

# Thị trường vốn: Kênh huy động vốn quan trọng cho đầu tư phát triển tại Việt Nam

Ths.Nguyễn Thanh Sơn\*

**V**ốn là yếu tố sản xuất quan trọng nhất, quyết định sự tăng trưởng bền vững của nền kinh tế thị trường hiện đại. Thị trường vốn phát triển sẽ đảm bảo hai yêu cầu cơ bản đó là huy động tối đa nguồn vốn trong và ngoài nước, đồng thời phân bổ một cách có hiệu quả các nguồn vốn cho hoạt động đầu tư sản xuất. Bài viết này sẽ phân tích làm rõ hiệu quả của thị trường vốn trong việc huy động và phân bổ vốn cho đầu tư phát triển tại Việt Nam hiện nay.

Thị trường vốn là một bộ phận của thị trường tài chính được chuyên môn hóa trong việc mua bán các tài sản tài chính có tính lỏng thấp nhằm chuyển dịch các nguồn tài chính dài hạn (p164, Giáo trình Tài chính - Tiền tệ, PGS.TS. Phạm Ngọc Dũng, PGS.TS. Đinh Xuân Hạng). Cấu trúc của thị trường vốn bao gồm thị trường tín dụng trung và dài hạn của ngân hàng và thị trường chứng khoán (TTCK). Cùng với sự phát triển của cơ chế thị trường, các bộ phận của thị trường vốn ngày càng được đa dạng hóa - hiện đại hóa về mô hình hoạt động nhằm nâng cao chất lượng của dòng vốn. Cụ thể, điều chuyển vốn từ nơi thừa vốn sang nơi thiếu vốn; từ nơi sử dụng vốn kém hiệu quả sang nơi sử dụng vốn có hiệu quả cao hơn; tạo tính thanh khoản cho TTCK trong trường hợp các nhà đầu tư cần tiền; giúp các nhà đầu tư xem xét và đánh giá "sức khỏe" của doanh nghiệp, tổ chức tín dụng, ngân hàng từ đó đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý. Không chỉ có ý nghĩa ở tầm vi mô, thị trường vốn cũng là thước đo các biến động ở tầm vĩ mô như dự đoán lạm phát, tăng trưởng kinh tế, tình hình lao động - việc làm và các rủi ro về kinh tế tài chính của cả nền kinh tế.

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang hội nhập sâu

rộng với nền kinh tế thế giới và công cuộc tái cơ cấu kinh tế theo hướng tăng trưởng bền vững được đẩy mạnh, việc thúc đẩy phát triển thị trường vốn vừa là yêu cầu cần thiết, tất yếu khách quan, vừa là con đường, chìa khóa để đạt được mục tiêu trên. Cho tới nay, thị trường vốn tại Việt Nam đã phát triển đầy đủ các loại hình như: Thị trường tín dụng, thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu. Sự hình thành và phát triển của thị trường vốn đã góp phần đẩy nhanh dòng vốn vào trong lưu thông, giúp các doanh nghiệp có khả năng tiếp cận được các nguồn vốn từ thị trường. Tuy nhiên, trải qua nhiều giai đoạn lên xuống thất thường, cả giai đoạn tăng trưởng nóng và giai đoạn trầm lắng, thị trường vốn Việt Nam vẫn đang tiềm ẩn nhiều yếu tố rủi ro, kém bền vững, do vậy ảnh hưởng trực tiếp tới tính ổn định của dòng vốn của cả nền kinh tế.

## Hiệu quả của thị trường vốn trong việc huy động và phân bổ vốn

Sau khi gia nhập WTO, Việt Nam đã tiến hành tái cấu trúc lại toàn bộ thị trường vốn để phù hợp với các thông lệ quốc tế. Sau hoạt động tái cơ cấu, vai trò nổi bật của thị trường vốn được nâng lên thể hiện qua chỉ tiêu quy mô đầu tư tăng, đặc biệt là

đầu tư từ nước ngoài có sự bứt phá mạnh mẽ.

Thông qua việc đa dạng hóa các công cụ chứng khoán, công cụ tài chính, các nhà cung vốn vào thị trường vốn bằng cách tham gia các hoạt động đầu tư. Ở chiều ngược lại, các nhà cầu vốn thực hiện các hoạt động vốn hóa cổ phiếu, phát hành trái phiếu trung và dài hạn... Nhờ có thị trường vốn, các chứng khoán và công cụ tài chính có tính thanh khoản cao hơn, là một trong những tiền đề để tối ưu hóa hiệu quả sử dụng nguồn vốn.

Trong số các bộ phận của thị trường vốn, thị trường tín dụng phát triển mạnh mẽ và sôi động nhất. Đây được đánh giá là kênh huy động vốn hiệu quả nhất, cả về chiều rộng và chiều sâu, với sự tham gia chủ yếu của các NHTM và các tổ chức tài chính. Hiện nay, hệ thống NHTM và các tổ chức tài chính giữ một vai trò vô cùng quan trọng trong việc cung cấp vốn cho các doanh nghiệp. Tốc độ tăng trưởng tín dụng có ảnh hưởng trực tiếp tới tăng trưởng kinh tế. Được xem là nhân tố quyết định trong việc thu hút, tích tụ và tập trung các nguồn tài chính nhàn rỗi trong nền kinh tế, NHTM đã giải quyết vấn đề thiếu vốn của cả nền kinh tế, giúp các doanh nghiệp, cá

\* Học viện Tài chính

nhân đầu tư vốn vào hoạt động đầu tư, sản xuất kinh doanh. Các NHTM có khả năng chuyên hóa các khoản tiền gửi nhỏ lẻ, ngắn hạn thành các khoản tín dụng trung và dài hạn, đáp ứng kịp thời cho nhu cầu đầu tư phát triển kinh tế của toàn xã hội. Với mạng lưới chi nhánh, văn phòng rộng lớn ở khắp các tỉnh, thành phố trên cả nước, góp phần thu hẹp sự chênh lệch khoảng cách về chỉ tiêu tăng trưởng và phát triển kinh tế giữa các vùng miền.

Thông qua TTCK, đặc biệt là thị trường cổ phiếu, một lượng vốn lớn từ nước ngoài đã được thu hút đầu tư. Tính đến năm 2015, Việt Nam đã có 678 công ty niêm yết trên 2 sở giao dịch chứng khoán, và hơn 200 CTCP đăng ký giao dịch trên thị trường Giao dịch chứng khoán của Công ty Đại chứng chưa niêm yết (UPCoM). Quy mô niêm yết của cả TTCK tăng 339 lần, vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt gần 1.300.000 tỷ đồng, tăng 1,300 lần so với năm 2000 và tăng 1,78 lần so với đầu năm 2010. Quy mô vốn hóa thị trường đạt trên 33% GDP, giá trị giao dịch cổ phiếu bình quân hàng ngày đạt hơn 2.000 tỷ đồng/phiên. Quy mô hoạt động vốn qua TTCK đáp ứng khoảng 23% tổng vốn đầu tư toàn xã hội, tương đương gần 60% so với cung tín dụng qua thị trường tiền tệ - tín dụng. Tính đến nay, tổng giá trị vốn huy động qua TTCK đạt gần 2 triệu tỷ đồng, huy động vốn qua đầu tư gián tiếp đạt khoảng 15 tỷ USD.

TTCK là kênh phân phối chính của hoạt động phát hành trái phiếu Chính phủ, huy động vốn cho ngân sách Nhà nước (NSNN). Tính từ năm 2005 đến nay, lượng vốn huy động từ các đợt đấu thầu trái phiếu Chính phủ ước đạt 833.000 tỷ

đồng, trong đó riêng giai đoạn 2010-2015 đạt 795.830 tỷ đồng. Giá trị ghi nợ trái phiếu chiếm khoảng 22% GDP, mức vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt trên 33%, tổng quy mô TTCK đạt khoảng 55% GDP. Kết quả trên cho thấy vai trò huy động vốn là rất quan trọng cho hoạt động đầu tư phát triển kinh tế-xã hội của thị trường vốn, tạo nền tảng để hình thành hệ thống tài chính hiện đại.

Ngoài ra, TTCK còn là kênh huy động vốn nhằm tăng vốn điều lệ cho các NHTM. Thông qua phát hành cổ phiếu, tổng vốn điều lệ của các NHTM đã tăng lên đến 272.600 tỷ đồng. TTCK phát triển song song với quá trình cổ phần hóa các DNNN, do đó góp phần tạo lập các chuẩn mực về công tác quản trị doanh nghiệp, minh bạch hóa thông tin, nâng cao hiệu quả hoạt động của nhóm doanh nghiệp này.

#### **Những vướng mắc còn tồn đọng của việc huy động vốn thông qua thị trường vốn**

Thị trường vốn Việt Nam phụ thuộc nhiều vào các chính sách tài khóa và tiền tệ quốc gia, do đó khi nền kinh tế gặp bất ổn, lạm phát tăng, nhà nước thực hiện chính sách tài khóa - tiền tệ thắt chặt nhằm kiềm chế lạm phát, ổn định vĩ mô, từ đó gây tác động tiêu cực tới thị trường vốn. Bên cạnh đó, hiện tượng sở hữu chéo giữa ngân hàng với doanh nghiệp, ngân hàng với công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán và giữa các ngân hàng với nhau còn nhiều, trong khi nội lực, tiềm lực chưa vững mạnh là những yếu tố rủi ro tiềm ẩn đối với thị trường vốn đặc biệt khi có biến động bất thường xảy ra. Hiện nay, hệ thống ngân hàng vẫn đóng vai trò chi phối trên thị trường vốn. Mặc dù nhà nước

đã tiến hành tái cơ cấu nhưng NHTM vẫn được đánh giá là hoạt động chưa hiệu quả, chưa thực sự tương xứng với tiềm năng của thị trường. Đánh giá cụ thể về các thị trường trong việc huy động vốn cho nhà đầu tư được thể hiện cụ thể như sau:

#### **Thị trường tín dụng**

Đây là kênh cung vốn chủ yếu trong nền kinh tế, tuy nhiên bên cạnh sự tác động từ yếu tố bên ngoài đó là sự khó khăn chung của nền kinh tế thì lý do chủ yếu là sự yếu kém về nội lực của các NHTM. Do đó, thị trường tín dụng vẫn còn tồn tại nhiều hạn chế.

Điểm nghẽn trong nền kinh tế là nợ xấu, hàng tồn kho nhiều không được giải quyết thỏa đáng, mặc dù giá vốn có chiều hướng giảm nhẹ trong những năm gần đây nhưng nhìn chung vẫn ở mức khá cao so với khả năng chi trả của các doanh nghiệp (lãi suất cho vay bình quân năm 2012 là 13 - 15%, năm 2013, 2014 là 10 - 12%, năm 2015 và giai đoạn nửa đầu 2016 là 10 - 11%). Tăng trưởng tín dụng đã có những bước khởi sắc nhất định, cụ thể năm 2015 tăng gần 18% so với 8,91% của năm 2012, tuy nhiên chất lượng nợ vẫn còn thấp, tồn tại nhiều nợ xấu. Tính đến cuối năm 2015, tỷ lệ nợ xấu là 2,5% so với 17% của năm 2012. Tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh không xuất phát từ việc tăng hiệu quả quản lý nợ xấu mà do nợ xấu của ngân hàng đã được tái cơ cấu, chuyển sang Công ty quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng (VAMC). Do nợ xấu cao, các NHTM luôn cần phải huy động một lượng nguồn vốn lớn để đảm bảo luân chuyển vốn cũng như thanh khoản. Con số nợ xấu thực tế của các tổ chức tín dụng hiện vẫn chưa được xác định chính xác, do đó dù lãi suất

cho vay giảm nhưng các doanh nghiệp vẫn gặp nhiều khó khăn trong việc vay vốn tín dụng của các ngân hàng. Tình trạng nhiều doanh nghiệp không tiếp cận được vốn, một mặt do lượng hàng tồn kho tăng cao, chưa có những chuyển biến tích cực về hoạt động sản xuất kinh doanh, năng lực cạnh tranh còn thấp, kinh doanh chưa hiệu quả, hàng hóa không thể tiêu thụ, tình trạng nợ xấu chưa được xử lý cũng hạn chế việc tạo các khoản vay mới. Số lượng các doanh nghiệp làm ăn thua lỗ, phá sản vẫn tiếp tục tăng qua các năm. Theo báo cáo giai đoạn 2007 - 2015, chỉ còn lại một nửa số doanh nghiệp đã đăng ký thành lập vẫn tiếp tục hoạt động. Tổng số doanh nghiệp đăng ký khoảng 941.000 doanh nghiệp, nhưng thực tế chỉ còn 513.000 doanh nghiệp còn hoạt động (chiếm 54,5%), và khoảng 428.000 doanh nghiệp (chiếm 45,5%) đã ngừng hoạt động hoặc giải thể. Bên cạnh đó, quy mô các doanh nghiệp có xu hướng thu hẹp, tỷ trọng các doanh nghiệp nhỏ và siêu nhỏ ngày càng tăng, dẫn đến nguy cơ thiếu các doanh nghiệp tầm trung. Những yếu tố này đã dẫn tới cầu về vốn trên thị trường tín dụng cũng giảm mạnh. Ngoài ra, các nguồn vốn từ thị trường tín dụng chủ yếu là các khoản vốn ngắn hạn được điều chuyển sang trung và dài hạn trên thị trường vốn, trong khi các NHTM trong nước chưa thực hiện được đầy đủ các nguyên tắc của chuẩn mực quản trị rủi ro Basel II, do đó việc dựa vào nguồn vốn trên phân đoạn thị trường này sẽ gây rủi ro rất lớn đối với nguồn cung vốn một khi có biến động bất thường.

#### **Thị trường chứng khoán**

TTCK có vai trò là kênh huy động vốn chủ yếu của thị trường vốn nói riêng và nền kinh tế nói

chung. Tuy TTCK tại Việt Nam đã có nhiều khởi sắc nhưng giao dịch không ổn định, dòng vốn trong nước có dấu hiệu chững lại do tình trạng thiếu thông tin, trong khi đó các quỹ đầu tư ngoại có những hoạt động thoái vốn trong thời gian qua. Sự hạn chế về mức độ minh bạch của thông tin, hạn chế về nghiệp vụ, nhân sự, cơ sở vật chất và đặc biệt là tiềm lực tài chính khiến cho TTCK chưa thu hút được nhiều nguồn vốn từ các tổ chức tài chính và nhà đầu tư nước ngoài.

Thị trường cổ phiếu tuy nhận được nhiều sự chú ý phát triển song song với tiến trình cổ phần hóa của các DNNN, song quy mô thị trường còn nhỏ so với nền kinh tế. Giá trị vốn hóa của thị trường tập trung chủ yếu vào một số ít DNNN nắm cổ phần chi phối. Trong khi đó, tốc độ cổ phần hóa của các DNNN diễn ra chậm, và chưa đạt chất lượng cao. Vì vậy, kết quả là nguồn vốn huy động từ thị trường này vẫn còn rất khiêm tốn. Với các doanh nghiệp ngoài nhà nước, do thông tin và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp không minh bạch, chất lượng kiểm toán thấp, chưa tạo được lòng tin cho nhà đầu tư, dẫn tới tình trạng không mặn mà với hoạt động tăng vốn của các doanh nghiệp cổ phần hóa.

Trên thị trường trái phiếu, nhà đầu tư chủ yếu vẫn tập trung vào các NHTM (nắm giữ khoảng 87% khối lượng trái phiếu), chưa có nhiều các tổ chức tài chính khác tham gia đầu tư dài hạn trên thị trường. Sản phẩm trên thị trường chủ yếu là các trái phiếu ngắn hạn. Các nhà đầu tư nước ngoài mới quay lại thị trường trái phiếu Việt Nam từ cuối năm 2012, và nắm giữ khoảng 13% tổng khối lượng trái phiếu trên thị trường. Thị trường trái phiếu doanh

nh nghiệp còn ở mức sơ khai, giá trị phát hành chỉ bằng 1/6 giá trị của trái phiếu Chính phủ. Phần lớn các trái phiếu doanh nghiệp phát hành ra được nhà đầu tư xem như một khoản tín dụng đến ngày đáo hạn lấy gốc và lãi. Thị trường trái phiếu Chính phủ vẫn khá sôi động nhưng chủ yếu là các trái phiếu có kỳ hạn ngắn (khoảng 2 năm) với nhà đầu tư chủ yếu là các NHTM, kết quả là đầu tư từ tư nhân giảm mạnh.

Nguyên nhân dẫn tới những hạn chế về việc dẫn vốn của thị trường vốn nêu trên đó là do sự yếu kém của chính các chủ thể tham gia (các NHTM, tổ chức tài chính, doanh nghiệp...); cơ sở vật chất thiếu đồng bộ; chưa có sự tuân thủ chặt chẽ các chuẩn mực quản trị rủi ro; khung pháp lý điều chỉnh chưa hoàn thiện, do đó dẫn tới hạn chế cả hai mặt cung cũng như cầu vốn trên thị trường.

#### **Một số đề xuất nâng cao hiệu quả dẫn vốn trên thị trường vốn**

**Thứ nhất**, hoàn thiện khung pháp lý nhằm đưa thị trường vốn vào hoạt động ổn định, tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh, minh bạch, đảm bảo an toàn về mặt tài chính, đồng thời vẫn đảm bảo các mục tiêu vĩ mô của nền kinh tế. Tạo môi trường bình đẳng để thu hút không chỉ nguồn vốn trong nước mà cả các nguồn vốn từ bên ngoài, tạo nguồn cung vốn lớn cho cả nền kinh tế. Các đối tượng tham gia trên thị trường đều có cơ hội được tiếp cận đồng vốn một cách công bằng, minh bạch theo đúng các chuẩn mực, nguyên tắc hoạt động của thị trường.

**Thứ hai**, tái cấu trúc thị trường và các chủ thể tham gia. Tiến hành cơ cấu lại các bộ phận của thị trường vốn, đảm bảo cân

(Xem tiếp trang 66)

yêu cầu thông báo sớm về đại hội cổ đông thường niên nhằm khuyến khích cổ đông tham dự đầy đủ; các điều khoản về tăng cường thông tin cho cổ đông, về vai trò của kiểm toán độc lập, về công tác tập huấn quản trị công ty đối với thành viên hội đồng quản trị, ban kiểm soát cũng cần được làm rõ trong các quy định.

Cơ quan quản lý phải có hướng dẫn phù hợp để doanh nghiệp triển khai áp dụng các thông lệ quản trị công ty, trong giai đoạn hiện tại, các cơ quan quản lý nên đảm nhiệm vai trò tập huấn. Cơ quan quản lý cần nâng cao kỹ năng, năng lực, nguồn lực để tích cực giám sát, thực thi, hướng dẫn áp dụng thực tiễn quản trị công ty hiệu quả trên thị trường một cách kịp thời, cần áp dụng những công nghệ mới nhất để phát hiện các giao dịch bất thường trên thị trường. Vai trò của Ủy ban Chứng khoán cần được

tăng cường, hoạt động của Ủy ban này cũng cần được tổ chức lại, đảm bảo tính độc lập của một cơ quan quản lý Nhà nước.

Những xung đột và không thống nhất giữa Luật và các văn bản dưới luật đang gây khó khăn cho hoạt động của các doanh nghiệp. Vì vậy, các chuẩn mực cần hoàn thiện đầy đủ để tránh các cách hiểu khác nhau. Chuẩn mực cũng cần được áp dụng nhất quán để nâng cao chất lượng của thông tin tài chính.

Việt Nam mặc dù đã áp dụng các nguyên tắc quản trị công ty nhưng vẫn chưa có chế tài cho việc không tuân thủ các nguyên tắc. Điều này làm cho các doanh nghiệp có thể bỏ qua không thực hiện những quy định khó. Cơ quan quản lý cần đặc biệt giám sát tình hình tuân thủ pháp luật trên thị trường, công khai các thông tin tài chính và thực thi các quy định về công khai, minh bạch. Cơ quan quản

lý cũng cần công bố rộng rãi về các hoạt động cưỡng chế thực thi của mình.

Tùng công ty cũng cần ban hành và công bố quy tắc ứng xử, quy chế quản trị nội bộ công ty sau khi đã được tất cả các thành viên hội đồng quản trị thông qua.

#### Tài liệu tham khảo:

- Black, Cheffins and Klausner. 2006. Outside Director Liability. Stanford Law Review, Vol.58, pp. 1055 - 1159.*
- Cadbury Committee, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, (London:Gee, 1992).*
- Davies, P. 2001. Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence? London School of Economics & Political Science, Department of Law, Working paper Series, June 19, 2001.*
- Dechert LLP. 2003. The Higgs Report on Non-Executive Directors: Summary Recommendations, January 2003.*

## Thị trường vốn: Kênh huy động vốn... (Tiếp theo trang 57)

đôi giữa thị trường tín dụng và TTCK, trong đó đặc biệt chú ý nâng cao vai trò là kênh huy động vốn chính của TTCK. Đây là cách để các doanh nghiệp có khả năng tiếp cận được nguồn vốn một cách nhanh nhất và hiệu quả nhất. Để nâng cao hiệu quả của thị trường vốn thì vấn đề cốt lõi là năng lực của các chủ thể tham gia. Vì vậy, cần thực hiện đồng thời tái cấu trúc các tổ chức tín dụng, NHTM, tổ chức kinh doanh chứng khoán, công ty quản lý quỹ... nhằm sàng lọc những chủ thể có tiềm lực tài chính tốt, hoạt động hiệu quả, có đủ khả năng cạnh tranh trên cả thị trường trong và ngoài nước. Bên cạnh đó, đơn đốc các NHTM thực hiện theo đúng các chuẩn mực Basel II, dần hướng

tới chuẩn mực Basel III, là nền tảng để nâng cao chất lượng hoạt động, giảm thiểu rủi ro trên thị trường vốn.

Thứ ba, tiếp tục hình thành các tổ chức đánh giá tín nhiệm có uy tín và minh bạch hóa thông tin trên thị trường vốn, từ đó tạo lòng tin cho nhà đầu tư cũng như nâng cao chất lượng của nguồn vốn trên thị trường. Tiến tới hợp nhất hai Sở giao dịch chứng khoán, tạo sự kết nối với 5 nước trong khu vực ASEAN theo đúng lộ trình hình thành cộng đồng kinh tế AEC. Việc hợp nhất này sẽ giúp mở rộng quy mô của thị trường, từ đó tạo cầu và tăng tính thanh khoản, đồng thời huy động được nguồn cung chất lượng và dồi dào cho thị trường vốn.

#### Tài liệu tham khảo:

- Nguyễn Văn Dân (2010), Giáo trình Kinh tế học vĩ mô I, Nhà xuất bản Tài chính, Hà Nội.*
- Nguyễn Thị Mùi (2013), Phát triển thị trường vốn Việt Nam - Những nút thắt cần tháo gỡ. Truy cập ngày 16/4/2016 từ: <http://www.vietinbankschool.edu.vn/home/edu/vn/news/research/taichinhnganhang/2013/20131230.html>*
- Phạm Ngọc Dũng, Đinh Xuân Hạng (2014), Giáo trình Tài chính - Tiền tệ, Nhà xuất bản Tài chính, Hà Nội.*
- Vũ Bằng (2015), Thị trường chứng khoán thành nơi huy động vốn quan trọng. Truy cập ngày 20/4/2016 từ: <http://cafef.vn/thi-truong-chung-khoan/thi-truong-chung-khoan-thanh-kenh-huy-dong-von-quan-trong-20151120113251855.chn>*