các doanh nghiệp trong nước có thể do thiếu động cơ lợi nhuận. Có thể các công ty mẹ, các ngân hàng cảm thấy có lợi hơn cho toàn bộ tổ chức nếu các công ty bảo hiểm, là các công ty con, đóng vai trò như một chi nhánh thu tiền gửi.



Hình 21. Tỷ trọng phân bổ tài sản của Prudential Việt Nam (Nguồn: Prudential Việt Nam)



Hình 22. Tỷ trọng phân bổ tài sản của Manulife Việt Nam (Nguồn: Manulife Việt Nam)



Hình 23. Tỷ trọng phân bổ tài sản của các công ty bảo hiểm trong nước tại Việt Nam (Nguồn: BSC 2021)

Ngân hàng và các nhà đầu tư cá nhân chiếm lĩnh thị trường. Nhà đầu tư cá nhân không phải là “nhà tạo lập thị trường” và không thể tạo ra thanh khoản thị trường. Họ quan tâm đến trái phiếu ngắn hạn và trung hạn, không phải trái phiếu dài hạn. Các ngân hàng mua trái phiếu nhằm lách quy định “giới hạn cấp tín dụng” ở một số lĩnh vực nhất định (chẳng hạn như bất động sản) hoặc áp dụng đối với một số khách hàng nhất định. Do đó, nhu cầu giao dịch trái phiếu doanh nghiệp là rất thấp. Các nhà đầu tư truyền thống vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp là các quỹ hưu trí và công ty bảo hiểm; cả hai đối tượng nhà đầu tư này đều chưa mặn mà với thị trường trái phiếu Việt Nam. Đó cũng chính là những nguyên nhân cản trở sự phát triển của thị trường trái phiếu ở phía cung.

3.4. Tự do hóa tài chính: những gì đạt được và những gì chưa đạt được

Ở Việt Nam, tự do hóa tài chính gần như đã đạt được trong lĩnh vực ngân hàng, trong khi ở các lĩnh vực tài chính khác thì vẫn đang phát triển. Ngành ngân hàng đã áp dụng cách tiếp cận tự do hóa dần dần, thay vì cách tiếp cận “big bang” (“đồng loạt”) như ở các nước Trung và Đông Âu. Từng bước tiến tới tự do hóa tài chính đã được thực hiện ở cả Ngân hàng Trung ương và các ngân hàng thương mại.

Ngân hàng nhà nước Việt Nam, bắt đầu từ hệ thống ngân hàng đơn cấp vào thời kỳ trước năm 1986, dần chuyển đổi theo hướng hiện đại hóa, và hiện nay chú trọng hơn vào chức năng chính sách tiền tệ và giám sát ngành ngân hàng. Năm 1988, bốn ngân hàng thương mại do nhà nước sở hữu (NHTM nhà nước) được thành lập, đánh giá sự khởi đầu của hệ thống ngân hàng hai cấp. Mặc dù, Ngân hàng trung ương vẫn duy trì quyền kiểm soát ở các ngân hàng thương mại nhà nước, tuy nhiên, ngân hàng trung ương vẫn không can thiệp vào các quyết định phân bổ tín dụng trong hoạt động thường ngày của ngân hàng. Chức năng quản lý tài khóa đã được chuyển giao cho Kho bạc Nhà nước, điều này cho phép ngân hàng trung ương độc lập hơn trong việc triển khai các chính sách tiền tệ. Các cơ chế xác định lãi suất và tỷ giá hối đoái đã dần được tự do hóa, mặc dù các công cụ điều tiết như trần lãi suất và tỷ giá hối đoái vẫn đang còn áp dụng. Tự do hóa tài chính tài khoản vốn đang bị hạn chế nhằm tránh nguy cơ xảy ra khủng hoảng tài chính khi dòng vốn bị đảo chiều, mặc dù chính phủ đã có rất nhiều nỗ lực kêu gọi và thu hút vốn đầu tư FDI vào Việt Nam. Cách tiếp cận kết hợp từng bước các chiến lược khác nhau đã và đang phát huy hiệu quả tại Việt Nam. Trong hơn thập kỷ qua, Việt Nam đã duy trì được các nền tảng kinh tế vĩ mô

vững chắc, là tiền đề quan trọng để phát triển thị trường vốn dài hạn. Các công cụ điều tiết mang tính can thiệp, phi thị trường, chẳng hạn trần lãi suất, trần tỷ giá hối đoái, mặc dù hiếm khi được áp dụng nhưng vẫn còn tồn tại. Những công cụ này giúp xây dựng niềm tin của người dân trước nỗ lực của chính phủ nhằm tránh nguy cơ xảy ra cuộc khủng hoảng tương tự như cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 ở châu Á.

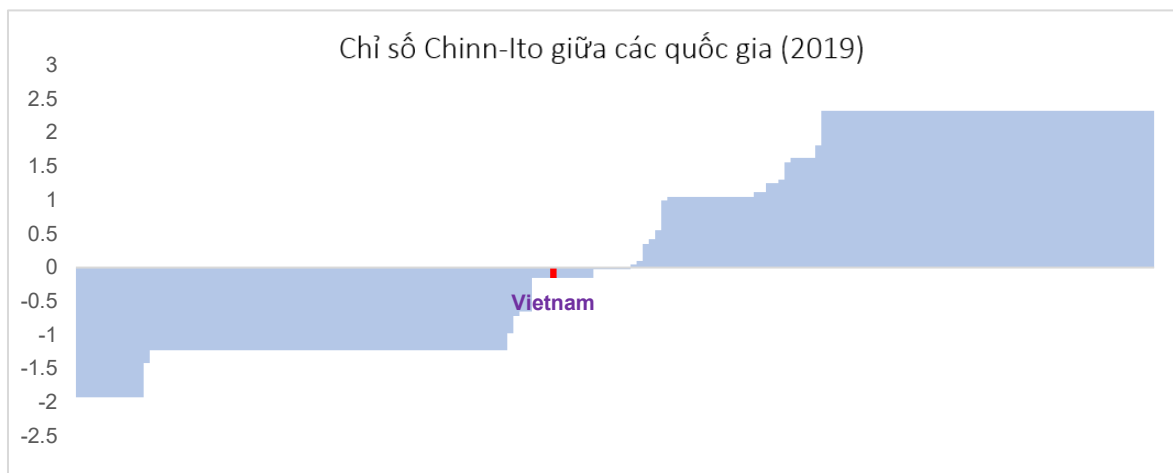
Thành phần tham gia vào lĩnh vực ngân hàng ngày càng đa dạng hóa, đặc biệt kể từ khi gia nhập WTO vào năm 2007, góp phần nâng cao hiệu quả trong ngành và nguyên tắc thị trường của thị trường tín dụng. Tính đến tháng 9 năm 2021, tổng tài sản của các NHTM cổ phần trong nước ở Việt Nam là 43,79% trên tổng tài sản toàn hệ thống ngân hàng, vượt qua tổng tài sản của các NHTM nhà nước (41,18%). Tổng tài sản của các ngân hàng nước ngoài chiếm 10,41% tổng tài sản toàn ngành. Với mô hình sở hữu ngày càng đa dạng của các NHTM nhà nước và sự tham gia của các tổ chức tài chính nước ngoài đã nâng cao tính hiệu quả của hoạt động ngành ngân hàng. Xu hướng cổ phần hóa NHTM nhà nước góp phần nâng cao tính hiệu quả trong vận hành và dịch vụ của ngành, mặc dù nhà nước vẫn nắm giữ tỷ lệ sở hữu chính (Le và cộng sự, 2019). Làn sóng ứng dụng công nghệ của các ngân hàng nước ngoài nhanh chóng lan sang các ngân hàng trong nước (Ferrari và Tran, 2020).

Cách tiếp cận kết hợp và thận trọng hơn đối với tự do hóa tài chính có thể mang lại kết quả không mong muốn, nhưng đó là chiến lược tốt nhất cho Việt Nam ở thời điểm hiện tại. Cách tiếp cận mạnh mẽ và quyết liệt hơn nữa để hướng tới tự do hóa toàn diện lãi suất và thị trường tín dụng có thể không mang lại kết quả như mong muốn nếu nguyên nhân của sự kém phát triển của thị trường vốn dài hạn nằm ở phía cầu chứ không phải phía cung. Nói cách khác, không có nhiều công ty tư nhân tốt với các dự án dài hạn khả thi bên ngoài lĩnh vực bất động sản. Điều đó không có nghĩa là tự do hóa tài chính không mang lại kết quả. Nguồn cung dịch vụ ngân hàng, đặc biệt là cho người tiêu dùng, đã mở rộng nhanh chóng trong một hệ thống được tự do hóa. Hộ gia đình có khả năng tiếp cận nhiều hơn với tài khoản tiết kiệm, tín dụng tiêu dùng và các dịch vụ ngân hàng khác. Sức ép cạnh tranh mang lại cho khách hàng nhiều lựa chọn hơn và chất lượng dịch vụ tốt hơn. Tuy nhiên, nếu lãi suất tiết kiệm và đầu tư thấp do hạn chế bởi nguồn cung các cơ hội đầu tư khả thi thì để lãi suất vận hành theo cơ chế thị trường sẽ không phải là giải pháp khả thi. Cạnh tranh giữa các ngân hàng không làm tăng đầu tư mà đẩy các ngân hàng vào các hoạt động rủi ro hơn để tìm kiếm lợi nhuận, cuối cùng dẫn đến bất ổn tài chính (Diaz-Alejandro, 1985).

Những người ủng hộ tự do hóa tài chính nhấn mạnh tầm quan trọng của quy định và hoạt động giám sát ngân hàng chặt chẽ, các yêu cầu về hệ số an toàn vốn cũng như các biện pháp hạn chế hoạt động cho vay và chấp nhận rủi ro quá mức cần thiết. Một số người cho rằng tự do hóa tài chính có khả năng thành công cao hơn khi đảm bảo một số điều kiện tiên quyết nhất định, chẳng hạn như ổn định kinh tế vĩ mô, hệ thống tài chính hoàn thiện và tự do thương mại (McKinnon, 1993). Tuy nhiên, những gì đã xảy ra trong cuộc khủng hoảng tài chính ở Đông Á và khủng hoảng tài chính toàn cầu cho thấy cho dù đã có những điều kiện tiên quyết này ở các thị trường tài chính tự do, cũng như ở các nước đang phát triển và các nước tiên tiến thì vẫn xảy ra tình trạng bất ổn và hiệu ứng bầy đàn.

3.5. Vốn quốc tế có thể là nguồn lực bổ sung nhưng không thể thay thế nguồn vốn trong nước

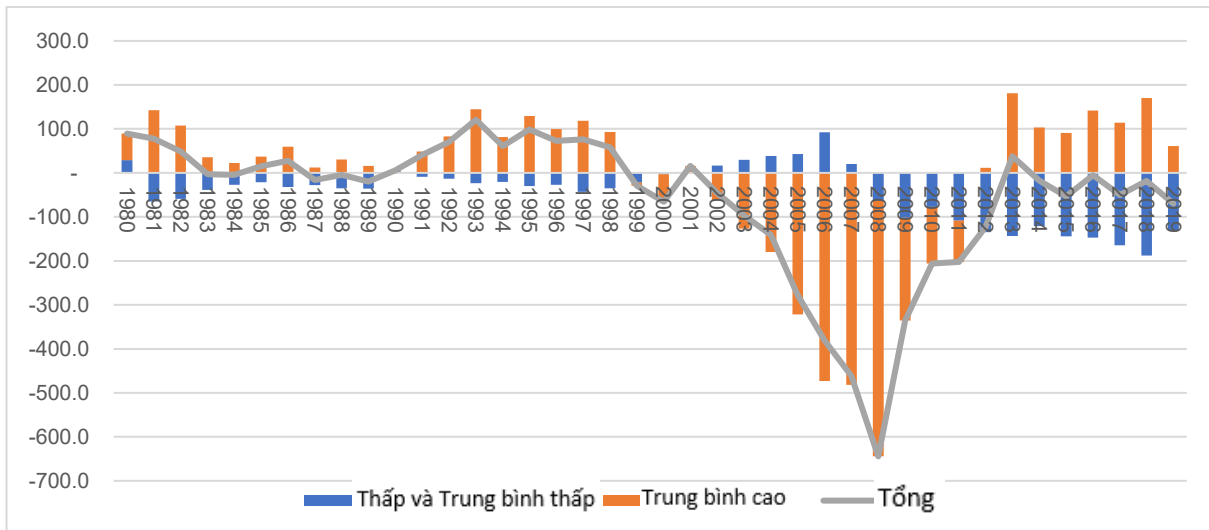
Việc chính phủ Việt Nam kiểm soát chặt chẽ tài khoản vốn của doanh nghiệp khiến Việt Nam gặp khó khăn trong việc thu hút đầu tư danh mục nước ngoài, nhưng đồng thời cũng giúp giảm nguy cơ xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính.



Hình 24. Chỉ số Chinn-Ito giữa các quốc gia (Nguồn: <https://web.pdx.edu/>)

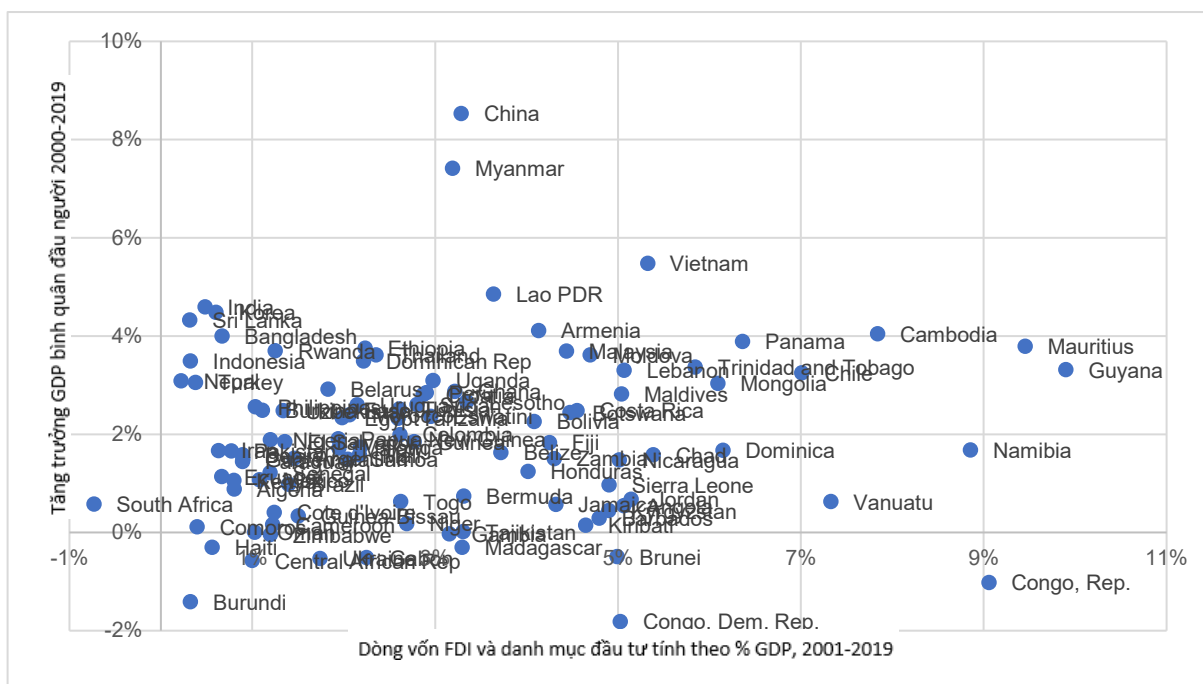
Nhiều nghiên cứu đã ghi nhận mối quan hệ giữa độ mở tài khoản vốn và sự phát triển thị trường trái phiếu trong nước (Claessens và cộng sự, 2007; Calderón và Kubuto, 2009; Park và cộng sự, 2018). Chỉ số Chinn-Ito của Việt Nam, một chỉ số đo lường độ mở tài khoản vốn, được ghi nhận ở mức thấp và không đổi kể từ năm 2008. Trong năm 2020 và 2021, tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài mua trái phiếu doanh nghiệp ở thị trường sơ cấp lần lượt là 1,2% và 0,5% (Finn Group, 2022).

Bằng chứng thực nghiệm về lợi ích của tự do hóa tài khoản vốn còn yếu, nhưng rủi ro khủng hoảng tài chính lại rõ rệt. Những người ủng hộ tự do hóa tài chính cho rằng việc gỡ bỏ các hạn chế đối với dòng vốn vào là một cách để tăng nguồn cung vốn sẵn có cho hoạt động đầu tư trong nước. Mặc dù phía ủng hộ hiểu rõ những rủi ro liên quan đến nợ ngoại hối, nhưng họ cho rằng nguy cơ dòng vốn đảo chiều khiến cho chính phủ các quốc gia đang phát triển sẽ áp dụng các biện pháp kiểm soát nghiêm ngặt hơn. Việc tạo độ mở cho tài khoản vốn sẽ buộc các chính phủ phải hạn chế thâm hụt ngân sách và tự do hóa thương mại - đây là những lập luận mà các tổ chức tài chính quốc tế đưa ra ngay trước thời điểm xảy ra Cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á năm 1997 (Fischer, 1997). Khi khủng hoảng xảy ra, tự do hóa tài khoản vốn dẫn đến tình trạng dòng vốn nước ngoài chảy ra, thay vì chảy vào, đặc biệt là ở các quốc gia có thu nhập trung bình cao (Hình 25). Những người ủng hộ tự do hóa tài chính dự báo rằng việc nới lỏng các biện pháp kiểm soát vốn cùng với việc áp dụng tỷ giá hối đoái linh hoạt sẽ làm giảm nhu cầu dự trữ ngoại hối khi tỷ giá hối đoái sẽ tự tìm điểm cân bằng trong mô hình dòng vốn và thương mại phổ biến. Tuy nhiên, bài học kinh nghiệm từ các quốc gia áp dụng cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt cho thấy cơ chế này không những không giảm bớt áp lực lên cán cân thanh toán mà còn có tác dụng ngược lại là gia tăng sự biến động và rủi ro. Từ những bài học kinh nghiệm lặp đi lặp lại từ cuộc khủng hoảng ở Mexico năm 1994 đến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, các quốc gia này tin rằng việc tích lũy dự trữ ngoại hối là biện pháp tự bảo vệ trước biến động của thị trường vốn và tỷ giá hối đoái. Dự trữ ngoại hối chỉ ở mức 223 tỷ USD vào năm 1990, đến năm 2020, mức dự trữ ngoại hối đã tăng lên đến 8.100 tỷ USD. Trong giai đoạn này, dự trữ ngoại hối của các nước đang phát triển ở châu Á tăng từ 73 tỷ USD lên 4.800 tỷ USD, riêng dự trữ ngoại hối của Trung Quốc chiếm 3.200 tỷ USD. Các quốc gia lớn nhất ở Đông Nam Á (Indonesia, Malaysia, Philippines và Việt Nam) hiện kiểm soát dự trữ ngoại hối tương đương 25% GDP.



Hình 25. Dòng vốn chảy vào các quốc gia có thu nhập thấp và trung bình, giai đoạn 1980-2019) (tỷ USD theo giá USD cố định năm 2015) (Nguồn: IMF)

Ngoài ra, còn thiếu bằng chứng đáng tin cậy về mối quan hệ giữa dòng vốn vào và tốc độ tăng trưởng kinh tế (Hình 26). Ở các nước đang phát triển, hơn 90% vốn cho hoạt động đầu tư cố định đến từ nguồn vốn trong nước. Thực tế này cho chúng ta thấy tác động của dòng vốn từ nước ngoài đổ vào là không đáng kể. Có nhiều nguyên do lý giải cho dòng vốn chảy vào các quốc gia đang phát triển: vốn đầu tư khai thác tài nguyên thiên nhiên; sản xuất hàng xuất khẩu, chào bán sản phẩm, dịch vụ ở thị trường nội địa, mua tài sản nội địa như bất động sản và chứng khoán tài chính, và cho mục đích tiêu dùng. Do đó, cũng là điều dễ hiểu khi thiếu vắng bằng chứng thực nghiệm nhất quán về mối quan hệ giữa dòng vốn tính theo tỷ lệ GDP và tốc độ tăng trưởng kinh tế. Trên thực tế, một số tác giả có bằng chứng cho thấy mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa dòng vốn ngoại và tốc độ tăng trưởng. Prasad và cộng sự (2007) phát hiện mối quan hệ tỷ lệ nghịch vững chắc giữa tỷ lệ vốn ngoại trên GDP với tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người sau khi kiểm soát mức thu nhập ban đầu và tỷ lệ phụ thuộc. Các tác giả phát hiện rằng các quốc gia có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất duy trì mức đầu tư cao hơn mức bình quân của tất cả các quốc gia, cũng như ít phụ thuộc hơn vào vốn ngoại so với quốc gia trung bình. Một trong những lý giải mà nhóm tác giả đưa ra cho tác động tiêu cực của vốn ngoại chính là mối quan hệ giữa vốn ngoại và việc định giá quá cao đồng nội tệ, điều này không khuyến khích xuất khẩu (Prasad và cộng sự, 2007). Tương tự, Aizenman và cộng sự (2007) chứng minh rằng “các quốc gia có tỷ lệ vốn nội địa cao hơn thì có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn đáng kể so với các quốc gia có tỷ lệ vốn nội địa thấp” (Aizenman và cộng sự, 2007, trang 684). Nói cách khác, các quốc gia càng ít phụ thuộc vào vốn ngoại thì có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn tốc độ bình quân của các quốc gia.



Hình 26. Tăng trưởng GDP bình quân đầu người và dòng vốn vào ròng tính theo tỷ lệ % GDP, 2000-2019 (Nguồn: IMF)

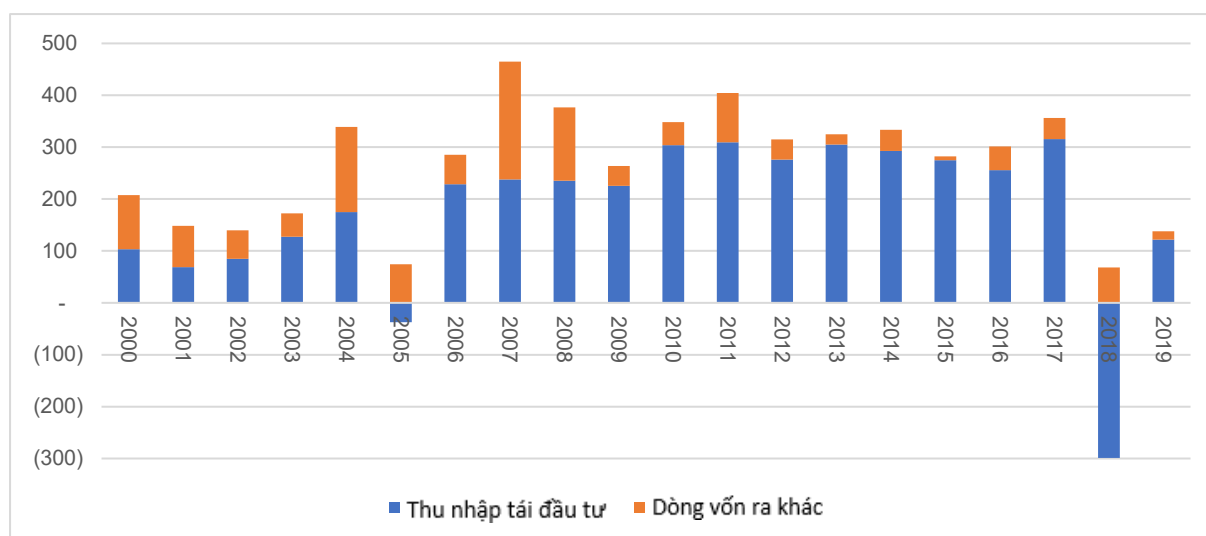
Một lý giải khác cho mối quan hệ giữa sự phụ thuộc vào vốn ngoại với tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm hơn là do dòng vốn ngoại có tính thuận chu kỳ mạnh, nghĩa là tâm lý chấp nhận rủi ro tăng lên trong thời kỳ bùng nổ và giảm xuống khi giá tài sản sụt giảm. Do đó, các quốc gia đang phát triển đã dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn ngoại rẻ khi lãi suất ở các quốc gia phát triển ở mức thấp và sẽ phải đối mặt với tình trạng đảo chiều dòng vốn nhanh chóng khi lãi suất ở các quốc gia này bắt đầu tăng.

Mối tương quan giữa toàn cầu hóa tài chính với tự do hóa tài chính thông qua chu kỳ tài chính toàn cầu có thể phù hợp với các điều kiện ở các nước tiên tiến nhưng lại có tính thuận chu kỳ mạnh mẽ- nghĩa là dòng vốn đổ vào ồ ạt trong thời kỳ kinh tế bùng nổ và rút ra nhanh chóng trong thời kỳ kinh tế suy thoái- ở các thị trường mới nổi. Tác động của dòng vốn ngoại đối với tín dụng nội địa, tỷ giá hối đoái và giá tài sản đồng nghĩa với việc các quốc gia đang phát triển không thể duy trì chính sách tiền tệ độc lập ngay cả trong bối cảnh tỷ giá hối đoái linh hoạt (Rey, 2015). Năm 2007, Việt Nam đã trải qua những tác động trực tiếp của làn sóng này. Dòng vốn ngoại ồ ạt đổ vào Việt Nam dẫn đến tình trạng đầu cơ mất kiểm soát vào thị trường tài sản trong nước, tăng trưởng tín dụng đột biến và thâm hụt tài khoản vãng lai nghiêm trọng. Việc độ mở tài khoản vốn ở Việt Nam chỉ ở một mức độ nhất định cho phép các cơ quan quản lý tiền tệ có thể sử dụng tỷ giá hối đoái và lãi suất làm công cụ điều tiết ở hầu hết các thời kỳ. Tuy nhiên, việc nới lỏng kiểm soát dòng vốn ngoại có thể nhanh chóng dẫn đến tình trạng không thể kiểm chế tăng trưởng tín dụng trong nước.

Không nhất thiết xem đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) là nguồn vốn ngoại ổn định và hiệu quả. FDI thường được xem là nguồn vốn ngoại an toàn hơn nhờ thời gian cam kết dài hạn hơn và ít có tính thuận chu kỳ hơn so với công cụ nợ. Trung Quốc là minh chứng cho thấy vốn FDI đổ vào hoạt động sản xuất có thể thúc đẩy thành công chiến lược tăng trưởng dựa vào xuất khẩu, đưa ngành sản xuất trong nước vào chuỗi cung ứng toàn cầu, góp phần tạo ra công ăn việc làm ổn định, chính thức cho những người lao động có kỹ năng tương đối thấp. “Hiệu ứng lan tỏa” công nghệ từ các doanh nghiệp nước ngoài sang các doanh nghiệp

trong nước sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng và kích thích đầu tư tư nhân trong nước. Vì những lợi ích này mà chính quyền địa phương tiếp nhận vốn ngoại nói lỏng các quy định đầu tư và đưa ra các ưu đãi về thuế và các ưu đãi khác để thu hút FDI.

Tuy nhiên, việc phân biệt giữa vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và đầu tư gián tiếp nước ngoài không phải lúc nào rõ ràng như chúng ta nghĩ. FDI được định nghĩa là khoản đầu tư được thực hiện bởi tổ chức, cá nhân cư trú của một quốc gia để thiết lập “lợi ích lâu dài” trong một doanh nghiệp ở một quốc gia khác. Trong thống kê chính thức, lợi ích lâu dài được cho là tồn tại khi nhà đầu tư kiểm soát ít nhất mười phần trăm cơ sở nước ngoài; tỷ lệ kiểm soát dưới mức này sẽ được xem là một danh mục đầu tư, tương tự như việc mua cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Sau khi khoản đầu tư ban đầu được thực hiện, tất cả các giao dịch tiếp theo, kể cả khoản vay, đều được ghi nhận là khoản đầu tư trực tiếp. Ban đầu, lợi nhuận giữ lại sẽ được ghi nhận là dòng tiền ra của thu nhập đầu tư trên tài khoản vãng lai và sau đó sẽ được ghi nhận là dòng tiền vào trên tài khoản tài chính. Lợi nhuận tái đầu tư chiếm một tỷ lệ đáng kể trong tổng vốn FDI, theo ước tính của UNCTAD là khoảng 50% tổng vốn đầu tư và có thể nhiều hơn ở các nước đang phát triển (UNCTAD, 2020, trang 4). Nhưng ngay cả điều này cũng có thể là minh chứng về việc đánh giá thấp đóng góp của nguồn lợi nhuận giữ lại vào dòng vốn FDI. Số liệu thống kê do Bộ Thương mại Hoa Kỳ công bố cho thấy lợi nhuận giữ lại chiếm 79% tổng vốn FDI ra nước ngoài của Hoa Kỳ trong thập kỷ 2010-2019 (Hình 4). Chưa đến một nửa số vốn FDI là vốn chủ sở hữu mới và các khoản vay được đầu tư vào các nước đang phát triển, thay vào đó là lợi nhuận thu được ở các nước này và được phân loại lại thành vốn FDI.

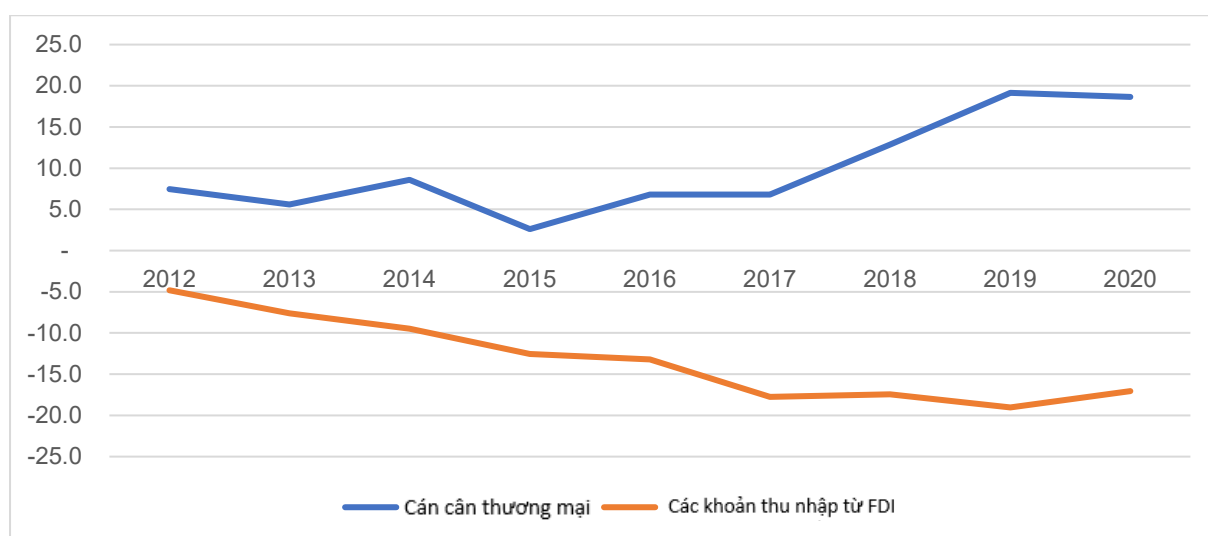


Hình 27. Lợi nhuận giữ lại và vốn chủ sở hữu khác, đầu tư FDI ra nước ngoài của Hoa Kỳ, 2000-2019 (Nguồn Cục Phân tích Kinh tế, Bộ Thương mại Hoa Kỳ)

Bên cạnh đó, giả định rằng tài sản FDI khó thanh khoản hơn các khoản đầu tư gián tiếp cũng không đúng trong thực tế. Thông thường các chi nhánh nước ngoài vay bằng tài sản trong nước, số tiền thu được từ đó có thể được sử dụng để mua các tài sản khác hoặc đơn giản là chuyển về nước. Nhà đầu tư nước ngoài cũng có thể dễ dàng đẩy nhanh việc chuyển lợi nhuận hoặc thanh toán các khoản nợ cho công ty mẹ (Bird & Rajan, 2002). Cùng với thực tế là phần lớn các khoản nợ này đã tích lũy theo thời gian từ lợi nhuận của các hoạt động trong nước, ngày càng khó phân biệt rạch ròi giữa dòng vốn đầu tư ngắn hạn và vốn FDI dài hạn.

Giống như các nghĩa vụ nợ nước ngoài, lợi nhuận chuyển về và trả nợ từ FDI tăng lên theo thời gian khi lượng vốn FDI tăng lên. Hình 28 trình bày hai phương diện của dòng vốn FDI

tại Việt Nam. Khi đất nước hội nhập vào chuỗi cung ứng toàn cầu, cán cân thương mại dịch chuyển mạnh về phía dương, đạt thặng dư ổn định từ năm 2014 và đến năm 2019 là gần 20 tỷ USD. Tuy nhiên, dòng tiền thanh toán ra cũng tăng lên 19 tỷ USD trong cùng năm. Tình hình thậm chí còn kém thuận lợi hơn khi các ngành FDI chủ yếu sản xuất phục vụ cho thị trường trong nước và không tạo ra nguồn ngoại hối cần thiết để chuyển lợi nhuận về nước và các khoản thu nhập khác. Đơn cử, do Indonesia có thâm hụt thương mại dai dẳng, các khoản thu nhập liên quan đến FDI phải được bù đắp bằng các dòng vốn danh mục đầu tư ngày càng lớn hơn. Trong trường hợp của Indonesia, những dòng vốn này bao gồm trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp và các khoản vay ngân hàng. Khi các khoản nợ lớn dần, dự địa chính sách kinh tế vĩ mô của Indonesia cũng bị thu hẹp do những người nắm giữ tài sản Indonesia yêu cầu lãi suất trái phiếu và cho vay cao hơn cũng như nâng tỷ giá hối đoái so với đồng đô la Mỹ. Đây là một vòng luẩn quẩn, vì tỷ giá hối đoái quá cao và lãi suất cao sẽ khiến xuất khẩu kém cạnh tranh hơn cũng như kim hãm tỷ lệ đầu tư trong nước (Akyüz, 2017, trang 184).



Hình 28. Thu nhập ròng sơ cấp và cán cân thương mại, tỷ USD, Việt Nam (Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

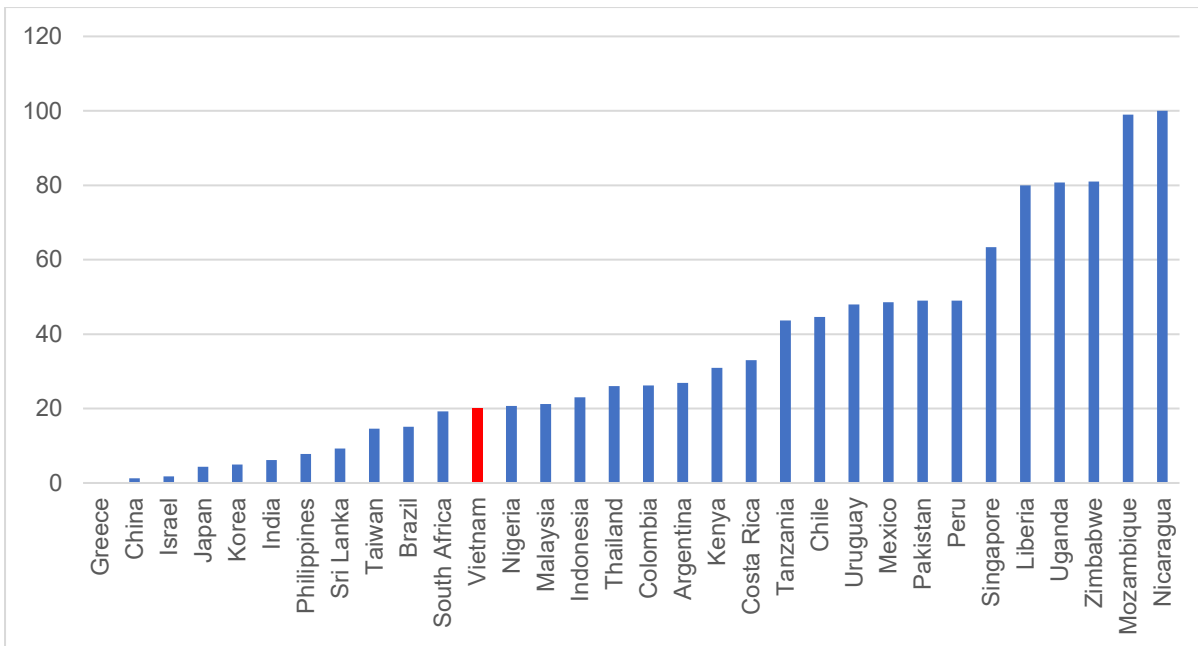
Có những lợi ích rõ ràng đối với FDI, đặc biệt là khi các nhà đầu tư nước ngoài định hướng xuất khẩu. Sản phẩm xuất khẩu giúp tạo công ăn việc làm và thu ngoại tệ. Nghiên cứu của Wang cho thấy rằng tại các quốc gia châu Á, FDI đã thúc đẩy tăng trưởng trong lĩnh vực sản xuất nhưng không phải các lĩnh vực khác trong thập kỷ trước cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á (Wang, 2009). Tác động nâng cao năng suất của ngành sản xuất sử dụng nhiều lao động đặc biệt lớn ở các nền kinh tế thặng dư lao động. Tuy nhiên, chính sự tăng trưởng của sản lượng sản xuất chứ không phải sở hữu nước ngoài mới là yếu tố quan trọng. Sự đóng góp của các công ty nước ngoài định hướng xuất khẩu vào cán cân thanh toán phụ thuộc vào mức độ nhập khẩu của sản xuất. Các hiệp định thương mại giới hạn phạm vi của chính phủ trong việc khuyến khích các doanh nghiệp FDI mua đầu vào từ các nhà cung cấp địa phương, ví dụ như thông qua các quy tắc về hàm lượng nội địa hoặc thuế quan. Nếu không có những chính sách này, các công ty nước ngoài sẽ ít liên kết ngược với các doanh nghiệp trong nước, đặc biệt là trong ngành may mặc và điện tử (Sanchez-Martin và cộng sự, 2015; Winkler, 2013). **Ở Việt Nam, cả ba chỉ số đo lường liên kết (liên kết xuôi, liên kết ngược và liên kết ngược nguồn cung) đều cho kết quả thấp và không thay đổi trong giai đoạn 2010-2017** (Dao, 2021). Mặc dù kết quả cho các ngành có thể khác nhau nhưng các nhà nghiên cứu đã phát hiện ra rằng sự hiện diện của các doanh nghiệp FDI trong nền

kinh tế trong nước không có nhiều khả năng thúc đẩy chuyển giao công nghệ hơn so với các mối quan hệ thương mại thông thường (Newman và cộng sự, 2018).

Các tổ chức tài chính quốc tế cho rằng việc cổ phần hóa các ngân hàng thương mại nhà nước, cho phép các ngân hàng nước ngoài mua cổ phần kiểm soát trong các ngân hàng thương mại Việt Nam, sẽ thúc đẩy sự phát triển của thị trường vốn. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với tài sản ngân hàng đã tăng lên ở các nước đang phát triển kể từ những năm 1990, đặc biệt là ở Mỹ Latinh và một phần của Châu Phi. Tái cấu trúc ngân hàng ở Đông Á sau cuộc khủng hoảng tài chính 1997-99 đã dẫn đến sự gia tăng tỷ lệ sở hữu tài sản của nước ngoài trong khu vực, từ dưới 10% vào giữa những năm 1990 lên gần 1/3 vào thời điểm xảy ra Khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Có lập luận cho rằng sở hữu nước ngoài của các ngân hàng mang lại khả năng tiếp cận kỹ năng, sản phẩm mới, vốn, năng lực cạnh tranh và hiệu quả kinh doanh (Levine, 1996). Bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt đã đẩy lùi suất cho vay tại các ngân hàng nước ngoài và trong nước giảm xuống (Claessens et al., 2001). Tác động từ việc các ngân hàng nước ngoài gia nhập thị trường đối với cạnh tranh trong nước sẽ lớn hơn khi đầu tư thành lập ngân hàng mới so với hình thức mua lại các ngân hàng trong nước (Jeon et al., 2011). Tuy vậy, nghiên cứu của Yeyati và Micco cho thấy rằng sự hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài có liên quan đến bối cảnh cạnh tranh kém hơn trong lĩnh vực ngân hàng ở Mỹ Latinh (Yeyati & Micco, 2007).

Những lợi ích tiềm năng từ sở hữu nước ngoài này phải được cân bằng với tác động đối với tính ổn định của khu vực ngân hàng. Mọi người thường cho rằng các ngân hàng quốc tế ít khi bất ổn vì tài sản đa dạng hơn các ngân hàng trong nước cũng như khả năng kêu gọi nguồn vốn của công ty mẹ. Tuy nhiên, **các ngân hàng nước ngoài cũng đóng vai trò như một vành đai truyền dẫn, đưa các biến động trên thị trường nước ngoài vào khu vực ngân hàng trong nước.** Đây chính là thực tế đã xảy ra trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, khi các ngân hàng có sở hữu nước ngoài tháo gỡ đòn bẩy tài chính nhanh hơn so với các ngân hàng sở hữu trong nước (Aiyar, 2012). Các ngân hàng nước ngoài chịu áp lực lớn hơn trong việc tháo gỡ đòn bẩy tài chính khi đối mặt với sự hỗn loạn của thị trường so với các ngân hàng trong nước, và hành động của họ là nguồn gây bất ổn cho thị trường tài chính trong nước. Nghiên cứu của Yin (2019) cho thấy bằng chứng nhất quán giữa nhiều quốc gia rằng sở hữu nước ngoài trong lĩnh vực ngân hàng làm tăng rủi ro danh mục cho vay và rủi ro phá sản ngân hàng, nhưng những áp lực này có thể được giảm thiểu bằng các yêu cầu về vốn và các quy định an toàn khác. Chen và cộng sự (2017) lập luận rằng ngân hàng nước ngoài ở các nước đang phát triển chịu nhiều rủi ro hơn các ngân hàng thuộc sở hữu trong nước, đặc biệt là với mô hình ngân hàng nước ngoài mua lại ngân hàng trong nước.



Hình 29. Tài sản ngân hàng nước ngoài trong tổng tài sản ngân hàng, 2016 (Nguồn: Cơ sở dữ liệu phát triển tài chính toàn cầu của Ngân hàng Thế giới)

Kinh nghiệm của một số quốc gia Mỹ Latinh, chẳng hạn như Mexico, nơi các ngân hàng nước ngoài chiếm ưu thế trong lĩnh vực ngân hàng trong nước đã làm nảy sinh lo ngại rằng sự hiện diện của ngân hàng nước ngoài khiến cho tăng trưởng tín dụng trong nước chậm hơn, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ (Claessens & Van Horen, 2014). Tỷ lệ tham gia của nước ngoài vào Mexico tăng từ 2% năm 1997 lên 83% năm 2005, dẫn đến sự sụt giảm trong cả tài khoản tiền gửi và cho vay, mà Beck và Martinez-Peria cho rằng chiến lược chủ định của các ngân hàng nước ngoài là ưu tiên các công ty lớn hơn và thuộc nhóm đầu thị trường (Beck & Martinez Peria, 2010).

Một mối quan hệ khác thường được phân tích trong các nghiên cứu là giữa tự do hóa tài khoản vốn và phát triển tài chính được đo bằng tín dụng cho khu vực tư nhân và vốn hóa thị trường chứng khoán. Kết luận đưa ra là việc loại bỏ các trở ngại đối với dòng vốn vào sẽ tạo ra sự đổi mới tài chính. Nhiều tác giả đã gợi ý rằng **việc mở cửa cho vốn nước ngoài buộc các chính phủ phải áp dụng các chính sách kinh tế vĩ mô thận trọng như giảm thâm hụt ngân sách và tỷ giá hối đoái linh hoạt, và thậm chí có thể áp dụng các quy định thận trọng theo tiêu chuẩn quốc tế** (Kose et al., 2006). Nghiên cứu của Klein và Olivei đã phát hiện mối tương quan tỷ lệ thuận giữa độ sâu tài chính và tự do hóa tài khoản vốn chỉ tồn tại ở các nước tiên tiến. Họ cho rằng những hiệu ứng này xuất hiện ở các quốc gia có chính sách kinh tế vĩ mô hợp lý (Klein & Olivei, 1999). Dựa trên dữ liệu từ 105 quốc gia trong giai đoạn 1970-1997, Chinn và Ito báo cáo mối quan hệ tích cực giữa tự do hóa tài khoản vốn và phát triển tài chính ở các nền kinh tế thị trường mới nổi, đặc biệt là các quốc gia có các tiêu chuẩn kế toán và bảo vệ cổ đông nghiêm ngặt hơn (Chinn & Ito, 2002)

Tuy nhiên, luồng vốn đầu tư có tính chu kỳ cao, dẫn đến tăng trưởng tín dụng quá mức và bong bóng tài sản trong thời kỳ bùng nổ rồi “dừng đột ngột” khi thời kỳ bùng nổ kết thúc. Việt Nam đã trải qua mô hình này sau khi gia nhập WTO vào năm 2006-2007 và sự bùng nổ của bong bóng tài sản ngay sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Khi hội nhập sâu hơn với thị trường tài chính toàn cầu, các quốc gia sẽ mất khả năng chống lại các tác động của chu kỳ tài chính toàn cầu, trong đó các biến động lãi suất của Hoa Kỳ gây áp lực lên đòn bẩy và biến động toàn cầu. Lãi suất thấp hơn của Hoa Kỳ làm tăng đòn bẩy và dòng vốn toàn cầu,

đồng thời giảm chênh lệch lãi suất giữa Hoa Kỳ và các quốc gia còn lại. Khi lãi suất của Mỹ tăng, vốn chảy ngược về Mỹ, tín dụng ở các nước còn lại trên thế giới được siết chặt và chênh lệch lãi suất tăng (Rey, 2015). Chúng ta đã thấy quá trình này diễn ra trong sự kiện lợi tức kho bạc tại Mỹ tăng vọt trong năm 2013 và có khả năng điều tương tự sẽ lặp lại trong năm nay và năm tới.

Với quá trình toàn cầu hóa tài chính, quy mô của các dòng vốn lớn đến mức đang gây bất ổn ngay cả ở các nước có thu nhập cao. Sau cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á, Hàn Quốc đã tự do hóa hệ thống tài chính của mình và xây dựng một kho dự trữ ngoại tệ khổng lồ. Sự kết hợp giữa hội nhập quốc tế và tự bảo hiểm được thiết kế để bảo vệ đất nước không rơi vào thảm họa 1997-1999 một lần nữa. Trong giai đoạn sau năm 2001, lãi suất cực thấp ở Mỹ đã khuyến khích các ngân hàng Hàn Quốc - bao gồm cả các ngân hàng thuộc sở hữu nước ngoài - tự cấp vốn trên thị trường đô la toàn cầu và cho khách hàng trong nước vay bằng đồng won với lãi suất cao hơn. Tuy nhiên, khi Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xảy ra vào năm 2008, nguồn cho vay bằng đô la đã cạn kiệt và các ngân hàng buộc phải tranh giành ngoại hối. Đồng won của Hàn Quốc giảm giá từ 1000 xuống 1600 so với đồng đô la Mỹ, buộc các công ty có nợ bằng đô la phải tuyên bố phá sản. Ngay cả thặng dư tài khoản vãng lai lớn, đồng won mạnh và dự trữ ngoại hối khổng lồ của Hàn Quốc cũng không phù hợp với dòng vốn ngược trong hệ thống tài chính toàn cầu hóa.

Châu Âu cũng rơi vào tình trạng tương tự khi Khủng hoảng tài chính toàn cầu diễn ra. Người ta ước tính rằng các ngân hàng châu Âu đã tài trợ cho các hoạt động của họ trên thị trường đô la toàn cầu với 1 nghìn tỷ đô la cam kết từ các quỹ thị trường tiền tệ của Hoa Kỳ. Trong thời gian bình thường, đây là một hoạt động kinh doanh béo bở, nhưng khi thị trường tiền tệ bùng phát, các ngân hàng châu Âu mất thanh khoản và cần bơm một lượng lớn tài chính (cuối cùng đến từ Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ).

Những ví dụ này cho thấy sự thay đổi cơ bản trong mô hình ngân hàng thương mại đã diễn ra ở các nước tiên tiến. Các ngân hàng không còn nhận tiền gửi từ các hộ gia đình và tận dụng các khoản nợ này để cho doanh nghiệp vay. Thị trường tiền tệ đã thay thế các khoản tiền gửi ngân hàng, khiến các ngân hàng phải tự cấp vốn cho mình bằng thương phiếu đảm bảo bằng tài sản thế chấp. Trong thời gian bình thường, thị trường thương phiếu có tính thanh khoản cao và sâu, còn các ngân hàng không gặp khó khăn gì trong việc thu tiền mặt bằng cách bán kỳ phiếu hoặc từ các hợp đồng repo. Tuy nhiên, trong thời kỳ bất ổn, các ngân hàng và các tổ chức tài chính phi ngân hàng lo lắng về khả năng thanh toán của các đối tác cũng như ngân hàng có thể bị thiếu thanh khoản.

Các ngân hàng cũng đã thay thế mô hình cho vay và giữ đến ngày đáo hạn bằng mô hình cho vay và phân phối, nghĩa là các khoản vay do ngân hàng cấp ra được chứng khoán hóa và bán cho các ngân hàng, quỹ phòng hộ và các tổ chức tài chính khác. Các ngân hàng thường giữ lại một số khoản cho vay được chứng khoán hóa trên sổ sách riêng, thông thường là trong công ty dự án.

Ưu điểm của việc cho vay và phân phối theo quan điểm của ngân hàng là loại bỏ chênh lệch về kỳ hạn trên bảng cân đối kế toán. Sau khi tự cấp vốn bằng thương phiếu ngắn hạn, ngân hàng không thể nắm giữ các khoản vay trung và dài hạn trên bảng cân đối kế toán. Các ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ và Châu Âu không tập trung vào giao dịch mà đóng vai trò như các đại lý môi giới. Hoạt động kinh doanh tài trợ đầu tư được thực hiện trong các ngân hàng đầu tư và các nhà đầu tư tài chính phi ngân hàng.

Những mô hình ngân hàng mới này cuối cùng rồi sẽ đến Việt Nam nhưng như đề xuất ở trên, hạn chế chính hiện nay là năng lực tương đối yếu kém của khu vực tư nhân. Chừng nào nhu cầu tài chính dài hạn chưa tăng lên, hệ thống ngân hàng sẽ không tìm cách cung cấp nguồn tài chính này.

Tự do hóa hay toàn cầu hóa cũng không có khả năng mang lại thị trường vốn sâu hơn và thanh khoản cao hơn. Như chúng ta đã thấy, có một số bằng chứng cho thấy các ngân hàng nước ngoài hoạt động hiệu quả hơn, nhưng cũng đi kèm với rủi ro. Các ngân hàng nước ngoài là một vành đai truyền dẫn bất ổn tài chính quốc tế đến thị trường trong nước. Như trong ví dụ về Hàn Quốc, khi các ngân hàng trong nước được cấp vốn trên thị trường đô la toàn cầu, họ có thể tận dụng chênh lệch về tiền tệ và kỳ hạn nhưng đồng thời cũng chịu nhiều rủi ro hơn trước những thay đổi đột ngột trong tâm lý thị trường. Hàn Quốc, mặc dù có đồng nội tệ mạnh, thặng dư thương mại lớn và khu vực tư nhân trong nước cạnh tranh, đã mất cảnh giác trước Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2009. Các chu kỳ tài chính toàn cầu tạo ra sự bùng nổ tín dụng trong nước, tạo ra bong bóng tài sản và áp lực lạm phát, cuối cùng dẫn đến dòng vốn bị đảo ngược và thiếu ổn định tài chính. Đây là lý do chính khiến sự phụ thuộc nặng nề vào vốn nước ngoài đi kèm với tăng trưởng chậm hơn ở các thị trường mới nổi (Aizenman et al., 2007).

4. CÁC LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH

Hầu hết các cuộc thảo luận về phát triển thị trường vốn đều coi việc không có thị trường thứ cấp chuyên sâu và thanh khoản đối với các khoản vay và trái phiếu, những ảnh hưởng còn hạn chế của các cơ quan xếp hạng và thiếu các ngân hàng đầu tư hay thể chế tương tự là nguyên nhân dẫn đến hạn chế trong việc cung cấp vốn dài hạn. Quan điểm chung là việc quy định quá mức, thiếu chế tài giám sát và minh bạch cũng như hệ thống pháp luật còn yếu là những trở ngại chính đối với sự phát triển của thị trường vốn trong nước, cho thấy con đường phía trước nằm ở **tự do hóa, bao gồm mở tài khoản vốn, sự hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài trong khu vực ngân hàng cũng như cải tiến quy định về đất đai và phá sản.**

Không khó để tìm thấy ví dụ về các quy định được thiết kế kém làm giảm hiệu quả của các ngân hàng quốc gia và gây thiệt hại cho các nhà đầu tư cũng như người tiêu dùng. Việc không có thị trường cho các công cụ tài chính phái sinh phần nào bắt nguồn từ tốc độ cải cách chậm và thiếu các quy định hỗ trợ. Ngành ngân hàng thường than phiền về tình trạng kém hiệu quả và thiếu nhất quán của hệ thống pháp luật cũng như thời gian và chi phí bỏ ra để tịch thu tài sản đảm bảo.

Tuy nhiên, kết luận chung rằng các quy định đã khiến thị trường vốn “kém phát triển” có phần nào thiên lệch. **Ở Việt Nam, thị trường vốn trong nước bị kìm hãm còn do lượng cầu yếu cũng như do thiếu công cụ. Khu vực tư nhân, ngoại trừ các chủ đầu tư bất động sản và ngân hàng, gần như chỉ bao gồm các doanh nghiệp nhỏ.** Các công ty này có nhu cầu tài chính ngắn hạn, đơn giản - không phải vì không đủ khả năng tiếp cận, mà vì phần lớn họ không cần tài chính dài hạn. Chừng nào khu vực tư nhân ở Việt Nam chưa có được quy mô doanh nghiệp lớn hơn với các yêu cầu tài chính phức tạp thì thị trường tài chính trong nước sẽ vẫn kém phát triển.

Từ góc độ này, **thách thức đặt ra là hỗ trợ sự phát triển (và lợi nhuận) của các doanh nghiệp khu vực tư nhân vừa và lớn và tạo ra các thể chế và công cụ phân phối lại rủi**

ro từ khu vực tư nhân sang khu vực công. Ngân hàng phát triển quốc gia và quỹ phát triển khu vực tư nhân tương tự như SBA ở Hoa Kỳ sẽ là nơi thích hợp để bắt đầu.

4.1. Ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô

Chính phủ Việt Nam và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần tiếp tục ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô. Minh chứng thực tế cho thấy tầm quan trọng của ổn định kinh tế vĩ mô đối với sự phát triển của thị trường trái phiếu, một phương tiện quan trọng để huy động vốn dài hạn. Biến động tỷ giá hối đoái thấp và biến động lạm phát thấp là những yếu tố quan trọng để phát triển thị trường trái phiếu bằng đồng nội tệ (Eichengreen và Luengnaruemitchai, 2006; Burger và cộng sự, 2015). Các chỉ số chính về kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong 10 năm qua đều tích cực, góp phần thúc đẩy những bước phát triển gần đây của thị trường trái phiếu trong nước. Trong bối cảnh lạm phát toàn cầu cao kỷ lục (do giá dầu mỏ và lương thực tăng cao do xung đột ở Ukraine) và lãi suất USD năm 2022 và 2023 dự kiến sẽ cao, tương lai trước mắt tiềm ẩn nhiều thách thức. Trong báo cáo mới nhất vào tháng 4/2022, IMF dự báo tỷ lệ lạm phát ở các thị trường mới nổi và các nền kinh tế đang phát triển là 8,7%. Dự báo lạm phát ở Việt Nam lần lượt là 3,8% và 3,2% cho năm 2022 và 2023. Các nỗ lực kiểm soát lạm phát liên tục sẽ làm tăng tính hấp dẫn của tài sản tài chính dài hạn nói chung và trái phiếu nói riêng. Ngoài ra cần duy trì các biện pháp kiểm soát chặt chẽ tài khoản vốn. Gần đây, các quan chức chính phủ đã bắt đầu thảo luận về khả năng thiết lập “Trung tâm tài chính quốc tế” tại thành phố Hồ Chí Minh. Có nhiều yếu tố quyết định sự thành công của một trung tâm quốc tế, chẳng hạn như: i. Khả năng tiếp cận địa lý; ii. Có hệ thống pháp lý lành mạnh phù hợp với các chuẩn mực quốc tế; iii. Lực lượng lao động có lãnh nghề có thể giao tiếp bằng tiếng Anh; và iv. Tài khoản vốn được tự do hóa và đồng tiền có thể chuyển đổi, v.v... Việc xây dựng trung tâm tài chính quốc tế có thể mang lại cơ hội lớn cho thành phố Hồ Chí Minh và Việt Nam trong việc thu hút thêm vốn và nâng cao tiêu chuẩn dịch vụ tài chính cũng như xây dựng ngành tài chính công nghệ mới. Tuy nhiên, tự do hóa tài khoản vốn chỉ nên là giải pháp cuối cùng. Lợi ích từ việc thu hút thêm vốn nước ngoài không hỗ trợ hệ thống tài chính cung cấp vốn dài hạn nếu vấn đề vẫn nằm ở phía cầu. .

4.2. Rà soát khung pháp lý điều chỉnh hoạt động đầu tư của quỹ hưu trí công

Thực tiễn đầu tư hiện tại của BHXHVN, vốn thuộc sở hữu nhà nước và chi phối hệ thống hưu trí Việt Nam, đang cản trở sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Để khắc phục tâm lý e ngại rủi ro của cán bộ công chức và định hướng của Chính phủ trong việc thực hiện chiến lược mua và nắm giữ dài hạn, BHXHVN nên được phép thuê các công ty quản lý đầu tư tư nhân để quản lý tài sản của mình.

Việc thay đổi thông lệ đầu tư của BHXHVN và đưa khu vực tư nhân vào quản lý danh mục đầu tư của BHXHVN có thể được thực hiện dần dần do thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa phát triển được, xuất phát từ cả phía cung và cầu. Những thay đổi trong quản lý đầu tư quỹ hưu trí công như vậy không chỉ góp phần phát triển thị trường trái phiếu bằng đồng nội tệ mà còn làm tăng lợi nhuận và tính bền vững của hệ thống hưu trí công.

Ngoài ra, Nghị định 30/2016/NĐ-CP quy định về đầu tư của BHXHVN, Quỹ Bảo hiểm y tế công và Quỹ Trợ cấp thất nghiệp công cần được sửa đổi để cho phép và khuyến khích các quỹ này đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu thay vì ưu tiên vào trái phiếu chính phủ.

4.3. Đẩy mạnh phát hành trái phiếu và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp

Thực tế hiện nay ở Việt Nam cho thấy, trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu do các doanh nghiệp bất động sản phát hành và rủi ro bắt đầu xuất hiện, đe dọa sự phát triển ổn định của thị trường trái phiếu và niềm tin của nhà đầu tư. Hơn nữa, nền tảng nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn thiếu đa dạng, các quỹ hưu trí và công ty bảo hiểm chưa đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp như ở các nước khác. Vì vậy, cần khuyến khích các loại hình doanh nghiệp khác nhau tham gia vào thị trường này bằng các giải pháp cụ thể cả về phía cung và cầu.

Về phía cung, cần tiếp tục cải cách để cho phép các công ty tư nhân trong các lĩnh vực tiện ích, năng lượng, viễn thông và giao thông vận tải tăng cường phát huy vai trò của mình. Trong lĩnh vực điện, Bộ Công Thương đang soạn thảo chương trình thí điểm hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA), cho phép các nhà máy điện tư nhân độc lập cung cấp điện trực tiếp cho người tiêu dùng. Mô hình này sẽ cho phép các công ty tư nhân huy động vốn dài hạn để đầu tư vào cơ sở hạ tầng điện cần thiết. Ở các nước trong khu vực, tiện ích và giao thông vận tải là những ngành huy động vốn dài hạn thành công từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp và cần nỗ lực thêm để tạo ra một thị trường ngày càng cạnh tranh và khuyến khích doanh nghiệp tư nhân.

Chính phủ cần gây áp lực cho các DNNN, đặc biệt là các DNNN trong lĩnh vực tiện ích, giao thông vận tải và viễn thông, để huy động vốn trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp thay vì đi vay ngân hàng. Các DNNN này ở Việt Nam có quy mô lớn và thu nhập đều đặn, ổn định, do đó có thể đóng vai trò đáng kể trong việc phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam tương tự như trường hợp của Trung Quốc. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Trung Quốc lớn thứ hai thế giới, sau Hoa Kỳ. Trái phiếu do DNNN phát hành chiếm 75% tổng số trái phiếu đang lưu hành (Carrera và cộng sự, 2021). Các DNNN ở Trung Quốc bắt đầu phát hành trái phiếu từ những năm 1980. Các DNNN ở Việt Nam cũng có thể làm như vậy để thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển trong giai đoạn đầu. Có thể bắt đầu bằng việc ban hành thông tư hướng dẫn về phát hành trái phiếu DNNN.

Về phía cầu, cần tập trung vào hai điểm mà nhà đầu tư quan tâm nhất là lãi suất và tính minh bạch. Giai đoạn trước cho thấy rõ rằng nhà đầu tư Việt Nam sẵn sàng mua trái phiếu doanh nghiệp bất động sản do lãi suất đáo hạn của loại trái phiếu này cao gấp đôi, thậm chí gấp ba lần so với lãi suất tiền gửi ngân hàng. Vì vậy, bằng cách đưa ra mức lãi suất hấp dẫn cho các nhà đầu tư, doanh nghiệp có thể thuyết phục họ mua trái phiếu để có thể tăng nguồn vốn dài hạn thay vì vay ngân hàng thương mại.

Niềm tin của nhà đầu tư được coi là chìa khóa thành công của thị trường. Niềm tin đó dường như chỉ có được nếu thị trường phát triển minh bạch. Nghị định 153/2020/NĐ-CP chỉ quy định Hội đồng quản trị, Chủ tịch công ty có trách nhiệm giám sát việc huy động, sử dụng nguồn vốn từ phát hành trái phiếu và thanh toán lãi, gốc trái phiếu. Như đã đề cập, không có cơ quan nào giám sát mà doanh nghiệp phải tự quản lý, giám sát việc sử dụng vốn từ trái phiếu. Nhiều nhà đầu tư nhỏ lẻ mua trái phiếu từ thị trường phát hành riêng lẻ mà không hiểu đầy đủ những rủi ro mà họ đang gánh chịu, vì hầu hết trái phiếu bán trên thị trường đều không được xếp hạng. Về vấn đề này, cần rà soát khung pháp lý để đảm bảo tính minh bạch và thúc đẩy sự tham gia của các nhà đầu tư cá nhân vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Hơn nữa, việc sử dụng vốn cũng đang chưa có cơ quan nào giám sát mà do doanh nghiệp tự quản lý, giám sát. Điều này dẫn đến tình trạng doanh nghiệp phát hành trái phiếu không sử dụng vốn đúng mục đích đã cam kết, làm nhiễu thông tin và gây rủi ro lớn cho nhà đầu

tư. Thực tế đã xảy ra tình trạng chuyển nhượng vốn lòng vòng, gây nên tình trạng thiếu minh bạch và khó khăn cho nhà đầu tư khi đánh giá rủi ro trái phiếu và tổ chức phát hành. Trong bối cảnh đó, cần có sự giám sát thường xuyên của cơ quan nhà nước đối với việc sử dụng vốn huy động từ phát hành trái phiếu. Ngoài ra, cần cân nhắc có chế tài phạt sai phạm bằng tiền đủ để có tác dụng ngăn chặn hiệu quả các công ty chấp nhận rủi ro quá mức và che giấu thông tin với các nhà đầu tư trái phiếu.

4.4. Đẩy mạnh chứng khoán hóa trên sàn giao dịch nợ

Để tạo thị trường mới, thúc đẩy chứng khoán hóa, Việt Nam cần điều chỉnh và điều tiết mối quan hệ giữa các bên tham gia thị trường, thúc đẩy sự phát triển của các tổ chức trung gian.

Chứng khoán hóa là quy trình phức tạp với sự tham gia của nhiều bên liên quan. Các quy định pháp luật của Việt Nam chưa hoàn thiện hoặc chưa nhất quán trong việc triển khai các hình thức tổ chức mới. Vì vậy, cần có cơ chế giám sát, quản lý và điều tiết mối quan hệ giữa các bên liên quan để tạo thuận lợi cho sự phát triển của thị trường chứng khoán hóa như trường hợp của Trung Quốc cũng như giảm thiểu những bất lợi mà chứng khoán hóa có thể tạo ra, như trường hợp khủng hoảng nợ dưới chuẩn ở Mỹ. Về mặt quản lý nhà nước, giao dịch chứng khoán hóa ở Việt Nam có thể chịu sự quản lý của 3 cơ quan là Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Tuy nhiên, để tránh tình trạng phân mảnh thị trường như trường hợp của Trung Quốc và tạo thuận lợi cho doanh nghiệp huy động vốn bằng kỹ thuật chứng khoán hóa, Chính phủ có thể xem xét áp dụng cơ chế “một cửa”, theo đó Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có thể được chỉ định là cơ quan duy nhất chịu trách nhiệm cấp phép và quản lý các giao dịch chứng khoán hóa. Nhiệm vụ và quyền hạn của cơ quan này cần được xác định rõ ràng và đủ mạnh để có thể lãnh đạo, quản lý và giám sát hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán hóa tại Việt Nam.

Để thị trường chứng khoán hóa phát triển bền vững, cần phát triển các tổ chức hỗ trợ cụ thể, đó là các tổ chức xếp hạng tín nhiệm và các công ty định giá chuyên nghiệp.

Do vẫn chưa có nhiều công ty xếp hạng tín nhiệm uy tín nên Việt Nam có thể sử dụng xếp hạng tín nhiệm của các tổ chức xếp hạng uy tín nước ngoài. Tuy nhiên, cần khuyến khích phát triển các tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong nước vì các tổ chức này có thể có lợi thế hơn so với các công ty nước ngoài về hiểu biết thị trường đối với các tổ chức phát hành trong nước. Vì vậy, Việt Nam cần xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý cho việc thành lập và hoạt động của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Các quy định này sẽ là cơ sở pháp lý cơ bản nhất để điều chỉnh các mối quan hệ phát sinh trong lĩnh vực xếp hạng tín nhiệm, đồng thời đưa ra định hướng phù hợp cho các hành vi của cá nhân, tổ chức liên quan đến xếp hạng tín nhiệm.

Cùng với các công ty xếp hạng tín nhiệm, để thị trường chứng khoán hóa hoạt động hiệu quả, cần có các công ty định giá chuyên nghiệp, có chức năng định giá độc lập đối với tài sản niêm yết. Các công ty này tham gia vào quá trình chứng khoán hóa sẽ giúp các bên liên quan tin tưởng vào tính khách quan của quá trình chứng khoán hóa. Công ty thẩm định giá sẽ thực hiện phân loại, thẩm định và định giá tài sản một cách khách quan, phản ánh đúng bản chất của tài sản tại thời điểm chứng khoán hóa. Hoạt động của các công ty này sẽ góp phần xây dựng niềm tin, minh bạch hóa và thúc đẩy thị trường chứng khoán hóa phát triển. Do đó, cần có cơ quan giám sát chặt chẽ hoạt động của các công ty này để tạo niềm tin cho các bên trên thị trường.

5. KẾT LUẬN

Hệ thống tài chính thường bị hiểu sai là cầu nối liên kết người tiết kiệm với nhà đầu tư. Thật không may, sự tồn tại dai dẳng của quan niệm sai lầm này đã làm chệch hướng chức năng thực tế của hệ thống ngân hàng, đó là **chuyển đổi tài sản thanh khoản thành nguồn vốn đầu tư dài hạn**. Cần phân biệt rõ ràng bởi vì hai cách giải thích về tài chính sẽ dẫn đến các quỹ đạo cải cách khác nhau. Nếu các ngân hàng huy động tiền tiết kiệm từ các hộ gia đình và cho các doanh nghiệp vay những khoản tiết kiệm này, thì chính sách có thể hướng đến mục tiêu tạo điều kiện để có thể tích lũy và cung cấp nhiều vốn từ tiền tiết kiệm hơn cho các doanh nghiệp. Tự do hóa tài chính dựa trên ý tưởng: nếu tăng lãi suất, các hộ gia đình sẽ tiết kiệm nhiều hơn và nhờ đó tăng tỷ lệ đầu tư; và nếu mở tài khoản vốn, chúng ta sẽ được hưởng lợi từ dòng tiết kiệm từ nước ngoài. Trong trường hợp này, tự do hóa không có lợi. Lãi suất tự do hóa đã tăng phần lớn, nhưng không mang lại hiệu quả tiết kiệm. Cho vay tăng lên, nhưng chủ yếu được hấp thụ bởi tín dụng tiêu dùng và đầu cơ. Nhiều quốc gia đã tự do hóa tài khoản vốn của họ, nhưng vốn lại chảy theo hướng ngược lại, từ các thị trường mới nổi sang các nước phát triển. Quan trọng nhất, các hệ thống tài chính tự do hóa tỏ ra đặc biệt mong manh và phải gánh chịu nhiều cuộc khủng hoảng tài chính quốc gia và khu vực, đặc biệt là hai cuộc đại khủng hoảng: Khủng hoảng tài chính Đông Á 1997-1999 và Khủng hoảng tài chính toàn cầu mười năm sau đó.

Các quốc gia đang phát triển thành công ở Đông Á bắt đầu tăng trưởng vượt bậc với mức tiết kiệm quốc nội khá thấp. Về khía cạnh tài chính, các quốc gia này phải đối mặt với ba thách thức lớn: i) xác định các dự án đầu tư sẽ mang lại nguồn doanh thu ổn định để tài trợ cho các nghĩa vụ trả nợ; ii) đảm bảo đủ cung tiền mặt để trang trải vốn và chi phí sản xuất; và iii) đảm bảo rằng các dự án được tiếp cận đủ lượng ngoại hối để nhập khẩu máy móc, công nghệ và các đầu vào khác bằng đồng đô la Mỹ.

Hàn Quốc, Đài Loan, Trung Quốc và Singapore gặp phải thách thức đầu tiên khi sử dụng các đòn bẩy chính sách công nghiệp mà Việt Nam không có bởi vì các đòn bẩy này đã bị loại trừ trong nhiều hiệp định thương mại đa phương và song phương. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn có nhiều công cụ sẵn có, bao gồm tập trung đầu tư công để cung cấp cơ sở hạ tầng và tận dụng các hiệu ứng quần tụ; chính sách công nghệ và nghiên cứu và phát triển; Giáo dục và đào tạo; chính sách vùng và đô thị; và chính sách an ninh.

Các nền kinh tế thành công ở Đông Á sử dụng quyền kiểm soát của họ đối với hệ thống ngân hàng để giải quyết thách thức thứ hai, bao gồm cho vay theo chỉ định, ngân hàng phát triển và thậm chí cả tài trợ trực tiếp từ ngân sách chính phủ. Việt Nam đã tham gia vào hoạt động cho vay theo chỉ định, nhưng phần lớn là để hỗ trợ các doanh nghiệp nhà nước. Trong báo cáo này, chúng tôi đã gợi ý rằng mô hình ngân hàng phát triển chưa được sử dụng đúng mức ở Việt Nam và đây nên là một phần của chiến lược cải cách lĩnh vực tài chính. Có nhiều bài học từ Đông Á, cũng như từ các khu vực khác, về hành động của chính phủ nhằm tăng nguồn cung tín dụng cho các nhóm khách hàng vay ưu tiên, chẳng hạn như SBA ở Hoa Kỳ.

Tiếp cận ngoại hối là một rào cản đáng kể đối với đầu tư ở tất cả các nước đang phát triển. Việt Nam ghi nhận thặng dư tài khoản vãng lai ở mức khiêm tốn, tuy nhiên mức độ phụ thuộc vào FDI để phát triển các ngành xuất khẩu đã đặt ra gánh nặng ngày càng lớn dưới dạng dòng thu nhập âm (lợi nhuận và lãi). Chúng tôi đã lưu ý rằng FDI và vay nợ nước ngoài có ít khác biệt hơn so với chúng ta vẫn tưởng. Giảm mức độ phụ thuộc vào FDI và phát triển các doanh nghiệp trong nước định hướng xuất khẩu quy mô lớn phải là mục tiêu ưu tiên cao hơn trong cả chính sách cải cách công nghiệp và tài chính. .

Như đã giải thích trong báo cáo này, thị trường vốn Việt Nam bị kìm hãm là do thiếu nhu cầu hơn là thiếu công cụ. Khu vực tư nhân, ngoại trừ các công ty bất động sản và ngân hàng, bao gồm các doanh nghiệp nhỏ với nhu cầu tài chính ngắn hạn. Do vậy, thách thức lớn nhất đối với khu vực tư nhân của Việt Nam là phát triển các doanh nghiệp lớn hơn có nhu cầu tài chính phức tạp hơn nhằm kích cầu phát triển thị trường tài chính trong nước.

Đồng thời, để thị trường tài chính trong nước phát triển có khả năng thúc đẩy đất nước phát triển bền vững, Chính phủ cần ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô để tăng tính hấp dẫn của các tài sản tài chính dài hạn (đặc biệt là trái phiếu), đẩy mạnh phát hành và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp bằng cách tác động từ phía cầu (ví dụ: tăng cường cải cách để tạo điều kiện cho các công ty tư nhân đóng vai trò lớn hơn trong lĩnh vực tiện ích, năng lượng, viễn thông và giao thông vận tải) và phía cung (ví dụ: cải thiện tính minh bạch của thị trường, đảm bảo sự giám sát thường xuyên của Nhà nước, tăng nhu cầu xếp hạng tín nhiệm), sửa đổi khung pháp lý để điều chỉnh hoạt động đầu tư của quỹ hưu trí công, tăng tốc chứng khoán hóa khoản vay trên sàn giao dịch nợ và các công cụ khác như bảo lãnh khoản vay, góp vốn cổ phần trong doanh nghiệp vừa và nhỏ và tái cấu trúc tài chính cho các dự án chậm triển khai.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- ADB. (2020). Thị trường trái phiếu liên ngân hàng tại Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa Hướng dẫn về thị trường trái phiếu ASEAN+3.
- ADB. (2021). Thị trường trái phiếu nội tệ Đông Á mới nổi: Cập nhật trong khu vực. *Giám sát Trái phiếu Châu Á*.
- ADB. (2021). Thị trường trái phiếu ở Indonesia: Cập nhật Hướng dẫn Thị trường Trái phiếu ASEAN+3.
- ADB. (2021). Thị trường trái phiếu ở Thái Lan: Cập nhật Hướng dẫn Thị trường Trái phiếu ASEAN+3.
- Aiyar, S. (2012). Từ Khủng hoảng tài chính đến Đại suy thoái: Vai trò của các ngân hàng toàn cầu hóa. *Tạp chí Kinh tế Hoa Kỳ*, 102(3), 225–230. <https://doi.org/10.1257/aer.102.3.225>
- Aizenman, J., Pinto, B., & Radziwill, A. (2007). Các nguồn tài trợ vốn trong nước – Tiết kiệm nước ngoài có phải là một lựa chọn khả thi cho các nước đang phát triển? *Tạp chí Tài chính và Tiền tệ Quốc tế*, 26(5), 682–702. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2007.04.009>
- Akyüz, Y. (2017). *Đuà với lừa: Hội nhập tài chính sâu rộng hơn và các yếu tố dễ bị tổn thương biến động ở Nam bán cầu*. Nhà xuất bản Đại học Oxford.
- Amariei, C., Pieter de Groen, W., & Valiante, D. (2017). *Cải thiện Cơ sở Nhà đầu tư cho Thị trường Trái phiếu bằng Đồng nội tệ ở Trung Quốc, Ấn Độ và Indonesia*.
- Appell, D. (2021). *EPF của Malaysia cuối năm 2020 tăng 7,9% lên gần 250 tỷ USD. Lương hưu & Đầu tư*. <https://www.pionline.com/define-contribution/malaysias-epf-ends-2020-79-almost-250-billion>.
- Arestis, P., & Stein, H. (2005). Quan điểm Thẻ chế đối với Tài chính và Phát triển như một Giải pháp thay thế cho Tự do hóa Tài chính. *Tạp chí Quốc tế về Kinh tế học Ứng dụng*, 19(4), 381–398. <https://doi.org/10.1080/02692170500208459>
- Beck, T., & Martinez Peria, M. S. (2010). Sự tham gia và tiếp cận của ngân hàng nước ngoài: Bằng chứng từ Mexico. *Tạp chí Trung gian Tài chính*, 19(1), 52–73. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2009.03.002>
- Bhaduri, S., & Bhattacharya, A. (2018). Tự do hóa tài chính và phân bổ vốn: Mặt tối. *Tạp chí Kinh tế lượng*, 16(S1), 163–185. <https://doi.org/10.1007/s40953-018-0128-5>
- Bird, G., & Rajan, R. S. (2002). FDI có đảm bảo sự ổn định của dòng vốn quốc tế? Bằng chứng từ Malaysia. *Đánh giá chính sách phát triển*, 20(2), 191–202. <https://doi.org/10.1111/1467-7679.00165>
- Bologna, P. (2017). Chuyển đổi kỳ hạn của các ngân hàng: rủi ro, lợi nhuận và chính sách. Temi di Discusse (Các bài báo về kinh tế) 1159, Ngân hàng Ý, *Lĩnh vực Nghiên cứu Kinh tế và Quan hệ Quốc tế*.
- Bộ Tài Chính. (2021). Tổng quan thị trường bảo hiểm năm 2020.
- Bộ Tài Chính & VBMA. (2021). Báo Cáo Thường Niên 2020: *Thị Trường Trái Phiếu Việt Nam*.
- BSC. (2021). Cập Nhật Ngành Bảo Hiểm Việt Nam.
- Burger, K. J. D., Warnock, F. E., & Warnock, V. C. (2015). Phát Triển Thị Trường Trái Phiếu Tại Châu Á Đang Phát Triển. *Loạt tài liệu nghiên cứu về kinh tế của ADB*, 448.
- Carrera, J. B., Geng, G., & Huang, F. (2021). Nợ doanh nghiệp của Trung Quốc: *Đang tiến hành xử lý*. Nghiên cứu Allianz.
- Cesar, C. & Kubota, M. (2009). Tài chính mở có dẫn đến tập trung hơn vào thị trường tài chính trong nước không?. *Loạt Tài liệu Nghiên cứu Chính sách* 4973, Ngân hàng Thế giới.

- Chan, K., Fong, W. M., & Chan, Y-C. (2002). Tỷ giá hối đoái thả nổi và tính thanh khoản của thị trường: bằng chứng từ sự can thiệp của Chính quyền Hồng Kông. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính*, 27(2), 179-197. doi:10.1111/j.1475-6803.2004.t01-1-00078.x
- Chen, M., Wu, J., Jeon, B. N., & Wang, R. (2017). Các ngân hàng nước ngoài có rủi ro hơn không? Bằng chứng từ các nền kinh tế mới nổi. *Tạp chí Tài chính Ngân hàng*, 82, 20–39. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.05.004>
- Chinn, M., & Ito, H. (2002). Tự do hóa tài khoản vốn, thể chế và phát triển tài chính: Bằng chứng xuyên quốc gia (Số w8967; p. w8967). *Cục nghiên cứu kinh tế quốc gia*. <https://doi.org/10.3386/w8967>
- Chính phủ (2016). Nghị định số 30/2016/NĐ-CP về Quy định chi tiết hoạt động đầu tư từ quỹ bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế, bảo hiểm thất nghiệp, ban hành ngày 28/04/2016.
- Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2001). Sự tham gia của các tổ chức nước ngoài ảnh hưởng đến thị trường ngân hàng trong nước như thế nào? *Tạp chí Tài chính Ngân hàng*, 25(5), 891–911. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(00\)00102-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00102-3)
- Claessens, S., & Van Horen, N. (2014). Ngân hàng nước ngoài: Xu hướng và Tác động. *Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng*, 46(s1), 295–326. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12092>
- Trung tâm đầu tư bền vững Columbia. (2021). Ngân hàng phát triển trong nền kinh tế toàn cầu: Trạng thái Tham gia và Định hướng Tương lai. https://ccsi.columbia.edu/sites/default/files/content/docs/CCSI-Development-Banking-report-04-mr_0.pdf
- Craig, B. R., Jackson, W. E., & Thomson, J. B. (2009). Tác động kinh tế từ sự can thiệp của Cơ quan quản lý doanh nghiệp nhỏ vào thị trường tín dụng doanh nghiệp nhỏ: Nhận xét từ các tài liệu nghiên cứu. *Tạp chí Quản lý Doanh nghiệp Nhỏ*, 47(2), 221–231. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2009.00269.x>
- Dao, T. (2021). Các yếu tố quyết định mối liên kết giữa doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và doanh nghiệp trong nước tại Việt Nam. *Tạp chí quốc tế về KHOA HỌC TIỀN TIẾN VÀ ỨNG DỤNG*. 8. 94-102.
- Datta, S. & Datta, M. & Patel, A. (2000). Một số bằng chứng về tính độc nhất của các đợt chào bán nợ lần đầu ra công chúng. *Tạp chí Tài chính, Hiệp hội Tài chính Hoa Kỳ*, tập. 55(2), trang 715-743, April.
- Diaz-Alejandro, C. (1985). Xóa bỏ sự kìm kẹp tài chính, mở ra sự sụp đổ tài chính. *Tạp chí Kinh tế Phát triển*, 19(1–2), 1–24. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(85\)90036-7](https://doi.org/10.1016/0304-3878(85)90036-7)
- Đức Thọ. (05/04/2021). VDB đã báo cáo Kiểm toán Nhà nước về việc xử lý các dự án liên quan. *Tạp chí Đầu tư Tài chính*. <https://vietnamfinance.vn/vdb-da-bao-cao-kiem-toan-nha-nuoc-ve-viec-xu-ly-cac-du-an-lien-quan-20180504224251530.htm>
- Nguyễn Hoàng Dương (2021). Tổng quan và định hướng phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Tài chính*, 1. <https://tapchitaichinh.vn/Chuyen-dong-tai-chinh/tong-quan-va-dinh-huong-phat-trien-thi-truong-trai-phieu-doanh-nghiep-viet-nam-344356.html>
- Eichengreen, B., & Arteta, C. (2002). Khủng hoảng ngân hàng ở các thị trường mới nổi: Giả định và bằng chứng. Trong MI Bléjer & M. Skreb (Eds.), *Chính sách tài chính ở các thị trường mới nổi* (trang 47–94). Nhà xuất bản MIT.
- Eichengreen, B., & Luengnaruemitchai, P. (2004). Tại sao châu Á không có thị trường trái phiếu lớn hơn?. *BIS Papers*, 30, 40-77.
- Elliott, D. J. (2011). Giới ngân hàng Hoa Kỳ: Đánh giá các chương trình tín dụng liên bang của Mỹ. Nhà in Viện Brookings.

- ENF. (2021). Báo cáo tài chính. Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.
- ENF. (2022). Báo cáo hoạt động đầu tư của quỹ. Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.
- Ferrari, A. & Tran, T. (2021). Cải cách ngân hàng, chuyển đổi và tài chính: phân tích dài hạn tại Việt Nam. Tạp chí Quy chế Ngân hàng, Palgrave Macmillan, tập. 22(1), trang 1-10, tháng 3.
- FiinGroup. (2021). FiinRatings Insight #1/Q1-2021: Triển vọng trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam 2021. Dịch vụ xếp hạng tín nhiệm (FiinRatings), FiinGroup.
- FiinGroup. (2021). FiinRatings Insight #2: Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam: Cân bằng lợi nhuận và rủi ro. Dịch vụ xếp hạng tín nhiệm (FiinRatings), FiinGroup.
- Fischer, S. (1997). Tự do hóa tài khoản vốn và vai trò của IMF /.
- Fry, M. J. (1995). Tiền tệ, lãi suất và ngân hàng trong phát triển kinh tế (tái bản lần 2). Nhà xuất bản Đại học Johns Hopkins.
- Galindo, A., Schiantarelli, F., & Weiss, A. (2007). Tự do hóa tài chính có cải thiện việc phân bổ đầu tư không? Tạp chí Kinh tế Phát triển, 83(2), 562–587. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.09.008>
- Gande, A., Sauner, A. (2011), Ngân hàng có còn giữ vai trò đặc biệt khi có thị trường thứ cấp cho các khoản cho vay?. Tạp chí Tài chính.
- Griffith-Jones, S., Ocampo, J. A., Rezende, F., Schclarek, A., & Brei, M. (2018). Tương lai của các Ngân hàng Phát triển Quốc gia. Trong S. Griffith-Jones & JA Ocampo (Eds.), Tương lai của các ngân hàng phát triển quốc gia (trang 1–39). Nhà xuất bản Đại học Oxford.
- Diệu Hương (2021). Sửa Luật Kinh doanh bảo hiểm: Khai thông nguồn lực đầu tư cho nền kinh tế. Báo Đầu tư Việt Nam. <https://www.tinnhanhchungkhoan.vn/sua-luat-kinh-doanh-bao-hiem-khai-thong-nguon-luc-dau-tu-cho-nen-kinh-te-post286974.html>.
- Hirschman, A. O. (1958). Chiến lược phát triển kinh tế (17. Ấn phẩm). Nhà xuất bản Đại học Yale
- IMF. (2022). Triển vọng kinh tế thế giới: Chiến tranh tái khởi động quá trình phục hồi toàn cầu. Washington, DC, Tháng Tư.
- IOSCO. (2002). Sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở các quốc gia có thị trường mới nổi.
- IOSCO. (2007). Các yếu tố ảnh hưởng đến tính thanh khoản ở các thị trường mới nổi.
- Jeon, B. N., Olivero, M. P., & Wu, J. (2011). Ngân hàng nước ngoài có làm gia tăng cạnh tranh? Bằng chứng từ các thị trường ngân hàng châu Á và Mỹ Latinh mới nổi. Tạp chí Tài chính Ngân hàng, 35(4), 856–875. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.012>
- Kathpalia, S. D., Minh, C. H., Huong, D. T., & Lambert, D. J. (2020). Tiềm Năng Đầu Tư Nước Ngoài Vào Một Tổ Chức Xếp Hạng Tín Nhiệm Trong Nước Tại Việt Nam. Loạt tài liệu làm việc của ADB Đông Nam Á, 19.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). Cuộc khủng hoảng song song: Nguyên nhân của các vấn đề về ngân hàng và cán cân thanh toán. Tạp chí Kinh tế Hoa Kỳ, 89(3), 473–500. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.473>
- Klein, M., & Olivei, G. (1999). Tự do hóa tài khoản vốn, độ sâu tài chính và tăng trưởng kinh tế (Số w7384; tr. w7384). Cục nghiên cứu kinh tế quốc gia. <https://doi.org/10.3386/w7384>
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S.-J. (2006). Toàn cầu hóa tài chính: Đánh giá lại (Số w12484; p. w12484). Cục nghiên cứu kinh tế quốc gia. <https://doi.org/10.3386/w12484>

- Kowalewski, O. & Pisany, P. (2019). Điều gì đã thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Châu Á?. Nghiên cứu về Kinh doanh Quốc tế và Tài chính, Elsevier, tập. 48(C), trang 365-380.
- Lambert, D. (2022). Thúc Đẩy Phát Triển Thị Trường Trái Phiếu Doanh Nghiệp Việt Nam. Blog của ADB. <https://blogs.adb.org/blog/spurring-development-viet-nam-s-corporate-bond-market>.
- Le, P. & Harvie, C. & Arjomandi, A. & Borthwick, J. (2019). Tự do hóa tài chính, loại hình sở hữu ngân hàng và hiệu quả hoạt động trong nền kinh tế chuyển đổi: Trường hợp tại Việt Nam. Tạp chí Tài chính Pacific-Basin. 57. 101182. 10.1016/j.pacfin.2019.101182.
- Levine, R. (1996). Ngân hàng nước ngoài, Phát triển tài chính và Tăng trưởng kinh tế. Trong C. E. Barfield (Ed.), Thị trường tài chính quốc tế: Hòa bình và Cạnh tranh (trang 224–254). Nhà xuất bản AEI.
- Luna-Martinez, J. de, & Vicente, C. L. (2012). Khảo sát Toàn cầu về Ngân hàng Phát triển (Số 5969; Tài liệu Nghiên cứu Chính sách). Ngân hàng Thế giới. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/313731468154461012/pdf/WPS5969.pdf>
- Manulife. (2017). Báo cáo thường niên 2017.
- Mazzucato, M. (2015). Trạng thái kinh doanh: Làm sáng tỏ những lầm tưởng của khu vực công và khu vực tư nhân. PublicAffairs.
- McKinnon, R. I. (1973). Tiền và vốn trong phát triển kinh tế. Học viện Brookings
- McKinnon, R. I. (1993). Trình tự tự do hóa kinh tế: Kiểm soát tài chính trong thời kỳ chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường (tái bản lần 2). Nhà xuất bản Đại học Johns Hopkins.
- Mizen, P. & Tsoukas, S. (2012). Điều gì thúc đẩy việc sử dụng nhiều hơn thị trường trái phiếu doanh nghiệp? Một nghiên cứu về hành vi phát hành của các công ty ở Châu Á. Tài liệu Thảo luận 17/12, Đại học Nottingham, Trung tâm Tài chính, Tín dụng và Kinh tế vĩ mô (CFCM).
- Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2020). Sách trắng Doanh nghiệp Việt Nam 2020. Nhà xuất bản thống kê
- Nanda, P. K. (2019). Hội đồng quản trị PFO thuê SBI MF, UTI AMC làm quản lý quỹ. Mint. <https://www.livemint.com/news/india/epfo-board-hires-sbi-mf-two-other-amcs-as-fund-managers-1566408844356.html>
- Nehru, V. (2019). Ngân hàng Phát triển Châu Á: Giải pháp luôn gây thất vọng. Trong U. Volz, PJ Morgan, & N. Yoshino (Eds.), Sổ tay Routledge về ngân hàng và tài chính ở Châu Á (trang 245–264). Routledge, Tập đoàn Taylor & Francis.
- Neuhann, D. (2017). Ảnh hưởng kinh tế vĩ mô của giao dịch trên thị trường thứ cấp. Loạt tài liệu làm việc. Ngân hàng trung ương châu Âu.
- Newman, C., Page, J., Shimeles, A., Soderbom, M., & Tarp, F. (2018). Liên kết bởi đầu tư trực tiếp nước ngoài: Vai trò của các mối quan hệ cấp doanh nghiệp trong chuyển giao tri thức ở Châu Phi và Châu Á (Số 2018/161; Tài liệu làm việc WIDER). UNU-WIDER.
- N.Nga (2022). 86% Quỹ Bảo hiểm xã hội được dùng mua trái phiếu Chính phủ. BizLIVE. <https://nhipsongdoanhnghiep.cuocsongantoan.vn/86-quy-bao-hiem-xa-hoi-duoc-dung-mua-trai-phiieu-chinh-phu-post3093802.html>.
- Ngan, F., Yang, A., Tang, T., Jack, Ng., & Lui, M. (2018). Để dữ liệu tài sản bảo hiểm tự lên tiếng: Phân bổ tài sản của các công ty bảo hiểm nhân thọ ở châu Á. Hiệp hội các chuyên viên định phí bảo hiểm.
- Ngo, T. (2015). Hiệu quả của hệ thống ngân hàng Việt Nam trong quá trình tự do hóa tài chính. Luận án Tiến sĩ, Đại học Massey.
- Bảo Ngọc (2020). Quỹ bảo hiểm xã hội 728.000 tỉ, đầu tư thu lãi 42.700 tỉ đồng. Tuổi Trẻ Online. <https://tuoitre.vn/quy-bao-hiem-xa-hoi-728-000-ti-dau-tu-thu-lai-42->

- 700-ti-dong-20200524084434966.htm.Orzechowski, P. E. (2020). Các khoản vay của Cơ quan quản lý doanh nghiệp nhỏ và việc làm cấp bang của Hoa Kỳ. Tạp chí Kinh tế và Tài chính, 44(3), 486–505. <https://doi.org/10.1007/s12197-019-09495-3>
- OECD. (2020). Xu hướng thị trường trái phiếu doanh nghiệp, rủi ro mới nổi và chính sách tiền tệ. Chuỗi thị trường vốn OECD, Paris.
- OECD. (2021). Sơ lược về lương hưu 2021: Các chỉ số của OECD và G20, Nhà xuất bản OECD, Paris. <https://doi.org/10.1787/ca401ebd-en>.
- Park, C. Y. (2015). Phát triển thị trường trái phiếu nội tệ ở châu Á. Loạt tài liệu nghiên cứu về kinh tế của ADB, 495.
- Park, D. (2011). Hệ thống hưu trí và hỗ trợ thu nhập cho người cao tuổi ở Đông Á và Đông Nam Á: Tổng quan và Hướng cải cách. Ấn phẩm của ADB.
- Park, D. & Taniguchi, K. & Tian, S. (2018). Đầu tư nước ngoài và trong nước vào thị trường trái phiếu toàn cầu. Loạt Tài liệu Nghiên cứu Kinh tế của ADB 535, Ngân hàng Phát triển Châu Á.
- Pham, K. & Doan, N. (2022). Quy định của pháp luật về trái phiếu doanh nghiệp và giải pháp khắc phục để bảo vệ các nhà đầu tư trái phiếu tại Việt Nam. Tạp chí Vietnam law and legal forum.
- Prasad, E., Rajan, R., & Subramian, A. (2007). Vốn nước ngoài và tăng trưởng kinh tế (Số 13619; Tài liệu làm việc của NBER). https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13619/w13619.pdf
- Quang, T. N., & Hai, N. V. (2022). Phát hành riêng lẻ trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam: Các quy định mới được đề xuất có được thiết kế để thúc đẩy hay hạn chế sự phát triển thị trường?. YKVN.
- Rey, H. (2015). Tiến thoái lưỡng nan chứ không phải bộ ba bất khả thi: Chu kỳ tài chính toàn cầu và tính độc lập của chính sách tiền tệ (Số 21162; Tài liệu làm việc của NBER). https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21162/w21162.pdf
- Rixtel, Adrian & Gasperini, G. (2013). Khủng hoảng tài chính và cấp vốn ngân hàng: kinh nghiệm gần đây ở khu vực sử dụng đồng euro. Tài liệu làm việc BIS406, Ngân hàng Thanh toán Quốc tế.
- Rosengard, J. & Huynh, D. (2009). Tài trợ phát triển kinh tế: Nghiên cứu So sánh Cải cách Khu vực Tài chính ở Việt Nam và Trung Quốc. Loạt tài liệu đối thoại chính sách về việc Việt Nam gia nhập WTO và Nghiên cứu năng lực cạnh tranh quốc tế.
- Sanchez-Martin, M. E., De Pinies, J., & Antoine, K. (2015). Đo lường các yếu tố quyết định liên kết ngược từ FDI ở các nền kinh tế đang phát triển: Đó có phải là một vấn đề về quy mô? (Số 7185; Tài liệu nghiên cứu chính sách). Ngân hàng Thế giới.
- Santos, J.A.C, Nigro, P. (2009). Thị trường cho vay thứ cấp có giá trị đối với người đi vay không? Trích từ <http://ssrn.com/abstract=1550556>
- Schumpeter, J. A. (1939). Chu kỳ kinh doanh: Phân tích lý thuyết, lịch sử và thống kê về quá trình tư bản chủ nghĩa: Tập I. McGraw Hill.
- Shaw, E. S. (1973). Chiều sâu tài chính trong phát triển kinh tế. Nhà xuất bản Đại học Oxford.
- Shin, J.-S., & Chang, H.-J. (2003). Tái cấu trúc Korea Inc. RoutledgeCurzon.
- Duy Thái (2022). Thị trường bảo hiểm 2021: Vượt qua thức thức Covid-19, duy trì tăng trưởng 2 con số. Thời báo Tài chính Việt Nam. <https://thoibaotaichinhvietnam.vn/thi-truong-bao-hiem-2021-vuot-thach-thuc-covid-19-duy-tri-tang-truong-2-con-so-98318.html>.

- UNCTAD (Ed.). (2020). Sản xuất quốc tế vượt qua đại dịch (ấn bản kỷ niệm 30 năm). Liên Hiệp Quốc.
- VBMA. (2021). Báo cáo thị trường trái phiếu hàng tháng: tháng 11 năm 2021.
- VBMA. (2021). Thị trường Trái phiếu Việt Nam Quý IV/2021. Báo cáo thị trường trái phiếu hàng quý của VBMA.
- VBMA. (2022). Thị trường Trái phiếu Việt Nam Quý III/2022. Báo cáo thị trường trái phiếu hàng quý của VBMA.
- VCBS. (2021). Báo cáo triển vọng Thị trường trái phiếu doanh nghiệp 2021. Phòng Nghiên cứu – VCBS.
- VMOF. (2020). Thị trường Trái phiếu Việt Nam 2019: Áp dụng các thông lệ tốt để xây dựng thị trường trái phiếu bền vững.
- Wang, M. (2009). FDI sản xuất và tăng trưởng kinh tế: Bằng chứng từ các nền kinh tế châu Á. *Kinh tế học ứng dụng*, 41(8), 991–1002.
<https://doi.org/10.1080/00036840601019059>
- Warman, F., & Thirlwall, A. P. (1994). Lãi suất, tiết kiệm, đầu tư và tăng trưởng ở Mexico giai đoạn 1960–90: Kiểm định giả thuyết tự do hóa tài chính. *Tạp chí Nghiên cứu Phát triển*, 30(3), 629–649.
<https://doi.org/10.1080/00220389408422330>
- Winkler, D. (2013). Tác động lan tỏa tiềm năng và thực tế của FDI trong chuỗi giá trị toàn cầu: Vai trò của các đặc điểm, khả năng hấp thụ và các kênh truyền tải của nhà đầu tư nước ngoài (Số 6424; Tài liệu nghiên cứu chính sách). Ngân hàng Thế giới.
- Ngân hàng Thế giới. (2018). Nghiên cứu điển hình về Quỹ tiết kiệm nhân viên của Malaysia. *Kiến thức & Nghiên cứu, Chuỗi Kinh nghiệm Phát triển Malaysia*.
- Ngân hàng Thế giới. (2019). Tài chính trong quá trình chuyển đổi: Mở cửa thị trường vốn cho tương lai phát triển của Việt Nam. *Suy đoán về tháng 12 năm 2019*.
- Ngân hàng Thế giới. (2020). Cạnh tranh quốc tế có thể thúc đẩy thị trường bảo hiểm tăng trưởng?: Bằng chứng từ Việt Nam.
- Ngân hàng Thế giới. (2021). Tạo lập thị trường tại Việt Nam: Đánh giá hiện trạng khu vực tư nhân trong nước: củng cố Khu vực Tư nhân trong thời kỳ COVID-19 và sau đó: Cứu trợ, Tái cấu trúc và Phục hồi tính chống chịu. *Ấn phẩm IFC*.
- Ngân hàng Thế giới. (2021). Việt Nam Thích ứng với một xã hội già hóa. *Ấn phẩm của Ngân hàng Thế giới*.
- Yeyati, E. L., & Micco, A. (2007). Tập trung và thâm nhập nước ngoài trong lĩnh vực ngân hàng các nước Mỹ Latinh: Tác động đến cạnh tranh và rủi ro. *Tạp chí Tài chính Ngân hàng*, 31(6), 1633–1647.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.11.003>
- Yin, H. (2019). Toàn cầu hóa ngân hàng và ổn định tài chính: Bằng chứng quốc tế. *Nghiên cứu về Kinh doanh Quốc tế và Tài chính*, 49, 207–224.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.03.009>

PHỤ LỤC 1:

Quy trình, thủ tục mua, bán nợ

Quy trình, thủ tục để các bên thực hiện mua, bán nợ gồm 7 giai đoạn chính như sau:

- (i) **Bước 1:** Ban hành quy định nội bộ về mua, bán nợ: Căn cứ Thông tư 09, các bên phải ban hành quy định nội bộ về mua, bán nợ trước khi thực hiện mua, bán nợ.
- (ii) **Bước 2:** Lựa chọn phương thức mua, bán nợ
 - o Bên bán nợ có thể lựa chọn một trong các phương thức mua, bán nợ như sau
 - o Thỏa thuận: Thông qua thương lượng trực tiếp giữa bên bán nợ và bên mua nợ hoặc thông qua môi giới; hoặc
 - o Đấu giá: Bên bán nợ có thể thuê tổ chức đấu giá chuyên nghiệp để đấu giá khoản nợ theo quy định của pháp luật về đấu giá tài sản hoặc tự tổ chức đấu giá khoản nợ.
- (iii) **Bước 3:** Thành lập hội đồng mua, bán nợ
 - o Bên bán nợ thành lập Hội đồng mua, bán nợ theo quy định tại Điều lệ công ty và quy định nội bộ về mua, bán nợ của bên bán nợ.
 - o Thành phần, nhiệm vụ, quyền hạn (bao gồm cả việc xác định giá mua, bán khoản nợ đối với trường hợp mua, bán khoản nợ theo thỏa thuận, giá khởi điểm đối với trường hợp bán đấu giá khoản nợ) do bên bán khoản nợ quy định.
- (iv) **Bước 4:** Đánh giá và xác định khoản nợ
 - o Giá mua, bán nợ dựa trên thỏa thuận giữa các bên căn cứ vào giá trị ghi sổ của khoản nợ và lãi mà bên nợ phải trả trong tương lai, phân loại nhóm nợ, khả năng thu hồi nợ và giá trị tài sản bảo đảm (nếu có).
- (v) **Bước 5:** Đàm phán và ký kết hợp đồng mua, bán nợ
 - o Các bên có thể thương lượng, thỏa thuận hợp đồng mua, bán nợ không trái với quy định của Thông tư 09 và các quy định có liên quan. Hợp đồng mua, bán nợ phải có các nội dung chủ yếu sau đây:
 - o Thời gian ký kết hợp đồng mua, bán nợ;
 - o Tên, địa chỉ của các bên tham gia hợp đồng;
 - o Tên, chức danh người đại diện các bên tham gia ký kết hợp đồng mua bán nợ;
 - o Tên, địa chỉ của bên nợ và các bên có liên quan (nếu có) tới khoản nợ được mua, bán;
 - o Chi tiết khoản nợ mua, bán: số tiền vay, thời gian vay, mục đích vay, giá trị ghi sổ của khoản nợ đến thời điểm thực hiện mua, bán nợ;
 - o Các biện pháp bảo đảm cho nghĩa vụ thanh toán của bên nợ đối khoản nợ được mua, bán (nếu có);
 - o Giá bán nợ, phương thức thanh toán, thời hạn thanh toán;
 - o Thời điểm, phương thức và thủ tục chuyển giao hồ sơ, chứng từ khoản nợ, bao gồm cả hồ sơ, tài liệu về tài sản bảo đảm của khoản nợ (nếu có); thời điểm bên mua nợ trở thành người thế quyền, nghĩa vụ đối với khoản nợ của bên bán nợ;
 - o Quyền và nghĩa vụ của bên bán nợ, bên mua nợ;
 - o Trách nhiệm của các bên do vi phạm hợp đồng; và
 - o Giải quyết tranh chấp phát sinh.
- (vi) **Bước 6:** Chuyển giao quyền và nghĩa vụ liên quan đến khoản nợ
 - o Theo quy định pháp luật, bên mua nợ trở thành người thế quyền, nghĩa vụ đối với khoản nợ của bên bán nợ tại thời điểm ghi trong hợp đồng mua bán. Do đó, bên bán nợ chuyển giao cho bên mua nợ các quyền và nghĩa vụ liên quan đến khoản nợ bao gồm cả quyền và nghĩa vụ đối với các biện pháp bảo đảm khoản nợ (nếu có). Việc chuyển giao quyền, nghĩa vụ đối với biện pháp bảo đảm khoản

nợ được thực hiện theo quy định của pháp luật về giao dịch bảo đảm và các quy định khác có liên quan. Việc đăng ký thay đổi bên nhận bảo đảm được thực hiện theo quy định của pháp luật về giao dịch bảo đảm.

(vii) *Bước 7: Báo cáo với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*

- Bên bán nợ, bên mua nợ thực hiện báo cáo giao dịch mua, bán nợ theo quy định về báo cáo thống kê của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.
- Hệ quả pháp lý sau khi giao dịch hoàn tất
- Theo Thông tư 09, khi thực hiện hợp đồng mua, bán nợ, bên bán nợ chuyển giao các quyền và nghĩa vụ cho bên mua nợ bao gồm các quyền và nghĩa vụ đối với các biện pháp bảo đảm khoản nợ (nếu có) và bên mua nợ trở thành bên thế quyền và nghĩa vụ đối với khoản nợ của bên bán nợ tại thời điểm hợp đồng đó có hiệu lực.