

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN - KÊNH HUY ĐỘNG VỐN DÀI HẠN QUAN TRỌNG BẬC NHẤT CỦA NỀN KINH TẾ

ĐINH TIÊN DŨNG *

Trong nền kinh tế thị trường, với xu hướng hội nhập, toàn cầu hóa, việc huy động vốn để phát triển kinh tế rất đa dạng, bên cạnh các nguồn vốn tín dụng ngân hàng, vốn đầu tư trực tiếp của nước ngoài, vốn vay nợ nước ngoài, việc phát triển thị trường vốn, đặc biệt là thị trường trái phiếu chính phủ có vai trò quan trọng để tạo lập và phân bổ có hiệu quả nguồn vốn cho nền kinh tế.

Thực trạng thị trường vốn và thị trường trái phiếu chính phủ

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế, sự phát triển của thị trường vốn ở Việt Nam trong thời gian qua đã từng bước góp phần quan trọng trong việc đáp ứng yêu cầu huy động và phân bổ các nguồn lực cho đầu tư phát triển. Trong đó, sự ra đời của thị trường chứng khoán (TTCK) từ năm 2000 đã đánh dấu bước tiến quan trọng trong việc phát triển thị trường tài chính và có tác động đến sự phát triển chung của hệ thống tài chính - ngân hàng, tạo điều kiện thuận lợi cho các chủ thể huy động vốn thông qua thị trường vốn. Cho đến nay, qua 15 năm phát triển, thị trường vốn đã từng bước trở thành kênh huy động vốn quan trọng cho Chính phủ, các ngân hàng chính sách, chính quyền địa phương và doanh nghiệp. Đặc biệt, các doanh nghiệp đã bắt đầu quan tâm và tham gia huy động vốn trên thị trường vốn bên cạnh việc vay vốn từ hệ thống ngân hàng để đa dạng hóa nguồn vốn phục vụ sản xuất, kinh doanh.

Sau 15 năm hoạt động, thị trường vốn Việt Nam đã có sự phát triển, tăng trưởng

cả về chiều rộng và chiều sâu. Tại thời điểm năm 2000, hầu hết vốn của các doanh nghiệp được vay từ hệ thống ngân hàng, dư nợ tín dụng là 40% GDP; đến năm 2014 dư nợ tín dụng vào khoảng 100% GDP. Trong khi đó, giá trị vốn hóa của thị trường cổ phiếu vào năm 2000 là 0,28% GDP, đến năm 2014 là 31,3% GDP, dư nợ thị trường trái phiếu vào khoảng 22% GDP. Điều đó cho thấy thị trường vốn đã có bước phát triển vượt bậc. Chỉ tính riêng năm 2014, tổng giá trị huy động vốn qua TTCK đạt khoảng 280.000 tỷ đồng, trong đó phát hành cổ phiếu, phát hành trái phiếu ra công chúng và cổ phần hóa là 27.000 tỷ đồng. Để phát triển thị trường vốn, TTCK bền vững, khuôn khổ pháp lý đã được ban hành tương đối đồng bộ, thị trường vận hành trên nguyên tắc công khai, minh bạch, tạo niềm tin cho các chủ thể tham gia trên thị trường. Hơn nữa, hoạt động của TTCK đã góp phần quan trọng cho việc đẩy mạnh quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) trên nguyên tắc công khai, minh bạch.

* Ủy viên Trung ương Đảng, Bộ trưởng Bộ Tài chính

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế và thị trường vốn, trong những năm qua, thị trường trái phiếu nói chung, đặc biệt là thị trường trái phiếu chính phủ (TPCP) đã có bước phát triển đồng bộ cả về thể chế và khuôn khổ pháp lý, từng bước trở thành kênh huy động vốn cho đầu tư phát triển của Chính phủ và doanh nghiệp. Đối với Chính phủ, kênh huy động vốn qua phát hành TPCP có vai trò ngày càng quan trọng đối với công tác huy động vốn cho ngân sách nhà nước (NSNN). Từ năm 2010 trở về trước khối lượng huy động thông qua phát hành TPCP còn hạn chế, trung bình là 20.000 tỷ đồng/năm, nhưng trong giai đoạn 2010 - 2014, khối lượng phát hành TPCP tăng khoảng 8 lần so với tổng khối lượng phát hành trong giai đoạn trước. Đối với doanh nghiệp, bình quân từ năm 2009 đến nay, khối lượng huy động vốn qua kênh trái phiếu vào khoảng 30.000 tỷ đồng/năm là một khối lượng vốn không nhỏ, đặc biệt là trong những giai đoạn kinh tế khó khăn. Đối với thị trường thứ cấp, khối lượng TPCP giao dịch trên thị trường thứ cấp tăng mạnh trong các năm qua, giá trị giao dịch bình quân năm 2014 là 3.600 tỷ đồng/ngày, tăng gấp 8 lần so với năm 2009 và tăng gấp 2 lần so với năm 2013, qua đó cho thấy thanh khoản của thị trường được cải thiện đáng kể.

Sự phát triển của thị trường TPCP giúp các trung gian tài chính, đặc biệt là các ngân hàng thương mại (NHTM) đa dạng hóa được kênh đầu tư, cân đối dòng tiền, do đầu tư vào TPCP là kênh đầu tư an toàn, có hiệu quả, đặc biệt là trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng của các NHTM bị hạn chế do ảnh hưởng của kinh tế vĩ mô. Hiện tại, các NHTM tham gia mua TPCP thông qua phương thức đấu thầu trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội theo nguyên tắc tự nguyện, bình đẳng và bảo đảm tính cạnh tranh. Số liệu thống kê cho thấy, khi tăng trưởng tín dụng thấp, dòng vốn của các NHTM không đầu tư ra nền kinh tế thì việc đầu tư vào TPCP trở thành kênh đầu tư có hiệu quả và an toàn cho các NHTM, chính

vì thế các NHTM đã lựa chọn kênh đầu tư này để gia tăng hiệu quả hoạt động. Điều này được minh chứng qua thực tiễn của giai đoạn 2011 - 2014, do tác động của khủng hoảng kinh tế, nợ xấu tăng cao và đang trong quá trình tái cơ cấu nên tốc độ tăng trưởng tín dụng của các tổ chức tín dụng chỉ đạt bình quân 11,36%/năm so với bình quân tăng trưởng tín dụng của giai đoạn 2006 - 2010 là 33,06%. Tương ứng khối lượng TPCP các NHTM đầu tư trong giai đoạn 2011 - 2014 trung bình khoảng 125.000 tỷ đồng/năm, tương đương khoảng 75% khối lượng phát hành một năm và chiếm khoảng 9% tổng tài sản của khối NHTM trong năm 2014. Như vậy, việc đầu tư vào TPCP của các định chế trung gian tài chính nói chung và của hệ thống các NHTM nói riêng chính là sự lựa chọn an toàn, hiệu quả góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của nền kinh tế. Đây cũng chính là kết quả của sự phối hợp đồng bộ, nhịp nhàng giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ trong thời gian vừa qua.

Bên cạnh đó, sự phát triển của thị trường trái phiếu còn có vai trò khơi thông nguồn vốn đầu tư nước ngoài thông qua việc thu hút các nhà đầu tư gián tiếp trên thị trường. Tuy nhiên, trong thời gian qua, việc thu hút nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường trái phiếu còn hạn chế, nhà đầu tư nước ngoài chỉ đầu tư khoảng 1% tổng khối lượng TPCP phát hành trên thị trường.

Kinh nghiệm quốc tế trong việc phát triển thị trường trái phiếu chính phủ

Các nước tập trung vào phát triển thị trường TPCP với 2 mục đích: *Thứ nhất*, huy động vốn cho NSNN. *Thứ hai*, tạo thị trường chuẩn cho hệ thống tài chính, qua đó tác động trở lại sự phát triển của cả hệ thống tài chính - ngân hàng.

Khác với thị trường cổ phiếu, thành viên tham gia thị trường trái phiếu nói chung, thị trường TPCP nói riêng chủ yếu là nhà đầu tư có tổ chức với giá trị giao dịch lớn, do

Bảng 1: Cơ cấu nhà đầu tư trên thị trường TPCP của một số nước như sau:

	Ngân hàng thương mại	Quỹ đầu tư (quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm)	Nhà đầu tư nước ngoài
Trung Quốc	70%	28%	1,8%
Xin-ga-po	60%	24%	16%
Ma-lai-xi-a	44%	33,9%	20%
In-đô-nê-xi-a	34%	26%	30,5%
Việt Nam	79%	18,9%	1%

Nguồn: Báo cáo của JP Morgan năm 2014

đó, để phát triển thị trường TPCP thì yếu tố quan trọng hàng đầu là phát triển được hệ thống nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức có nguồn vốn dài hạn, như các công ty bảo hiểm, các quỹ hưu trí bắt buộc, quỹ hưu trí bổ sung, các quỹ đầu tư trong và ngoài nước. Tuy nhiên, cơ cấu nhà đầu tư ở các nước có sự khác biệt phụ thuộc vào mô hình tổ chức và trình độ phát triển. Theo đó, các nước đang phát triển hoặc có hệ thống ngân hàng đóng vai trò chủ đạo trong nền kinh tế thì NHTM là nhà đầu tư chủ yếu trên thị trường TPCP. Trường hợp này, NHTM sẽ mua - bán TPCP với mục đích vừa bảo đảm các tỷ lệ an toàn trong hệ thống ngân hàng, vừa đa dạng hóa kênh đầu tư. Cơ chế đầu tư này sẽ biến nguồn vốn nhỏ thành nguồn vốn lớn, biến nguồn vốn ngắn hạn thành nguồn vốn dài hạn cho đầu tư phát triển. Như vậy, các NHTM sử dụng TPCP làm công cụ để cân đối dòng vốn nhưng bảo đảm sinh lời giúp cải thiện lợi nhuận của ngân hàng (Xem bảng 1).

Thông kê trên cho thấy, các nước trong khu vực như Ma-lai-xi-a, Xin-ga-po, nhà đầu tư chính trên thị trường TPCP là các NHTM, ngay cả một số quốc gia có nền kinh tế và thị trường tài chính phát triển, nhà đầu tư chính trên thị trường TPCP vẫn là các NHTM. Đối với các nước khác, tỷ lệ đầu tư vào TPCP của các NHTM có xu hướng giảm do có sự tham

gia mạnh mẽ của nhà đầu tư nước ngoài và các quỹ đầu tư...

Trong quá trình phát triển thị trường TPCP, để phát triển hệ thống các nhà đầu tư dài hạn, thông thường các nước cũng phải mất vài thập niên, phụ thuộc vào sự phát triển của nền kinh tế và hệ thống tài chính. Nếu nền kinh tế phát triển thì tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư dài hạn sẽ gia tăng và ngược lại. Trường hợp hệ thống ngân hàng đóng vai trò chủ đạo trong hệ thống tài chính thì khối NHTM sẽ đóng vai trò là các nhà đầu tư chính trên thị trường. Theo thông lệ quốc tế, thị trường trái phiếu càng phát triển thì việc nắm giữ TPCP của các công ty bảo hiểm và các quỹ đầu tư ngày càng gia tăng, theo đó, các nước có thị trường trái phiếu phát triển thì nhà đầu tư trên thị trường hoàn toàn là nhà đầu tư có tổ chức. Đối với nhà đầu tư nước ngoài, việc đầu tư TPCP có cả ưu và nhược điểm nên đa phần các nước cũng tương đối thận trọng đối với các nhà đầu tư này. Ưu điểm chính của các nhà đầu tư nước ngoài là khối lượng đầu tư lớn trong thời gian ngắn, nên nền kinh tế ổn định và có cơ chế phòng ngừa rủi ro về tỷ giá thì các nhà đầu tư nước ngoài sẽ tích cực tham gia và ngược lại. Tuy nhiên, nhược điểm lớn nhất của dòng vốn đầu tư nước ngoài là khi nền kinh tế và thị trường tài chính có biến động thì có thể rút vốn ồ ạt, nếu dự trữ ngoại hối quốc gia không đủ mạnh

sẽ có biến động lớn tới thị trường ngoại hối, thực tế cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ ở các nước Đông Nam Á giai đoạn 1997 - 1999 đã chứng minh điều này. Do đó, bên cạnh việc thu hút nguồn vốn nước ngoài thì việc phát triển các nguồn vốn dài hạn từ các công ty bảo hiểm và các quỹ hưu trí để đầu tư vào thị trường TPCP là rất quan trọng. Kinh nghiệm quốc tế cũng cho thấy việc thu hút nguồn vốn của các nhà đầu tư cá nhân chỉ phù hợp trong giai đoạn thị trường trái phiếu mới hình thành và khi nền kinh tế kém phát triển. Xu hướng của các nước phát triển là chỉ tập trung vào các nhà đầu tư có tổ chức với tư cách là trung gian tài chính thu hút nguồn vốn của các cá nhân để tái đầu tư vào thị trường TPCP. Hiện nay, thị trường TPCP ở Việt Nam đang ở giai đoạn đầu phát triển nên việc tham gia của các quỹ hưu trí, quỹ đầu tư còn hạn chế là yếu tố khách quan, phù hợp với tiến trình phát triển của thị trường. Bên cạnh đó, hiện tại ở Việt Nam còn có quy định hạn chế đầu tư của các tổ chức tín dụng vào TPCP mặc dù TPCP là công cụ không có độ rủi ro (ở các nước khác không có quy định hạn chế NHTM đầu tư vào TPCP).

Nhìn lại lịch sử phát triển của thị trường TPCP Việt Nam, trong giai đoạn 1991 - 2000, Chính phủ chủ yếu phát hành TPCP dưới hình thức bán lẻ trực tiếp cho các cá nhân, trong đó chủ yếu người mua là các cá nhân. Trong giai đoạn này, khối lượng TPCP phát hành theo phương thức bán lẻ là 41.000 tỷ đồng, chiếm 72% tổng khối lượng TPCP phát hành. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển của nền kinh tế và TTCK, trên thị trường TPCP đã có sự xuất hiện của các nhà đầu tư có tổ chức, TPCP được phát hành theo phương thức đấu thầu, bảo lãnh cho các nhà đầu tư có tổ chức, như NHTM, công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư, thay vì phương thức bán lẻ cho các cá nhân phù hợp với thông lệ quốc tế và sự phát triển của thị trường. Trong số các nhà đầu tư có tổ chức nêu trên thì NHTM là nhà đầu tư có tổ chức chủ yếu trên thị trường vì hệ thống NHTM hiện

nay chiếm tỷ trọng chính trong hệ thống tài chính của Việt Nam. Đây là yếu tố lịch sử của Việt Nam cũng như các nước đang phát triển khác, như Trung Quốc, Ma-lai-xi-a. Với tư cách là một trung gian tài chính, NHTM thu hút dòng vốn từ tổ chức, cá nhân gửi tiền tiết kiệm và thực hiện đầu tư dài hạn trên thị trường TPCP, giúp điều hòa vốn trên thị trường. Việc đầu tư này có lợi cho cả cá nhân, ngân hàng và Chính phủ vì: 1- Đối với cá nhân có thể gửi tiền tiết kiệm với lãi suất cao hơn và điều kiện gửi tiền tiết kiệm linh hoạt hơn (lãi suất tiền gửi tiết kiệm 1 năm là 6%/năm và người dân có thể nhận lãi định kỳ và rút trước hạn, trong khi lãi suất TPCP loại kỳ hạn 1 năm là hiện nay là 4,48% và không có chương trình rút trước hạn); 2- Đối với ngân hàng, đầu tư trái phiếu vừa bảo đảm các tỷ lệ an toàn vốn của hệ thống ngân hàng, vừa đa dạng hóa nguồn lợi nhuận khi quản lý rủi ro tốt nhất là trong giai đoạn tăng trưởng tín dụng bị hạn chế; 3- Đối với Chính phủ, việc phát hành trái phiếu cho nhà đầu tư có tổ chức sẽ tiết kiệm chi phí hơn nhiều so với phát hành bán lẻ cho người dân. Việc tổ chức tín dụng đầu tư vào TPCP là hoạt động đầu tư gián tiếp của hệ thống ngân hàng vào nền kinh tế, góp phần tăng nguồn vốn cho đầu tư phát triển, ổn định đầu tư trong nước, hỗ trợ tăng tổng cầu, từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Hệ thống nhà đầu tư tại thị trường trái phiếu Việt Nam và định hướng phát triển trong thời gian tới

Mặc dù đã đạt được các kết quả nhất định, tuy nhiên, nếu so với tiềm năng của nền kinh tế và quy mô thị trường trái phiếu của các nước trong khu vực, thì quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn còn nhỏ. Tính đến hết năm 2014 dư nợ thị trường trái phiếu của nước ta chỉ chiếm 14% GDP, trong khi đó quy mô thị trường trái phiếu của Ma-lai-xi-a là 102% GDP, Xin-ga-po là 81% GDP, Thái Lan là 36% GDP, Phi-líp-pin là 38% GDP, Hàn Quốc là 122% GDP và Trung Quốc là

53% GDP. Trong đó, nguyên nhân chủ yếu là do sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam còn ở mức độ thấp nên nguồn vốn tiết kiệm dài hạn từ các công ty bảo hiểm, các quỹ hưu trí bắt buộc còn hạn chế, trong khi hệ thống các quỹ hưu trí tự nguyện chưa hình thành. Ngoài ra, do kinh tế vĩ mô trong thời gian qua chưa thực sự ổn định và dự trữ ngoại hối của quốc gia còn ở mức khiêm tốn nên chưa thu hút được sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường trái phiếu.

Với thực tế nêu trên, vấn đề quan trọng hiện nay là cần thực hiện đồng bộ các giải pháp nhằm phát triển hệ thống cơ sở nhà đầu tư trên thị trường TPCP để thị trường này phát huy vai trò có hiệu quả trong việc huy động vốn cho NSNN. Vấn đề này đã được đề cập trong Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu đến năm 2010 tầm nhìn đến 2020, với các giải pháp chính như sau:

Một là, phát triển hệ thống nhà đầu tư có tổ chức nhằm tăng cầu đầu tư dài hạn và thu hút nguồn vốn dài hạn trên thị trường TPCP, như phát triển hệ thống quỹ bảo hiểm hưu trí tự nguyện (Bộ Tài chính đang trình Chính phủ Nghị định về thành lập và hoạt động của Quỹ Hưu trí tự nguyện), đồng thời phát triển hệ thống các quỹ đầu tư trên cơ sở khuôn khổ pháp lý đã ban hành. Năm 2014, Chính phủ đã ban hành Nghị định quy định về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm, theo đó Bộ Tài chính đã trình Thủ tướng Chính phủ Quy hoạch phát triển hệ thống tổ chức này. Bộ Tài chính cũng đã trình Chính phủ ban hành Nghị định về tổ chức thị trường chứng khoán phái sinh, trong đó, trước hết là phát triển sản phẩm phái sinh về TPCP nhằm tăng tính thanh khoản của thị trường TPCP.

Hai là, củng cố và tăng cường hệ thống các nhà tạo lập thị trường trên thị trường trái phiếu, như các NHTM, công ty chứng khoán để vừa phát triển thị trường sơ cấp thúc đẩy huy động vốn cho NSNN, vừa đẩy mạnh giao dịch trên thị trường thứ cấp.

Ba là, Bộ Tài chính phát hành TPCP đều đặn theo lịch biểu, phát hành theo lô lớn để

huy động vốn cho NSNN và cho đầu tư phát triển, đồng thời tạo nguồn cung trái phiếu cho thị trường; thực hiện các giải pháp đồng bộ để cơ cấu lại các loại trái phiếu theo hướng kéo dài kỳ hạn, thực hiện mua lại, hoán đổi trái phiếu để nâng cao tính thanh khoản của trái phiếu.

Bốn là, thực hiện các giải pháp để thu hút nhà đầu tư nước ngoài. Thủ tướng Chính phủ đã cho phép ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam tham gia phát hành Chứng chỉ lưu ký trái phiếu toàn cầu tạo điều kiện thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Để thu hút nhà đầu tư nước ngoài, cần phải bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô, ổn định tỷ giá và dự trữ ngoại hối quốc gia đủ mạnh để thu hút vốn đầu tư lớn và dài hạn vào thị trường TPCP. Bên cạnh đó, các chính sách thuế, phí và cơ chế giao dịch cần được đơn giản hóa một cách tối đa, đặc biệt, cần nghiên cứu để cho phép các nhà đầu tư nước ngoài được sử dụng các công cụ hoán đổi tiền tệ để phòng ngừa rủi ro về tỷ giá.

Năm là, bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô, tạo sự chênh lệch lớn giữa lãi suất tiền gửi tiết kiệm trung và dài hạn với lãi suất tiền gửi ngắn hạn để khuyến khích người dân gửi tiền tiết kiệm dài hạn, khi đó các NHTM sẽ có nguồn vốn dài hạn cho đầu tư. Để giải được bài toán này cần có sự phối hợp chặt chẽ của chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ.

Tóm lại, cùng với sự phát triển của thị trường vốn, thị trường tài chính, đặc biệt là hệ thống nhà đầu tư có tổ chức, cơ cấu nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu cũng có sự chuyển dịch theo hướng tập trung vào các nhà đầu tư có tổ chức và tăng cường sự tham gia của các công ty bảo hiểm, các quỹ hưu trí bắt buộc và tự nguyện cũng như thu hút các nhà đầu tư nước ngoài. Công việc này đòi hỏi nhiều thời gian và sự phối hợp chặt chẽ của chính sách tài khóa với chính sách tiền tệ và tăng cường tính thanh khoản và liên thông của thị trường tiền tệ với thị trường TPCP nhằm phát triển sâu rộng và bền vững thị trường này. □