

Khơi thông nguồn vốn trên thị trường chứng khoán cho phát triển kinh tế Việt Nam trong giai đoạn hiện nay

NGUYỄN THANH PHƯƠNG

Việt Nam là một trong những nước tăng trưởng dựa nhiều vào vốn đầu tư với mức vốn đầu tư đạt mức cao nhất năm 2007 là gần 43% GDP. Tuy nhiên, vốn huy động qua các tổ chức tín dụng vẫn là vốn quan trọng nhất cho tăng trưởng, với tổng mức cho vay tăng mạnh từ mức tương đương 35% GDP năm 2000 lên hơn 115% năm 2012. Trong khi đó vốn huy động qua thị trường chứng khoán (bao gồm cả cổ phiếu và trái phiếu) nhỏ hơn rất nhiều. Điều này cho thấy cần có những đánh giá cụ thể nhằm đề xuất các giải pháp hữu hiệu khơi thông nguồn vốn trên thị trường chứng khoán, đưa thị trường này về đúng vai trò cung ứng vốn trung và dài hạn cho phát triển kinh tế Việt Nam.

Từ khóa: nguồn vốn, thị trường chứng khoán, phát triển kinh tế.

1. Thị trường chứng khoán và vai trò cung ứng vốn cho nền kinh tế

Trong nền kinh tế thị trường, bên cạnh những chủ thể thừa vốn luôn luôn tồn tại các chủ thể thiếu vốn, từ đó làm nảy sinh quan hệ cung cầu về tiền tệ. Thị trường tài chính ra đời như một tất yếu khách quan tạo ra cơ chế chuyển vốn từ chủ thể thừa vốn đến chủ thể thiếu vốn. Những người có vốn dư thừa thay vì đầu tư vào máy móc, thiết bị, nhà xưởng để sản xuất ra hàng hóa, sẽ đầu tư qua việc mua các công cụ tài chính trên thị trường tài chính do những người có nhu cầu huy động vốn phát hành. Do đó, thị trường tài chính được khái niệm là nơi diễn ra các hoạt động mua bán quyền sử dụng các nguồn vốn thông qua các công cụ tài chính nhất định, nhờ đó nguồn vốn được chuyển giao từ các chủ thể có vốn đến các chủ thể cần vốn.

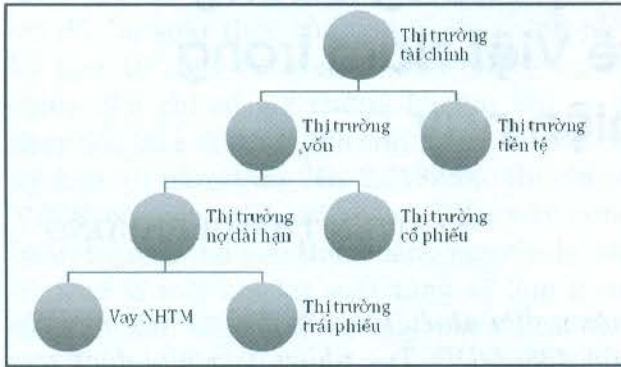
Căn cứ vào thời hạn của công cụ tài chính, thị trường tài chính được cấu thành hai bộ phận chính là thị trường tiền tệ (trao đổi mua bán công cụ tài chính ngắn hạn) và thị trường vốn (trao đổi công cụ tài chính dài hạn). Thị trường chứng khoán (TTCK) là một bộ phận cấu thành thị trường vốn,

bao gồm bộ phận thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu (hình 1). Về cơ bản các chứng khoán giao dịch trên thị trường này thường có kỳ hạn dài hơn các công cụ thị trường tiền tệ. Các công cụ này có thể phát sinh trên cơ sở gọi vốn cổ phần (gọi là chứng khoán vốn), trên cơ sở vay nợ (gọi là chứng khoán nợ).

Chứng khoán nợ đôi khi còn được gọi là chứng khoán có thu nhập cố định hay trái phiếu, bởi vì hầu hết những công cụ này đều cam kết thanh toán dòng tiền cố định hoặc dòng thu nhập của những chứng khoán này được xác định theo những công thức cụ thể. Chứng khoán vốn thường được biết đến nhiều nhất dưới hình thức là cổ phiếu. Đây là công cụ tài chính xác nhận quyền sở hữu của người nắm giữ đối với một phần vốn trong công ty cổ phần. Người nắm giữ cổ phiếu được gọi là cổ đông và đồng thời là chủ sở hữu công ty phát hành. Cổ đông được hưởng khoản thu nhập từ lợi nhuận của công ty được gọi là cổ tức. Dựa vào quyền lợi mang lại cho người nắm giữ cổ phiếu, cổ phiếu được chia thành cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi.

Nguyễn Thanh Phương, TS., Học viện Ngân hàng.

HÌNH 1: Cấu trúc thị trường tài chính



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp.

Thị trường chứng khoán đóng vai trò quan trọng cho phát triển kinh tế. Nhờ có thị trường chứng khoán mà tiền tiết kiệm của các cá nhân, đoàn thể, các tổ chức được huy động vào quá trình vận động của nền kinh tế. Nó trở thành chất dầu “bôi trơn” cho bộ máy kinh tế hoạt động thông qua việc di chuyển nguồn lực của xã hội từ nơi chưa sử dụng, còn tiềm tàng vào quá trình sử dụng phục vụ cho sản xuất kinh doanh nâng cao mức sống xã hội. Đối với ngân sách nhà nước, việc bù đắp khoản bội chi hoặc có vốn để xây dựng các công trình công cộng bằng cách vay nợ trên thị trường trái phiếu thay vì phát hành thêm giấy bạc ngân hàng vào lưu thông là biện pháp hết sức quan trọng, bởi vì như vậy vừa có thể kiềm chế được lạm phát vừa có thể tăng trưởng được nền kinh tế. Thêm nữa, với vai trò là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho doanh nghiệp và các tổ chức phát hành khác, thị trường chứng khoán đã thực hiện các dịch vụ trung gian phát hành, giao dịch tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán, từ đó thúc đẩy nhanh quá trình luân chuyển hàng hóa, luân chuyển vốn trong xã hội, tiết kiệm chi phí giao dịch cho từng cá nhân, doanh nghiệp, nâng cao hiệu quả của toàn bộ nền kinh tế.

Nghiên cứu của Obstfeld (1994) chỉ ra rằng lợi ích chia sẻ rủi ro quốc tế thông qua các thị trường chứng khoán hội nhập quốc tế sẽ thúc đẩy việc phân bổ các nguồn lực, đầu tư hiệu quả và kết quả là khuếch đại quá trình tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, một thị

trường chứng khoán có quản lý và được tổ chức tốt sẽ khuyến khích các cơ hội đầu tư thông qua việc nhận diện và tài trợ vốn cho các dự án tiềm năng, khả thi, điều này tiếp tục sẽ khơi mào cho các hoạt động kinh tế, các phương án huy động nguồn vốn tiết kiệm trong nền kinh tế và phân bổ vốn cho dự án, đồng thời sẽ giúp đa dạng hóa rủi ro và hỗ trợ cho việc trao đổi hàng hóa, dịch vụ cho doanh nghiệp (Mishkin (2001); Caporate và cộng sự (2004)).

Thị trường chứng khoán cũng là nơi giúp vận hành cơ chế kiểm soát các doanh nghiệp (Greenwood và Jonavich (1990)). Khi hiệu quả kinh tế của các doanh nghiệp được phản ánh và đo lường thông qua giá cổ phiếu, các nhà quản lý doanh nghiệp sẽ cố gắng tối thiểu hóa các vấn đề xung đột lợi ích giữa người điều hành và chủ sở hữu doanh nghiệp và cố gắng tối đa hóa giá trị tài sản cổ đông, gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Và khi hiệu quả kinh tế của doanh nghiệp tăng lên thì hiển nhiên sẽ đóng góp vào tăng trưởng kinh tế. Hơn nữa, thị trường chứng khoán sẽ giúp phát triển kênh luân chuyển vốn từ các nguồn vốn tiết kiệm sang khu vực đầu tư (doanh nghiệp), giúp tài trợ kịp thời cho hoạt động doanh nghiệp, cải thiện hiệu quả kinh tế của doanh nghiệp.

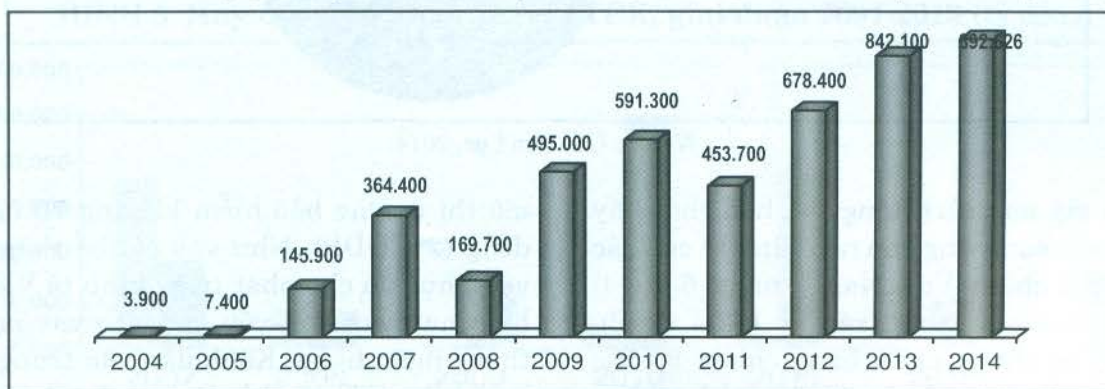
Như vậy, có thể nói thị trường chứng khoán, cụ thể là sự phát triển của thị trường chứng khoán đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Spears, 1991; Atje và Jovanovic, 1993; Demirgüç-Kunt, 1994; Levine và Zervos, 1998; Bekaert và cộng sự, 2001; Becka và Levin, 2004; Alajekwu và Udoka Bernard, 2012). Thêm vào đó, các thước đo về sự phát triển của thị trường chứng khoán được sử dụng trong các nghiên cứu như tỷ suất sinh lời toàn thị trường, vốn hóa thị trường và số lượng các công ty nội địa, sau khi được mô hình hóa và lượng hóa, đã cho mối tương quan dương với tăng trưởng kinh tế. Mauro (2003) khẳng định rằng các quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển có xu hướng đạt được tỷ

suất sinh lời cổ phiếu cao hơn, và khả năng cao là sẽ khuếch đại tăng trưởng kinh tế về dài hạn (Minier, 2003; Ake Boubakari và Dehuan Jin, 2010). Tương tự, Boopen Seetana, Rojid Sawkut, Vinesh Sannasee và Binesh Seetana, (2008) khi thực hiện nghiên cứu mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và nền kinh tế tại 27 quốc gia đang phát triển trong suốt giai đoạn 15 năm (1991-2007), đã cho rằng, sự phát triển thị trường chứng khoán tại các quốc gia cũng là một bộ phận quan trọng của tăng trưởng kinh tế, nhưng lại có mức độ quan trọng thấp hơn tương đối so với các bộ phận khác, điển hình là sự phát triển của ngành ngân hàng bởi nền tảng thị trường tài chính tại các quốc gia này còn tương đối kém phát triển.

2. Huy động vốn trên thị trường chứng khoán cho phát triển kinh tế Việt Nam trong thời gian qua

Sau 14 năm hoạt động, TTCK Việt Nam đã đạt nhiều thành tựu quan trọng, góp phần giải quyết nhu cầu về vốn của nền kinh tế, thu hút đầu tư nước ngoài và từng bước xã hội hóa đầu tư của công chúng. Quy mô và phạm vi của thị trường đang từng ngày lớn mạnh, đến nay đã có hơn 800 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán và 147 doanh nghiệp đăng ký giao dịch trên UPCOM, tăng 140 lần so với năm 2000. Mức vốn hóa TTCK đã không ngừng tăng lên, cụ thể mức vốn hóa của thị trường cổ phiếu năm 2014 đạt khoảng 52 tỷ USD (tăng khoảng 6% so với năm 2013), chiếm 32% trong khi giá trị niêm yết trái phiếu chiếm gần 17% GDP.

HÌNH 2: Tổng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo thường niên HOSE, 2004-2014.

Tuy nhiên, nếu đánh giá một cách cụ thể, vấn đề huy động vốn trên TTCK Việt Nam thời gian qua còn nhiều bất cập, đặc biệt sau cuộc khủng hoảng tài chính 2008. Chỉ số Vn-Index đã sụt giảm mạnh từ mức đỉnh 1.170 điểm (3-2007) xuống đến đáy 235 điểm vào đầu năm 2009. Mặc dù sau đó chỉ số này đã được cải thiện hơn rất nhiều song quá trình này diễn ra khá chậm và tốc độ tăng trưởng thấp. Điều này đã ảnh hưởng không nhỏ đến vai trò dẫn vốn của TTCK đối với phát triển kinh tế Việt Nam.

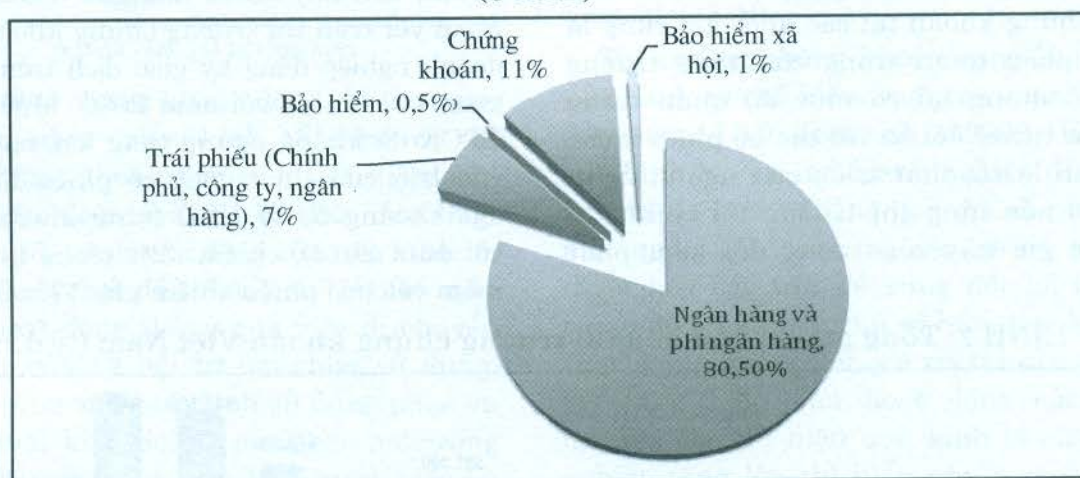
(1) Tổng vốn huy động vốn trên TTCK không ngừng gia tăng qua các năm song mức đóng góp vào phát triển kinh tế còn khá thấp.

Huy động vốn trên TTCK Việt Nam đã có mức tăng trưởng đáng kể sau giai đoạn khủng hoảng. Điều này được thấy rõ trong hình 3, từ mức tăng trưởng âm hơn 80% trong năm 2008, con số này đã được cải thiện mạnh trong năm 2009 (khoảng 27%) và đặc biệt đạt mức ấn tượng 114% trong năm 2010. Những năm tiếp theo mặc dù không duy trì được tốc độ tăng trưởng như vậy song mức huy động vốn vẫn tiếp tục tăng lên đáng kể. Tính đến cuối năm 2014, quy mô vốn trên TTCK tăng hơn 1,0 triệu tỷ đồng, đạt hơn 237.000 tỷ đồng, gấp hàng trăm lần so với giai đoạn đầu, đặc biệt là giai đoạn từ năm 2008 đến nay. Đây là dấu

hiện tích cực trong bối cảnh suy thoái kinh tế. Mặc dù vậy, kết quả này vẫn chưa thể hiện đúng vai trò tích cực của thị trường chứng khoán đối với phát triển kinh tế. Ngay cả khi có mức tăng trưởng huy động vốn 6% so với năm 2013, TTCK cũng chỉ huy động được 23.000 tỷ đồng cho doanh nghiệp. Con số này quá khiêm tốn nếu so với kênh dẫn

vốn ngân hàng. Chỉ tính riêng Vietcombank từ tháng 1 đến tháng 9 năm 2014 đã huy động hơn 55.000 tỷ đồng, cao hơn gấp đôi số vốn mà các doanh nghiệp huy động qua sàn chứng khoán. Đó là chưa kể trong 23.000 tỷ đồng trên, không phải tất cả là tiền mặt mà có thể là phát hành cổ phiếu để chia tách hay trả cổ tức cho cổ đông.

HÌNH 3: Quy mô cung ứng vốn cho nền kinh tế của các tổ chức tài chính Việt Nam (6-2014)

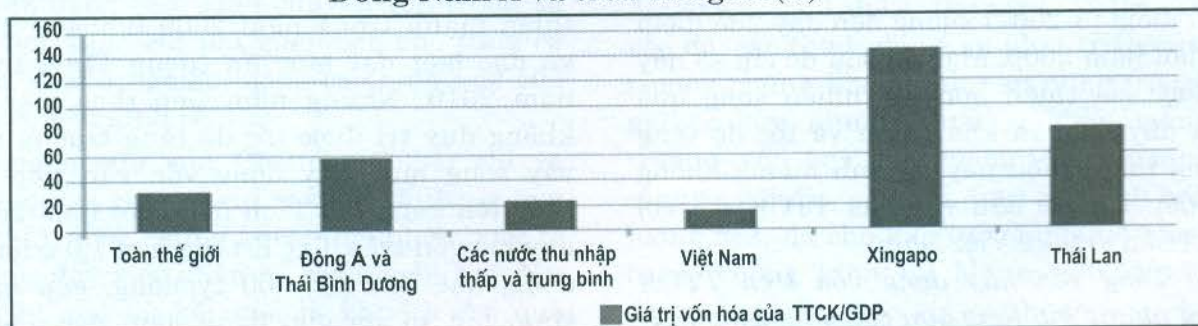


Nguồn: Cấn Văn Lực, 2014.

Đánh giá một cách tổng thể hơn cho thấy quy mô vốn cung ứng cho nền kinh tế của các tổ chức tài chính Việt Nam (tháng 6-2014) đạt 4.57 triệu tỷ đồng (xấp xỉ 152% GDP), trong đó hệ thống ngân hàng chiếm 80,5%, thị trường chứng khoán 18,5%, thị trường bảo hiểm 0,5%, bảo hiểm xã hội 1%; tổng dư nợ tín dụng khoảng 3,5 triệu tỷ đồng (100% GDP), quy mô của thị trường chứng khoán khoảng hơn 1 triệu tỷ đồng (28,6% GDP), quy

mô thị trường bảo hiểm khoảng 70 nghìn tỷ đồng (2% GDP). Như vậy có thể thấy nguồn vốn phục vụ cho phát triển kinh tế Việt Nam hiện nay vẫn chủ yếu dựa vào vay nợ từ hệ thống ngân hàng. Kênh dẫn vốn trung và dài hạn trên TTCK chỉ đóng vai trò thứ yếu. Điều này dẫn đến một cấu trúc nguồn vốn khá rủi ro cho việc phát triển kinh tế khi mà nguồn vốn ngắn hạn đang thực hiện vai trò thay cho nguồn vốn trung và dài hạn.

HÌNH 4: Giá trị vốn hóa của thị trường chứng khoán/GDP ở một số quốc gia Đông Nam Á và trên thế giới (%)



Nguồn: Nguyễn Hồng Sơn, 2014.

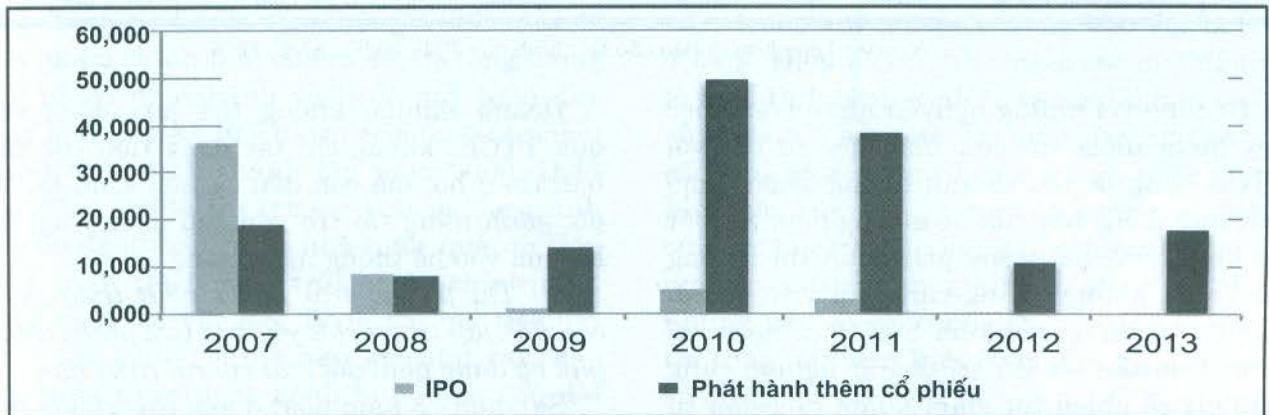
Ngoài ra, điều đáng bàn là nếu so với một số nước trong khu vực và trên thế giới, tỷ trọng vốn hóa TTCK/GDP của Việt Nam gần như ở mức thấp nhất. Theo đánh giá của Ngân hàng Thế giới, tính trung bình trong 14 năm qua giá trị vốn hóa của thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ đạt mức 15,4% so với GDP, trong khi mức trung bình của thế giới là 31,5%, của nhóm nước thu nhập thấp và trung bình là 23,8%, của các nước Đông Á Thái Bình Dương là 58,7%. Riêng đối với Xingapo, một quốc gia hàng đầu trong khu vực Đông Nam Á về hoạt động đầu tư chứng khoán, Sàn Giao dịch chứng khoán Xingapo là sàn giao dịch được coi là ngưỡng chuẩn cho các đánh giá phân tích và niêm yết giao dịch của các quốc gia trong khu vực. Chỉ số vốn hóa của thị trường chứng khoán Xingapo đạt mức 145,2%

so với GDP, trong khi Thái Lan có mức 81,7% (Nguyễn Hồng Sơn, 2014).

(2) *Huy động vốn qua phát hành cổ phiếu gặp nhiều khó khăn do những biến động bất lợi của thị trường và niềm tin của nhà đầu tư suy giảm*

Xét riêng huy động cổ phiếu qua thị trường chứng khoán cho thấy hoạt động này gặp khá nhiều khó khăn kể từ năm 2010 đến nay. Hoạt động IPO có xu hướng giảm mạnh trong 4 năm qua, từ gần 50.000 tỷ đồng năm 2010 xuống còn khoảng 10.000 tỷ đồng trong năm 2012. Năm 2013-2014 có những chuyển biến tích cực với mức tăng IPO trong 9 tháng năm 2014 đạt 2.575 tỷ đồng, song vẫn chưa quay về mốc đỉnh điểm năm 2010. So với IPO, các hoạt động phát hành thêm cổ phiếu cũng gặp khó khăn, thậm chí trong 3 năm trở lại đây con số này quá thấp (hình 5).

HÌNH 5: Huy động cổ phiếu trên TTCK, giai đoạn 2007-2013 (tỷ đồng)



Nguồn: Tổng hợp, tính toán của tác giả từ các nguồn khác nhau.

Có nhiều nguyên nhân giải thích cho thực trạng nêu trên, trong đó một vấn đề đáng quan tâm do những biến động bất lợi của TTCK dẫn đến nhiều trường hợp thị giá cổ phiếu của nhiều doanh nghiệp giảm dưới mệnh giá. Trong khi đó, theo luật định giá phát hành cổ phiếu không được thấp hơn mệnh giá. Đây là bước cản lớn cho kế hoạch tăng vốn của các doanh nghiệp. Các nhà đầu tư sẽ không đồng ý mua cổ phần với giá bằng mệnh giá 10.000 đồng/CP khi thị giá cổ phiếu dưới 10.000 đồng hoặc trên mức đó 1.000 - 2.000 đồng, nhất là khi 3 - 4 tháng sau cổ

phiếu mới được niêm yết bổ sung và có thể giao dịch. Năm 2013, doanh nghiệp thiếu vốn cho sản xuất kinh doanh, việc vay vốn ngân hàng khó khăn, phương án tăng vốn trong điều kiện thị giá cổ phiếu xuống dưới mệnh giá được nhiều doanh nghiệp đề cập đến. Mặc dù, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cũng đã đưa ra những dự thảo hướng dẫn tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có thể tăng vốn trong điều kiện hiện nay. Theo đó, các doanh nghiệp niêm yết muốn phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá cần phải có nguồn thặng dư vốn cổ phần hoặc lợi nhuận chưa phân phối

đủ bù đắp cho phần vốn cổ phần thiếu hụt. Tuy nhiên, có nhiều doanh nghiệp lên kế hoạch tăng vốn theo phương thức này nhưng lại không đảm bảo đủ khả năng bù đắp vốn thiếu hụt bằng nguồn lợi nhuận chưa phân phối hoặc thặng dư vốn cổ phần nên cũng buộc phải hủy hoặc trì hoãn kế hoạch.

Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất huy động trên thị trường ngân hàng còn cao, trong khi doanh nghiệp gặp khó khăn trong sản xuất

kinh doanh, hoạt động không ổn định, kém hiệu quả, không có dự án khả thi, kết quả thua lỗ triền miên. Mục đích của cổ đông khi đầu tư vào cổ phiếu là để hưởng cổ tức và chênh lệch giá cổ phiếu. Cổ tức và chênh lệch giá cổ phiếu có được khi doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả. Nếu cổ đông không thấy triển vọng của doanh nghiệp, họ sẽ không mua cổ phiếu mới phát hành. Điều đó có nghĩa khả năng thất bại của đợt phát hành là rất lớn.

BẢNG 1: Tình hình tài chính doanh nghiệp khi phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá
(Đơn vị: tỷ đồng)

STT	Doanh nghiệp	Thặng dư vốn cổ phần	Lợi nhuận chưa phân phối	Vốn cổ phần huy động	Phân bù đắp vốn cổ phần thiếu	Vốn cổ phần thực tăng
1	TTF (4-2013)	272,64	8,1	196,8	98,4	98,4
2	TTF (8-2013)	171,26	7,9	144	72	72
3	BMG (3-2013)	12	19,1	24	12	12
4	AVF (8-2013)	75	41,15	139,8	69,9	69,9
5	DCS (Q2-2013)	21,45	2,58	21	12,6	8,4

Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo tài chính của TTF, BMG, AVF, DCS.

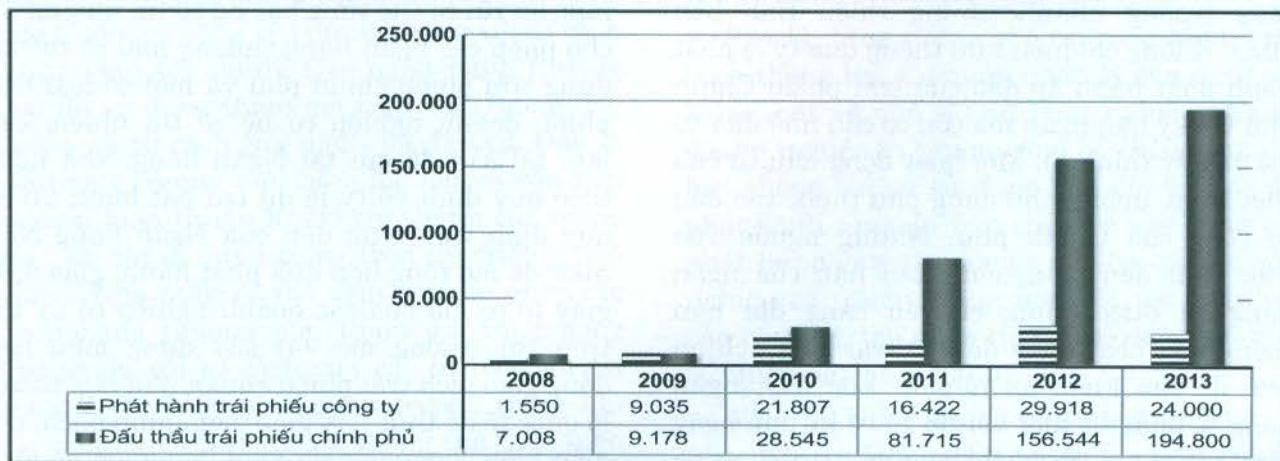
Đi cùng với những nguyên nhân trên, việc suy giảm niềm tin của nhà đầu tư đối với TTCK cũng là yếu tố ảnh hưởng không nhỏ đến huy động vốn của doanh nghiệp. Sự bất ổn kinh tế vĩ mô trong giai đoạn thị trường tài chính khủng hoảng cùng với việc doanh nghiệp sử dụng vốn kém hiệu quả hoặc sai mục đích dẫn tới giá trị doanh nghiệp cũng như giá cổ phiếu tụt giảm khiến nhà đầu tư mất niềm tin vào thị trường. Điều này một phần bắt nguồn từ cơ chế giám sát việc tăng vốn, sử dụng vốn chưa hiệu quả. Nhiều doanh nghiệp sử dụng vốn không đúng như đã công bố với cổ đông, việc sử dụng vốn lại không hiệu quả. Do đó, khả năng nhận cổ tức, chênh lệch giá từ đầu tư vào cổ phiếu rất thấp. Mặc dù, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã quy định doanh nghiệp báo cáo việc sử dụng vốn trong vòng 6 tháng kể từ khi kết thúc đợt phát hành. Tuy nhiên, thời gian qua, việc báo cáo sử dụng vốn khá qua loa, những doanh nghiệp sau đợt báo cáo lần một, sẽ sử dụng vốn như thế nào, không có cơ quan nào giám sát tiếp.

Doanh nghiệp không thể huy động vốn qua TTCK, không chỉ tác động tiêu cực đến bản thân họ, mà còn đến cả nền kinh tế. Do đó, gánh nặng tài trợ vốn cho doanh nghiệp lại dựa vào hệ thống ngân hàng.

(3) Thị trường trái phiếu phát triển thiếu cân đối, tập trung chủ yếu vào trái phiếu chính phủ và đang phải đối mặt với rủi ro kỳ hạn

Sau hơn 13 năm hoạt động, thị trường trái phiếu đã có mức tăng trưởng tốt, bình quân hàng năm giai đoạn 2001 - 2011 đạt hơn 40%. Báo cáo Theo dõi trái phiếu Châu Á của ADB cho thấy hai năm gần đây Việt Nam là thị trường trái phiếu có mức tăng trưởng cao nhất trong khu vực đạt 25 tỷ USD trong năm 2013. Tuy nhiên, nếu tính theo tiêu chí tổng dư nợ trên GDP thì quy mô thị trường vẫn còn thấp so với một số quốc gia có trình độ phát triển hơn như Thái Lan, Malaixia. Theo dữ liệu của ADB, đến tháng 6-2014, thị trường trái phiếu Việt Nam có tổng số dư chiếm hơn 21,09% GDP, trong khi Thái Lan là 76,32%, Malaixia là 101,7% và Hàn Quốc là 122% GDP...

HÌNH 6: Huy động vốn qua phát hành trái phiếu trên TTCK giai đoạn 2008 - 2013 (tỷ đồng)

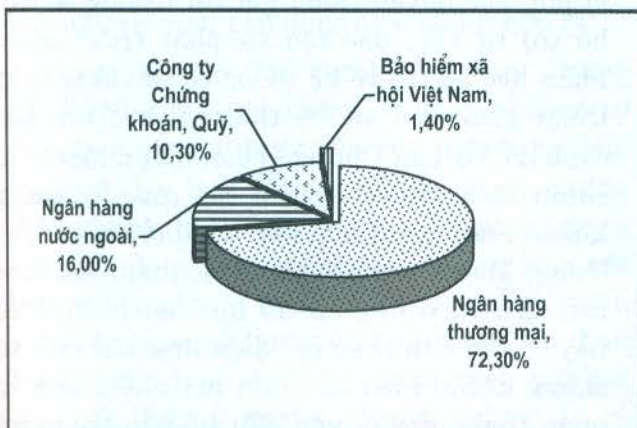


Nguồn: Tổng hợp, tính toán của tác giả từ các nguồn khác nhau.

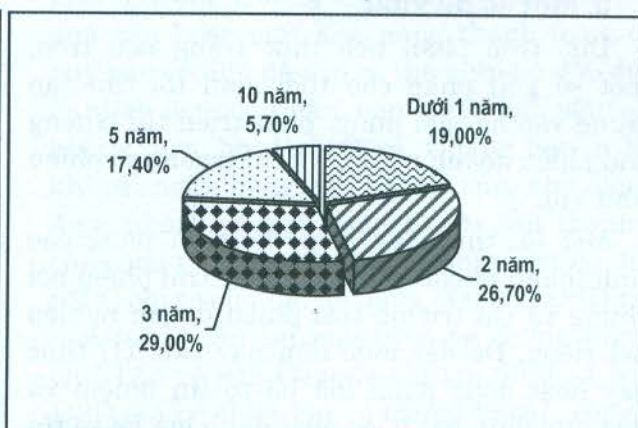
Mặt khác, nếu nhìn vào cơ cấu thị trường trái phiếu có thể thấy tỷ lệ giữa trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp có mức chênh lệch khá rõ ràng, phản ánh sự chi phối thị trường đến từ phân khúc trái phiếu chính phủ (hình 6). Tính đến tháng 6-2014, tỷ lệ trái phiếu chính phủ chiếm 98,4% tổng lượng trái phiếu phát hành và tỷ lệ này luôn duy trì ở mức cao kể từ khi thị trường trái phiếu chính thức được thành lập năm 2000. Điều này đồng nghĩa thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang bỏ ngõ và nhà nước quá ưu tiên phát triển thị trường trái phiếu chính phủ. Song ngay cả với một tỷ lệ vay nợ từ phát hành trái phiếu chính phủ lớn như vậy, đây vẫn chưa thực sự là kênh huy động vốn dài

hạn cho chính phủ khi mà tỷ lệ trúng thầu cao nhất lại là các trái phiếu có kỳ hạn dưới 5 năm (chiếm khoảng 90% khối lượng phát hành). Trong thời gian qua, Việt Nam hầu như chỉ phát hành được trái phiếu dưới 5 năm trong khi các nước trong khu vực là hơn 7 năm. Điều này minh chứng các nhà đầu tư lo ngại tình hình kinh tế trong dài hạn và họ cũng sẽ đòi hỏi mức lãi suất cao hơn so với các trái phiếu cùng loại ở nhiều nước trong khu vực. Hơn nữa, bảng xếp hạng tín nhiệm của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm uy tín đã đưa ra mức đánh giá triển vọng ổn định nhưng nếu so với các quốc gia cùng khu vực thì thấp hơn nên Việt Nam phải chịu chi phí sử dụng vốn cao hơn.

HÌNH 7: Cơ cấu nhà đầu tư và kỳ hạn trái phiếu chính phủ tính đến tháng 9-2013
Cơ cấu theo đầu tư



Cơ cấu theo kỳ hạn



Nguồn: Tổng hợp số liệu từ HNX.

Rõ ràng thị trường trái phiếu Việt Nam tăng trưởng nhanh nhưng thiếu tính bền vững. Không chỉ hiện hữu thông qua tỷ lệ phát hành phát hành áp đảo của trái phiếu Chính phủ với kỳ hạn ngắn mà còn cơ cấu nhà đầu tư bất hợp lý (hình 7). Mọi hoạt động đầu tư của Việt Nam, dường như đang phụ thuộc vào đầu tư công của Chính phủ. Nhưng nguồn vốn thực chất đến từ nguồn ngắn hạn của ngân hàng và được trung chuyển sang dài hạn thông qua hoạt động đầu tư trái phiếu chính phủ để tìm kiếm lợi nhuận. Lúc này, ngân hàng sẽ phải đối mặt với rủi ro về kỳ hạn ngày càng gia tăng, bởi hoạt động đầu tư trung và dài hạn được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn từ huy động của dân cư. Việc này cản trở sự phục hồi sản xuất kinh doanh của những doanh nghiệp tư nhân và gánh nặng tăng trưởng kinh tế lại đè lên vai những hoạt động đầu tư công của Chính phủ.

Tóm lại, với những phân tích nêu trên có thể thấy thị trường chứng khoán chỉ đóng vai trò thứ yếu trong việc cung ứng và phân bổ vốn cho nền kinh tế. Hệ lụy của nó là sự phụ thuộc quá lớn của nền kinh tế vào hệ thống ngân hàng. Hơn nữa, với những bất hợp lý về cơ cấu phát triển thị trường, cơ cấu kỳ hạn và cơ cấu nhà đầu tư dẫn đến thị trường chứng khoán đang hoạt động khá rủi ro và thiếu tính bền vững. Do vậy, cần có những giải pháp cụ thể nhằm khởi thông nguồn vốn trên thị trường này, đưa nó trở về đúng vị trí và vai trò đối với sự phát triển của nền kinh tế.

3. Một số đề xuất

Dựa trên phân tích thực trạng nêu trên, một số giải pháp cho thời gian tới cần tập trung vào hai nội dung: phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường cổ phiếu như sau:

Một là, thúc đẩy hoạt động và nâng cao tính thanh khoản cho thị trường trái phiếu nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng. Để đạt mục tiêu này cần: (1) thúc đẩy hoạt động đánh giá hệ số tín nhiệm và đưa quy định bắt buộc phải đánh giá hệ số tín nhiệm đối với các đợt phát hành trái phiếu

doanh nghiệp ra công chúng, dần hình thành mức bù rủi ro cho từng bậc hệ số tín nhiệm; (2) cho phép các ngân hàng thương mại có thể sử dụng trái phiếu chính phủ và một số loại trái phiếu doanh nghiệp có hệ số tín nhiệm cao làm tài sản để gửi tại Ngân hàng Nhà nước theo quy định về tỷ lệ dự trữ bắt buộc; (3) có quy định và hướng dẫn của Ngân hàng Nhà nước để mở rộng hơn nữa phát hành, giao dịch giấy tờ có giá của các doanh nghiệp có uy tín trên thị trường mở; (4) xây dựng mẫu hợp đồng giao dịch trái phiếu chuẩn phù hợp thông lệ quốc tế để thúc đẩy giao dịch minh bạch, tạo điều kiện cho giao dịch khối lượng lớn và giao dịch trên thị trường tập trung; (5) phát triển hệ thống các tổ chức tham gia thị trường: xây dựng hệ thống các tổ chức có trình độ công nghệ cao, tiềm lực tài chính mạnh, nguồn nhân lực chất lượng cao và có quy trình quản lý rủi ro đầu tư trái phiếu chuyên nghiệp; (6) từng bước phát triển thị trường sản phẩm phái sinh trái phiếu, tạo công cụ phòng ngừa rủi ro cho cả nhà phát hành và nhà đầu tư trái phiếu, đồng thời tạo cơ hội kinh doanh, chế biến rủi ro để khuyến khích các bên tham gia thị trường.

Hai là, xây dựng và phát triển hệ thống nhà tạo lập thị trường gắn với quyền lợi và nghĩa vụ trên thị trường thứ cấp, góp phần hiệu quả trong việc phát triển thị trường trái phiếu. Cụ thể, cần đưa ra các biện pháp khuyến khích và ưu đãi cho các công ty chứng khoán trở thành nhà tạo lập thị trường như ưu đãi về thuế, phí, lệ phí; đặc quyền tham gia thị trường sơ cấp; hỗ trợ tư vấn, đào tạo và phát triển nguồn nhân lực; hỗ trợ về hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật giao dịch và hệ thống thông tin. Bên cạnh đó, Ủy ban Chứng khoán nhà nước cần có chính sách khuyến khích các công ty chứng khoán nước ngoài hợp tác với khối các công ty chứng khoán trong nước cùng tham gia cung cấp dịch vụ chứng khoán tại Việt Nam. Điều này có thể làm thay đổi diện mạo các dịch vụ chứng khoán hiện nay, khi mà nhiều dịch vụ quan trọng như tư vấn đầu tư, bảo lãnh phát hành... có chất lượng thấp.

Bên cạnh các công ty chứng khoán, cần cho phép và khuyến khích các ngân hàng thương mại tham gia công ty chứng khoán với tư cách trung gian tài chính. Các ngân hàng thương mại đã và đang tham gia trên thị trường trái phiếu với tư cách của một nhà đầu tư. Đây là đối tượng có quy mô, tiềm lực lớn về vốn nên có điều kiện thuận lợi để trở thành các trung gian tài chính quan trọng trên thị trường trái phiếu. Nhà nước có thể xem xét cho phép các ngân hàng thương mại tham gia thị trường trái phiếu với tư cách của các trung gian tài chính - các nhà tạo lập thị trường trong khi các công ty chứng khoán không thể thực hiện vai trò tạo lập thị trường trái phiếu do hạn chế về vốn.

Ba là, nâng tầm hoạt động của thị trường cổ phiếu. Một trong điều mấu chốt là tiếp tục đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô. Với tình hình kinh tế vĩ mô thuận lợi, nhiều nhà đầu tư ngoại sẽ quan tâm tìm kiếm cơ hội tham gia các đợt chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO) của các doanh nghiệp nhiều hơn. Bên cạnh đó, để thu hút khối ngoại tham gia mạnh mẽ hơn vào quá trình cổ phần hóa, các tập đoàn, tổng công ty cần thuê các nhà tư vấn có uy tín của thế giới tham gia quá trình tư vấn cổ phần hóa, xác định giá trị doanh nghiệp, đồng thời thông tin về hoạt động của doanh nghiệp 3 năm liền trước cổ phần hóa cũng như quá trình xác định giá trị doanh nghiệp cần minh bạch. Bên cạnh đó, tỷ lệ cổ phần đưa ra IPO cần được nâng lên và các chính sách về thuế và phí đối với đầu tư của nhà đầu tư nước cần được điều chỉnh hợp lý.

Ngoài ra, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và chính cổ đông phải có cơ chế giám sát sử dụng vốn của doanh nghiệp. Thực tế, Ủy ban Chứng khoán đã có những đoàn thanh kiểm tra, giám sát việc sử dụng vốn, qua đó có những chế tài yêu cầu buộc các công ty đại chúng tăng khả năng quản trị rủi ro, coi trọng công tác quản trị rủi ro. Nếu định hướng này được thực hiện một cách nghiêm ngặt và thường xuyên, doanh nghiệp sẽ có trách nhiệm hơn với đồng vốn của cổ đông và

những lo ngại của cổ đông về việc sử dụng đồng vốn họ bỏ ra sẽ được giải quyết.

Bốn là, tăng cường chế tài công khai minh bạch thông tin. Cơ quan quản lý cần có cơ chế kiểm soát và chế tài xử phạt nghiêm đối với doanh nghiệp vi phạm công bố thông tin, đặc biệt thông tin về sử dụng vốn đối với các đợt phát hành. Qua đó, hạn chế việc lạm dụng việc phát hành của các doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp có trách nhiệm hơn đối với đồng vốn của cổ đông, tạo niềm tin cho cổ đông khi mua cổ phiếu mới phát hành.

Năm là, thiết lập và vận hành quỹ bảo vệ nhà đầu tư: giống như bảo hiểm tiền gửi với các tổ chức nhận tiền gửi, ở một số thị trường chứng khoán đã có các tổ chức/quỹ bảo vệ nhà đầu tư, chẳng hạn Tổ chức bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán Mỹ (SIPC), Quỹ bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán Canada (SIPF), Quỹ bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán Trung Quốc, Quỹ bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán Thái Lan. Bảo hiểm tiền gửi bảo đảm bồi thường cho người gửi tiền trong trường hợp định chế trung gian tài chính nhận tiền gửi mất khả năng thanh toán thì các quỹ bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán cũng bảo vệ cho các nhà đầu tư chứng khoán đối với các tài sản tiền và chứng khoán trong tài khoản giao dịch của mình ở một mức độ nhất định. Thành lập quỹ bảo vệ nhà đầu tư có ý nghĩa quan trọng vì nó đảm bảo sự an toàn cho cả ba đối tượng: nhà đầu tư chứng khoán, công ty chứng khoán và thị trường chứng khoán. Đối với nhà đầu tư chứng khoán, trong trường hợp công ty chứng khoán phá sản hoặc mất khả năng thanh toán, các quỹ bảo vệ nhà đầu tư có thể giúp bù đắp được ít nhất là một phần nào thiệt hại nếu như không được bù đắp tất cả. Chẳng hạn, ở Mỹ, khi các ngân hàng đầu tư phá sản, nhà đầu tư được nhận lại một phần từ tài sản thanh lý của công ty chứng khoán và phần còn lại được SIPC chi trả ở mức tối đa là 500.000 USD trên mỗi tài khoản tại mỗi công ty chứng khoán; Quỹ bảo vệ của Canada chi trả tối đa 1 triệu USD giá trị thiệt hại về chứng khoán, công cụ phái sinh và tiền; Thái Lan chi trả tối đa

không vượt quá thiệt hại thực tế và không quá 1 triệu бат một nhà đầu tư; Trung Quốc không quy định mức giới hạn mà quỹ bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán chi trả, tất cả thiệt hại của nhà đầu tư đều được bù đắp. Đối tượng thứ hai được bảo vệ từ cơ chế này là bản thân các công ty chứng khoán. Các nhà đầu tư được bảo vệ từ cơ chế này sẽ có tâm lý ổn định hơn và duy trì tài khoản với các công ty chứng khoán. Điều này làm hạn chế rủi ro thanh khoản cho các công ty chứng khoán và tránh khỏi việc rút tiền ồ ạt từ các nhà đầu tư ra khỏi một công ty chứng khoán có thể lan truyền sang các công ty chứng khoán khác gây mất ổn định thị trường. Đối với thị trường chứng khoán, các định chế trung gian tài chính an toàn sẽ đảm bảo cho một thị trường chứng khoán ổn định và phát triển./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Báo cáo tài chính của TTF, BMG, AVF, DCS, Q2, 3-2013.
2. Báo cáo thường niên của HNX 2007 - 2014.
3. Báo cáo thường niên của Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE), 2004-2014.
4. Cấn Văn Lực (2014), "*Vai trò của của NHTM trong phát triển thị trường vốn hiện đại*", Hội thảo "Vai trò của thị trường vốn" do BIDV tổ chức, tháng 4-2014.
5. Châu Đình Linh (2014), "*Thị trường trái phiếu Việt Nam đang đi đúng hướng*", Đại học Ngân hàng TP Hồ Chí Minh.
6. Nguyễn Hồng Sơn và nhóm nghiên cứu (2014), "*Định dạng hệ thống ngân hàng Việt nam sau tái cơ cấu*", Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.
7. Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang (2014), "*Chính sách nhằm khởi thông các nguồn vốn đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế Việt Nam*", Hội thảo khoa học quốc gia do Đại học Kinh tế quốc dân tổ chức, tháng 12-2014.
8. Abiy Hailemariam, Chi Guotai (2014), "Stock Market Development and Economic Growth: Empirical Evidence for Emerging Market Economies", *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*. Vol. 2. No. 2, 2014, pp. 171 - 181.
9. Alajekwu và Udoka Bernard (2012), "The Role of Stock Market Development on Economic Growth in Nigeria: A Time Series Analysis", *Multidisciplinary Journal, Ethiopia*, Vol.6 (1), Serial No. 24, January, 2012.
10. Bahadur and Neupane (2006), "Stock Market and Economic Development: a Causality Test", *The Journal of Nepalese Business Studies*, pp: 36-44.
11. Boopen Seetanah, Rojid Sawkut, Vinesh Sannasee và Binesh Seetanah (2008), "Stock Market Development and Economic Growth in Developing Countries: Evidence from Panel VAR framework".
12. Caporate, Howells and Soliman, (2004), "Stock Market Development and Economic Growth: A Casual Linkage", *Journal of Economic Development*, 29, pp 33-50.
13. Greenwood, J., Jovanovich, B. (1990), "Financial Development, Growth and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, Vol.98, pp 1076 - 1104.
14. Har Wai Mun, Bandar Sungai Long, Ee Chun Siong, Tan Chai Thing (2008), "Stock Market and Economic Growth in Malaysia: Causality Test", *Asian Social Science*, Vol.4, No.4.
15. Mauro, P. (2003), "Stock Returns and Output Growth in Emergin and Advanced Economics", *Journal of Development Economics*, 71, 129-53.
16. Mishkin, Frederic S (2001), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 6th ed, New York: Addison Wesley, Longman.
17. Obstfeld (1994), "Risk - Taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, 84 pp. 1310-1329, Papers financial policy and systems, No 907, World Bank.
18. Pauldel, N. P. (2005), *Financial System and Economic Development, Nepal Rastra Bankin Fifty Years, Part II, Financial System*, Kathmandu:NRB.