



ĐIỂM LẠI THÁNG 12/2019

BƯỚC CHUYỂN VỀ TÀI CHÍNH

Mở lối cho các thị trường vốn nhằm phục vụ tương lai phát triển của Việt Nam

ĐIỂM LẠI THÁNG 12/2019

BƯỚC CHUYỂN VỀ TÀI CHÍNH

Mở lối cho các thị trường vốn nhằm phục vụ tương lai phát triển của Việt Nam

MỤC LỤC

TỪ VÀ THUẬT NGỮ VIẾT TẮT	7
LỜI CẢM ƠN	8
TÓM LƯỢC TỔNG QUAN	9
PHẦN I: NHỮNG ĐIỂN BIẾN KINH TẾ GẦN ĐÂY	13
I.1. MÔI TRƯỜNG KINH TẾ TOÀN CẦU	14
II.2. NHỮNG ĐIỂN BIẾN KINH TẾ GẦN ĐÂY Ở VIỆT NAM	15
<i>Mặc dù môi trường bên ngoài không thuận lợi, nền kinh tế Việt Nam vẫn vững vàng</i>	15
<i>Áp lực lạm phát ở mức thấp và chính sách tiền tệ được nới nhẹ</i>	17
<i>Quá trình củng cố tài khóa vẫn đang tiếp diễn</i>	19
<i>Vị thế kinh tế đối ngoại đứng vững mặc dù nhu cầu toàn cầu còn yếu</i>	22
I.3. TRIỂN VỌNG KINH TẾ TRUNG HẠN VÀ RỦI RO	29
<i>Triển vọng trung hạn của Việt Nam vẫn tích cực</i>	29
<i>Rủi ro tăng lên và các biện pháp giảm nhẹ</i>	30
PHẦN II: TẦM QUAN TRỌNG CỦA CÁC THỊ TRƯỜNG VỐN ĐỂ HUY ĐỘNG TÀI CHÍNH DÀI HẠN	33
II.1. THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ BỐI CẢNH	34
II.2. TẠI SAO PHÁT TRIỂN CÁC THỊ TRƯỜNG VỐN LẠI QUAN TRỌNG ĐẾN VẬY Ở VIỆT NAM?	35
II.3. NHỮNG TIẾN TRIỂN GẦN ĐÂY Ở VIỆT NAM	37
<i>Thị trường trái phiếu Chính phủ</i>	38
<i>Thị trường trái phiếu doanh nghiệp</i>	41
<i>Thị trường cổ phiếu</i>	43
II.4. NHỮNG CẢI CÁCH CHÍNH ĐỂ HỖ TRỢ HUY ĐỘNG TÀI CHÍNH DÀI HẠN	45
<i>Trụ cột 1. Hoàn thiện nền tảng pháp lý về huy động tài chính</i>	45
<i>Trụ cột 2. Cải thiện về quản trị, công khai và công bố thông tin, cũng như hạ tầng thị trường</i>	45
<i>Trụ cột 3. Xúc tiến các sản phẩm đổi mới sáng tạo nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường</i>	46
<i>Trụ cột 4. Mở rộng mạng lưới nhà đầu tư cho các thị trường vốn</i>	46
<i>Trụ cột 5. Tăng cường huy động nguồn tài chính dài hạn qua chỉ đạo của Chính phủ</i>	50
II.5. HƯỚNG VỀ TƯƠNG LAI	51
TÀI LIỆU THAM KHẢO	52

HÌNH VÀ BẢNG BIỂU

HÌNH

Hình I.1.	Tăng trưởng kinh tế toàn cầu	14
Hình I.2.	Sản lượng công nghiệp và thương mại thế giới	14
Hình I.3.	Dự báo tăng trưởng GDP tại Đông Á và Thái Bình Dương	15
Hình I.4.	Tăng trưởng GDP và các ngành	16
Hình I.5.	Đóng góp vào tăng trưởng GDP	16
Hình I.6.	Việc làm theo ngành	17
Hình I.7.	Lương tháng bình quân	17
Hình I.8.	Chỉ số giá tiêu dùng	17
Hình I.9.	Tăng trưởng tín dụng	17
Hình I.10.	Thu ngân sách Nhà nước theo nguồn	19
Hình I.11.	Thu thuế theo sắc thuế	19
Hình I.12.	Thu ngân sách nhà nước	20
Hình I.13.	Thu thuế	20
Hình I.14.	Chi ngân sách giảm dần	21
Hình I.15.	Chi trả nợ từ ngân sách Nhà nước	21
Hình I.16.	Tỷ lệ giải ngân đầu tư công	21
Hình I.17.	Cán cân thanh toán	23
Hình I.18.	Tỷ giá danh nghĩa VND/USD	23
Hình I.19.	Tăng trưởng xuất khẩu	24
Hình I.20.	Đóng góp cho tăng trưởng xuất khẩu - Điểm phần trăm, theo mặt hàng xuất khẩu	24
Hình I.21.	Đóng góp cho tăng trưởng xuất khẩu - Điểm phần trăm, theo thị trường xuất khẩu	24
Hình I.22.	Xuất khẩu của Việt Nam tăng vọt là hiện tượng mới và chủ yếu với thị trường Mỹ	25
Hình I.23.	Thay thế thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc, 2019	25
Hình I.24.	Tăng trưởng nhập khẩu	26
Hình I.25.	Cơ cấu hàng nhập khẩu	26
Hình I.26.	Số cam kết và giải ngân vốn FDI	27
Hình I.27.	Vốn FDI cộng dồn theo ngành/lĩnh vực	27
Hình I.28.	Xuất khẩu - nhập khẩu của khu vực đầu tư nước ngoài	28
Hình I.29.	Tỷ trọng xuất khẩu của doanh nghiệp nước ngoài trong các mặt hàng chế tạo và chế biến	28
Hình I.30.	Chuyển dịch trong đầu tư nước ngoài ở Việt Nam	29
Hình I.31.	Môi trường kinh doanh thuận lợi	31
Hình I.32.	Xếp hạng những trở ngại hàng đầu về môi trường kinh doanh của DN ở Việt Nam	32

Hình II.1.	Tăng trưởng GDP theo đầu người và tăng tín dụng có mối tương quan chặt chẽ	35
Hình II.2.	Thị trường vốn tác động đến tăng trưởng qua ba kênh chính.....	36
Hình II.3.	Diễn biến cơ cấu thị trường tài chính ở Việt Nam	38
Hình II.4.	Quy mô một số thị trường trái phiếu bằng nội tệ ở châu Á	38
Hình II.5.	Quy mô các thị trường trái phiếu.....	39
Hình II.6.	Kỳ hạn phát hành giai đoạn 2011-2018.....	40
Hình II.7.	Kỳ hạn trái phiếu	40
Hình II.8.	Khối lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp	41
Hình II.9.	Chỉ số giá chứng khoán Việt Nam so với Đông Nam Á, tổng doanh số.....	43
Hình II.10.	Mức vốn hóa thị trường so với các quốc gia trong khu vực	43
Hình II.11.	Thanh khoản thị trường	44
Hình II.11.	Mười cổ phiếu có mức vốn hóa thị trường cao nhất.....	44
Hình II.13.	Cơ cấu các nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu Chính phủ.....	47

BẢNG

Bảng I.1.	Một số chỉ tiêu kinh tế của Việt Nam.....	30
-----------	---	----

HỘP

Hộp I.1.	Cải cách thuế để đảm bảo tăng trưởng bền vững	20
Hộp I.2.	Chậm giải ngân đầu tư công ở Việt Nam	22
Hộp I.3.	Làm thế nào để lý giải về sức bật xuất khẩu của Việt Nam?.....	25
Hộp II.1:	Nêu được đưa vào các chỉ số toàn cầu về trái phiếu thị trường mới nổi, Việt Nam sẽ thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài nhiều hơn.....	49

TỪ VÀ THUẬT NGỮ VIẾT TẮT

ADB	Ngân hàng Phát triển Châu Á
ASEAN	Hiệp hội các Quốc gia Đông Nam Á
CIT	Thuế thu nhập doanh nghiệp
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng
EAP	Đông Á và Thái Bình Dương
EVFTA	Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và EU
EU	Liên minh Châu Âu
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
GDC	Tổng cục Hải Quan
GSO	Tổng cục Thống kê
IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
MOF	Bộ Tài chính
MPI	Bộ Kế hoạch và Đầu tư
MTIP	Kế hoạch đầu tư công trung hạn
NPL	Nợ xấu
NTM	Các biện pháp phi thuế quan
ODA	Viện trợ phát triển chính thức
OOG	Văn phòng Chính phủ
PIM	Quản lý đầu tư công
PIT	Thuế thu nhập cá nhân
PMI	Chỉ số nhà quản trị mua hàng
PPP	Ngang giá sức mua
SBV	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam
SOEs	Doanh nghiệp Nhà nước
CPTPP	Hiệp định đôi tác toàn diện và tiên bộ xuyên Thái Bình Dương
VAMC	Công ty Quản lý Tài sản của các Tổ chức Tín dụng
VAT	Thuế giá trị gia tăng
VSSF	Quỹ Bảo hiểm Xã hội Việt Nam
VST	Kho bạc Nhà nước Việt Nam
WB	Ngân hàng Thế giới
WTO	Tổ chức Thương mại Thế giới

LỜI CẢM ƠN

Báo cáo này được viết dưới sự giám sát của Jacques Morisset.

Phần I do Đinh Tuấn Việt soạn thảo với những đóng góp có giá trị của Nguyễn Việt Anh, Đoàn Hồng Quang, Triệu Quốc Việt, Phạm Minh Đức, Nguyễn Phương Anh và Vũ Hoàng Quyên.

Phần II do một nhóm soạn thảo dưới sự đồng chủ trì của Ketut Kusuma và Zsolt Bango và các thành viên Alwaleed Alatabani, Jing Zhao, Mamoudou Nagnalen Barry và Ngô Hà Quân.

Ngân hàng Thế giới chân thành cảm ơn Tổng cục Kinh tế Liên bang Thụy Sĩ (SECO) đã hỗ trợ tài chính cho chương trình nghiên cứu phát triển thị trường vốn của Ngân hàng Thế giới với Chính phủ Việt Nam.

Lê Khánh Linh hỗ trợ biên soạn và xuất bản.

Nhóm xin cảm ơn sự chỉ đạo chung của Deepak Mishra (Quản lý Ban Kinh tế Vĩ mô, Thương mại và Đầu tư khu vực Đông Á Thái Bình Dương), Irina Astrakhan (Quản lý Ban Tài chính và Cạnh tranh khu vực Đông Á Thái Bình Dương) và Ousmane Dionne (Giám đốc quốc gia).

TÓM LƯỢC TỔNG QUAN

Mây đen tiếp tục kéo về trên kinh tế toàn cầu với tăng trưởng kinh tế và lưu lượng thương mại thấp hơn dự kiến cho năm 2019. Tuy nhiên, mặt trời vẫn tỏa nắng ở nền kinh tế Việt Nam với dự báo tăng trưởng khoảng 6,8% trong năm 2019 - chỉ thấp hơn 0,3 điểm phần trăm so với năm 2018. Vì không thể bỏ qua rủi ro về những ngày xấu trời, Chính phủ đã rất đúng khi chú trọng hỗ trợ khu vực tư nhân trong nước, coi đó là kênh để bù đắp cho khi sức cầu bên ngoài suy giảm. Mặc dù vậy, doanh nghiệp tư nhân hoạt động ở Việt Nam vẫn đang phải đối mặt với nhiều trở ngại, nhất là khó khăn trong huy động nguồn tài chính dài hạn. Vì lý do đó, báo cáo này sẽ tập trung vào những thách thức liên quan đến nguồn tài chính dài hạn sau khi điểm lại những diễn biến gần đây trong nền kinh tế Việt Nam, với luận cứ rằng phát triển thị trường vốn là bắt buộc để bổ sung cho nguồn tín dụng của các ngân hàng thương mại.

Những diễn biến gần đây

Năm 2019 có thể được coi là một năm tương đối tốt đẹp cho nền kinh tế Việt Nam. Trong bối cảnh bất định tăng lên trên toàn cầu, Việt Nam chắc chắn vẫn nằm trong số những nền kinh tế tăng trưởng cao nhất trên thế giới với tốc độ tăng trưởng GDP ước đạt trên dưới 6,8%, cao gần gấp ba lần so với tốc độ bình quân của thế giới (2,6%), cao hơn 1,2 điểm phần trăm so với bình quân ở khu vực Đông Á và Thái Bình Dương theo ước tính mới nhất tại báo cáo Viễn cảnh kinh tế toàn cầu của Ngân hàng Thế giới.

Kết quả tăng trưởng vững vàng nêu trên có được là nhờ sự đóng góp của hai yếu tố chính: tăng trưởng xuất khẩu và sức cầu trong nước của các doanh nghiệp và hộ gia đình. Yếu tố thứ nhất phản ánh kết quả xuất khẩu tăng khoảng 8,4% trong 9 tháng đầu năm 2019, tuy thấp hơn so với mức cùng kỳ năm trước (15,8% trong 9 tháng 2018), nhưng cao gấp ba lần so với mức tăng bình quân toàn cầu. Tuy nhiên, tăng trưởng như vậy khó có thể kéo dài vì ít nhiều vẫn nhờ vào tình trạng chuyển hướng xuất

khẩu của Trung Quốc sang Việt Nam do căng thẳng thương mại Trung Mỹ. Thực chất, kim ngạch xuất khẩu sang các thị trường ngoài Mỹ chỉ tăng 3,8% trong 9 tháng đầu năm 2019. Yếu tố đóng góp thứ hai là do sự lớn mạnh của tầng lớp trung lưu với dân số có mức sống trên 15\$ một ngày tăng thêm khoảng một triệu người mỗi năm. Nhu cầu của tầng lớp trung lưu đang trở nên dồi dào được đáp ứng bằng hàng nhập khẩu, với kim ngạch nhập khẩu hàng tiêu dùng đã và đang tăng khoảng 15% mỗi năm kể từ năm 2015.

Nhờ đóng góp của xuất khẩu và sức cầu của khu vực tư nhân cho tăng trưởng GDP, Chính phủ có thể duy trì chính sách tài khóa và tiền tệ thận trọng. Về chính sách tài khóa, các cấp có thẩm quyền đã tiếp tục giảm bội chi ngân sách (ở mức 0,1 điểm phần trăm GDP) nhờ thu ngân sách cao hơn dự kiến và chi đầu tư được thực hiện với tốc độ chậm lại - tốc độ chậm như vậy diễn ra liên tục từ năm 2015. Kết quả là tỷ lệ nợ công trên GDP (theo cách tính của Bộ Tài chính) dự kiến giảm từ 58,4% xuống còn 56,1% từ năm 2018 đến 2019. Nhờ đó, các cấp có thẩm quyền có thể tạo thêm dư địa tài khóa theo hướng giảm vay nợ công ở mức gần 8 điểm phần trăm GDP từ năm 2016, mặc dù chi đầu tư ở mức thấp đã và đang ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng tiềm năng.

Đồng thời, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam vẫn triển khai các biện pháp thận trọng và thích hợp nhằm duy trì tăng trưởng tín dụng (tín dụng cho nền kinh tế ước tăng khoảng 12,5% so cùng kỳ năm trước trong 9 tháng đầu năm 2019), thấp hơn chỉ tiêu ban đầu đặt ra là 14% cho cả năm. Mãi đến tháng 9/2019, Ngân hàng Nhà nước mới quyết định nới nhẹ chính sách tiền tệ bằng cách giảm lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn ở mức 25 điểm cơ bản do lạm phát giảm (từ 3,5% xuống 2,5%) và cũng do cắt giảm lãi suất ở các quốc gia láng giềng.

Thặng dư cán cân thanh toán dự kiến vẫn được duy trì và dự trữ ngoại hối tiếp tục tăng, lên tương đương 3,2 tháng nhập khẩu vào cuối tháng 6/2019.

Thặng dư tài khoản vãng lai ước giảm nhẹ từ 2,3% xuống 1,9% GDP, trong khi dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) được duy trì ở mức cao tương đương như hai năm trước, bình quân khoảng 3 tỷ US\$ mỗi tháng.

Trong thời gian tới, nền kinh tế Việt Nam vẫn giữ vững tăng trưởng theo dự báo, ở mức khoảng 6,5% trong 3 năm tiếp theo. Kịch bản gốc nêu trên dựa trên giả định rằng Việt Nam sẽ bù cho xuất khẩu giảm bằng sức cầu trong nước tăng lên, có thể nhờ chính sách tài khóa được nới lỏng hơn nhưng đồng thời nâng cao hiệu suất. Lạm phát và cán cân kinh tế đối ngoại vẫn trong kiểm soát.

Các nhà hoạch định chính sách không thể và không nên chủ quan với những rủi ro trong nước và bên ngoài. Nhìn từ trong nước, nhịp độ cải cách có thể bị tác động bởi quá trình chuẩn bị cho Đại hội Đảng các cấp, dự kiến diễn ra vào đầu năm 2021. Chương trình cổ phần hóa/thoái vốn và tái cơ cấu DNNN, sau khi được khởi đầu đầy hứa hẹn vào năm 2017 đã chững lại đáng kể trong những tháng qua. Rủi ro bất lợi từ các thị trường bất định trên toàn cầu có thể khiến cho tăng trưởng nhập khẩu tiếp tục suy giảm. Sự quan tâm của các nhà đầu tư có thể bị chững lại khi nhiều dự án có thể bị hủy hoặc đình hoãn. Đầu tư nước ngoài vào cơ sở sản xuất kinh doanh mới đã giảm trong hai năm qua kể cả sau khi tính đến số tăng đầu tư mua lại và sát nhập của nhà đầu tư nước ngoài. Tăng trưởng xuất khẩu giảm nhanh hơn dự kiến có thể khiến cho nền kinh tế của Việt Nam mất đi động lực tăng trưởng chính. Lúc đó Chính phủ có lẽ buộc phải triển khai các biện pháp kích cầu phù hợp nhằm duy trì tăng trưởng.

Để ứng phó, Chính phủ cần đẩy nhanh công cuộc phát triển khu vực tư nhân trong nước. Điều đó nhằm phần nào đáp ứng nhu cầu tiêu dùng ngày càng tăng trong những năm tới. Tuy nhiên, nhiều doanh nghiệp hoạt động trên thị trường trong nước đang phải đối mặt với những trở ngại nghiêm trọng, cản trở sự phát triển của họ. Khảo sát doanh nghiệp năm 2016 do Ngân hàng Thế giới thực hiện cho thấy cơ hội tiếp cận tài chính được nhận định là trở ngại nghiêm trọng nhất (của trên 22% các doanh nghiệp), tiếp theo là cạnh tranh phi chính

thông (17%) và tiếp đó là trình độ của người lao động (10%). Vì vậy, xử lý những trở ngại về tiếp cận tài chính của doanh nghiệp cần được ưu tiên, nếu Chính phủ muốn duy trì quỹ đạo tăng trưởng cao và bao trùm.

Nguồn tài chính dài hạn huy động qua các thị trường vốn vận hành tốt

Lý thuyết kinh tế học và bằng chứng thực nghiệm đều cho rằng tăng trưởng kinh tế và phát triển các thị trường tài chính có quan hệ tương quan chặt chẽ. Hầu hết các nền kinh tế thu nhập cao trên thế giới cũng là nơi có tỷ lệ tín dụng trên GDP cao nhất. Quan hệ tương quan đó cũng được hiển hiện rõ trong thời gian qua ở Việt Nam khi tăng trưởng kinh tế cao trong 25 năm qua diễn ra song hành với tín dụng ngân hàng tăng vọt từ mức 17% GDP vào năm 1996 lên mức trên dưới 130% GDP vào năm 2018. Hiện tại, Việt Nam thuộc nhóm các nước có tỷ lệ tín dụng trên GDP ở mức cao nhất trong số các quốc gia thu nhập trung bình ở ngưỡng thấp và ngang bằng với một số quốc gia OECD. So sánh trên cho thấy khu vực ngân hàng dường như đã phát triển quá nhanh so với quy mô của nền kinh tế.

Có ý kiến cho rằng sự phát triển nhanh chóng của khu vực ngân hàng, mặc dù đem lại lợi ích, nhưng lại tạo ra một số thách thức làm cản trở sự trỗi dậy của khu vực tư nhân năng động. Thách thức thứ nhất là phân bổ tín dụng của ngân hàng từ trước đến nay vẫn nghiêng về phía khu vực nhà nước, bao gồm cả các DNNN hiện chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tín dụng trên danh mục của các ngân hàng. Trong thời gian qua, tín dụng được đổ vào lĩnh vực bất động sản và nhà ở với tỷ lệ bất cân xứng, tiếp theo là tín dụng đổ vào hàng tiêu dùng lâu bền (v.d. xe ô-tô). Hai nhóm trên lấn át phần tín dụng dành cho doanh nghiệp khu vực tư nhân, cụ thể là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, hiện chỉ được hưởng một phần không đáng kể trên thị trường tín dụng ở Việt Nam. Tín dụng cấp cho các doanh nghiệp còn gặp một trở ngại nữa là phải cân xứng với tính chất ngắn hạn của tiền gửi (trên 80% là tiền gửi dưới một năm), chi phí giao dịch tương đối cao do thiếu thông tin, tài sản thế chấp yếu, hệ thống tư pháp vận hành chưa tốt.

Thách thức thứ hai là thị trường tài chính tập trung quá nhiều vào tín dụng của khu vực ngân hàng. Nguồn vốn từ các công cụ như trái phiếu và cổ phiếu đạt xấp xỉ 40% ở Việt Nam. So với các quốc gia khác trong khu vực như Thái Lan, Phi-líp-pin và In-đô-nê-xia, quy mô thị trường trái phiếu trong nước và mức vốn hóa trên thị trường của các doanh nghiệp niêm yết còn thấp, mặc dù đã có nhiều tiến triển kể từ năm 2011.

Báo cáo này bàn về lý do tại sao phát triển các thị trường vốn lại có tầm quan trọng đến vậy cho tương lai phát triển của nền kinh tế Việt Nam. Qua huy động tiết kiệm trong nước và nước ngoài, thị trường vốn giúp đẩy mạnh đa dạng hóa nguồn tài chính dành cho các doanh nghiệp, bao gồm cả DNNN, cởi bỏ những trở ngại lớn và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đó phát triển nhanh hơn. Nguồn tài chính dài hạn có thể huy động qua các thị trường vốn còn giúp đẩy mạnh chi tiêu cho hạ tầng, hiện đang chủ yếu phải dựa vào ngân sách của Chính phủ. Nguồn tài chính của thị trường vốn cũng có quan hệ với phát triển công nghệ vì các công cụ tài chính trên thị trường thường nhằm vào các lĩnh vực mới và đổi mới sáng tạo cũng như các hoạt động nghiên cứu và phát triển. Tóm lại, DNNN, doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp lớn, hạ tầng và thị trường nhà ở đều có thể hưởng lợi nhiều với sự phát triển của các thị trường vốn, nhằm mở lối để huy động nguồn vốn mới cho các dự án hiệu quả nhưng thiếu vốn.

Chính phủ đã và đang tích cực tham gia vào thị trường vốn trong những năm qua, khiến cho khối lượng và giá trị phát hành trái phiếu của khu vực công (bao gồm cả trái phiếu được bảo lãnh) tăng từ 17% GDP năm 2011 lên khoảng 27% năm 2019, với những cải thiện đáng kể về đường cong lợi suất, hiện đã được kéo dài đến 30 năm. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp cũng phát triển nhưng chưa mạnh, tăng từ khoảng 4% GDP lên 9% GDP từ năm 2011 đến năm 2019, trong khi đó mức vốn hóa của thị trường cổ phiếu tăng vọt từ 11% GDP năm 2011 lên 52% GDP, mặc dù vẫn còn ít doanh nghiệp được giao dịch nhiều trên thị trường thứ cấp. Do quy mô của thị trường trong nước còn nhỏ so với các quốc gia so sánh, các cấp có thẩm quyền ở Việt Nam cần ghi nhận nhu cầu tiếp tục cải cách để khuyến khích phát hành, tung ra các sản phẩm

mới và cải thiện sự vận hành của thị trường nhằm đem lại nguồn tài chính dài hạn cho khu vực tư nhân đang đói vốn.

Với tầm nhìn như trên, báo cáo này khuyến nghị năm lựa chọn chính sách cần sự quan tâm của các nhà hoạch định chính sách.

- 1. Hiện đại hóa nền tảng quy phạm pháp luật về thị trường vốn.** Khung quy phạm pháp luật vững mạnh và ổn định kết hợp với hạ tầng thị trường hiệu quả là yếu tố căn bản để các thành viên thị trường có niềm tin tham gia thị trường. Ưu tiên đặt ra bao gồm sửa đổi Luật chứng khoán và triển khai luật do hiện đang có nhu cầu cấp thiết cần cải thiện thị trường và chính sách công khai, cơ chế vận hành và thể chế, cũng như hạ tầng thị trường theo các chuẩn mực quốc tế.
- 2. Cải thiện về quản trị và công bố thông tin.** Thách thức lớn của Việt Nam là phải xây dựng văn hóa định mức tín nhiệm ăn sâu bén rễ, qua đó rủi ro được đo lường và định giá khách quan thông qua chuẩn mực cao về công khai thông tin. Mức độ tham gia vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn rất hạn chế, một phần do thiếu công khai và minh bạch thông tin với các nhà đầu tư tiềm năng, một phần do thiếu phân tích có chất lượng đủ cao. Các tổ chức đánh giá định mức tín nhiệm có vai trò đảm bảo thị trường tài chính vận hành thỏa đáng để qua đó có thể định mức tín nhiệm và định giá trái phiếu phát hành. Tóm lại, khả năng tiếp cận thông tin đáng tin cậy về thị trường và các loại chứng khoán phát hành là điều kiện cần để nâng cao lòng tin của nhà đầu tư.
- 3. Mở rộng mạng lưới các nhà đầu tư.** Mở rộng mạng lưới các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư ngoài ngân hàng là chìa khóa để phát triển các thị trường vốn. Mạng lưới các nhà đầu tư đa dạng và mở rộng không chỉ quan trọng nhằm duy trì tăng trưởng bền vững trên thị trường mà còn nhằm tăng thanh khoản và giảm biến động. Bên cạnh xu hướng tích cực trong những năm qua, Quỹ Bảo hiểm Xã hội Việt Nam (BHXH) nên được phép và nên được nâng cao năng lực chuyên môn về đầu tư, đồng thời đa dạng hóa đầu tư, ngoài đầu tư vào chứng

khoản chính phủ và tiền gửi lãi cao tại ngân hàng. Động thái đó không chỉ cải thiện kết quả tài chính của Quỹ BHXH mà còn nâng cao khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính dài hạn của họ, đồng thời hỗ trợ sự phát triển của thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp. Quá trình phát triển và sự tham gia của các doanh nghiệp bảo hiểm và quỹ hưu trí tư nhân cũng tạo ra những phương tiện tiết kiệm dài hạn mới cho cá nhân, qua đó tiếp tục đẩy mạnh phát triển thị trường vốn trong nước. Việc nâng cấp lên vị trí thị trường mới nổi trong các chỉ số toàn cầu về trái phiếu và cổ phiếu cũng sẽ thu hút các nhà đầu tư quốc tế đến với Việt Nam, đồng thời hỗ trợ các thị trường tăng trưởng bền vững và đa dạng hóa sự tham gia trên thị trường; vì vậy cải cách nhằm hỗ trợ những nỗ lực đó phải được ưu tiên.

4. Phát triển các sản phẩm đổi mới sáng tạo.

Nhu cầu tài chính dài hạn đặc biệt dành cho hạ tầng vẫn còn cao khi Việt Nam tiếp tục đi theo quỹ đạo tăng trưởng hiện nay với quá trình đô thị hóa diễn ra nhanh chóng. Nợ huy động từ khu vực ngân hàng thường không đủ để thanh toán cho các dự án hạ tầng. Hơn nữa, các ngân hàng thường hiếm khi đáp ứng được đầy đủ nhu cầu ngày càng tăng về nguồn tài chính dài hạn, do hạn chế về vốn và thanh khoản cũng như bất cân đối về kỳ hạn cho những khoản vay dài hạn. Trong bối cảnh đó, những công cụ mới - như trái phiếu hạ tầng, chứng khoán có tài sản đảm bảo (bao gồm cả đảm bảo bằng thế chấp nhà đất) và các công cụ được cơ cấu khác trở nên cần thiết để hỗ trợ huy động tài chính cho hạ tầng và các hoạt động đầu tư dài hạn khác ở Việt Nam.

5. Tăng cường vai trò của Chính phủ nhằm tạo ra nền tảng để phát triển nguồn tài chính dài hạn. Với tỷ trọng lớn chứng khoán chính phủ trong thị trường vốn mới nổi (trên hai lần so với quy mô trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam vào giữa năm 2019), cách thức tổ chức

hoạt động của Chính phủ có ảnh hưởng đến nhiều tham số như kỳ hạn, thanh khoản và rủi ro. Bằng cách cải thiện thanh khoản trên đường cong lợi suất, Chính phủ có thể tạo ra các mức lãi suất tham chiếu đáng tin cậy để các tổ chức phát hành khác trong khu vực doanh nghiệp sử dụng. Chính phủ cũng có thể tác động đến thanh khoản trên thị trường bằng cách đảm bảo phát hành trong khả năng dự liệu sao cho các nhà đầu tư tiềm năng có thể lên kế hoạch đầu tư từ sớm. Hơn nữa, phát triển được thị trường có thanh khoản về các công cụ tự bảo hiểm rủi ro còn có thể tăng cường chiều sâu và duy trì tăng trưởng bền vững trên thị trường, vì qua đó các nhà đầu tư nước ngoài có thể quan tâm hơn đến trái phiếu trong nước. Phát triển thị trường tiền tệ và lãi suất tham chiếu ngắn hạn đáng tin cậy là cách để củng cố đường cong lợi suất và gián tiếp hỗ trợ phát triển các công cụ tự bảo hiểm.

Các phương án chính sách kiến nghị ở trên cần được coi là thông tin đầu vào nhằm khuyến khích thảo luận chung về vai trò của các thị trường vốn nhằm huy động tài chính cho phát triển kinh tế. Trong điều kiện Việt Nam vẫn đứng sau hầu hết các quốc gia thị trường mới nổi và quốc gia công nghiệp về phát triển thị trường vốn, Chính phủ cần thận trọng cân đối giữa đổi mới sáng tạo và ổn định trong thời gian tới. Kinh nghiệm cho thấy phát triển nhanh các thị trường vốn có thể đẩy mạnh cơ hội huy động vốn cho nền kinh tế, nhưng cũng làm tăng rủi ro lây nhiễm. Hơn nữa, phát triển các thị trường vốn cũng có ảnh hưởng đến khu vực ngân hàng, nhất là đến các nỗ lực huy động vốn của ngân hàng. Những hàm ý quan trọng đó cần được cân nhắc và cần sự phối hợp giữa các bên liên quan chính, chủ yếu giữa NHNN và Bộ Tài chính, để đảm bảo phát triển khu vực tài chính lành mạnh, bao gồm các thị trường vốn hoạt động tốt và hệ thống ngân hàng lành mạnh. Năng lực xử lý những thách thức trên của Chính phủ rất cuộc sẽ mang tính quyết định để Việt Nam có thể sớm tham gia vào nhóm các nền kinh tế phát triển nhất.

PHẦN I

NHỮNG DIỄN BIẾN KINH TẾ GẦN ĐÂY

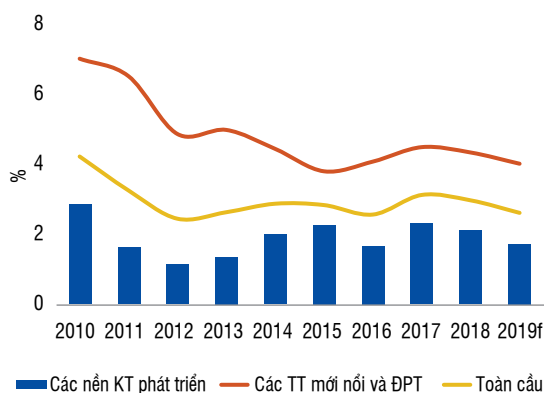
- Mặc dù môi trường toàn cầu ngày càng bất định, nhưng nền kinh tế Việt Nam tiếp tục đạt tăng trưởng cao, có thể lên đến 6,8% trong năm 2019.
- Chính sách tài khóa và tiền tệ đều được duy trì thận trọng, khiến lạm phát trong nước giảm và nợ công giảm còn khoảng 56% GDP vào cuối năm 2019, từ mức 63,7% GDP năm 2016.
- Thặng dư tài khoản vãng lai giảm nhẹ, nhưng xuất khẩu tiếp tục tăng với tốc độ hợp lý, một phần nhờ tác động chuyển hướng do căng thẳng thương mại giữa Trung Quốc và Mỹ, một phần do các nhà đầu tư nước ngoài đăng ký dự án với tốc độ bình quân 3 tỷ US\$ mỗi tháng kể từ khi Hiệp định CP-TPP được phê duyệt.
- Dự báo cho 2-3 năm tới là tích cực với tốc độ tăng trưởng GDP xoay quanh khoảng 6,5%, cân đối ngân sách và tài khoản kinh tế đối ngoại trong vòng kiểm soát.
- Rủi ro trong nước và bên ngoài không nhỏ, và phát triển khu vực tư nhân cần được ưu tiên để giảm nhẹ những rủi ro đó, bao gồm thông qua cải thiện môi trường kinh doanh và các phương án huy động tài chính dài hạn.

I.1. MÔI TRƯỜNG KINH TẾ TOÀN CẦU

Kinh tế toàn cầu tiếp tục trầm lắng với tăng trưởng kinh tế và lưu lượng thương mại thấp hơn dự kiến.

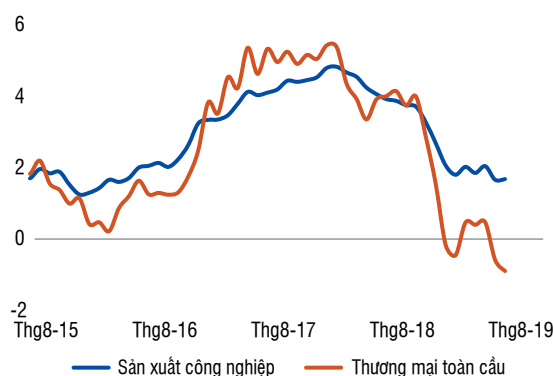
Số liệu tổng hợp được khẳng định hoạt động ở các thị trường trên thế giới vẫn chưa sôi động trong quý ba năm 2019, lòng tin của doanh nghiệp và chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) trong các ngành chế tạo chế biến trên toàn cầu liên tục suy giảm. Trong năm 2019, tăng trưởng GDP chỉ đạt 2,6% cho cả thế giới và 4,0% cho các quốc gia thị trường mới nổi, giảm lần lượt từ mức 3,0% và 4,3% trong năm 2018 (Hình I.1). Các hoạt động kinh tế trầm lắng đi kèm với suy giảm liên tục về lưu lượng thương mại thế giới, mặc dù hầu hết các ngân hàng trung ương đều đã áp dụng chính sách tiền tệ tạo thuận lợi. Những chính sách đó chưa đủ để bù đắp cho tình trạng bất định ngày càng tăng do căng thẳng thương mại giữa Mỹ và các đối tác lớn của họ, bên cạnh những rủi ro liên quan đến quá trình Brexit.

Hình I.1. Tăng trưởng kinh tế toàn cầu



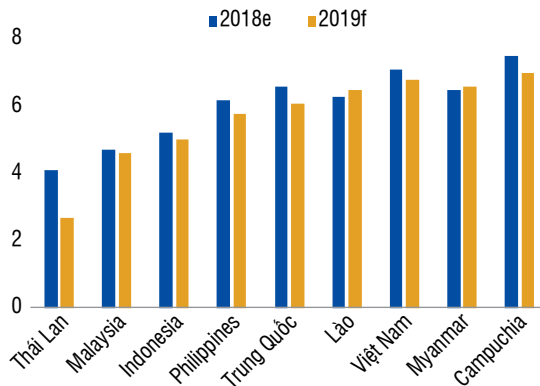
Nguồn: NHTG

Hình I.2. Sản lượng công nghiệp và thương mại thế giới



Nguồn: IMF

Hình 1.3. Tăng trưởng GDP tại Đông Á và Thái Bình Dương



Nguồn: NHTG

chính cho các hoạt động kinh tế toàn cầu do vẫn duy trì được các yếu tố căn bản vững mạnh và đóng góp đến một phần ba tăng trưởng của toàn cầu.

Tăng trưởng ở khu vực Đông Á vẫn theo hướng suy giảm chung trên toàn cầu vì hầu hết các nền kinh tế trong khu vực đều phụ thuộc nhiều vào thị trường toàn cầu. Tăng trưởng ở các nền kinh tế đang phát triển ở Đông Á và Thái Bình Dương giảm còn 6,0% (so cùng kỳ) trong nửa đầu năm 2019 so với 6,5% nửa đầu năm 2018 (Hình 1.3). Sức cầu bên ngoài yếu đi kết hợp với bất định về chính sách thương mại trên toàn cầu tạo sức ép lên các hoạt động kinh tế trong khu vực, thể hiện qua xuất khẩu suy giảm, lòng tin của doanh nghiệp giảm và đầu tư yếu đi. Tại Trung Quốc, căng thẳng thương mại gia tăng với Mỹ cũng góp phần khiến cho kinh tế dần suy giảm. Tăng trưởng ở các nền kinh tế lớn khác trong khu vực cũng chững lại và sự phục hồi ở các ngành chế tạo chế biến diễn ra vào đầu năm rõ ràng không thể kéo dài. Mặc dù giảm tốc, nhưng khu vực vẫn là động lực

II.2. NHỮNG DIỄN BIẾN KINH TẾ GẦN ĐÂY Ở VIỆT NAM

Mặc dù môi trường bên ngoài không thuận lợi, nền kinh tế Việt Nam vẫn vững vàng

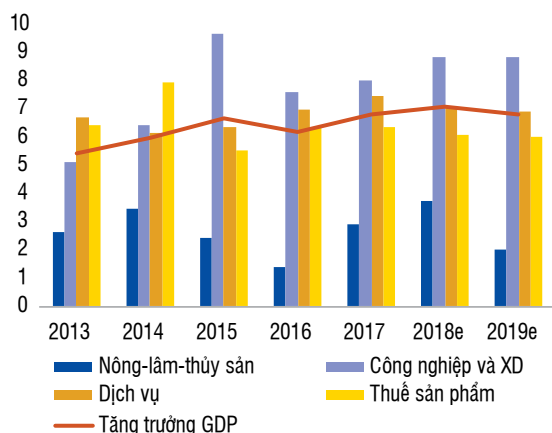
Cho dù môi trường toàn cầu có nhiều thách thức, nền kinh tế Việt Nam đã thể hiện sự vững vàng, nhờ vào tiêu dùng tư nhân và xuất khẩu ở các ngành chế tạo và chế biến được duy trì tốt. Tăng trưởng sau khi chững lại vào quý hai đã xoay chiều đi lên đạt khoảng 7,3% vào quý ba, nâng tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước lên gần 7% trong ba quý đầu năm 2019. Tốc độ tăng trưởng GDP cả năm 2019 ước đạt khoảng 6,8%, thấp hơn một chút so với 2018, tương đương với kết quả của năm 2017. Tốc độ tăng trưởng như vậy thuộc dạng cao nhất trên thế giới và rơi vào nhóm hai quốc gia đứng đầu ở khu vực Đông Á, sau Cam-pu-chia, nhưng cao hơn Trung Quốc.

Tốc độ tăng trưởng GDP vững vàng có được nhờ vào kết quả tốt ở các ngành công nghiệp (tăng 9,6% trong chín tháng đầu năm 2019), ngang bằng với xu hướng của năm 2015 (Hình 1.4). Tăng trưởng cao ở các ngành chế tạo và chế biến, giúp bù đắp cho ngành xây dựng có tốc độ tăng trưởng chững lại do cắt giảm trong chương trình đầu tư của Chính phủ. Trong khi đó, ngành nông, lâm, thủy sản gặp bất lợi về khí hậu, giá cả thế giới đi xuống, dịch tả lợn châu Phi bùng phát, nên chỉ tăng được 2% trong chín tháng đầu năm 2019, trong đó tăng trưởng ngành nông nghiệp nói riêng sụt giảm tương đối mạnh (chỉ đạt 0,7% so với 2,9% của năm trước). Ngành dịch vụ tiếp tục tăng trưởng khoảng 7,0%, nhờ nhu cầu trong nước tăng tương đối mạnh và quá trình đô thị hóa, cũng như kết quả tốt ở các ngành dịch vụ hiện đại như viễn thông, tài chính và giao thông vận tải.

Nhìn từ phía cầu, tốc độ tăng trưởng GDP được trợ lực bởi tăng trưởng tín dụng và nhu cầu trong nước của khu vực tư nhân (Hình 1.5). Khu vực kinh tế đối ngoại vẫn là động lực truyền thống trong thập kỷ qua và vai trò đó lại được khẳng định trong năm 2019 với tốc độ tăng trưởng xuất khẩu tương đối cao, đóng góp đến gần 12 điểm phần trăm cho tăng trưởng GDP. Đóng góp của tiêu dùng tư nhân là xu hướng mới xuất hiện trong vài năm qua do tầng lớp trung lưu trở dậy chiếm xấp xỉ 10% dân số. Theo ước tính, mỗi năm có thêm khoảng một triệu người dân gia nhập tầng lớp trung lưu, đẩy mạnh nhu cầu về hàng tiêu

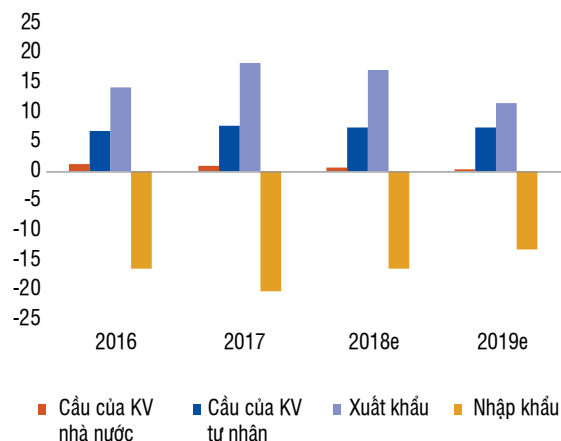
dùng và nhà ở. Nhờ thu nhập thực đang tăng lên và lạm phát ở mức thấp, doanh số bán lẻ tăng vững ở mức 11,8% theo giá hiện hành (9,4% theo giá so sánh) trong mười tháng đầu năm 2019. Sức cầu như vậy một phần được đáp ứng bởi hàng tiêu dùng nhập khẩu tăng lên (tăng bình quân 15% kể từ năm 2015). Đầu tư của khu vực tư nhân cũng tăng khoảng gần 17% trong ba quý đầu năm 2019 và cũng đóng góp vào tốc độ tăng trưởng GDP ở mức cao.

Hình I.4. Tăng trưởng GDP theo ngành
(%, so cùng kỳ)



Nguồn: TCTK và ước tính của NHTG

Hình I.5. Đóng góp vào tăng trưởng GDP
(điểm phần trăm)

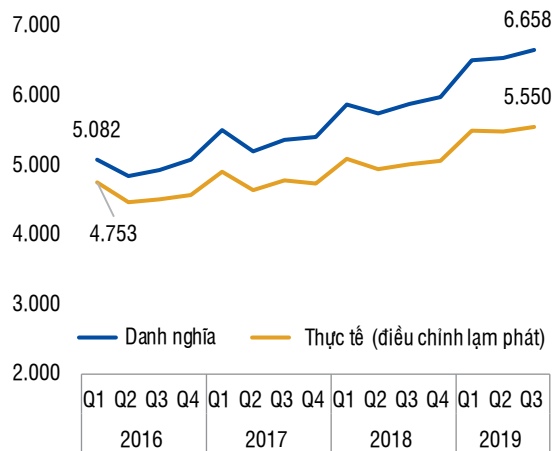


Nguồn: TCTK và ước tính của NHTG

Ngược lại, đóng góp của khu vực công cho tăng trưởng GDP vẫn thấp do Chính phủ áp dụng chính sách thắt chặt từ năm 2015/2016. Mức chi (ròng) đang giảm do thu đạt kết quả cao hơn dự kiến và ngân sách đầu tư được triển khai chậm (tham khảo chi tiết đầy đủ ở Hộp I.1). Đóng góp của khu vực công ước chỉ đạt 0,4 điểm phần trăm GDP, thấp hơn ba lần so với 2016.

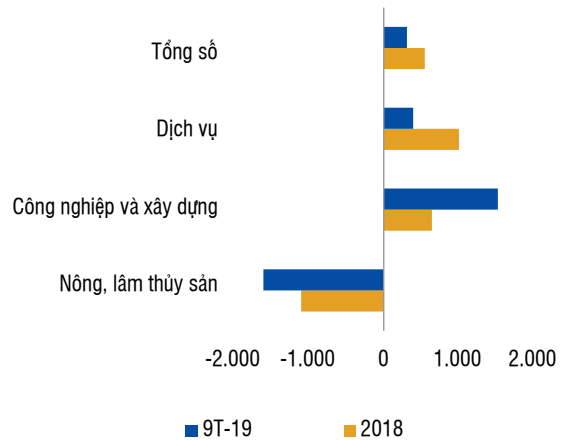
Tăng trưởng kinh tế vững vàng của Việt Nam tiếp tục tạo ra việc làm mới và giúp tăng lương theo giá so sánh. Thu nhập khả dụng thực của hộ gia đình đang hưởng lợi do lạm phát thấp, khu vực làm công ăn lương đang phát triển, và lương theo giá hiện hành tăng mạnh ở mức 13,1% (10,5% theo giá so sánh) trong chín tháng đầu năm 2019 (Hình I.6). Lực lượng lao động tiếp tục thoát nông (giảm 1,6 triệu việc làm trong chín tháng đầu năm 2019) để chuyển sang các ngành công nghiệp và dịch vụ (tạo ra 2,5 triệu việc làm mới) (Hình I.7). Xu hướng chuyển dịch đó cũng góp phần nâng cao mức lương do người lao động chuyển từ các hoạt động năng suất thấp sang các hoạt động năng suất cao hơn. Mức lương tăng lên theo giá so sánh kết hợp với chuyển dịch sang công việc có năng suất cao hơn dẫn đến tỷ lệ nghèo tiếp tục giảm. Tỷ lệ nghèo cùng cực hiện nay đã giảm xuống dưới 2% theo ước tính dựa trên chuẩn nghèo quốc tế (1,90 US\$/ngày).

Hình I.6. Lương tháng bình quân
(nghìn đồng)



Nguồn: TCTK

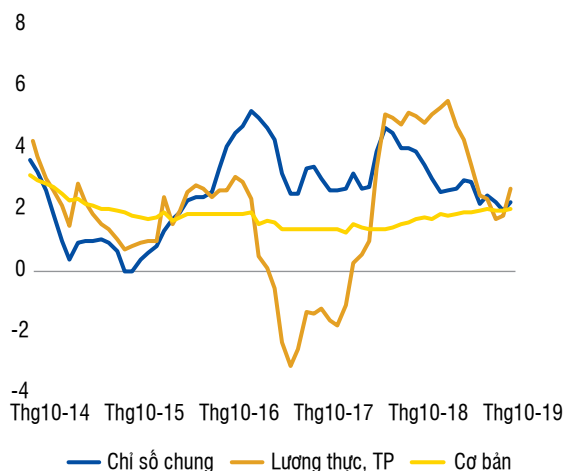
Hình I.7. Việc làm theo ngành
(ròng, nghìn người)



Áp lực lạm phát ở mức thấp và chính sách tiền tệ được nới nhẹ

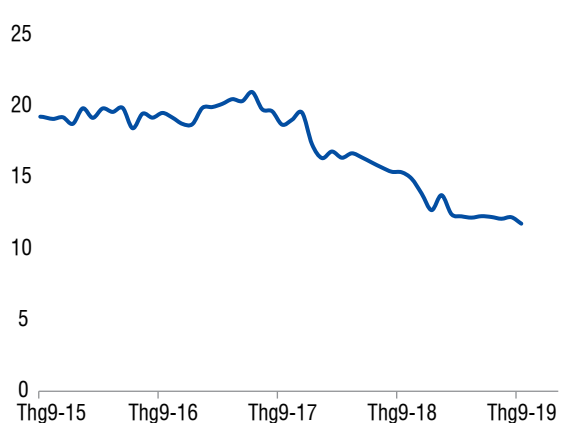
Chỉ số giá tiêu dùng được duy trì ở mức vừa phải trong cả năm 2019. Chỉ số giá tiêu dùng chung ước tăng 2,2% trong tháng 10/2019 (so cùng kỳ năm trước), giảm từ mức 3% vào tháng 12/2018 (Hình I.8). Dịch tả lộn bùng phát và điều kiện thời tiết không thuận lợi chưa làm cho giá cả lương thực thực phẩm tăng quá cao, chỉ tăng 2,7% vào tháng 10/2018, so với 5,1% vào tháng 12/2018. Giá nhiên liệu dịu lại giúp chi phí vận tải được duy trì ổn định như năm trước. Yếu tố chính đóng góp vào tỷ lệ lạm phát năm 2019 (đóng góp đến khoảng một phần ba) do điều chỉnh giá do Nhà nước quản lý ở các lĩnh vực y tế và giáo dục, trong kế hoạch tính đúng tính đủ chi phí theo lộ trình của Chính phủ.

Hình I.8. Chỉ số giá tiêu dùng
(%, so cùng kỳ năm trước)



Nguồn: TCTK

Hình I.9. Tăng trưởng tín dụng
(%, so cùng kỳ năm trước)



Nguồn: NHNN

Chính sách tiền tệ tiếp tục phải cân đối giữa hai mục tiêu tăng trưởng và ổn định. Tăng trưởng tín dụng ước đạt khoảng 12,5% (so cùng kỳ năm trước) vào tháng 9, thấp hơn so với chỉ tiêu 14% cho cả năm 2019 của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) (Hình I.9). Trong tháng 9/2019, do áp lực lạm phát còn thấp, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã nới nhẹ chính sách tiền tệ bằng cách cắt giảm lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn ở mức 25 điểm cơ bản, xuống lần lượt còn 4,0% và 6,0% - là đợt điều chỉnh đầu tiên kể từ tháng 7/2017. Quyết định này có hiệu lực từ ngày 16/09/2019, nhằm ứng phó với suy giảm tiếp diễn ở các thị trường toàn cầu, sau động thái tương tự của nhiều ngân hàng trung ương khác trên thế giới và trong khu vực. Lãi suất chính sách được cắt giảm dự kiến sẽ nới lỏng thanh khoản ở các ngân hàng, qua đó tạo điều kiện tăng tín dụng cho nền kinh tế. Do cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ ở Việt Nam còn yếu, NHNN tiếp tục quản lý rủi ro tài chính thông qua các biện pháp phi lãi suất, chẳng hạn bằng trần tăng trưởng tín dụng (cho toàn bộ hệ thống ngân hàng và cho từng ngân hàng) kèm theo các biện pháp an toàn vĩ mô khác. NHNN tiếp tục duy trì quy định giới hạn vốn vay cho lĩnh vực bất động sản (chủ yếu để mua căn hộ cao cấp, là lĩnh vực có hiện tượng đầu cơ) và các lĩnh vực rủi ro cao khác (v.d. cổ phiếu và chứng khoán). Mới đây, kể từ ngày 19/11/2019, NHNN đã điều chỉnh giảm lãi suất tiền gửi tối đa bằng VNĐ (giảm 0,2 và 0,5 điểm phần trăm tương ứng với tiền gửi 1 tháng và dưới 6 tháng). NHNN cũng yêu cầu hạ lãi suất cho vay tối đa bằng VNĐ, từ 6,5% xuống 6,0% nhằm hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh trong khu vực nông nghiệp, doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao và xuất khẩu.

NHNN tiếp tục theo đuổi chính sách nhằm tiếp tục giảm tình trạng đô-la hóa trong khu vực tài chính. Theo số liệu của NHNN, tỷ lệ tiền gửi bằng ngoại tệ trên tổng tiền gửi của hệ thống ngân hàng giảm từ 10,8% vào tháng 12/2015 xuống khoảng 7,7% trong tháng 6/2019. Đồng thời, tỷ trọng cho vay bằng ngoại tệ cũng giảm từ 9,1% xuống 6,5%. Ngoài duy trì chính sách lãi suất tiền gửi USD bằng không (áp dụng từ năm 2015), NHNN còn ban hành Thông tư số 42/2018/TT-NHNN, cấm cho vay ngắn hạn bằng ngoại tệ từ đầu năm 2019 và cấm cho vay trung dài hạn bằng ngoại tệ từ tháng 10/2019. Hiện nay, các đơn vị nhập khẩu có nhu cầu phải mua ngoại tệ. Các biện pháp trên phù hợp với mục tiêu loại bỏ hoàn toàn hoạt động cho vay ngoại tệ, giảm tỷ lệ tiền gửi bằng ngoại tệ trên tổng tiền gửi xuống dưới 5% vào năm 2030, như đã nêu trong Chiến lược phát triển ngành ngân hàng được Thủ tướng Chính phủ ban hành tại Quyết định số 986 năm 2018.

Ổn định trong khu vực ngân hàng tiếp tục được cải thiện, phản ánh một số tiến triển về giải quyết nợ xấu và lợi nhuận cao hơn ở khu vực ngân hàng. Tỷ lệ nợ xấu theo báo cáo hiện nằm dưới 2% vào cuối quý ba (và dưới 5% nếu tính cả ở tại Công ty Quản lý Tài sản của các Tổ chức Tín dụng (VAMC)). Nghị quyết số 42 được triển khai giúp các tổ chức tín dụng và VAMC đẩy mạnh xử lý nợ xấu. Theo số liệu thống kê của NHNN, trong hai năm (từ tháng 8/2017 - tháng 8/2019), mỗi tháng có 9,6 ngàn tỷ VND nợ xấu được xử lý, cao hơn 4,7 ngàn tỷ VND so với bình quân hàng tháng thời kỳ trước khi có Nghị quyết số 42. Không chỉ tình hình nợ xấu được cải thiện theo báo cáo, tình hình nợ xấu ngầm ẩn của các DNNN và nợ ngoại bang cũng có tiến triển khi tỷ trọng nợ đó trong danh mục của các ngân hàng giảm từ 7,6% cuối năm 2016 xuống còn 3,9% cuối quý 1/2019. Các biện pháp chủ động, như thu hồi và bán tài sản thế chấp (nhà đất...), tái cơ cấu nợ nương theo biến động chu kỳ, bán nợ xấu, đã góp phần đem lại kết quả tích cực trên.

Tỷ lệ vốn hóa thấp ở hệ thống ngân hàng vẫn là một thách thức, vì đến cuối tháng 9/2019 mới chỉ có 12 trên 45 ngân hàng đang hoạt động ở Việt Nam báo cáo có tỷ lệ an toàn vốn (CAR) tuân thủ các yêu cầu của Basel II (căn cứ vào Thông tư số 41 ban hành năm 2016 về tỷ lệ an toàn và Thông tư số 23 năm 2018 về kiểm toán nội bộ). Các nỗ lực nâng tỷ lệ vốn ở các ngân hàng thương mại gặp phải những thách thức như trần sở hữu của nước ngoài, tỷ lệ sở hữu cao của Nhà nước, hoặc tỷ lệ tài sản quá lớn ở các ngành rủi ro cao.

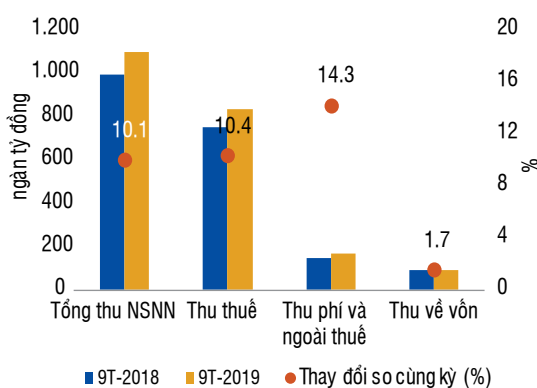
Quá trình củng cố tài khóa vẫn đang tiếp diễn

Chính phủ tiếp tục củng cố tài khóa với mục tiêu tiếp tục giảm nợ công. Nợ công dự kiến còn 56% cuối năm 2019, giảm gần 8 điểm phần trăm so với đỉnh theo báo cáo của năm 2016. Với chính sách tài khóa ứng phó với biến động chu kỳ như vậy, các cấp có thẩm quyền không chỉ đưa ra tín hiệu tích cực và mạnh mẽ cho thị trường về cam kết duy trì nợ và kinh tế vĩ mô bền vững, mà còn tạo thêm dư địa tài khóa.

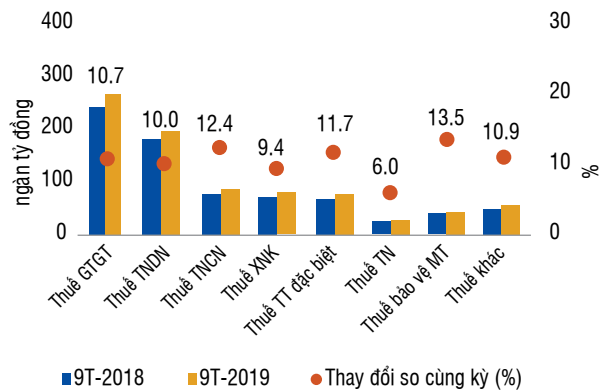
Việt Nam là một trong những quốc gia phân cấp tài khóa mạnh nhất trên thế giới, điều quan trọng là phải nhìn vào cân đối tài khóa của chính quyền địa phương cả trên góc độ hợp nhất và riêng lẻ. Tuy nhiên, do số liệu chính thức chỉ có cho một năm (2017) nên khó có thể phân tích về xu hướng gần đây¹. Số liệu năm 2017 cho thấy khoảng 44% tổng thu và chi được thực hiện ở cấp địa phương. Tỷ lệ chi đầu tư thuộc nhiệm vụ của ngân sách địa phương lên đến 78% tổng đầu tư công.

Thu ngân sách trong chín tháng đầu năm 2019 ước tăng 10% (so cùng kỳ năm trước), đạt 77,5% dự toán ngân sách năm (Hình I.10). Kết quả thu được xem xét với cả thu từ thuế (tăng 10,4%) và thu ngoài thuế ở mức cao hơn (tăng 9,4%). Thu từ thuế giá trị gia tăng (GTGT) tăng 10,7%, còn thu từ thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) và thuế xuất nhập khẩu tăng lần lượt 10% và 9,4%. Thu từ thuế thu nhập cá nhân (TNCN) cũng cao, tăng 12,4%, nhờ nỗ lực liên tục nhằm mở rộng cơ sở tính thuế (Hình I.11). Những kết quả tích cực trên được lý giải là nhờ những cải cách quản lý thuế gần đây, bao gồm cả triển khai kiểm tra chuyển giá và cải thiện quản lý nợ đọng thuế. Mặc dù cải cách đem lại kết quả nhưng dường như chưa đủ để đảo ngược lại tỷ lệ huy động thu đang suy giảm theo quan sát trong những năm gần đây (Hộp I.1).

Hình I.10. Thu ngân sách Nhà nước theo nguồn



Hình I.11. Thu ngân sách Nhà nước theo sắc thuế



Nguồn: Bộ Tài chính

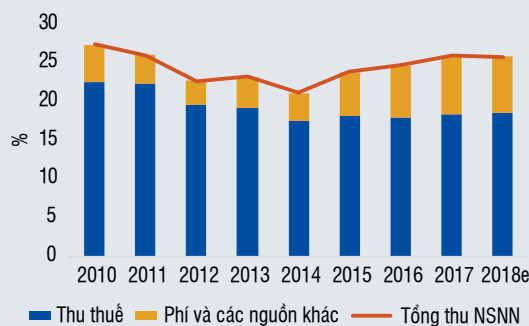
¹ Bộ Tài chính đã công bố báo cáo chi tiết về quyết toán ngân sách trung ương và địa phương năm 2017.

Hộp I.1. Cải cách thuế để đảm bảo tăng trưởng bền vững

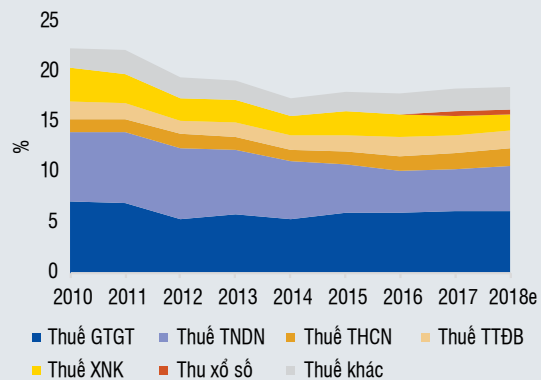
Trong thập kỷ qua, tỷ lệ huy động thu từ thuế của Việt Nam giảm từ 23% GDP năm 2010 xuống còn khoảng 18% GDP năm 2018 mặc dù đã phục hồi nhẹ từ năm 2015 (Hình I.12). Tỷ lệ thu giảm là do giảm thu từ thuế xuất nhập khẩu, chủ yếu là thuế hải quan (do cam kết quốc tế của Việt Nam), giảm thu từ thuế TNDN do Chính phủ giảm thuế xuất theo quy định nhằm kích thích kinh tế (Hình I.13). Nếu thu ngoài thuế tăng lên tạo điều kiện cho Chính phủ tăng thu từ năm 2015, số thu đó chủ yếu là những khoản thu một lần, như bán quyền sử dụng đất, bán nhà thuộc sở hữu của Nhà nước, thu cổ tức và thoái vốn từ các doanh nghiệp của nhà nước. Một phần nữa là do thu từ nguồn xổ số kiến thiết được tái phân loại vào thu từ thuế từ năm 2017, góp phần làm tăng số thu từ thuế (0,6% và 0,5% GDP lần lượt trong các năm 2017 và 2018).

Huy động thu giảm xuống dẫn đến quan ngại ở chỗ điều đó để lại hệ quả quan trọng đến chính sách tài khóa của Chính phủ, đặc biệt đối với các chương trình đầu tư công. Từ khi các cấp có thẩm quyền chọn cách vay nhiều hơn, nếu không cần phải tăng thu nội địa để đáp ứng các mục tiêu đầy tham vọng của quốc gia về phát triển xã hội và hạ tầng. Trước mắt, Chính phủ có thể tiếp tục chú trọng khép lại những lỗ hổng trong hệ thống thuế hiện hành. Chẳng hạn, Nghị định số 20 mới ban hành sẽ giúp Việt Nam tránh được tình trạng các doanh nghiệp đa quốc gia chuyển lợi nhuận, mặc dù vẫn cần tiếp tục phải làm rõ về cách áp dụng các quy định.

Hình I.12. Thu ngân sách (% GDP)



Hình I.13. Thu từ thuế (% GDP)

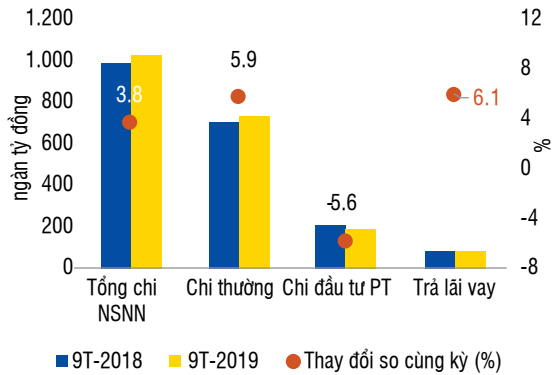


Nguồn: Bộ Tài chính

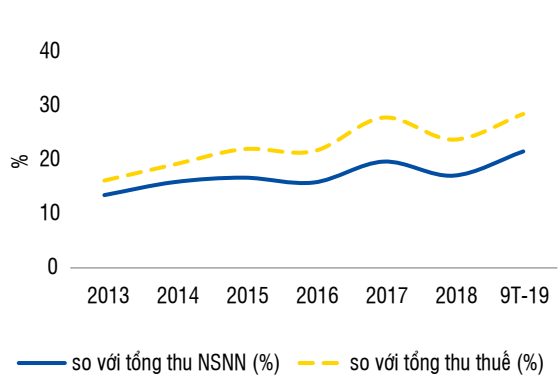
Nhưng về lâu dài, Chính phủ cần cân nhắc một chương trình cải cách thuế tham vọng hơn trong chiến lược mới của quốc gia giai đoạn 2021-2030. Chiến lược cải cách cần định hướng cho giai đoạn cải cách thuế tiếp theo nhằm đảo ngược tỷ lệ huy động thu từ thuế đang giảm và ổn định tỷ lệ đó trong trung hạn, đồng thời vẫn duy trì được những đặc điểm tốt của hệ thống thuế. Việt Nam nên có quy trình để thảo luận rộng rãi các sáng kiến cải cách lớn, chẳng hạn tái cân đối cơ cấu thuế để đảm bảo công bằng tăng trưởng cao hơn, cân nhắc áp dụng các công cụ thuế mới như thuế tài sản, đồng thời hiện đại hóa quản lý thuế, bao gồm cả cải cách thể chế, quản lý toàn diện về rủi ro tuân thủ, và tiếp tục chuyển đổi số.

Chi tiêu công so với GDP cũng giảm trong chín tháng đầu năm 2019 so với cùng kỳ năm trước (Hình 1.14). Chi thường xuyên (bao gồm chi quản lý nhà nước, chi lương và tiền công, an sinh xã hội, lương hưu) tăng 5,9%, trong khi chi trả nợ (bao gồm trả lãi và nợ gốc) tăng 6,1% từ năm 2018 đến 2019. Chi trả nợ hiện tương đương gần 22% tổng thu, không chỉ gấp đôi so với 2013 mà còn được coi là tương đối cao so với chuẩn mực quốc tế (Hình I.15).

Hình I.14. Chi ngân sách giảm dần



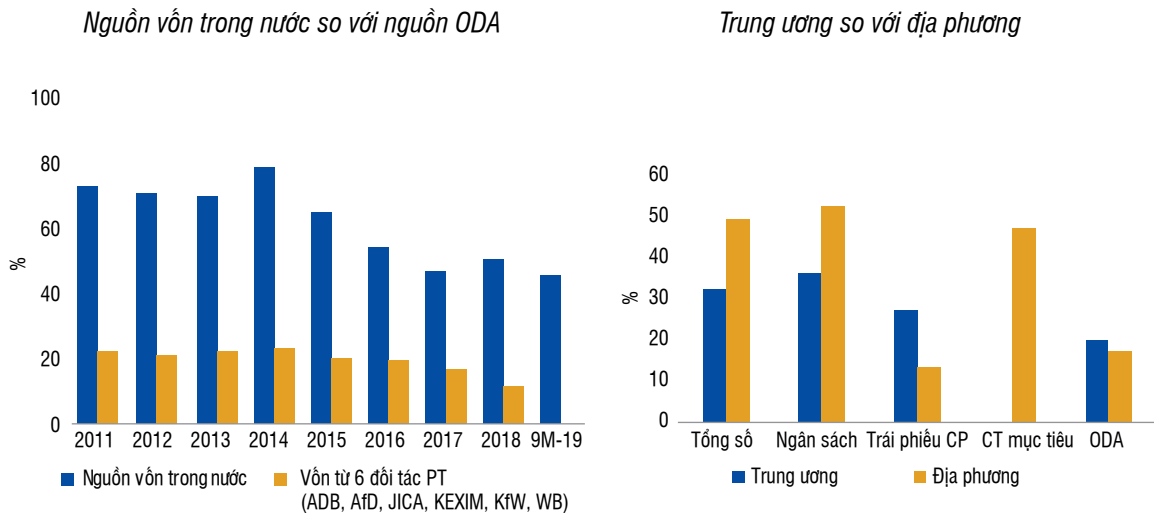
Hình I.15. Chi trả nợ từ ngân sách Nhà nước



Nguồn: Bộ Tài chính

Chi tiêu công thấp hơn trong năm 2019 chủ yếu có sự góp phần của chi đầu tư, giảm 5,6% từ năm 2018 đến năm 2019. Một phần là do chính sách củng cố tình hình tài khóa của Chính phủ, nhưng cũng phản ánh tốc độ giải ngân chậm theo chương trình đầu tư mới được Quốc hội phê chuẩn. Theo ước tính, tỷ lệ thực chi đầu tư chỉ đạt 49% trong ba quý đầu năm 2019. Tỷ lệ này thấp hơn so với giai đoạn 2011-2014, nhưng không quá cách biệt so với số liệu báo cáo năm 2017 và 2018. Tỷ lệ giải ngân thấp cũng chênh lệch lớn giữa các bộ ngành (từ 0,2% đến 100%) và các địa phương (Hình I.16). Giải ngân chậm trong chương trình đầu tư công tổng thể đã trở thành quan ngại, khiến cho Chính phủ phải thực hiện một loạt các biện pháp khắc phục từ tháng 6/2019 (tham khảo Hộp I.2).

Hình I.16. Tỷ lệ giải ngân đầu tư công, chín tháng 2019



Nguồn: Bộ Tài chính, ADB, AfD, JICA, KEXIM, KfW và NHTG

Hộp I.2. Chậm giải ngân đầu tư công ở Việt Nam

Mặc dù Chính phủ giải ngân được khoảng 70% chương trình đầu tư trong giai đoạn 2011-2014, tỷ lệ này giảm còn khoảng 55% trong năm các 2017 và 2018, và chỉ đạt 49% trong chín tháng đầu năm 2019. Giải ngân giảm thấp được lý giải qua ba nguyên nhân chính sau:

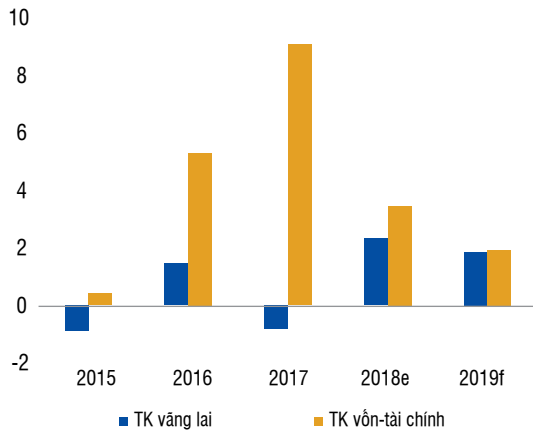
1. Do chính sách củng cố tình hình tài khóa từ năm 2016, các cấp có thẩm quyền thắt chặt trần vay nợ với mục tiêu giảm tỷ lệ nợ trên GDP xuống mức bền vững hơn. Kết quả là tốc độ thực hiện giảm ở cho các dự án sử dụng vốn vay nhiều hơn so với dự án sử dụng vốn trong nước. Trong chín tháng đầu năm 2019, các dự án sử dụng vốn nước ngoài chỉ thực hiện được 18,8%, trong khi con số thực hiện cho các dự án sử dụng vốn trong nước là trên 50%.
2. Luật đầu tư công mới được ban hành năm 2014 (có hiệu lực từ tháng 1/2015) lần đầu tiên yêu cầu triển khai Kế hoạch đầu tư công trung hạn. Mặc dù hữu ích, nhưng quá trình triển khai kế hoạch trung hạn phức tạp hơn so với dự kiến, dẫn đến những chậm trễ ngoài dự kiến trong phê duyệt dự án đầu tư, vì dự án phải được đưa vào Kế hoạch đầu tư công trung hạn mới được phân bổ vốn. Kế hoạch đầu tư công trung hạn được phê duyệt (trong quy trình từ trên xuống) cũng dẫn đến bất cân đối trung hạn về cung và cầu vốn đầu tư công theo yêu cầu hàng năm của các Bộ ngành.
3. Các thủ tục phân bổ và điều chuyển vốn trên dẫn đến chậm trễ đáng kể và kéo dài. Quy trình phê duyệt bắt đầu từ Quốc hội đến Thủ tướng, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, rồi mới đến các Bộ ngành triển khai. Thủ tục mới theo quy định tại Luật Xây dựng (2014) cũng được coi là nguyên nhân quan trọng gây chậm trễ. Chính vì vậy, một số Bộ chi tiêu quan trọng chỉ có thể nhận được vốn cho năm 2019 vào tháng 6.

Chính phủ đã sửa đổi Luật đầu tư công năm 2014 nhằm xử lý những yếu tố trên. Luật đầu tư công sửa đổi được ban hành vào tháng 6/2019 giúp cho Kế hoạch đầu tư công trung hạn trở nên linh hoạt hơn theo hướng cho phép có cơ chế cập nhật hàng năm. Luật cũng ban hành cơ chế đảm bảo tính liên tục trong chuẩn bị dự án giữa các kỳ Kế hoạch đầu tư công trung hạn liên nhau, bằng cách cho phép mỗi Kế hoạch đầu tư công trung hạn được phép cam kết đến 20% cao hơn tổng mức đầu tư ước tính cho các dự án được triển khai trong Kế hoạch đầu tư công trung hạn tiếp theo. Sửa đổi quan trọng nữa là phân quyền thẩm định vốn từ Bộ KH&ĐT và Bộ Tài chính xuống các địa phương cho các dự án sử dụng vốn địa phương, và cho phép các đơn vị chi tiêu có thể điều chuyển vốn giữa các dự án để thuận lợi trong triển khai.

Vị thế kinh tế đối ngoại đứng vững mặc dù nhu cầu toàn cầu còn yếu

Vị thế kinh tế đối ngoại của Việt Nam vẫn đứng vững trong năm 2019, với thặng dư tài khoản vãng lai xấp xỉ ở mức 2% GDP, nhờ tăng thặng dư thương mại và dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đổ vào mạnh mẽ (Hình I.17). Sự ổn định đó cho thấy khu vực kinh tế đối ngoại của Việt Nam có khả năng chống chịu ở thời điểm các thị trường trên toàn cầu và ở các nền kinh tế thị trường mới nổi đang phải chấp nhận suy giảm về lưu lượng thương mại và dòng vốn đầu tư. Chỉ có vài quốc gia khu vực Đông Á cho biết không bị suy giảm nghiêm trọng về dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và tăng trưởng xuất khẩu trong 12 tháng qua. Cán cân kinh tế đối ngoại ổn định giúp Việt Nam tăng dự trữ ngoại hối thêm tương đương 0,4 tháng nhập khẩu từ tháng 12/2018 đến tháng 6/2019. Tỷ giá đồng nội tệ vẫn được duy trì tương đối ổn định trong các giao dịch của ngân hàng thương mại cũng như thị trường tự do (khoảng 23.200 đồng/đô-la Mỹ) mặc dù NHNN đã từng bước điều chỉnh tỷ giá chính thức, khoảng 3,5% từ tháng 1/2018 (Hình I.18).

Hình I.17. Cán cân thanh toán (% GDP)

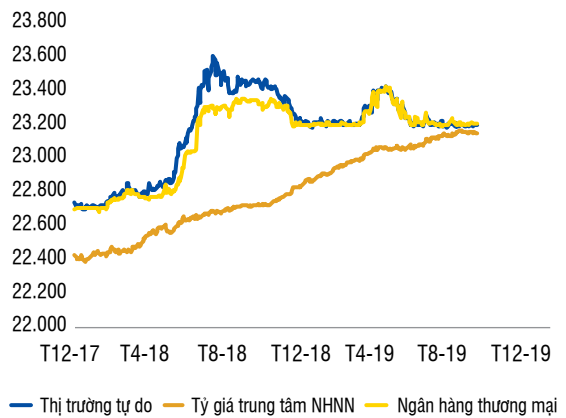


Nguồn: NHNN

NHNN tiếp tục thực hiện quản lý tỷ giá theo cơ chế thị trường - coi đó là công cụ chính để hấp thụ tác động của những biến động bên ngoài đối với nền kinh tế trong nước. Tuy vẫn duy trì cơ chế neo tỷ giá linh hoạt, NHNN đã và đang xác định tỷ giá tham chiếu hàng ngày cho phù hợp với thị trường thay vì phá giá một lần sau một khoảng thời gian như cách làm trước đây. Mặc dù đồng nội tệ mất giá nhẹ so với đồng đô-la Mỹ (danh nghĩa) trong 12 tháng qua, nhưng tỷ giá thực hiệu lực (REER) đã tăng khoảng 2,8% kể từ tháng 1/2019 và 4% kể từ tháng 1/2015². Đồng nội tệ tăng giá thực là do thị trường phản ứng với thặng dư tài khoản vãng lai của Việt Nam nhưng cũng tạo ra tác động bất lợi về năng lực cạnh tranh xuất khẩu của Việt Nam về lâu dài.

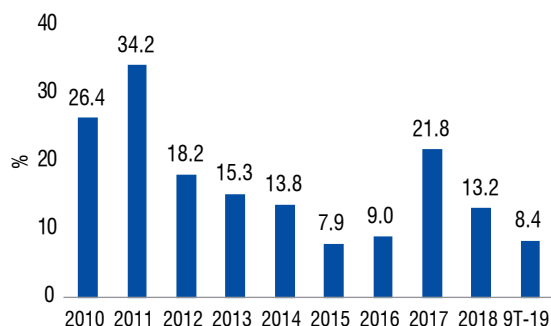
Cho dù Việt Nam tiếp tục đạt kết quả xuất khẩu ngoạn mục, nhưng không tránh khỏi tác động do sức cầu bên ngoài yếu đi và môi trường bất định trên toàn cầu. Tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam ước tăng 8,4% trong chín tháng đầu năm 2019 so với mức 15,8% cùng kỳ năm trước (Hình I.19). Tốc độ chững lại phần nào là do tác động của giá dầu giảm trên toàn cầu khiến cho kim ngạch xuất khẩu dầu thô chín tháng đầu năm 2019 giảm 10% so với cùng kỳ (Hình I.20). Kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng nông sản cũng giảm khoảng 6% trong đó xuất khẩu cà phê và gạo lần lượt giảm ở mức 21% và 10%.

Hình I.18. Tỷ giá danh nghĩa VND/USD



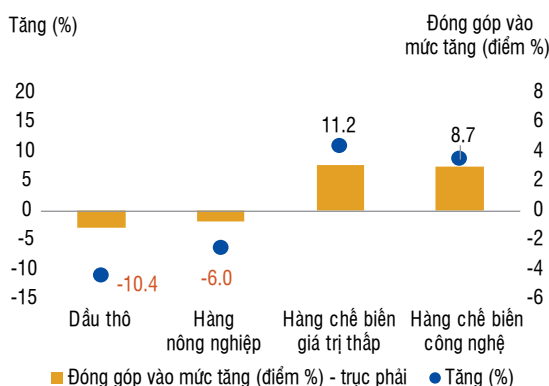
2 Dựa trên dữ liệu của Ngân hàng Thế giới

Hình I.19. Tăng trưởng xuất khẩu (%)



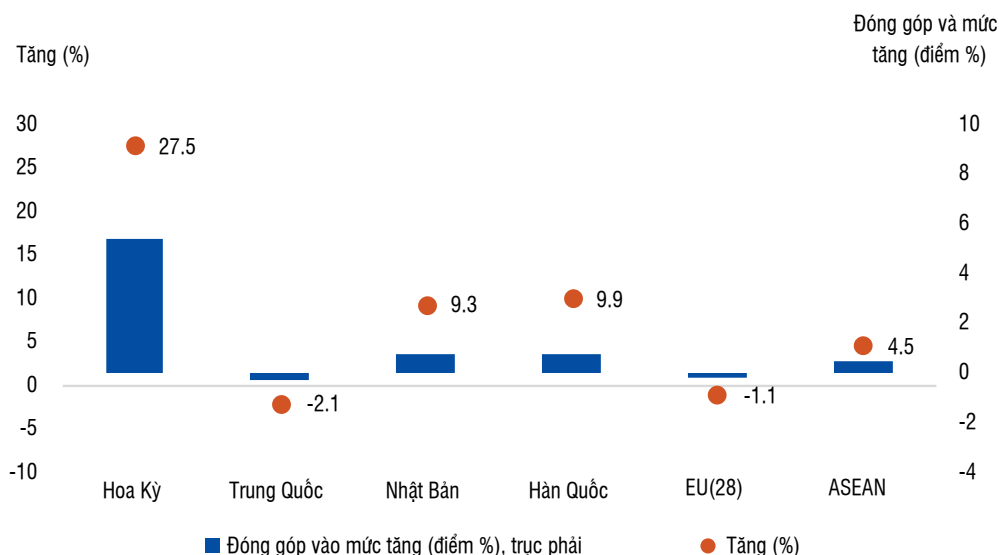
Nguồn: Hải quan Việt Nam

Hình I.20. Đóng góp cho tăng trưởng xuất khẩu (điểm phần trăm, theo mặt hàng xuất khẩu)



Các mặt hàng chế tạo và chế biến vẫn là động lực xuất khẩu chính của Việt Nam, tăng trên 10% (so với cùng kỳ) trong chín tháng đầu năm 2019. Các mặt hàng chế tạo chế biến xuất khẩu có giá trị thấp (dệt may, giày da, đồ gỗ, đồ du lịch) tăng 11,2% (so cùng kỳ năm trước) so với 13,7% năm trước đó, các mặt hàng công nghệ xuất khẩu (điện thoại thông minh, máy tính, điện tử, máy ảnh...) tăng 8,7% so với tốc độ tăng 17,7% năm 2018.

Hình I.21. Đóng góp cho tăng trưởng xuất khẩu (điểm phần trăm, theo thị trường xuất khẩu)



Nguồn: Hải quan Việt Nam

Kết quả cao nói chung trong lĩnh vực xuất khẩu các mặt hàng chế tạo và chế biến ở Việt Nam cũng thể hiện sự khác biệt lớn về thị trường xuất khẩu. Tăng trưởng xuất khẩu sang thị trường Mỹ nhảy vọt lên mức gần 28% trong chín tháng đầu năm 2019, cao hơn trên 10 điểm phần trăm so với năm 2018 (Hình I.21). Đồng thời, tăng trưởng xuất khẩu sang các thị trường ngoài Mỹ giảm đáng kể, chỉ còn khoảng 3,8% trong chín tháng đầu năm 2019, so với 12% năm 2018. Xu hướng trên cho thấy Việt Nam được hưởng lợi do chuyển hướng xuất khẩu sau khi tranh chấp thương mại Trung - Mỹ gia tăng, chứ không phải hoàn toàn nhờ năng lực cạnh tranh của quốc gia được cải thiện chung trên các thị trường quốc tế (tham khảo Hộp I.3).

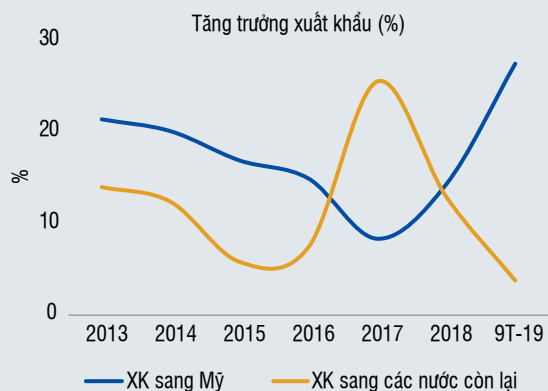
Hộp I.3. Làm thế nào để lý giải về sức bật xuất khẩu của Việt Nam?

Xuất khẩu của Việt Nam dự kiến tăng khoảng 10% trong năm 2019, nhưng tốc độ tăng tổng thể phản ánh hai quỹ đạo khác biệt (Hình I.22). Một mặt, tăng trưởng gia tốc mạnh ở thị trường Mỹ (tăng trên 10 điểm phần trăm từ 2018 đến 2019), mặt khác, tăng trưởng ở các thị trường ngoài Mỹ lại giảm (giảm gần 10 điểm phần trăm).

Vì lý do đó, sức bật về xuất khẩu sang Mỹ gần đây có nguyên nhân gốc rễ là do thay đổi về chính sách thương mại của Chính phủ Mỹ - tăng thuế quan đối với hàng loạt các mặt hàng xuất khẩu của Trung Quốc. Phản ứng sau đó của thị trường về giá cả tương quan là thay thế nhu cầu về sản phẩm của Trung Quốc bằng sản phẩm rẻ hơn ở các quốc gia khác. Hiệu ứng thay thế đó tác động đầy đủ đến

Việt Nam như minh họa ở Hình I.23. Chẳng hạn, các nhà nhập khẩu Mỹ tăng mua điện thoại từ Việt Nam (tăng 6%) để bù lại suy giảm từ Trung Quốc (giảm 8%). Hiệu ứng đó cũng diễn ra với các ngành hàng như máy tính, các ngành hàng chế tạo và chế biến công nghệ thấp và hàng may mặc - được coi là các ngành “không phụ thuộc vào địa bàn”, vì các nhà đầu tư có thể dịch chuyển tương đối dễ dàng từ địa bàn này sang địa bàn khác do mức đầu tư cố định thấp. Hiệu ứng thay thế đó diễn ra mạnh hơn ở Việt Nam so với các quốc gia châu Á khác vì khoảng cách gần gũi với thị trường Trung Quốc và dấu ấn sản phẩm tương tự (cùng ngành hàng).

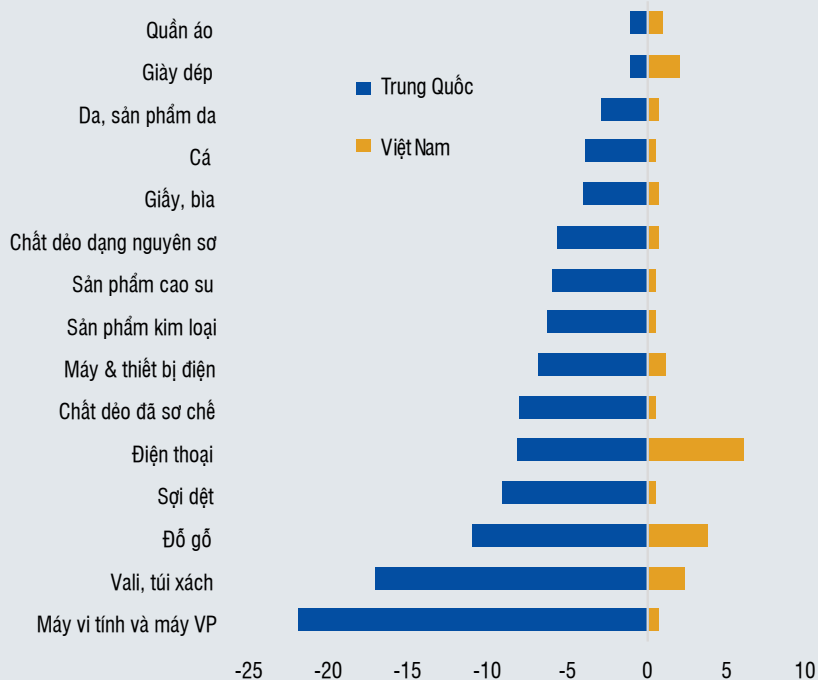
Hình I.22 Xuất khẩu của Việt Nam tăng mạnh là hiện tượng mới và chủ yếu với thị trường Mỹ



Nguồn: Hải quan Việt Nam

Hình I.23. Thay thế thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc, 2019

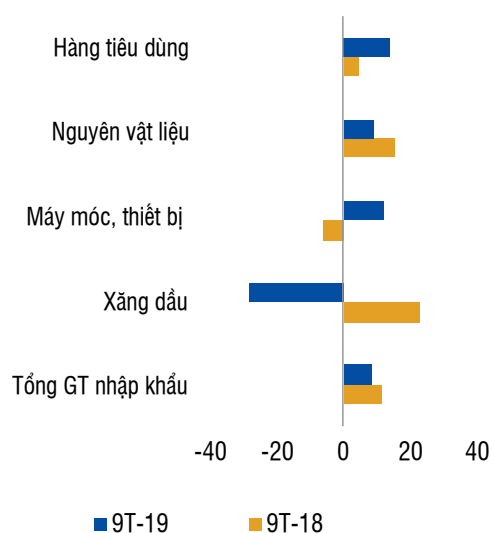
(thay đổi tỷ trọng trong nhập khẩu của Mỹ, điểm %)



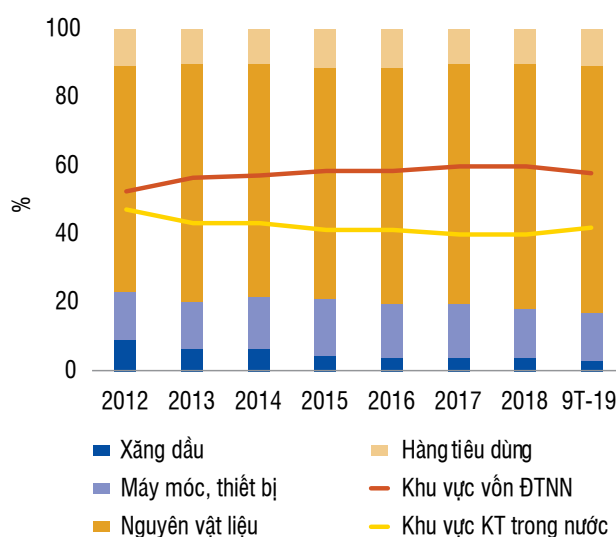
Nguồn: Cục Khảo sát Thống kê Mỹ, Dữ liệu nhập khẩu từ tháng 1-8/2019

Tốc độ tăng trưởng nhập khẩu cũng giảm dần, xuống còn 8,4% trong chín tháng đầu năm 2019 (so với mức tăng 11,5% cùng kỳ 2018), do nhu cầu thấp hơn về nhập khẩu nhiên liệu, vật tư và hàng hóa trung gian (thép và kim loại khác, vật tư nhựa và hóa chất, bông, vải, linh kiện điện thoại, phân bón, thức ăn chăn nuôi, v.v.). Mức suy giảm trên có thể liên quan đến suy giảm trong xuất khẩu vì phần lớn đầu vào của các doanh nghiệp xuất khẩu đều phải mua từ nước ngoài. Ngược lại, nhập khẩu máy móc và thiết bị tăng mạnh ở mức 12,3% trong chín tháng đầu năm 2019, cho thấy đầu tư tư nhân có sự phục hồi như đã nêu trên. Cuối cùng, kim ngạch nhập khẩu hàng tiêu dùng tăng mạnh ở mức 14,2% (so cùng kỳ năm trước), phản ánh sức cầu mạnh của các hộ gia đình, nhất là kim ngạch nhập khẩu xe ô-tô, tăng vọt 2,7 lần về giá trị từ năm 2018 đến năm 2019.

Hình I.24. Tăng trưởng nhập khẩu
(so cùng kỳ năm trước, %)



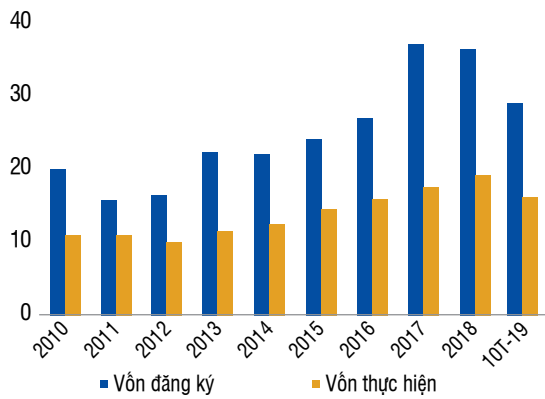
Hình I.25. Cơ cấu hàng nhập khẩu
(% tổng kim ngạch)



Nguồn: Hải quan Việt Nam

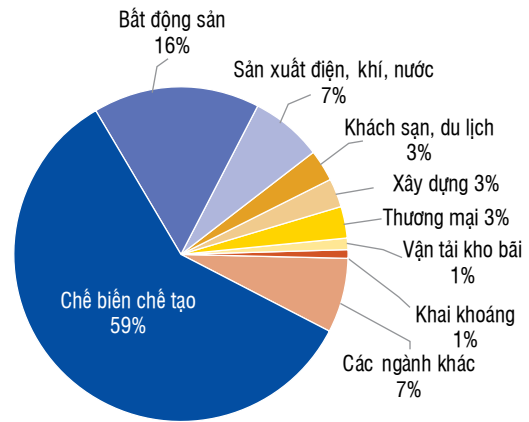
Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vẫn là nguồn vốn quan trọng nhất của nước ngoài đổ vào nền kinh tế Việt Nam, ước lên đến khoảng 29 tỷ US\$ (tổng số vốn đăng ký) trong mười tháng đầu năm 2019 (Hình I.26). Con số này tương đương với số báo cáo cho năm 2017 và 2018, càng cho thấy sức dẻo dai của nền kinh tế Việt Nam trong bối cảnh bất định trên toàn cầu. Với chi phí lao động thuộc dạng rẻ nhất trên thế giới, chính sách mở cửa thương mại mạnh mẽ (Việt Nam đã ký kết nhiều hiệp định thương mại hơn bất kỳ quốc gia nào khác ở khu vực Đông Á và Thái Bình Dương) cũng như lợi thế về địa lý, Việt Nam đã và đang trở thành điểm đến quan trọng cho đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) trong thập kỷ qua. Đến cuối tháng 10/2019, Việt Nam đã tiếp nhận đầu tư của trên 100 quốc gia và vùng lãnh thổ, với tổng số cam kết vốn FDI cộng dồn lên đến khoảng 358 tỷ US\$ trong các ngành chế tạo, chế biến, bất động sản, điện và khí đốt (Hình I.27). Hiện nay, doanh nghiệp đầu tư nước ngoài đóng góp được khoảng 20% GDP của Việt Nam, một phần tư số thu từ thuế, tạo ra hàng triệu việc làm trực tiếp và gián tiếp. Các doanh nghiệp nước ngoài cũng đóng góp khoảng 70% kim ngạch xuất khẩu của quốc gia, trong đó hơn nửa là từ các mặt hàng điện tử và khoảng gần một phần tư của riêng một doanh nghiệp (Công ty Samsung Việt Nam).

Hình I.26. Số cam kết và giải ngân vốn FDI (tỷ US\$)



Nguồn: Bộ KH&ĐT

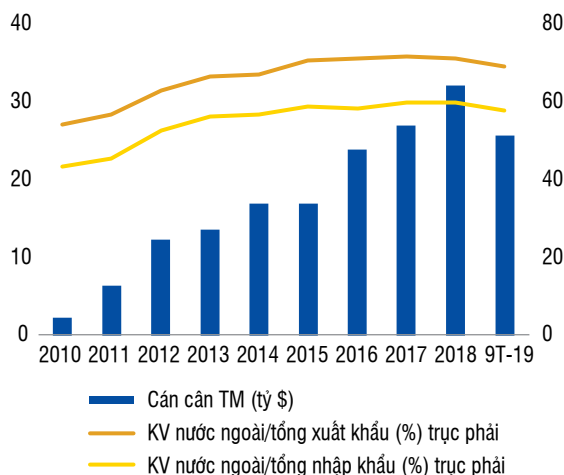
Hình I.27. Vốn FDI cộng dồn theo ngành/lĩnh vực (% tổng)



Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tập trung ở các ngành chế tạo chế biến đòi hỏi kỹ năng thấp, được nhìn nhận là có kết nối yếu với các doanh nghiệp trong nước. Đó là điều gây quan ngại cho các nhà hoạch định chính sách ở Việt Nam. Như minh họa ở Hình I.28, mặc dù các doanh nghiệp đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đóng góp nhiều cho tốc độ tăng trưởng xuất khẩu cao của Việt Nam, nhưng họ cũng là các doanh nghiệp nhập khẩu lớn. Theo ước tính bình quân, cứ mỗi 1 US\$ xuất khẩu của các doanh nghiệp đầu tư nước ngoài ở Việt Nam, thì có khoảng 0,40 US\$ được dùng để mua vật tư đầu vào từ nước ngoài. Tỷ lệ như vậy là tương đối cao theo các chuẩn mực quốc tế.³ Một quan ngại nữa là vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tập trung chủ yếu ở các ngành chế tạo, chế biến xuất khẩu, đòi hỏi kỹ năng thấp, không có nhiều tiềm năng tăng lương thực tế cho lực lượng lao động trong nước (Hình I.29). Bộ Chính trị (cơ quan có thẩm quyền quyết định cao nhất ở Việt Nam) gần đây lần đầu tiên đã thông qua Nghị quyết 50/NQ-TW nhằm cải thiện chất lượng và hiệu quả đầu tư nước ngoài đến năm 2030. Nghị quyết 50 khuyến khích khu vực đầu tư nước ngoài phải phát triển, hợp tác và cạnh tranh công bằng với các khu vực kinh tế khác, đồng thời chỉ ra rằng Việt Nam sẽ thu hút đầu tư nước ngoài theo cách có lựa chọn, tập trung vào chất lượng, hiệu suất, công nghệ và bảo vệ môi trường. Ưu tiên sẽ nhằm vào các dự án sử dụng công nghệ tiên tiến, quản trị hiện đại, đem lại giá trị gia tăng cao và tác động lan tỏa, đồng thời có khả năng kết nối với chuỗi cung ứng và sản xuất toàn cầu. Nghị quyết đề ra mục tiêu tổng thể nhằm hoạch định chính sách và quy định về hợp tác đầu tư nước ngoài cạnh tranh hơn để phục vụ hội nhập quốc tế, đáp ứng nhu cầu cải cách mô hình tăng trưởng, tái cơ cấu nền kinh tế, bảo vệ môi trường, giải quyết hiệu quả các vấn đề xã hội, cải thiện chất lượng hiệu quả và năng lực cạnh tranh của nền kinh tế.

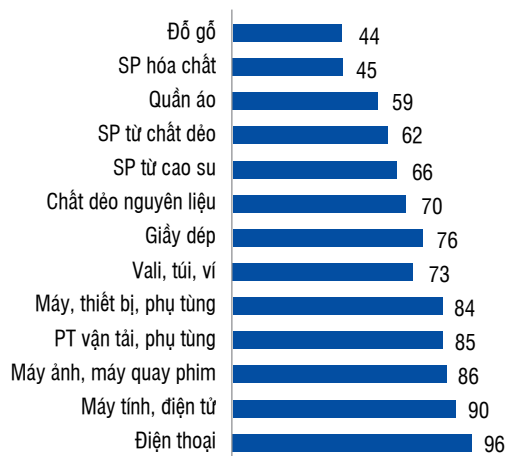
³ Theo OECD, hàm lượng nhập khẩu trong xuất khẩu của Việt Nam ở quy mô cao hơn gấp năm lần so với hàm lượng ở các quốc gia thu nhập cao như Mỹ và Nhật Bản. Hàm lượng nhập khẩu của Việt Nam tương đương với số liệu báo cáo của Man-ta hoặc Luých-xăm-bua, là những quốc gia được coi là điểm đến “quá cảnh”.

Hình I.28. Xuất nhập khẩu của khu vực đầu tư nước ngoài
(tăng trưởng, %)



Nguồn: Hải quan Việt Nam

Hình I.29. Tỷ trọng xuất khẩu của DNNN trong các mặt hàng chế tạo và chế biến
(% tổng số)

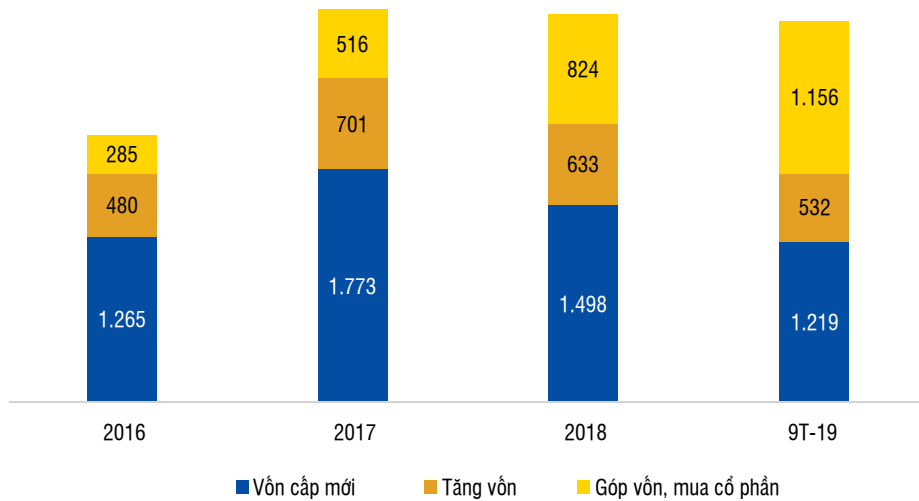


Số liệu chính thức gần đây về xu hướng dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) cho thấy có sự chuyển dịch từ đầu tư vào các cơ sở sản xuất kinh doanh mới sang đầu tư cho mua lại & sát nhập (M&A) từ năm 2017 (Hình I.30). Một mặt, đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào các cơ sở sản xuất kinh doanh mới giảm mạnh ở mức 15% trong năm 2018 và giảm thêm 22% trong chín tháng đầu năm 2019. Mặt khác, giá trị góp vốn và mua cổ phần tại các doanh nghiệp trong nước của nhà đầu tư nước ngoài tăng từ mức khiêm tốn 0,28 tỷ US\$ mỗi tháng năm 2016 lên 1,2 tỷ US\$ mỗi tháng trong chín tháng đầu năm 2019. Mặc dù còn quá sớm để đưa ra kết luận, nhưng sự dịch chuyển này có thể phản ánh hai xu hướng phát sinh. Suy giảm về các dự án đầu tư vào cơ sở sản xuất kinh doanh mới có thể liên quan đến môi trường toàn cầu đang xấu đi, vì vậy các nhà đầu tư quốc tế trở nên thận trọng hơn, kể cả với Việt Nam. Tăng đầu tư cho mua lại & sát nhập (M&A) có thể do các doanh nghiệp nước ngoài quan tâm nhiều hơn đến người tiêu dùng trong nước với nhu cầu ngày càng tăng trong những năm qua. Sự quan tâm này được khuyến khích bởi chương trình cổ phần hóa (dẫn đến mua lại DNNN) và do thủ tục thuận lợi hơn so với xin cấp phép đầu tư vào cơ sở sản xuất kinh doanh mới.⁴ Tốc độ giảm đầu tư vào cơ sở sản xuất kinh doanh mới, nếu còn tiếp diễn, có thể dẫn đến giảm tốc độ tăng trưởng xuất khẩu trong tương lai, vì động cơ chính từ trước đến nay của nhà đầu tư vẫn là tận dụng lợi thế chi phí lao động thấp, sau đó chuyển sản phẩm ra các thị trường toàn cầu. Đầu tư mua lại & sát nhập (M&A) dự kiến có thể đem lại tác động tích cực nếu chủ sở hữu mới đem công nghệ mới đến cho các doanh nghiệp hiện tại. Nhìn vào bằng chứng, nghiên cứu^{1/} cho thấy đầu tư nước ngoài vào mua lại & sát nhập (M&A) có xu hướng dẫn đến tăng đầu tư cho nghiên cứu và phát triển (NC&PT) ở doanh nghiệp bị mua lại, trong khi đầu tư trong nước vào mua lại & sát nhập (M&A) dẫn đến giảm chi tiêu cho nghiên cứu và phát triển (NC&PT).⁵ Tuy nhiên, đầu tư để mua lại có thể chỉ đơn thuần nhằm chuyển tài sản từ tay chủ sở hữu trong nước sang chủ sở hữu nước ngoài.

4 Chẳng hạn, Tổng Công ty Bia, Rượu, Nước Giải khát Sài Gòn - SABECO được bán cho một doanh nghiệp Thái Lan với giá 4 tỷ US\$ năm 2017.

5 Olivier Bertrand & Pluvia Zuniga, 2004.

Hình 1.30. Chuyển dịch trong đầu tư nước ngoài ở Việt Nam
(*bình quân tháng, triệu US\$*)



Nguồn: Bộ KH&ĐT

I.3. TRIỂN VỌNG KINH TẾ TRUNG HẠN VÀ RỦI RO

Triển vọng trung hạn của Việt Nam vẫn tích cực

Tăng trưởng GDP theo giá so sánh dự kiến đạt khoảng 6,8% trong năm 2019, sau đó dần xoay quanh 6,5% trong ba năm tiếp theo, bám theo xu hướng sản lượng tiềm năng (Bảng I.1). Ngành nông nghiệp dự kiến sẽ phục hồi từ kết quả tương đối yếu năm 2019 nhờ điều kiện khí hậu và vệ sinh được cải thiện, ngành dịch vụ tiếp tục tăng trưởng nhờ vào nhu cầu trong nước tăng lên. Kịch bản gốc nêu trên giả định rằng xuất khẩu của Việt Nam sẽ chỉ bị ảnh hưởng nhẹ bởi suy giảm trên các thị trường toàn cầu và thị trường sẽ hồi phục dần từ năm 2020 trở đi theo những dự báo mới nhất của IMF và Ngân hàng Thế giới. Đóng góp của khu vực công sẽ tăng nhẹ do cải thiện về hiệu suất thực hiện chương trình đầu tư công, nhờ những biện pháp gần đây được ban hành vào tháng 6/2019. Những cải cách tiếp theo trong các nội dung của chiến lược về DNNN và thị trường tài chính cũng như về phát triển chuỗi giá trị (bao gồm cả chương trình kết nối với các doanh nghiệp FDI) sẽ đẩy mạnh phát triển khu vực tư nhân và nâng cao năng suất.

Lạm phát năm vẫn được duy trì ở mức khoảng 3%, kể cả khi có một số áp lực phát sinh trong thời gian tới do kế hoạch của Chính phủ nhằm tăng giá mặt hàng thuộc quản lý của Nhà nước. Giá cả lương thực, thực phẩm vẫn nhạy cảm với tình hình khí hậu nhưng được dự báo chỉ tăng ở mức vừa phải do hiệu quả của ngành nông nghiệp được cải thiện. Về tổng thể, cơ quan tiền tệ vẫn duy trì quan điểm chính sách cẩn trọng, giữ cung tiền và tăng trưởng tín dụng ở mức phù hợp với tốc độ tăng trưởng dự báo của nền kinh tế, bên cạnh đó cần theo dõi chặt chẽ mức độ ổn định ở các ngân hàng hiện vẫn chưa đảm bảo an toàn vốn và vẫn dễ tổn thương do nợ xấu.

Thặng dư tài khoản vãng lai dự kiến sẽ chứng nhẹ do tốc độ tăng xuất khẩu sẽ giảm vì nhu cầu suy giảm ở các thị trường nước ngoài. Tốc độ tăng chứng lại phần nào được bù đắp bởi xuất khẩu giảm do quan hệ tương quan chặt chẽ giữa hai yếu tố này ở Việt Nam. Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) dự kiến vẫn ổn định ngay cả khi xu hướng chuyển dịch từ đầu tư theo dự án vào cơ sở sản xuất kinh doanh mới sang mua lại và sát nhập vẫn tiếp diễn, một phần cho thấy nhà đầu tư nước ngoài ngày càng quan tâm đến thị trường trong nước.

Chính phủ dự kiến sẽ tiếp tục giảm bội chi từng bước, từ 3,4% GDP năm 2019 xuống 3,2% GDP năm 2021, phù hợp với cam kết tiếp tục giảm nợ công. Chỉ tiêu trên hoàn toàn có thể đạt được qua tăng thu nội địa, nhờ vào hàng loạt cải cách về chính sách và quản lý thuế. Cải thiện hành thu không chỉ quan trọng để đảm bảo hiệu quả và công bằng mà còn để huy động cho nhu cầu chi đầu tư dự kiến tăng lên để thực hiện các mục tiêu tham vọng về chi tiêu cho hạ tầng và đảm bảo xã hội. Chính phủ sẽ nâng cao hiệu suất phân bổ và tài chính của chi tiêu thông qua cải thiện về lập kế hoạch, lựa chọn và triển khai dự án.

Bảng I.1. Một số chỉ tiêu kinh tế của Việt Nam

	2017	Ước 2018	Ước 2019	Dự báo 2020	Dự báo 2021
Tăng trưởng GDP (%)	6,8	7,1	6,8	6,5	6,5
Chỉ số giá tiêu dùng (bình quân năm, %)	3,5	3,5	3,0	3,3	3,3
Cân đối tài khoản vãng lai (% GDP)	-0,7	2,3	1,9	1,4	1,3
Cân đối tài khóa (% GDP, Bộ Tài chính)	-2,7	-3,5	-3,4	-3,4	-3,2
Cân đối tài khóa (%GDP, GFS) ^{1/}	-4,7	-4,4	-4,4	-4,2	-3,9
Nợ công (% GDP, MOF)	61,4	58,4	56,1	54,3	53,3
Nợ công (% GDP, GFS) ^{2/}	58,2	55,6	54,4	53,3	52,5

Ghi chú. 1/ không bao gồm các quỹ tài chính Nhà nước ngoài ngân sách; 2/ không bao gồm nợ chéo giữa các cấp ngân sách
 Nguồn: TCTK, NHNN, Bộ Tài chính, IMF và Ngân hàng Thế giới

Rủi ro tăng lên và các biện pháp giảm nhẹ

Triển vọng trung hạn nêu trên vẫn có một số rủi ro theo hướng suy giảm cả từ trong nước và bên ngoài. Nhìn từ trong nước, chậm trễ trong triển khai những cải cách cơ cấu có thể làm cho viễn cảnh tăng trưởng trung hạn trở nên xấu đi. Chương trình cổ phần hóa và tái cơ cấu DNNN, sau khi được khởi đầu đầy hứa hẹn vào năm 2017 đã bị chững lại đáng kể trong những tháng qua. Nhìn từ bên ngoài, tranh chấp thương mại giữa các nền kinh tế lớn có thể ảnh hưởng xấu đến đà xuất khẩu trong ngắn hạn, trong khi đó nền kinh tế Việt Nam vẫn dễ bị ảnh hưởng nên nền kinh tế toàn cầu tiếp tục suy giảm, qua các kênh thương mại và đầu tư. Sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài có thể nguội đi khi nhiều nhà đầu tư có thể đình hoãn hoặc hủy dự án. Nếu cả xuất khẩu và dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đều chững lại, nền kinh tế Việt Nam có thể mất đi động lực tăng trưởng chính.

Về nguyên tắc, nhu cầu ở nước ngoài nếu giảm có thể được giảm nhẹ bằng gói kích cầu nhằm đẩy mạnh nhu cầu trong nước trong ngắn hạn. Động thái chính sách đó cần được theo dõi thận trọng vì mức nợ công vẫn tương đối cao mặc dù đã có nhiều tiến triển về giảm tỷ lệ nợ trên GDP xuống còn khoảng 56%, thấp hơn rất nhiều so với ngưỡng Chính phủ đặt ra là 65%. Phân tích bền vững nợ năm 2018 do IMF thực hiện cho thấy ngưỡng đó nên được đặt gần mức 55% GDP để đảm bảo bền vững tài khóa và nợ trong dài hạn.⁶ Vì vậy Chính phủ nên tập trung phản ứng chính sách theo hướng tiếp tục cải thiện chất lượng chi tiêu do hiện nay vẫn có yếu kém về hiệu suất phân bổ và tài chính.

Đồng thời, Chính phủ nên ứng phó trong dài hạn theo hướng đẩy nhanh sự phát triển của khu vực tư nhân trong nước. Điều này một phần nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu dùng ngày càng tăng trong vài năm qua, một phần giúp cân đối tốt hơn cho mô hình tăng trưởng hiện nay chủ yếu dựa vào sức cầu bên ngoài. Tuy nhiên, nhiều doanh nghiệp tư nhân hoạt động ở thị trường trong nước đang phải đối mặt với những trở ngại nghiêm trọng, cản trở sự phát triển của họ. Chính vì lẽ đó, doanh nghiệp tư nhân trong nước có năng

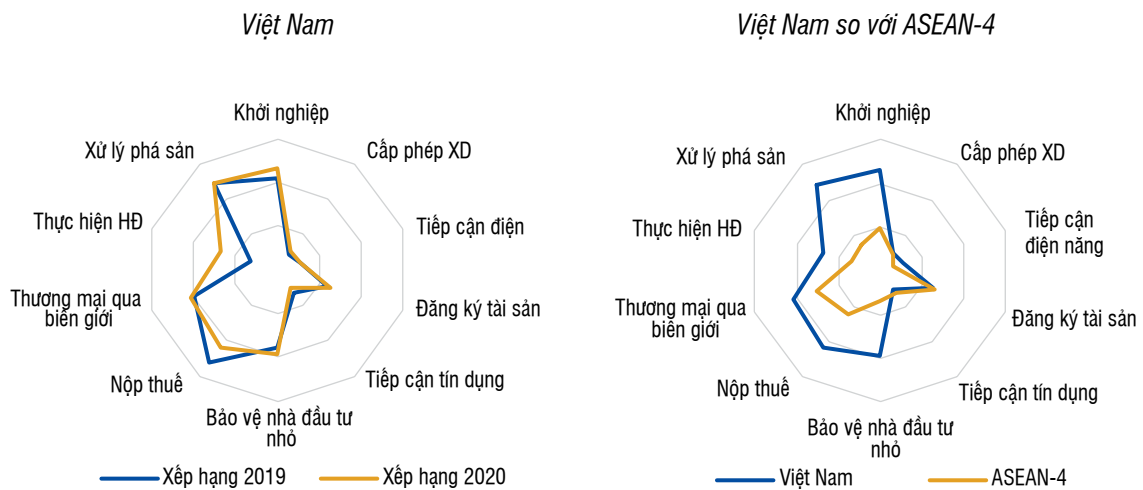
6 IMF 2018.

suất báo cáo dựa trên giá trị gia tăng trên mỗi người lao động chưa đạt đến 4000 US\$/năm, thấp hơn từ hai đến năm lần so với DNNN và doanh nghiệp FDI.⁷ Điều đáng lo ngại không kém là năng suất của các doanh nghiệp đó dường như đang giảm (chứ không phải tăng) do gặp phải quá nhiều cản trở trong những năm qua.⁸

Báo cáo môi trường kinh doanh gần đây có nội dung chỉ ra hướng đi. Mặc dù Việt Nam có thứ hạng khá tốt so với các quốc gia khác có cùng mức thu nhập theo đầu người, nhưng vẫn đứng sau các nền kinh tế phát triển ở Đông Á (Hình I.31). Quốc gia cũng chưa đạt được nhiều tiến triển trong những năm qua, thậm chí còn bị tụt một bậc trong năm 2020, sau khi có tiến triển tốt từ năm 2010 đến 2016 (tăng trên 20 bậc). Sự chậm tiến về thứ hạng cho thấy tiến độ cải cách về môi trường kinh doanh đã chững lại, ít nhất nếu so với các quốc gia khác. Các chỉ số con về kê khai và nộp thuế, thủ tục thương mại và đăng ký doanh nghiệp nhận được sự quan tâm nhiều nhất của các cấp có thẩm quyền vì Việt Nam có thứ hạng ở vị trí trên 100 trong toàn bộ các chỉ tiêu đó theo báo cáo môi trường kinh doanh gần đây nhất.

Ngoài vấn đề thủ tục hành chính, các doanh nghiệp tư nhân đang phải đối mặt với nhiều trở ngại lớn khác. Khảo sát doanh nghiệp năm 2016 do Ngân hàng Thế giới tiến hành cho thấy cơ hội tiếp cận tài chính được coi là trở ngại nghiêm trọng nhất đối với 22% các doanh nghiệp khảo sát, tiếp theo là cạnh tranh phi chính thức (17%), và trình độ thấp của người lao động (10%) (Hình I.32). Thứ hạng trên cho thấy cần quan tâm tìm cách tăng cường huy động các nguồn tài chính dài hạn ở Việt Nam, như đề cập trong phần sau của báo cáo này.

Hình I.31. Thứ hạng - môi trường kinh doanh thuận lợi



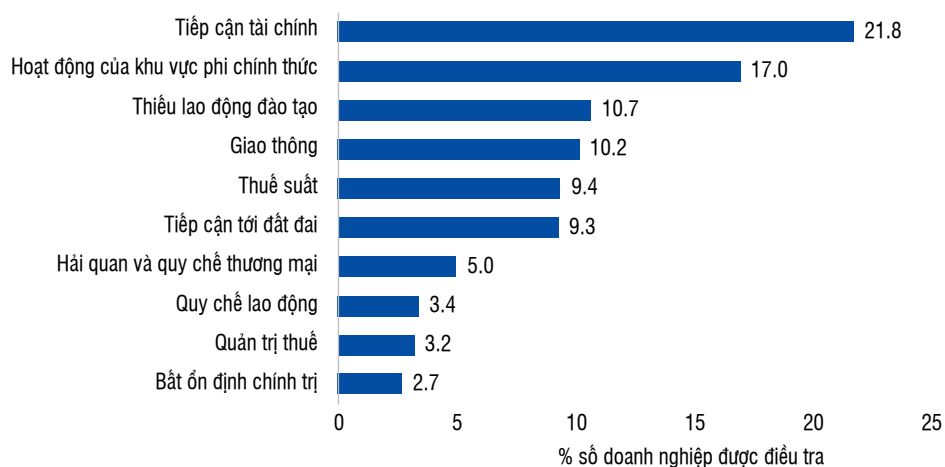
Nguồn: NHTG

Ghi chú. Các nền kinh tế được xếp hạng về môi trường kinh doanh thuận lợi, từ 1-190, trong đó 1 là tốt nhất. ASEAN-4 bao gồm Sing-ga-po, Ma-lay-xi-a, Thái Lan và Bru-nây Đa-ru-sa-lam.

7 Pasquier-Doumer L, X. Oudin và T. Nguyễn, 2017

8 Ngân hàng Thế giới, Chuyên đề chính sách về phát triển doanh nghiệp, bản dự thảo, 2019

Hình I.32. Việt Nam. Xếp hạng những trở ngại hàng đầu về môi trường kinh doanh của doanh nghiệp



Nguồn: Khảo sát doanh nghiệp năm 2016 của Ngân hàng Thế giới

PHẦN II

TẦM QUAN TRỌNG CỦA CÁC THỊ TRƯỜNG VỐN
ĐỂ HUY ĐỘNG TÀI CHÍNH DÀI HẠN

- Thành công của Việt Nam trong thời gian qua dựa vào nguồn tài chính của khu vực ngân hàng ngày càng phình lên, với tỷ lệ tín dụng trên GDP nhảy vọt từ 17% năm 1996 lên đến trên 130% năm 2018.
- Mặc dù sự phát triển của khu vực ngân hàng tạo điều kiện huy động tài chính cho các hoạt động sản xuất, nhưng nhu cầu huy động nguồn tài chính dài hạn bền vững cho các doanh nghiệp có thể gặp nhiều trở ngại trong thời gian tới.
- Trên khắp thế giới bao gồm cả Đông Á và Thái Bình Dương, thị trường vốn rõ ràng là kênh bổ sung hiệu quả cho nguồn tín dụng của ngân hàng vì chuyên về nguồn tài chính dài hạn, dành cho các hoạt động sản xuất rủi ro hơn, bao gồm cả đầu tư hạ tầng, nghiên cứu và phát triển.
- Chính phủ đã tiến hành hàng loạt cải cách trong thời gian qua, nhưng thị trường vốn trong nước ở Việt Nam vẫn chưa phát triển so với hầu hết các nền kinh tế phát triển nhất và trong khu vực.
- Chúng tôi đề xuất năm lựa chọn chính sách trong thời gian tới nhằm đẩy mạnh phát triển thị trường vốn ở Việt Nam

II.1. THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ BỐI CẢNH

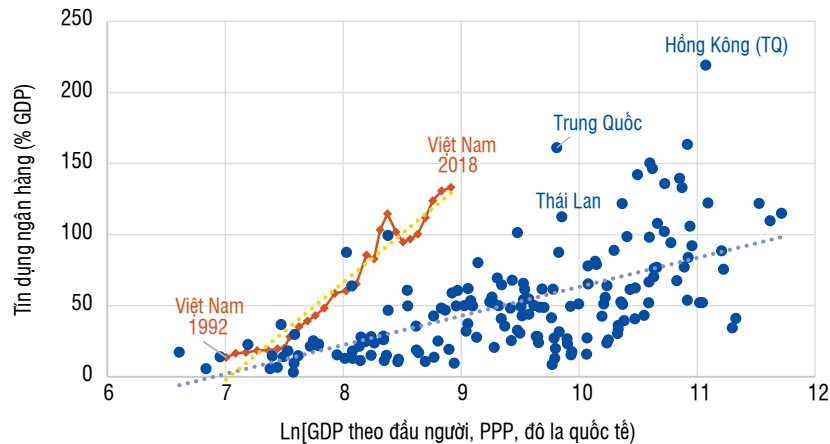
Cả lý thuyết kinh tế và bằng chứng thực chứng đều cho thấy tăng trưởng kinh tế luôn song hành với sự phát triển của các thị trường tài chính. Hầu hết các nền kinh tế thu nhập cao trên thế giới đều có tỷ lệ tín dụng trên GDP thuộc dạng cao nhất (Hình II.1). Quan hệ tương quan đó cũng thể hiện rõ ràng trong thời gian qua ở Việt Nam khi tăng trưởng kinh tế cao theo báo cáo trong 25 năm qua song hành với tỷ lệ tín dụng ngân hàng tăng vọt từ 17% GDP năm 1996 lên đến trên 130% GDP năm 2018. Ngày nay, Việt Nam vẫn là nền kinh tế thu nhập trung bình thấp có tỷ lệ tín dụng trên GDP cao nhất. Những so sánh trên cho thấy sự phát triển của khu vực ngân hàng có lẽ đã đạt đến giới hạn so với quy mô của nền kinh tế.

Sự phát triển nhanh chóng của khu vực ngân hàng nêu trên mặc dù đem lại lợi ích, nhưng được cho là cũng tạo ra những thách thức làm cản trở sự phát triển của khu vực tư nhân năng động. Thách thức thứ nhất là từ trước đến nay, tín dụng ngân hàng chủ yếu được tập trung dành cho khu vực nhà nước, bao gồm cả các DNNN chiếm một tỷ lệ tương đối lớn trong danh mục của các ngân hàng. Gần đây, tín dụng tiêu dùng dưới hình thức vay thế chấp mua nhà, vay mua xe ô-tô, tín dụng tiêu dùng cá nhân không cần đảm bảo cũng tăng mạnh, từ 5,6% tổng tín dụng năm 2014 lên đến khoảng 19,7% năm 2018.⁹ Sự tập trung như vậy không chỉ khiến cho khu vực ngân hàng có nguy cơ nhiều hơn với các cú sốc mà còn góp phần gây lấn át tín dụng có thể dành cho doanh nghiệp khu vực tư nhân, nhất là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, hiện chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ trên thị trường tín dụng ở Việt Nam.¹⁰

⁹ Tỷ lệ phần trăm trên tổng vốn vay theo sổ sách, ước tính của Ngân hàng Thế giới.

¹⁰ Theo khảo sát doanh nghiệp năm 2016, chỉ có 29% doanh nghiệp sử dụng tín dụng ngân hàng để huy động vốn đầu tư và chỉ có 15% nhu cầu đầu tư của doanh nghiệp được đáp ứng bằng tín dụng ngân hàng.

Hình II.1. Tăng trưởng GDP trên đầu người và tăng trưởng tín dụng có mối quan hệ chặt chẽ



Nguồn: NHTG

Thách thức thứ hai là thị trường tài chính vẫn chủ yếu tập trung ở tín dụng ngân hàng tại Việt Nam. Các công cụ khác (tín phiếu và cổ phiếu) chiếm xấp xỉ 40% tổng huy động tài chính vào cuối năm 2018. Tỷ trọng đó, tuy tăng mạnh trong những năm qua, nhưng vẫn cách xa so với các quốc gia phát triển hơn không chỉ trên thế giới mà còn cả trong khu vực. Chẳng hạn, quy mô thị trường trái phiếu trong nước và mức vốn hóa trên thị trường của các doanh nghiệp niêm yết tại Thái Lan, Phi-líp-pin và In-đô-nê-xia vượt xa so với giá trị tín dụng trong nước của khu vực ngân hàng. Hơn nữa, trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam chiếm đến gần một nửa quy mô thị trường trái phiếu và cổ phiếu, nên các công cụ dành cho khu vực tư nhân chỉ chiếm một tỷ lệ khiêm tốn.

Báo cáo này bàn về lý do tại sao phát triển các thị trường vốn lại quan trọng đến vậy với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam trong tương lai. Mặc dù Việt Nam đã có nhiều tiến triển trong những năm qua, nhưng quốc gia vẫn đứng sau hầu hết các nền kinh tế khu vực Đông Á, và quan trọng hơn là vẫn chưa có khả năng huy động tài chính đáp ứng tất cả các nhu cầu của khu vực sản xuất kinh doanh đang đói vốn, bao gồm cả doanh nghiệp tư nhân và DNNN. Với tầm nhìn như vậy, chúng tôi khuyến nghị năm định hướng dưới đây với mục tiêu khuyến khích thực hiện các biện pháp và cải cách chính sách nhằm khuyến khích phát triển các phương án huy động tài chính dài hạn mới và theo hướng đổi mới sáng tạo ở Việt Nam.

II.2. TẠI SAO PHÁT TRIỂN CÁC THỊ TRƯỜNG VỐN LẠI QUAN TRỌNG ĐẾN VẬY Ở VIỆT NAM?

Đến nay, thị trường tài chính ở Việt Nam vẫn chưa có nhiều sản phẩm tài chính dài hạn do sự tập trung quá mức ở khu vực ngân hàng. Nguồn cung tín dụng dài hạn của ngân hàng cho các doanh nghiệp bị hạn chế do tính chất ngắn hạn của tiền gửi (trên 80% là tiền gửi từ một năm trở xuống), do chi phí giao dịch tương đối cao vì thiếu thông tin, thiếu tài sản thế chấp đầy đủ và cơ chế xử lý tình trạng mất khả năng trả nợ còn yếu. Điều này làm hạn chế cơ hội để khu vực kinh tế thực có thể thu hút, giao dịch, bảo hiểm và quản lý rủi ro, tiết kiệm hoặc đầu tư trong dài hạn. Thiếu thị trường huy động tài chính dài hạn cũng gây hạn chế cho việc huy động tài chính để phát triển hạ tầng ở Việt Nam.

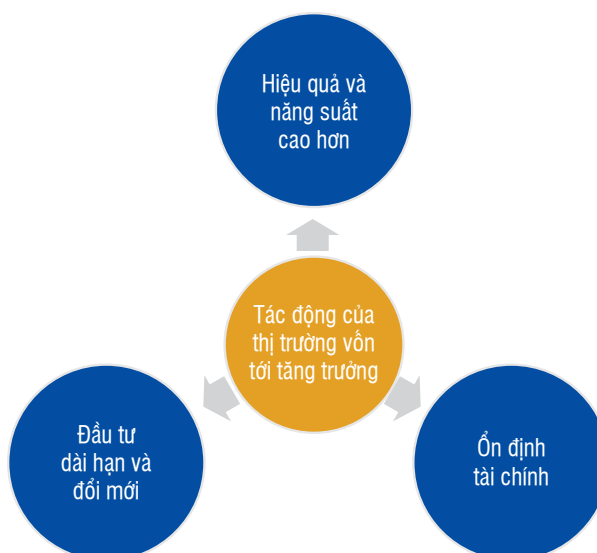
Mô hình kinh doanh và cơ cấu nguồn lực hiện nay của các ngân hàng không hoàn toàn phù hợp để huy động tài chính cho đầu tư dài hạn; vì vậy các thị trường vốn trở thành giải pháp huy động vốn cho những dự án dài hạn hơn và rủi ro hơn thông qua sử dụng các công cụ nợ và cổ phiếu. Thực chất, ngân hàng và các thị trường vốn sẽ bổ sung cho nhau, trong đó ngân hàng chuyên sâu hơn về các cơ chế cố định,

chuẩn hóa và dựa vào thể chấp để huy động vốn cho các hoạt động truyền thống hơn, còn thị trường tài chính lại chuyên theo cơ chế hợp đồng được thiết kế phù hợp theo hoàn cảnh và hầu hết không có đảm bảo.¹¹ Khả năng chia sẻ lợi nhuận (thị trường cổ phiếu) và chuyển nhượng tài sản (thanh khoản trên thị trường thứ cấp) khiến cho các thị trường vốn trở nên hấp dẫn hơn với các nhà đầu tư chấp nhận rủi ro ở mức cao hơn, đó là đặc trưng thường gặp ở các thị trường cận biên và các dự án phức tạp.

Nhiều bằng chứng thực chứng cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của thị trường vốn. Ấn phẩm sắp ra mắt của Ngân hàng Thế giới¹² có trình bày một số kết quả nghiên cứu cho thấy tác động tích cực của việc phát triển thị trường cổ phiếu, được đo bằng mức vốn hóa, giá trị giao dịch và tỷ lệ quay vòng, so với tăng trưởng GDP và tăng trưởng GDP theo đầu người. Tác động ước tính khi tăng 10 điểm phần trăm giá trị cổ phiếu được giao dịch đôi với tăng trưởng GDP rơi vào khoảng 0,15 - 0,4 điểm phần trăm, tùy vào các quốc gia lấy mẫu và từng thời kỳ.¹³ Nghiên cứu tại các quốc gia cụ thể ở Đông Á (bao gồm Trung Quốc, Ma-lay-xia và Thái Lan) đều khẳng định về mối quan hệ cùng chiều nêu trên qua thời gian.¹⁴ Tại Thái Lan, nghiên cứu gần đây trong giai đoạn 1997-2016 cho thấy thị trường cổ phiếu có đóng góp cho tăng trưởng kinh tế của quốc gia qua phân bổ vốn cho đầu tư tư nhân, dẫn đến mở rộng khu vực sản xuất và tạo việc làm.¹⁵ Tóm lại, các thị trường vốn vận hành tốt được cho là phương tiện tốt để khuyến khích đầu tư của doanh nghiệp, qua đó đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế.¹⁶

Tác động tích cực của việc phát triển các thị trường vốn không chỉ thể hiện ở số lượng mà cả chất lượng đầu tư của doanh nghiệp. Một số nghiên cứu so sánh quốc gia cho thấy giá trị mức vốn hóa thị trường tăng lên cũng hỗ trợ đẩy mạnh đổi mới sáng tạo, đo bằng số lượng bằng sáng chế, chi tiêu cho nghiên cứu & phát triển, xuất khẩu hàng công nghệ cao.¹⁷ Các nghiên cứu khác đưa ra bằng chứng về mối quan hệ tương quan cùng chiều giữa sự phát triển của các thị trường vốn với năng suất của các nền kinh tế lấy theo mẫu lớn.¹⁸ Kết quả nghiên cứu trên khẳng định một điều là thị trường vốn phù hợp hơn ngân hàng trong việc tự bảo hiểm những rủi ro liên quan đến đầu tư vào nghiên cứu & phát triển hay tài sản vô hình.

Hình II.2. Thị trường vốn tác động đến tăng trưởng qua ba kênh chính



11 Demirguc-Kunt, Feyen và Levine, 2012.

12 Ngân hàng Thế giới (sắp phát hành).

13 Adjasi và Yartey, 2007; Naik và Padhi, 2015.

14 Chong và cộng sự, 2003; Nordin và Nordin, 2006.

15 Wanaset, 2018.

16 Geng và N'Diaye, 2012; Calomiris, Larrain và Schmukler, 2018; Carlin và Mayer, 2003.

17 Hsu, Tian và Xu, 2010.

18 Levine và Zervos, 1998; Bekaert, Harvey và Lundbald, 2011.

Tác động của thị trường vốn đến tăng trưởng kinh tế không chỉ ở khả năng cung cấp nguồn tài chính cho đầu tư dài hạn mà còn góp phần nâng cao khả năng chống chịu của toàn bộ hệ thống tài chính. Các thị trường đó đảm bảo chiều sâu thanh khoản và đa dạng hóa rủi ro, giảm nguy cơ dễ tổn thương của cả hệ thống với những cú sốc.¹⁹

II.3. NHỮNG TIẾN TRIỂN GẦN ĐÂY Ở VIỆT NAM

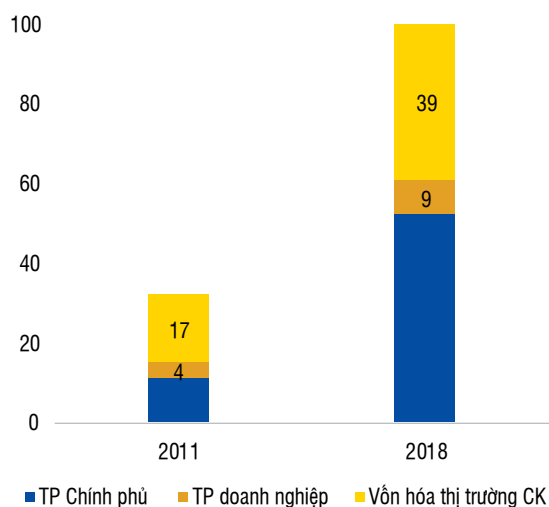
Chính phủ Việt Nam đã nhận thức được tầm quan trọng của các thị trường vốn, coi đó là kênh cung cấp nguồn tài chính dài hạn và đa dạng cho khu vực sản xuất kinh doanh trong nước. Các thị trường đó ngày càng được nhìn nhận là nguồn thay thế cho viện trợ nước ngoài khi quốc gia gần đây đã tốt nghiệp trở thành nước không còn nhận vốn vay ưu đãi của Ngân hàng Thế giới và Ngân hàng Phát triển Châu Á, lần lượt vào 2017 và 2018. Với tầm nhìn đó, Chính phủ ban đầu tập trung vào thị trường trái phiếu, như thể hiện qua Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam giai đoạn 2017-2020. Lộ trình này được ban hành qua một quyết định của Chính phủ²⁰, có mục tiêu nhằm (i) xây dựng thị trường bền vững hơn để huy động tài chính trung và dài hạn hỗ trợ cho nền kinh tế; (ii) mở rộng mạng lưới các nhà đầu tư về quy mô và chất lượng; (iii) đa dạng hóa các nghiệp vụ và sản phẩm thị trường; (iv) nâng cao hiệu quả và minh bạch trên thị trường; và (v) áp dụng và hài hòa với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế. Chính phủ đặt mục tiêu thị trường trái phiếu phải đạt quy mô 45% GDP (38% GDP cho trái phiếu Chính phủ và trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, 7% cho trái phiếu doanh nghiệp) vào năm 2020.

Chính vì vậy, các thị trường vốn ở Việt Nam tăng trưởng mạnh trong những năm gần đây. Quy mô thị trường trái phiếu và cổ phiếu tăng mạnh từ dưới 40% GDP năm 2011 lên đến gần 100% GDP vào tháng 6/2019, tương đương khoảng 68% tổng giá trị tín dụng của khu vực ngân hàng (Hình II.3). Mặc dù phát triển nhanh, nhưng Việt Nam vẫn đứng sau các quốc gia khác là thành viên của Hiệp hội các Quốc gia Đông Nam Á (ASEAN), dựa trên bằng chứng về quy mô các thị trường trái phiếu của họ (Hình II.4). Thị trường trái phiếu ở Việt Nam phát triển tương đối nhanh là nhờ vào trái phiếu phát hành của khu vực nhà nước, do hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp mới chỉ hạn chế ở các ngân hàng và các công ty bất động sản.

19 Ngân hàng Thế giới, 2019.

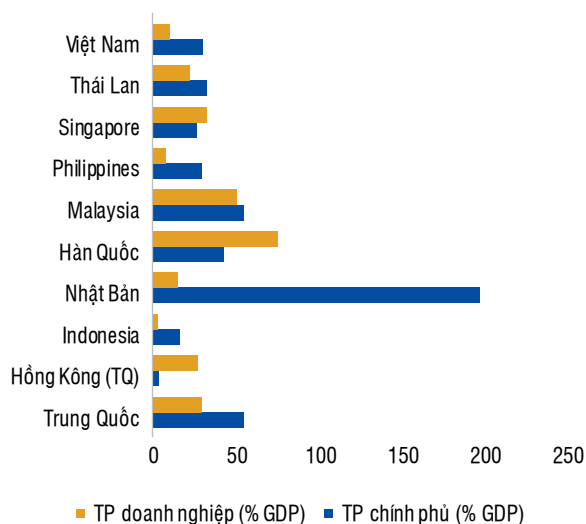
20 Quyết định số 1191/QĐ-TTg

Hình II.3. Diễn biến cơ cấu thị trường tài chính ở Việt Nam (% GDP)



Nguồn: Bộ Tài chính, NHNN, và NHTG

Hình II.4. Quy mô một số thị trường trái phiếu bằng nội tệ ở châu Á (tỷ lệ % dư nợ trái phiếu/GDP, tháng 6/2019)



Nguồn: Mạng trái phiếu châu Á trực tuyến, ADB

Ghi chú: Tỷ lệ % trái phiếu doanh nghiệp trong biểu đồ này chỉ bao gồm trái phiếu của doanh nghiệp niêm yết. Dư nợ trái phiếu chính phủ chỉ bao gồm các công cụ được giao dịch trên thị trường.

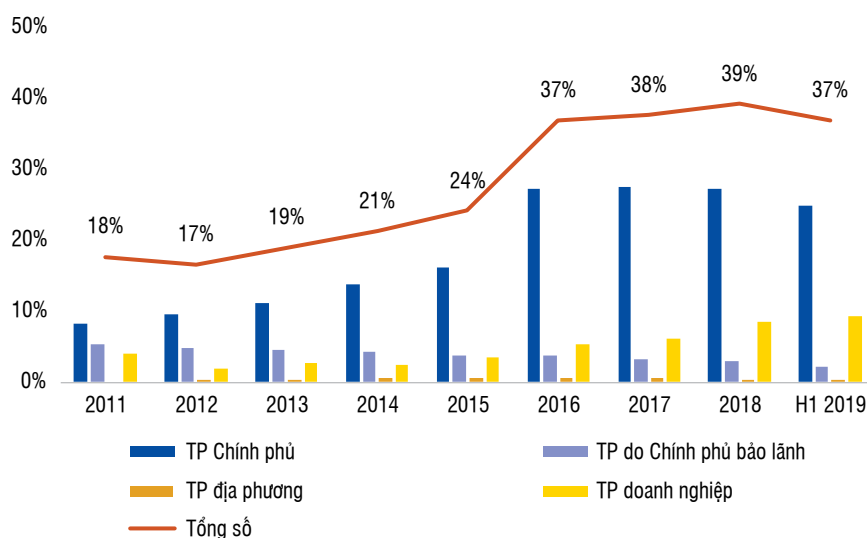
Phần dưới đây mô tả chi tiết hơn các phân đoạn chính của thị trường vốn trong nước ở Việt Nam: (i) thị trường trái phiếu chính phủ; (ii) thị trường trái phiếu doanh nghiệp; và (iii) thị trường cổ phiếu.

Thị trường trái phiếu Chính phủ

Đến cuối năm 2018, quy mô thị trường trái phiếu Chính phủ đạt 39,1% GDP, so với mức chỉ 17,7% GDP vào cuối năm 2011, đạt giá trị danh nghĩa ở mức 50,9 tỷ US\$ (Hình II.5). Thời kỳ phát triển mạnh nhất diễn ra vào năm 2016 (tăng gần 8% GDP), là năm chuyển đổi vốn vay của BHHH thành trái phiếu Chính phủ. Bên cạnh đó, các cấp có thẩm quyền bắt đầu chiến lược tái cân đối từ vay nợ bằng ngoại tệ sang vay bằng nội tệ, nhằm giảm nguy cơ với những biến động của ngoại tệ cho khu vực nhà nước. Một lý do nữa là nhằm ứng phó với dự báo nguồn vay ưu đãi từ các tổ chức tài chính quốc tế sẽ suy giảm.

Dựa vào nguồn trái phiếu nhiều hơn phải đi kèm với nỗ lực hiện đại hóa khuôn khổ pháp lý. Luật quản lý nợ công, được Quốc hội sửa đổi, có hiệu lực từ ngày 1/7/2018. Đồng thời, Nghị định số 95 được ban hành nhằm quy định về phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch công cụ nợ của Chính phủ, qua đó hình thành nên khuôn khổ mới cho hệ thống các nhà đầu tư sơ cấp và cơ chế hỗ trợ thanh khoản thông qua phương tiện cho vay chứng khoán của Kho bạc Nhà nước (KBNN). Để cải thiện hiệu quả hoạt động của thị trường trái phiếu Chính phủ, ba thông tư đã được ban hành - Thông tư số 110/2018 về phát hành và thanh toán công cụ nợ của Chính phủ, Thông tư số 111/2018 về mua lại và hoán đổi trái phiếu chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương, Thông tư số 30/2019 về đăng ký, lưu ký, niêm yết, giao dịch và thanh toán công cụ nợ của Chính phủ và được Chính phủ bảo lãnh. Các thông tư trên được thiết kế nhằm loại bỏ những bất cập trong quy định hiện hành đồng thời tạo điều kiện quản lý cơ cấu nợ (thông qua mua lại và hoán đổi), tạo thuận lợi cho hoạt động của hệ thống các nhà đầu tư sơ cấp. Cơ chế cho vay chứng khoán (hỗ trợ thanh khoản) của KBNN và cho phép nhà đầu tư sơ cấp giao dịch trong cùng ngày nhằm nâng cao hiệu quả của hệ thống kiến tạo thị trường.

Hình II.5. Quy mô thị trường trái phiếu (% GDP)



Nguồn: Bộ Tài chính

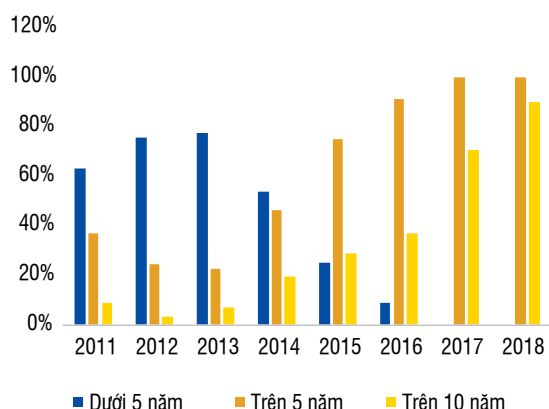
Tiếp tục hỗ trợ chiến lược trên, Chính phủ đã ban hành một số cơ chế trên thị trường nhằm cải thiện hoạt động của thị trường trái phiếu trong nước.

- KBNN đã áp dụng đấu thầu định kỳ, công bố ngày đấu thầu cho cả năm. Lựa chọn về kỳ hạn đã trở nên dễ tiên liệu hơn trước rất nhiều. Tuy nhiên, thông tin mới chỉ được công bố ngay trước khi đấu thầu, chưa giúp được nhà đầu tư lên kế hoạch từ sớm.
- Chương trình phát hành trái phiếu theo môc chuẩn do KBNN triển khai sẽ giúp giảm tình trạng manh mún của danh mục nợ. Số lượng các công cụ trên thị trường bắt đầu đã giảm xuống, tuy nhiên danh mục hiện hành vẫn gồm trên 170 công cụ có thể giao dịch trên thị trường vào tháng 6/2019. Kể từ đầu năm 2019, KBNN tăng quy mô phát hành theo môc chuẩn và liên tục hoàn thành chỉ tiêu về quy mô đối với trái phiếu 10 năm và 15 năm. Chỉ tiêu về khối lượng dư nợ trái phiếu theo môc chuẩn, hiện tương đương khoảng 500 triệu US\$, dự kiến sẽ tăng lên trong các năm tới, qua đó cải thiện thêm về thanh khoản cho các công cụ và hỗ trợ làm gọn danh mục. Các nghiệp vụ quản lý cơ cấu nợ cũng được nghiên cứu nhằm giảm tính manh mún của danh mục đồng thời giảm rủi ro đảo nợ của trái phiếu Chính phủ theo môc chuẩn.²¹

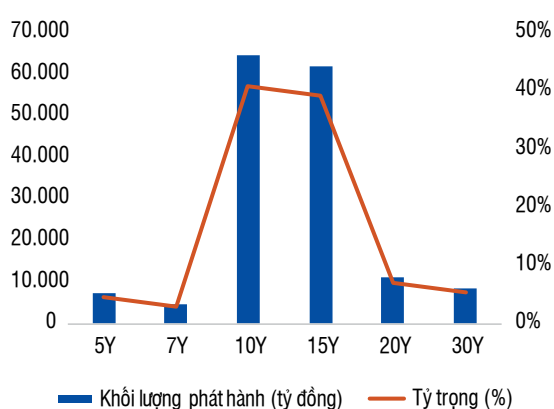
Nhờ sự phát triển của thị trường trái phiếu chính phủ, đường cong lợi suất từng bước được kéo dài lên đến 30 năm với các đợt phát hành định kỳ cho kỳ hạn 5, 7, 10, 15, 20, và 30 năm, tạo ra lãi suất tham chiếu cho thị trường của khu vực tư nhân (Hình II.6). Hầu hết các đợt phát hành trong chín tháng đầu năm 2019 đều được thực hiện trong phân khúc 10 và 15 năm do nhu cầu của Quỹ Bảo hiểm Xã hội (BNXH) và các lý do khác (Hình II.7). Bên cạnh đó còn có nhu cầu lãnh mạnh của các doanh nghiệp bảo hiểm về các phân khúc dài hạn hơn, do tài sản nợ của họ có tính chất dài hạn hơn, qua đó hỗ trợ từng bước tăng phát hành ở phân khúc kỳ hạn trên 15 năm. Kỳ hạn bình quân của danh mục trái phiếu Chính phủ được kéo dài đáng kể trong những năm qua, tăng từ 3,18 năm vào năm 2011 lên đến 6,83 năm vào cuối năm 2018.

21 Thông tư số 111, có hiệu lực từ ngày 1/1/2019, là khuôn khổ pháp lý cho các giao dịch mua lại và hoán đổi.

Hình II.6. Kỳ hạn phát hành giai đoạn 2011-2018



Hình II.7. Kỳ hạn trái phiếu (9T-2019)



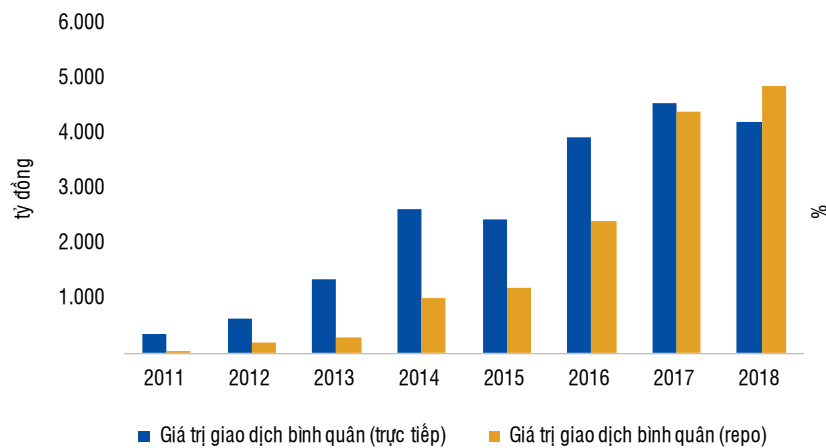
Nguồn: Bộ Tài chính

Nhờ cải thiện về thị trường sơ cấp và quy mô thị trường tăng lên, thanh khoản trên thị trường thứ cấp cũng tăng lên (Hình II.8). Giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp được cải thiện với tốc độ quay vòng bình quân hàng ngày rơi vào khoảng 10.000 tỷ VND mỗi ngày năm 2019 so với 1.670 tỷ VND mỗi phiên năm 2013 và 6.285 tỷ VND năm 2016. Ngân hàng là các thành viên chính tham gia vào trên 80% khối lượng giao dịch, trong khi mức độ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài giảm từ gần 20% năm 2013 xuống dưới 5% trong năm 2018.

Trong thời gian tới, các cấp có thẩm quyền cần tiếp tục làm gọn danh mục và cải thiện khả năng dự liệu về các đợt phát hành. Các cấp có thẩm quyền nên áp dụng chỉ tiêu về phát hành theo mốc chuẩn và tiếp tục mở lại mã trái phiếu cho đến khi quy mô mục tiêu được hoàn thành đầy đủ trên từng phân khúc kỳ hạn. Nỗ lực đó cần song hành với nỗ lực cải thiện về quản lý ngân quỹ vì huy động vốn bằng trái phiếu đòi hỏi phải quan tâm hơn đến biến động về thanh khoản, đặc biệt thông qua Tài khoản kho bạc duy nhất (TSA). Cuối cùng, bốn cơ quan liên quan đến quản lý nợ của Chính phủ cần tăng cường phối hợp, bao gồm: i) Cục Quản lý Nợ và Tài chính Đối ngoại, Bộ Tài chính, chịu trách nhiệm về huy động nợ nước ngoài; ii) Vụ Tài chính và Ngân hàng, Bộ Tài chính, phụ trách về chính sách phát triển thị trường trong nước; iii) Kho bạc Nhà nước là nơi thiết kế lịch phát hành và thực hiện huy động nợ trong nước; và iv) Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN).²² Nâng cao khả năng dự liệu qua cả ba biện pháp kết hợp nêu trên sẽ giúp tăng thanh khoản, qua đó giúp cải thiện về phát hiện giá, nâng cao độ tin cậy của đường cong lợi suất làm mốc tham chiếu giá cho trái phiếu ngoài Chính phủ và cuối cùng là cải thiện độ tin cậy của trái phiếu Chính phủ để trở thành nguồn huy động tài chính phục vụ phát triển kinh tế ở Việt Nam.

22 Chiến lược phát triển thị trường trong nước cần cân nhắc về năng lực hấp thụ của thị trường và quy mô phát hành mục tiêu đối với các trái phiếu chuẩn nhằm đảm bảo thanh khoản cho những trái phiếu đó.

Hình II.8. Khối lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp (tỷ VND)



Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội

Một điểm nữa cần quan tâm là minh bạch về hoạt động trên thị trường thứ cấp. Ngày nay, thị trường giao dịch mua lại (repo) vẫn chưa phát huy hết tiềm năng do những rào cản pháp lý. Do thiếu lãi suất tham chiếu ngắn hạn, chi phí cao khi thực hiện giao dịch mua lại (repo) ngắn hạn, sự thiếu nhất quán giữa quy định của NHNN và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), các quy định về kế toán và hạn mức nắm giữ, nên các ngân hàng thương mại chưa đẩy mạnh cách hoạt động trên thị trường giao dịch mua lại (repo) của họ.²³ Đường cong lợi suất do HNX công bố đến nay chưa nhận được sự tin cậy của các thành viên thị trường vì nó chưa có khả năng phản ánh các mức thực tế trên thị trường sơ cấp do chậm trễ trong công bố và công khai thông tin.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Trong những năm qua, thị trường trái phiếu doanh nghiệp có phát triển tuy chưa mạnh bằng thị trường trái phiếu của Chính phủ. Dù sao thì quy mô thị trường cũng tăng gấp đôi từ 4,1% GDP năm 2011 lên trên 9,4% GDP năm, 2019, đạt khoảng 590 ngàn tỷ VND vào cuối tháng 6. Trái phiếu doanh nghiệp được phát hành chủ yếu bởi các ngân hàng (chiếm 35% tổng lượng phát hành), các doanh nghiệp bất động sản (21%) và công ty chứng khoán (5%). Tuy nhiên, hầu hết trái phiếu doanh nghiệp đều được phát hành riêng lẻ và chưa được niêm yết trên thị trường chứng khoán của quốc gia.

Trong những năm tới, các nỗ lực tái vốn hóa những ngân hàng quốc doanh lớn, bổ sung vốn cho các DNNN lớn, tài trợ cho các dự án hạ tầng, bao gồm cả cho dự án phát triển bất động sản sẽ là những động lực chính để phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Các lĩnh vực trên đòi hỏi nguồn vốn dài hạn mà khu vực ngân hàng thường không cung cấp. Sử dụng thị trường trái phiếu trong nước để tái vốn hóa các ngân hàng quốc doanh và DNNN lớn sẽ gây tác động lớn trong ngắn hạn về cải thiện ổn định tài chính, có thể thu hút thêm các nhà đầu tư tổ chức trong nước và nước ngoài. Chẳng hạn, với những giới hạn về nợ và ngân sách hiện nay của Chính phủ, cần phải tìm ra phương thức mới để huy động vốn phát triển thị trường điện. Nhu cầu tiếp cận các nguồn tài chính mới của ngành điện (EVN) là vô cùng lớn để đảm bảo đầu tư cho ngành nhằm đáp ứng nhu cầu dự kiến sẽ tăng lên trong những năm tới.²⁴

²³ Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA) đã giới thiệu thỏa thuận khung cho giao dịch mua lại trong nước dựa trên các chuẩn mực quốc tế (Hiệp hội Thị trường Vốn Quốc tế GMRA) vào hàng 3/2019, nhưng còn quá sớm để đánh giá tác động.

²⁴ Ngân hàng Thế giới, 2018.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển tốt sẽ tạo cơ hội cho nhiều lĩnh vực theo hướng đem lại các công cụ phù hợp để đáp ứng nhu cầu vốn của họ, nhưng khuôn khổ quy phạm pháp luật dường như là trở ngại chính để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn non trẻ ở Việt Nam. Trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu được phát hành riêng lẻ nên chưa minh bạch, không thể hiện hết được sự tham gia tích cực của cộng đồng các nhà đầu tư tổ chức nói chung. So với các quy định về chào bán đại chúng, phát hành riêng lẻ không đòi hỏi cơ quan quản lý nhà nước phải phê chuẩn và chỉ cần công khai thông tin ở mức tối thiểu cho các nhà đầu tư, khiến cho khả năng tiếp cận thị trường này trở nên khá đơn giản và ít tốn kém. Vì các thủ tục phát hành riêng lẻ đơn giản và nhanh hơn nhiều so với thủ tục chào bán trái phiếu đại chúng, nên hầu hết các đơn vị phát hành đều muốn phát hành riêng lẻ. Ngoài ra, hoạt động phát hành riêng lẻ trái phiếu doanh nghiệp cho thấy có lỗ hổng về quy định để né tránh phát hành đại chúng. Mãi đến gần đây, nhiều nhà đầu tư, bao gồm nhà đầu tư cá nhân, mới có thể mua trái phiếu phát hành riêng lẻ trên thị trường thứ cấp.²⁵ Tận dụng lỗ hổng quy định đó, một số trái phiếu dự kiến được bán cho nhà đầu tư cá nhân, đầu tiên được các liên danh hoặc tổ chức mua trên thị trường sơ cấp (thông qua phát hành riêng lẻ), sau đó được bán lại ngay trên thị trường thứ cấp. Lỗ hổng quy định này khiến cho thị trường chào bán đại chúng không thể hoạt động được trên thực tế.

Nghị định số 163, ban hành cuối năm 2018 tuy mang tính xây dựng nhưng chỉ là giải pháp tạm thời và chưa hoàn hảo. Khi cấm bán lại trái phiếu phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư cá nhân/ đại chúng trong vòng một năm, mục tiêu là để giữ trái phiếu phát hành riêng lẻ trong thị trường riêng lẻ. Tuy nhiên, Nghị định chưa xử lý được rủi ro liên quan đến bảo vệ nhà đầu tư cá nhân/ đại chúng, vì trái phiếu đó rốt cuộc sẽ được sang tay các nhà đầu tư đại chúng trong khi họ chưa được bảo vệ đầy đủ. Xác định ra định nghĩa tốt hơn về phát hành riêng lẻ và nhà đầu tư chuyên nghiệp/ đủ điều kiện cũng là nội dung cần sửa đổi quan trọng trong Luật chứng khoán.

Thách thức của thị trường phát hành riêng lẻ hiện nay là thông tin công khai về thị trường còn hạn chế. Lòng tin là yếu tố căn bản trên thị trường riêng lẻ, nhưng chưa có nhiều số liệu đáng tin cậy được công khai ra công chúng để họ tiếp cận thông tin thị trường, kể cả số liệu tổng hợp. Mặc dù báo cáo lên các cấp có thẩm quyền là yêu cầu bắt buộc nhưng số liệu chưa được chia sẻ một cách nhất quán và định kỳ. Nếu có thông tin, thông tin đó chưa đảm bảo chuẩn mực có thể chấp nhận với nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp. Để cải thiện minh bạch trên thị trường, điều cần thiết là phải đẩy mạnh hoạt động trên các thị trường trái phiếu doanh nghiệp niêm yết và đại chúng.

Một trở ngại quan trọng với sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp là thiếu văn hóa đánh giá định mức tín nhiệm trên cơ sở công khai thông tin đầy đủ. Hầu hết nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp là các ngân hàng. Họ có thể dựa vào mối quan hệ của họ cũng như tài sản thế chấp khi cần đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Các nhà đầu tư khác, chẳng hạn các doanh nghiệp bảo hiểm hoặc quỹ tư nhân thường ít được tiếp cận thông tin về bên vay. Hiện Chính phủ đang có những nỗ lực nhằm ban hành quy định mới nhằm khuyến khích hình thành dịch vụ đánh giá định mức tín nhiệm trong nước vì hiện chưa có tổ chức đánh giá định mức tín nhiệm được công nhận nào đang hoạt động tại Việt Nam.

Khi thị trường phát triển thêm, nhu cầu đặt ra là phải cải thiện hoạt động trên thị trường thứ cấp về trái phiếu doanh nghiệp. Niêm yết cần được khuyến khích để cải thiện về công khai và khả năng phát hiện giá, thông qua công bố thông tin nhiều hơn về giao dịch và áp dụng giá sạch, là mốc tham chiếu giá hữu ích hơn, như giá cơ bản để báo cáo và công bố các giao dịch. Cơ chế thị trường và hạ tầng thanh toán/ bù trừ cũng cần được cải thiện, để loại bỏ yêu cầu phải nộp tiền trước khi giao dịch, làm hạn chế thanh

²⁵ Vào thời điểm soạn thảo báo cáo này, dự thảo Luật chứng khoán mới đang được thảo luận tại Quốc hội. Về vấn đề phát hành riêng lẻ và bán lại cho nhà đầu tư lẻ, dự thảo Luật chứng khoán quy định rằng chỉ có nhà đầu tư chuyên nghiệp mới được chào bán và giao dịch trái phiếu phát hành riêng lẻ. Tuy nhiên, dự thảo cũng quy định rằng hoạt động chào bán riêng lẻ trái phiếu của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh cần tuân thủ theo quy định của Luật doanh nghiệp.

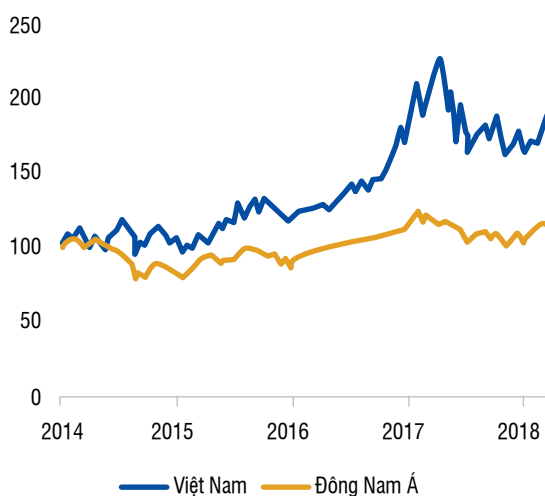
khoản trên thị trường thứ cấp.²⁶ Hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán và nâng cấp hạ tầng thị trường trong thời gian tới sẽ tạo cơ hội để cải thiện chung về hiệu suất của giao dịch, cơ chế thanh toán, bù trừ.

Thị trường cổ phiếu

Thị trường cổ phiếu ở Việt Nam phát triển với kết quả tốt, tăng trưởng 67% trong năm năm qua, vượt trội so với các thị trường khác ở ASEAN (Hình II.9). Tổng giá trị thị trường của các doanh nghiệp niêm yết tương đương 52% GDP vào cuối năm 2018, cao hơn một chút so với In-đô-nê-xia và Trung Quốc, nhưng ngang bằng với Phi-líp-pin, Ma-lay-xia và Thái Lan theo báo cáo (Hình II.10).²⁷ Kết quả trên được lý giải bằng thanh khoản dồi dào và kỳ vọng tích cực của thị trường về tiến trình cổ phần hóa DNNN.²⁸

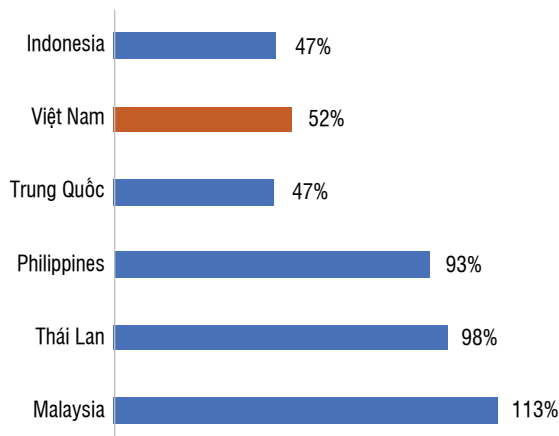
Thị trường cổ phiếu được sử dụng để huy động vốn trực tiếp cho một số ít các doanh nghiệp trong vài năm qua, mặc dù thanh khoản thị trường nói chung dường như đủ để hỗ trợ cho nhiều hoạt động hơn. Tổng khối lượng chào bán lần đầu ra công chúng (IPO) và chào bán tiếp nối (FO) đạt 3,8 tỷ US\$ từ năm 2016 đến 2018, thuộc dạng thấp nhất so với Phi-líp-pin (4,7 tỷ US\$), Ma-lay-xia (5,1 tỷ US\$), Thái Lan (5,8 tỷ US\$) và dĩ nhiên là Trung Quốc (143 tỷ US\$). Trong năm 2018, giá trị của hai phần ba các thương vụ xuất phát từ hai doanh nghiệp (Techcombank, 0,9 tỷ US\$) và Vinhomes (1,3 tỷ US\$). Thị trường thứ cấp cho cổ phiếu ở Việt Nam có hoạt động sôi động hơn với hệ số quay vòng khiêm tốn ở mức 40%, nằm ở mức trung so với các thị trường tương đương trong khu vực theo báo cáo (Hình II.11).

Hình II.9. Chỉ số giá chứng khoán Việt Nam so với Đông Nam Á, tổng doanh số



Nguồn: CEI

Hình II.10. Mức vốn hóa thị trường chứng khoán các quốc gia trong khu vực (% GDP năm 2018)



Nguồn: Dòng dữ liệu Refinitive

Hiện có hai mảng thị trường cổ phiếu là thị trường chứng khoán Tp. HCM (HOSE)²⁹ và thị trường chứng khoán Hà Nội (HNX) và thêm một thị trường cho cổ phiếu “đăng ký” nhưng chưa niêm yết gọi là Thị trường các doanh nghiệp đại chúng chưa niêm yết (UPCOM), nằm trong HNX. Đến tháng 3/2019, mức

26 Vấn đề này không chỉ liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp, mà cả trên thị trường cổ phiếu và trái phiếu Chính phủ.

27 Theo Chính phủ Việt Nam, mức vốn hóa của thị trường cổ phiếu Việt Nam tính theo GDP là 72 - 73% vào tháng 3/2019 - số liệu này có lẽ bao gồm cả cổ phiếu chưa niêm yết, vì vậy chưa phù hợp để so sánh. Khác biệt về số liệu và dữ liệu cho thấy nhu cầu cần cung cấp thông tin nhất quán và đáng tin cậy cho các nhà đầu tư nước ngoài theo các phương thức được quốc tế chấp nhận.

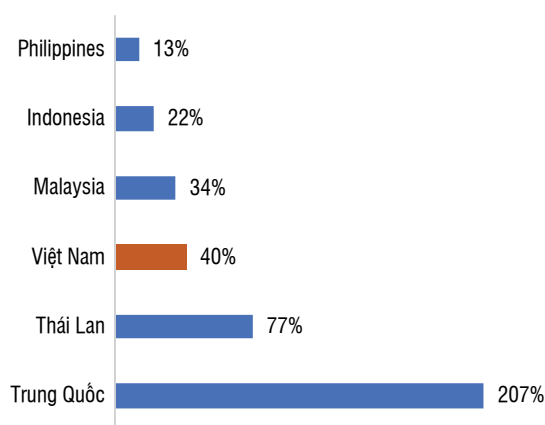
28 IMF, Việt Nam: Báo cáo tham vấn theo Điều khoản IV, 2018, tháng 7/2018

29 Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh hoặc thị trường chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE hoặc HSX)

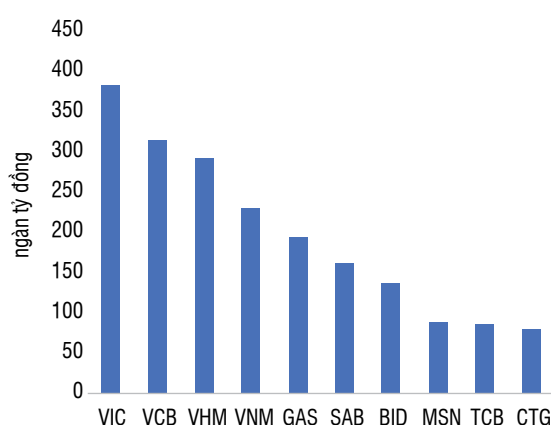
vốn hóa thị trường của HOSE (3.247 ngàn tỷ VND) cao xấp xỉ gấp ba lần so với tại HNX (1.091 ngàn tỷ VND, gồm cả UPCOM). HOSE là nơi niêm yết các doanh nghiệp lớn hơn, gồm cả các DNNN lớn, là thị trường chính để chào bán lần đầu ra công chúng (IPO) và cũng là nơi các nhà đầu tư nước ngoài ở Việt Nam thường tham gia. UPCOM được hình thành để khuyến khích các doanh nghiệp đại chúng chưa niêm yết tham gia thị trường chứng khoán, đẩy mạnh sự hiện diện và khả năng tiếp cận nhà đầu tư, tạo điều kiện để các cấp có thẩm quyền quản lý nhà nước tốt hơn các giao dịch phi tập trung. Tuy nhiên, công bố thông tin vẫn là vấn đề bức xúc ở các doanh nghiệp tham gia UPCOM và là điều đặc biệt gây quan ngại vì cổ phiếu ở đó cũng được các nhà đầu tư đại chúng giao dịch tương tự như cổ phiếu niêm yết. Hiện có trên 756 cổ phiếu niêm yết trên hai sàn chứng khoán (378 cổ phiếu trên mỗi sàn), cộng với 738 doanh nghiệp đăng ký trên UPCOM. Trong đó 10 cổ phiếu lớn nhất chiếm 46,9% tổng mức vốn hóa thị trường trên thị trường cổ phiếu Việt Nam (Hình II.12).

Các tổ chức cung cấp chỉ số toàn cầu đang theo dõi hoạt động trên thị trường cổ phiếu Việt Nam để xác định cơ hội chuyển thứ hạng từ thị trường cận biên thành thị trường mới nổi. Qua đo lường các hoạt động trên thị trường cổ phiếu Việt Nam, FTSE Russel đã đưa Việt Nam vào danh sách theo dõi trong tháng 9/2019 để dự kiến phân loại từ thị trường cận biên thành thị trường mới nổi. Việt Nam cũng đang tìm cách được nâng hạng trở thành thị trường mới nổi của MSCI. Tuy nhiên, chuyển thứ hạng được hay không còn phụ thuộc vào một số yếu tố, trong đó phải kể đến giải pháp hiệu quả để nâng cao khả năng tiếp cận của các nhà đầu tư nước ngoài và minh bạch về hạn mức sở hữu của nước ngoài, hiện vẫn đang được áp dụng cho một số cổ phiếu ở Việt Nam.³⁰ Những hạn chế đó được cho là đang gây ra một số vấn đề về khả năng phát hiện giá ở những doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của nước ngoài đã chạm hạn mức; đối với những cổ phiếu đó, giá chào trên sàn giao dịch chứng khoán chưa hẳn đã là giá mua thực tế của các nhà đầu tư nước ngoài. Đây có lẽ là vấn đề lớn, nhưng chưa hẳn đã là vấn đề duy nhất, cần giải quyết.

Hình II.11. Thanh khoản thị trường
(hệ số quay vòng, %)



Hình II.12. Mười cổ phiếu có mức vốn hóa thị trường cao nhất (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: Dòng dữ liệu của Refinitive và Nền kinh tế toàn cầu, cuối năm 2018

³⁰ Trong năm 2015, chính sách loại bỏ hạn mức sở hữu của cổ đồng nước ngoài tại các công ty đại chúng (trước đây áp dụng hạn mức cứng về sở hữu nước ngoài, ở mức 49% cho doanh nghiệp đại chúng và 30% cho các ngân hàng) có hiệu lực, kèm theo các chính sách khác nhằm giảm bớt thủ tục mở tài khoản giao dịch cho nhà đầu tư nước ngoài; một số lĩnh vực kinh doanh có điều kiện và ngành nghề nhạy cảm vẫn bị hạn chế. Đến tháng 9/2018, chỉ có 25 doanh nghiệp niêm yết loại bỏ hạn mức của họ đặt ra về tỷ lệ sở hữu của cổ đồng nước ngoài trong các doanh nghiệp đại chúng.

Các nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài, đang phải đối mặt với những thách thức về công khai và công bố thông tin. Quan ngại về chất lượng công khai và khả năng tiếp cận cấp lãnh đạo ở các công ty niêm yết, kết hợp với thiếu thông tin công bố kịp thời bằng tiếng Anh đối với nhà đầu tư nước ngoài càng hạn chế hoạt động của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường ở Việt Nam. Điều này, kết hợp với một số yếu tố khác, gây cản trở khả năng thị trường cổ phiếu Việt Nam được xếp hạng thành thị trường mới nổi trên các chỉ số toàn cầu về thị trường cổ phiếu, khiến cho thị trường khó thu hút được các nhà đầu tư đa dạng hơn.

II.4. NHỮNG CÁCH CHỨC ĐỂ HỖ TRỢ HUY ĐỘNG TÀI CHÍNH DÀI HẠN

Phát triển các thị trường vốn để bổ sung cho hệ thống ngân hàng đã và đang được các nhà hoạch định chính sách ở Việt Nam quan tâm. Thị trường cổ phiếu và trái phiếu phát triển mạnh trong những năm qua, nhưng giá trị vốn hóa thị trường vẫn còn thấp so với các quốc gia so sánh trong khu vực, cho thấy tiềm năng phát triển vẫn còn nhiều.

Trong thời gian tới, luật chơi cần được quan tâm hơn nữa vì kinh nghiệm cho thấy minh bạch và cạnh tranh là điều kiện cần để đảm bảo thị trường vốn thực hiện hiệu quả vai trò cung cấp nguồn tài chính hiệu quả. Các cấp có thẩm quyền cần cân đối giữa (a) bảo vệ nhà đầu tư và duy trì lòng tin của nhà đầu tư về định hướng phát triển đúng đắn cho thị trường, và (b) cho phép linh hoạt hơn nữa trong quá trình đầu tư và huy động vốn sao cho chi phí tiếp cận thị trường không trở nên quá tốn kém đến mức gây cản trở.

Với những mục tiêu nêu trên, chúng tôi đề xuất dưới đây năm lựa chọn chính sách cho các nhà hoạch định chính sách:

Trụ cột 1. Hoàn thiện nền tảng pháp lý về huy động tài chính

Ưu tiên hiện đại hóa nền tảng quy phạm pháp luật cho các thị trường. Khung quy phạm pháp luật vững vàng và ổn định kết hợp với hạ tầng thị trường hiệu quả là nền tảng để các thành viên thị trường yên tâm gia nhập. Trong số các ưu tiên, như cấu cấp thiết hiện nay là sửa đổi Luật chứng khoán và các quy định hướng dẫn triển khai nhằm cải thiện về minh bạch và công khai thông tin trên thị trường, hành vi của các thành viên thị trường, cơ chế thể chế và hoạt động, cũng như hạ tầng thị trường theo chuẩn mực quốc tế. Cải thiện khung quy phạm pháp luật để cải cách thị trường phát hành riêng lẻ và đẩy mạnh thị trường niêm yết/ đại chúng cho trái phiếu doanh nghiệp cần được coi là trọng tâm.

Tăng cường năng lực giám sát và thực thi hiệu lực để đảm bảo liêm chính và hiệu quả trên thị trường, qua đó khiến cho chi phí huy động vốn trở nên cạnh tranh hơn cho Chính phủ và các doanh nghiệp, bao gồm cả huy động vốn cho hạ tầng. Bên cạnh đó là nhu cầu cơ chế khuyến khích các đơn vị phát hành (v.d. linh hoạt hơn về cơ cấu và mục đích sử dụng trái phiếu và các công cụ khác, như chứng khoán đảm bảo bằng tài sản) và các nhà đầu tư (thuê tạo sân chơi công bằng).

Trụ cột 2. Cải thiện về quản trị, công khai và công bố thông tin, cũng như hạ tầng thị trường

Thách thức quan trọng ở Việt Nam là phải hình thành được văn hóa định mức tín nhiệm, nhằm đo lường và định giá khách quan rủi ro, thông qua chuẩn mực cao về công khai, công bố thông tin. Sự tham gia vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp đến nay vẫn ở mức rất hạn chế. Điều này một phần là do thiếu minh bạch và thông tin hiện chỉ được công bố cho các nhà đầu tư dự kiến. Một phần nữa là do chưa có đủ các đợt phát hành chất lượng cao được chào bán trên thị trường sơ cấp, vì nhiều lô trái phiếu phát hành trong thời gian qua được thiết kế thành giao dịch phát hành riêng lẻ và chủ yếu được phát hành cho các ngân hàng trong nước. Liên quan đến đó, các vấn đề về quản trị doanh nghiệp và đánh giá định mức

tín nhiệm cần được cải thiện. Thông tin chất lượng cao - chẳng hạn thông tin từ phía các tổ chức đánh giá định mức tín nhiệm - cần được cung cấp để đảm bảo thị trường tài chính có thể vận hành hợp lý và qua đó giúp đánh giá và định giá trái phiếu phát hành.

Khả năng tiếp cận thông tin đáng tin cậy về thị trường và chứng khoán phát hành là điều kiện cần để nâng cao lòng tin của nhà đầu tư. Vấn đề cần cải thiện là cung cấp thông tin đáng tin cậy về định giá cổ phiếu và trái phiếu Chính phủ cho các nhà đầu tư nước ngoài; đây là điều kiện quan trọng nếu Việt Nam muốn đưa cổ phiếu và trái phiếu của mình vào các chỉ số chính thống hơn cho các thị trường mới nổi về cổ phiếu và trái phiếu.³¹ Trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, khả năng tiếp cận thông tin công khai của doanh nghiệp còn rất hạn chế do sự chi phối của phương thức phát hành riêng lẻ. Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp niêm yết và đại chúng là cách để đưa thêm các đơn vị phát hành vào phân khúc thị trường minh bạch hơn, đồng thời thiết lập một trung tâm thông tin về trái phiếu phát hành riêng lẻ để xử lý vấn đề còn lại.

Cải thiện cơ chế thị trường, bao gồm cả nâng cấp hạ tầng, cũng là điều kiện cần để đảm bảo hiệu suất hoạt động của thị trường. Những chính sách và thông lệ làm tăng chi phí, cản trở giao dịch và đầu tư cần được loại bỏ. Trong số các vấn đề bức xúc, cần phải kể đến yêu cầu chuẩn bị vốn trước và xác nhận trước khi giao dịch, gây tốn kém cho các thành viên thị trường (nhà đầu tư và tổ chức trung gian), qua đó gây hạn chế về thanh khoản. Đây là một vấn đề lớn nữa, ngoài các vấn đề khác, cản trở việc Việt Nam được nâng cấp trở thành thị trường mới nổi trong các chỉ số về cổ phiếu và trái phiếu toàn cầu.

Trụ cột 3. Xúc tiến các sản phẩm đổi mới sáng tạo nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường

Nhu cầu huy động tài chính dài hạn, nhất là cho hạ tầng, vẫn ở mức cao khi Việt Nam vẫn tiếp tục quý đạo tăng trưởng hiện nay và khi đô thị hóa vẫn diễn ra nhanh chóng. Thiếu đầu tư cho hạ tầng sẽ trở thành một trở ngại ràng buộc để duy trì bền vững tốc độ tăng trưởng kinh tế cao. Các ngân hàng khó có thể đáp ứng đầy đủ nhu cầu ngày càng tăng đó, do những hạn chế của họ về thanh khoản và vốn, và do bất cân đối về kỳ hạn nếu họ cho vay dài hạn. Nguồn tài chính thông thường ở Việt Nam thường có kỳ hạn từ bảy đến mười năm, dành cho giai đoạn phát triển các dự án đầu tư vào cơ sở sản xuất kinh doanh mới, trong khi đó thời gian hoàn vốn kinh tế hợp lý của các dự án hạ tầng rơi vào khoảng từ 15 đến 20 năm, nếu nhìn vào dòng tiền của tài sản. Chính phủ cũng đang phải đối mặt với hạn chế về ngân sách và hạn mức vay nợ công theo luật định.

Các công cụ mới để huy động tài chính cho khu vực kinh tế thực (chẳng hạn hạ tầng và nhà ở) có thể là trái phiếu dự án, quỹ đầu tư hạ tầng, các giải pháp và công cụ tài chính khác cần có để hỗ trợ đầu tư cho hạ tầng ở Việt Nam. Để thúc đẩy hình thành thêm các cơ hội đầu tư, luật pháp và quy định cần tạo điều kiện, các thủ tục phát hành cần thuận lợi hơn để khuyến khích doanh nghiệp phát hành sản phẩm mới và phù hợp, tạo đủ chiều sâu và bề rộng của thị trường. Các sản phẩm đó bao gồm, nhưng không hạn chế ở, trái phiếu dự án hạ tầng, chứng khoán đảm bảo bằng tài sản, quỹ đầu tư hạ tầng/ bất động sản, v.v. Nhưng cho đến nay, chưa có văn bản pháp luật nào quy định về thành lập và sở hữu các pháp nhân được huy động (v.d. pháp nhân thành lập vì mục đích đặc thù - SPV) để thực hiện các giao dịch tài chính được thiết kế nhằm hỗ trợ phát triển các sản phẩm tài chính đó. Thuê đối với các pháp nhân thành lập vì mục đích đặc thù (SPV) rất cuộc cũng phải tối ưu để họ đem lại lợi ích về phát triển thị trường vốn.

Trụ cột 4. Mở rộng mạng lưới nhà đầu tư cho các thị trường vốn

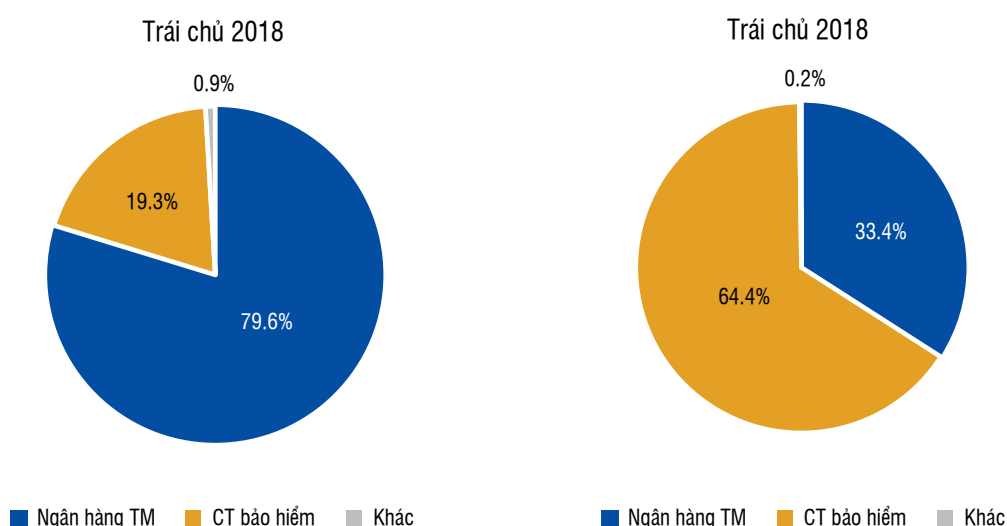
Mở rộng mạng lưới các nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư ngoài ngân hàng, là yếu tố quan trọng để phát triển các thị trường vốn. Mạng lưới nhà đầu tư rộng hơn và đa dạng hơn có vai trò quan trọng, không chỉ nhằm duy trì tăng trưởng thị trường, mà còn để nâng cao thanh khoản và giảm biến động. Các loại hình

³¹ Chẳng hạn thị trường mới nổi về cổ phiếu của MSCI và Chỉ số trái phiếu Chính phủ của JP Morgan đối với trái phiếu.

nhà đầu tư khác nhau có các khung thời gian đầu tư khác nhau (v.d. ngắn hạn hay dài hạn), mức độ chấp nhận rủi ro khác nhau, chiến lược và phương thức đầu tư khác nhau, tất cả những điều đó đều giảm hành vi bầy đàn trên thị trường. Trên góc độ phát triển thị trường, các quy định về hoạt động của bên mua có vai trò quan trọng ở chỗ những quy định đó có thể khuyến khích hoặc cản trở sự phát triển của thị trường trái phiếu. Đó là các văn bản pháp luật và/hoặc quy định về các hoạt động đầu tư được phép thực hiện của các pháp nhân như BHXH, quỹ hưu trí, doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ, quỹ tương hỗ, ngân hàng trong nước và nước ngoài.

Cộng đồng các nhà đầu tư tiềm năng trên thị trường trái phiếu vẫn tiếp tục lớn mạnh, vì vậy điều quan trọng là phải duy trì được động lực. Tỷ lệ nắm giữ trái phiếu Chính phủ của các nhà đầu tư ngoài ngân hàng tăng lên chủ yếu nhờ vào Quỹ Bảo hiểm Xã hội (BHXH). Đến cuối tháng 8/2018, ngành bảo hiểm (bao gồm cả BHXH) nắm giữ đến 64% chứng khoán của Chính phủ (so với chỉ 20% vào năm 2011) (Hình II.13). Sự chi phối của các ngân hàng thương mại đang giảm dần vì họ chỉ nắm giữ một phần ba trái phiếu Chính phủ trong năm 2018 kể cả khi họ vẫn là các thành viên hoạt động nhiều nhất trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Hình II.13. Cơ cấu các nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu Chính phủ



Nguồn: Bộ Tài chính

Mặc dù đã có những tín hiệu tích cực về sự tham gia ngày càng nhiều của các doanh nghiệp bảo hiểm và nhà đầu tư cá nhân, có thể gián tiếp hoặc trực tiếp thông qua các quỹ tương hỗ, nhưng thông điệp quan trọng vẫn là phải tiếp tục mở rộng mạng lưới các nhà đầu tư. Tập hợp các nhà đầu tư đa dạng, bao gồm trong nước, nước ngoài, ngân hàng, tổ chức ngoài ngân hàng, và cả các nhà đầu tư cá nhân với khung thời gian đầu tư khác nhau và mức độ chấp nhận rủi ro khác nhau là điều kiện cần để phát triển thị trường trong nước và nâng cao thanh khoản dọc theo đường cong lợi suất của thị trường trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu Chính phủ. Các nhà đầu tư tổ chức như các quỹ hưu trí, các doanh nghiệp bảo hiểm và quỹ tương hỗ có vai trò quan trọng nhằm tăng cường chiều sâu của thị trường, mở rộng và đa dạng hóa mạng lưới các nhà đầu tư trên các thị trường trái phiếu trong nước.

Một phương án đặt ra là sửa đổi chính sách đầu tư của BHXH, là nhà đầu tư tổ chức lớn nhất. Trước đây, BHXH chủ yếu đầu tư dưới hình thức cho Chính phủ vay trực tiếp (85%, trước năm 2016), đầu tư vào tiền gửi ngân hàng ở những ngân hàng thương mại được phê duyệt (14%) và đầu tư vào các dự án chiến lược (1%). Tuy nhiên, Nghị định số 30 được ban hành năm 2016 cho phép BHXH được đầu tư vào các

công cụ có thể giao dịch như trái phiếu Chính phủ. Ngày nay, BHXH là nhà đầu tư độc tôn lớn nhất trên thị trường trái phiếu Chính phủ. Vì nhu cầu (nội bộ) rất lớn của BHXH về các công cụ có kỳ hạn 10 và 15 năm, hầu hết trái phiếu Chính phủ đều được phát hành ở phân khúc này, gây lấn át các phân khúc kỳ hạn khác được các nhà đầu tư khác ưa chuộng hơn. Vấn đề này nên được cân nhắc để cải cách theo hướng mở rộng cơ chế đầu tư cho BHXH, có thể thông qua sửa đổi Luật bảo hiểm xã hội và Nghị định nêu trên, không chỉ nhằm mục tiêu tạo điều kiện cho BHXH cải thiện bền vững qua nâng cao thu nhập từ đầu tư và giảm rủi ro (nhờ đa dạng hóa đầu tư tốt hơn), mà còn vì sự tham gia của họ ở các thị trường khác (v.d. thị trường trái phiếu doanh nghiệp), qua đó giúp đẩy mạnh tăng trưởng ở các thị trường đó, qua đa dạng hóa mạng lưới các nhà đầu tư.

Việt Nam có ngành bảo hiểm phát triển nhanh và mạnh, trong đó phân khúc bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng gần gấp đôi so với phân khúc bảo hiểm phi nhân thọ. Chiếm xấp xỉ 3% GDP, ngành bảo hiểm của Việt Nam còn tương đối nhỏ so với một số nước khác trong khu vực, nhưng đã và đang phát triển nhanh trong vài năm qua, một phần nhờ vào cơ cấu dân số thuận lợi, tăng trưởng kinh tế cao, và thu nhập cá nhân tăng lên ở Việt Nam, nhưng cũng nhờ vào các hoạt động nâng cao nhận thức và sự quan tâm của người tiêu dùng đến các sản phẩm bảo hiểm nói chung. Phân khúc bảo hiểm nhân thọ hiện đã chiếm khoảng một nửa ngành bảo hiểm trong nước và số liệu mới nhất về tăng trưởng phí bảo hiểm cho thấy phân khúc này sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm năm tới. Ngành bảo hiểm phát triển mạnh, đặc biệt là phân khúc bảo hiểm nhân thọ, tạo ra cơ hội đặc thù để tiếp tục mở rộng mạng lưới các nhà đầu tư ngoài ngân hàng. Các tổ chức này có xu hướng đầu tư vào những công cụ nợ dài hạn, có chất lượng cao, bao gồm cả trái phiếu doanh nghiệp. Trong môi trường phù hợp, với nguồn cung ngày càng tăng về chứng khoán phát hành có chất lượng cao và qua tăng cường khả năng tiếp cận các hệ thống thông tin, một số doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ lớn có thể đóng vai trò là nhà đầu tư tích cực trên thị trường trái phiếu Chính phủ và cả trái phiếu doanh nghiệp.

Quý hưu trí tư nhân và quỹ tương hỗ vẫn đang trong thời kỳ sơ khai ở Việt Nam. Kinh nghiệm đến nay cho thấy cần phải có thời gian để các quỹ hưu trí tư nhân phát triển;³² và cần tiếp tục xây dựng các quy định để hướng dẫn và thúc đẩy sự phát triển của lĩnh vực tiềm năng này, qua đó để họ trở thành nhà đầu tư quan trọng trên thị trường vốn đồng thời đa dạng hóa ra ngoài hệ thống hưu trí của nhà nước và khu vực ngân hàng. Lĩnh vực quỹ hưu trí của Việt Nam đang phát triển nhưng vẫn còn ở giai đoạn ban đầu sau khi mới xuất hiện từ năm 2013, muộn hơn rất nhiều so với Trung Quốc, Ấn Độ, In-đô-nê-xia và Phi-líp-pin. Quỹ tương hỗ là nền tảng trong phát triển thị trường vốn, có vai trò quan trọng nhằm thu hút các nhà đầu tư cá nhân. Sự phát triển của lĩnh vực này hết có vai trò sức quan trọng nhằm đa dạng hóa mạng lưới các nhà đầu tư tổ chức trong nước, đồng thời giúp huy động nguồn tiền tiết kiệm trong nước hiệu quả hơn. Trong số những cải cách cần cân nhắc, ta cũng cần quan tâm đến tạo sân chơi công bằng về thuế giữa các công cụ tài chính (v.d. thuế thu nhập từ quỹ so với thuế thu nhập từ tiền gửi ngân hàng), và nâng mức khấu trừ thuế cho đóng góp vào quỹ hưu trí tư nhân, theo tỷ lệ với thu nhập.

Sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường trái phiếu còn ở mức rất nhỏ. Quy mô thị trường còn nhỏ, thiếu các mã trái phiếu phát hành theo môc chuẩn, thiếu công cụ tự bảo hiểm, và thực chất là Việt Nam chưa đứng trong các chỉ số toàn cầu về trái phiếu thị trường mới nổi, được coi là những yếu tố chính gây hạn chế về hoạt động của các nhà đầu tư nước ngoài.³³ Đối với thị trường này, cách để thu hút nhà đầu tư nước ngoài cân nhắc đầu tư vào Việt Nam và đưa thị trường lên gần hơn với các chỉ số trái phiếu toàn cầu trong hai ba năm tới là phải cải thiện chương trình phát hành theo môc chuẩn và xác định quy mô mục tiêu để phát hành theo môc chuẩn ở mức cao hơn (tham khảo Hộp II.1). Nhà đầu tư nước ngoài có thể ảnh hưởng tích cực đến sự phát triển của thị trường khi họ tạo ra những áp lực tích cực về

32 Nghị định số 88, ban hành năm 2016, hình thành nên khuôn khổ pháp lý về thành lập quỹ hưu trí tư nhân.

33 Việt Nam hiện được phân loại là 'thị trường cận biên'.

chất lượng và dịch vụ của các tổ chức trung gian, nhu cầu về hạ tầng thị trường lành mạnh, an toàn và vững mạnh. Tuy nhiên họ có thể làm tăng biến động và khiến cho thị trường trong nước dễ bị ảnh hưởng bởi những biến động trên thị trường quốc tế và thị trường mới nổi tiềm năng. Về phía doanh nghiệp, thông tin kịp thời và đáng tin cậy bằng tiếng Anh, bao gồm cả thông tin công bố của doanh nghiệp, là điều kiện cần đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

Hộp II.1: Nếu được đưa vào các chỉ số toàn cầu về trái phiếu thị trường mới nổi, Việt Nam sẽ thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài nhiều hơn

Mục tiêu trung hạn cho Việt Nam là phải được nằm trong các chỉ số toàn cầu chính về trái phiếu. Hầu hết các quốc gia tương đương với Việt Nam trong khu vực, như In-đô-nê-xia, Ma-lay-xia, Phi-líp-pin và Thái Lan, đã đều được đưa vào Chỉ số trái phiếu toàn cầu của JP Morgan, là chỉ số chuẩn được quan tâm nhiều nhất. Việc tham gia các chỉ số đó sẽ đưa thị trường vốn của Việt Nam vào tầm quan sát và theo dõi của các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài.

Điều kiện quan trọng mang tính định lượng để tham gia một Chỉ số trái phiếu toàn cầu là một trái phiếu phải đạt khối lượng dư nợ tương đương 1 tỷ US\$. Tiêu chí định tính liên quan đến chiều sâu của thị trường ngoại hối, thuận tiện về tiếp cận thị trường, bao gồm cả các dịch vụ lưu ký và mức độ phát triển của thị trường bao gồm minh bạch về giá, khả năng dự liệu và tính nhất quán của chương trình phát hành, thanh khoản trên thị trường thứ cấp, sự chấp nhận giá thị trường của bên phát hành. Mặc dù lớn mạnh về quy mô, nhưng thị trường trái phiếu Chính phủ của Việt Nam vẫn chưa đạt được ngưỡng này và cần được cải thiện hơn nữa về những thông lệ thị trường chưa được hài hòa đầy đủ với các chuẩn mực quốc tế.

Cuối cùng là điểm lưu ý về khu vực ngân hàng. Mặc dù mở rộng mạng lưới các nhà đầu tư ra các thành viên ngoài ngân hàng cũng quan trọng, nhưng hệ thống ngân hàng lành mạnh là điều kiện tiên quyết để phát triển các thị trường vốn. Ngân hàng là nơi cung cấp thanh khoản cho các thị trường vốn vì cho đến nay họ vẫn là những thành viên lớn nhất trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam. Họ cũng có vai trò thúc đẩy định giá trên cơ sở rủi ro theo hướng phù hợp, qua đó tạo cơ hội cho các doanh nghiệp có định mức tín nhiệm cao phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Bản thân họ cũng là các tổ chức phát hành trái phiếu doanh nghiệp quan trọng. Vị thế chiến lược đó đòi hỏi các ngân hàng thương mại phải hoạt động lành mạnh và được theo dõi đầy đủ theo thời gian thông qua các chỉ tiêu về an toàn vốn (phù hợp với các yêu cầu của Basel II).³⁴

Khi doanh nghiệp phát hành trái phiếu ngày càng nhiều, điều đó sẽ có tác động đến bảng cân đối tài sản của các ngân hàng. Những tác động đó cần được xem xét và đòi hỏi sự phối hợp nhiều hơn giữa các bên, chủ yếu là giữa NHNN và Bộ Tài chính để đảm bảo tầm nhìn tổng thể hơn về phát triển khu vực tài chính lành mạnh, bao gồm thị trường trái phiếu doanh nghiệp vận hành tốt và hệ thống ngân hàng lành mạnh.

³⁴ NHNN đã tiến hành một số biện pháp, bao gồm (i) coi trái phiếu là một bộ phận của tín dụng hoặc vốn vay trong tính toán các tỷ lệ an toàn vốn (v.d. tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ vốn vay trên tiền gửi, v.v.); (ii) gộp trái phiếu và vốn vay của cùng chủ nợ vào tính toán hạn mức cho tổ chức vay duy nhất; (iii) cấm mua trái phiếu nếu tiền huy động được dùng để tái cơ cấu vốn vay; và (iv) các yêu cầu về theo dõi tài sản thế chấp tương tự như đòi hỏi với vốn vay.

Trụ cột 5. Tăng cường huy động nguồn tài chính dài hạn qua chỉ đạo của Chính phủ

Chính phủ có một số vai trò trong phát triển thị trường vốn. Như đã nêu trên, ngoài vai trò quản lý nhà nước thông qua thiết kế và triển khai luật chơi, bản thân Chính phủ cũng là tổ chức phát hành trái phiếu lớn. Trong điều kiện trái phiếu của khu vực nhà nước đang chi phối thị trường, cơ chế được Chính phủ áp dụng trong các hoạt động của mình sẽ gây ảnh hưởng đến cách thức vận hành của thị trường trong những năm tới.

Kinh nghiệm ở các thị trường mới nổi cho thấy Chính phủ có thể gây ảnh hưởng đến đường cong lợi suất của trái phiếu bằng cách kéo dài trực kỳ hạn. Cách làm đó đã chứng tỏ là có hiệu quả nhằm khuyến khích doanh nghiệp phát hành, thông qua hình thành giá tham chiếu cho cả nhà đầu tư ở cả phân khúc ngắn hạn và dài hạn trên đường cong lợi suất. Chính phủ cũng có thể tác động đến khối lượng thanh khoản trên thị trường bằng cách cam kết về phát hành trong khả năng dự liệu sao cho các nhà đầu tư tiềm năng có thể lập kế hoạch đầu tư từ sớm. Tại Việt Nam, các vấn đề cần cải thiện thêm bao gồm phát triển đường cong lợi suất thông qua nâng quy mô của trái phiếu mốc chuẩn và rút gọn số lượng công cụ. Cơ chế kiên tạo thị trường mới được triển khai, bằng phương tiện tạo thanh khoản của Bộ Tài chính/Kho bạc Nhà nước, sẽ giúp nâng cao thanh khoản, qua đó cải thiện về nghiệp vụ định giá công cụ trái phiếu, bao gồm cả trái phiếu Chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp. Thị trường trái phiếu Chính phủ phát triển hơn không chỉ tạo ra nền tảng cần có cho các công cụ khác (định giá theo mốc chuẩn, hạ tầng thị trường) mà còn tạo ra điểm gia nhập ban đầu cho các nhà đầu tư nước ngoài vì họ thường bắt đầu đầu tư vào các công cụ có thanh khoản cao và ít rủi ro, như trái phiếu Chính phủ (của nhà nước so với tín dụng doanh nghiệp).

Một vấn đề nữa là khuyến khích sử dụng các công cụ tự bảo hiểm rủi ro. Các công cụ tự bảo hiểm tỷ giá trên thị trường nếu được phát triển sẽ khuyến khích đông đảo các nhà đầu tư nước ngoài gia nhập và tham gia liên tục trên thị trường trái phiếu. Các công cụ tự bảo hiểm sẽ tiếp tục khuyến khích họ gia nhập đông đảo hơn và tham gia liên tục trên thị trường trái phiếu. Các cấp có thẩm quyền nên cân nhắc các biện pháp khiến cho giao dịch các công cụ tự bảo hiểm rủi ro - cụ thể là tự bảo hiểm tỷ giá và lãi suất - trở nên hiệu quả hơn và thiết lập hạ tầng thị trường cũng như quy định cho thị trường này (v.d. cơ chế báo cáo giao dịch và các yêu cầu về an toàn).

Cuối cùng, các cấp có thẩm quyền cần cân nhắc hình thành lãi suất tham chiếu ngắn hạn đáng tin cậy hơn để hoàn tất đường cong lợi suất từ phân khúc ngắn hạn đến phân khúc dài hạn. Điều này sẽ giúp cải thiện việc định giá cho các công cụ có lãi suất thả nổi và tạo ra mốc neo vững chắc cho các công cụ có kỳ hạn dài hơn. Nếu không, trái phiếu doanh nghiệp phải sử dụng chỉ số tổng hợp về lãi suất tiền gửi của một số ngân hàng để tham chiếu, cách làm đó không phải lý tưởng vì bị thiên kiến theo một số ngân hàng lựa chọn và gây yếu kém trong kiểm soát quản trị. Có được mốc lãi suất ngắn hạn đáng tin cậy cũng là cách để nâng cao hiệu quả định giá các công cụ tự bảo hiểm (v.d. hoán đổi, kỳ hạn) và làm cho các thị trường đó trở nên thanh khoản hơn.

II.5. HƯỚNG VỀ TƯƠNG LAI

Trong quá trình Việt Nam phấn đấu trở thành quốc gia thu nhập trung bình ở ngưỡng cao, với nhu cầu huy động tài chính lớn hơn cho phát triển và khi khả năng tiếp cận các nguồn vốn ưu đãi giảm đi, thách thức đặt ra là cải thiện trung gian tài chính và phát triển các thị trường vốn nhằm đa dạng hóa các phương thức huy động vốn dài hạn. Khu vực ngân hàng đến nay vẫn giữ vị trí trung tâm trong các nỗ lực cải cách khu vực tài chính vì tín dụng ngân hàng chiếm đến trên 130% GDP.

Chính phủ đang chú trọng ngày càng nhiều đến nhu cầu phát triển các thị trường vốn để cải thiện phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế Việt Nam. Các bằng chứng thực nghiệm cho thấy thị trường vốn có thể có vai trò trung tâm trong huy động tiết kiệm, đa dạng hóa rủi ro, và phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế. Tất cả những điều đó đều quan trọng cho quỹ đạo tăng trưởng tương lai ở Việt Nam. Thị trường trái phiếu và cổ phiếu hiệu quả không chỉ hỗ trợ cho các doanh nghiệp ở khu vực tư nhân mà cả cho Nhà nước, bao gồm các DNNN, với nhu cầu mở rộng và đa dạng các nguồn vốn cần huy động cho chương trình đầu tư đầy tham vọng.

Hỗ trợ phát triển các thị trường vốn đòi hỏi phải chú trọng liên tục đến việc hình thành nên hệ sinh thái, bao gồm khuôn khổ quy phạm pháp luật lành mạnh, các sản phẩm tài chính phù hợp, nhà đầu tư đa dạng và cải thiện về quản trị, công khai, hạ tầng và tăng cường phối hợp giữa các cơ quan của Chính phủ. Ngoài những biện pháp trên, Chính phủ cũng cần cân nhắc thận trọng để cân đối giữa đổi mới sáng tạo và ổn định trong thời gian tới. Kinh nghiệm cho thấy thị trường vốn phát triển nhanh chóng có thể đẩy mạnh cơ hội huy động tài chính cho nền kinh tế, nhưng cũng có thể làm tăng rủi ro lây nhiễm. Hơn nữa, phát triển thị trường vốn còn tác động đến khu vực ngân hàng, cụ thể liên quan đến các nỗ lực huy động vốn của ngân hàng. Những tác động quan trọng trên cần được xem xét và đòi hỏi sự phối hợp mạnh mẽ hơn giữa các bên liên quan, bao gồm NHNN và Bộ Tài chính, để đảm bảo phát triển khu vực tài chính lành mạnh, với các thị trường vốn hoạt động tốt và hệ thống ngân hàng lành mạnh. Rốt cuộc, năng lực xử lý những thách thức trên của Chính phủ sẽ quyết định mức độ và tiến độ Việt Nam có thể gia nhập nhóm các nền kinh tế phát triển nhất.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Adjasi, C., and C. Yartey. 2007. "Stock market development in Sub-Saharan Africa. Critical issues and challenges." IMF Working Paper No. 7/209. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Antonielli, M., and C. Altomonte. 2014. "Are capital markets the only friend of innovation?" <http://bruegel.org/2014/03/are-capital-markets-the-only-friend-of-innovation/>.
- Asian Development Bank. 2019. "Emerging East Asian Local Currency Bond Markets. A Regional Update (September)." Asian Development Bank, Manila.
- Azam, Muhammad Haseeb, A. B. Samsi, and O. J. Raji. 2016. "Stock Market Development and Economic Growth. Evidences from Asia-4 Countries." *International Journal of Economics and Financial Issues*. Vol 6, No 3, pages 1200-1208
- Bekaert, G., C. Harvey, and C. Lundblad. 2011. "Financial openness and productivity." *World Development* 39 (1): 1–19. DOI. 10.1016/j.worlddev.2010.06.016.
- Bertrand, Olivier, and Pluvia Zuniga. 2004. "R&D and M&A. Are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries." Cahiers de la Maison des Sciences Economiques, Université Panthéon-Sorbonne (Paris 1).
- Calomiris, C., M. Larrain, and S. Schmukler. 2018. "Capital inflows, equity issuance activity, and corporate investment." Policy Research Working Paper No. 8405, World Bank Group, Washington, DC. DOI. 10.1596/1813-9450-8405.
- Carlin, W., and C. Mayer. 2003. "Finance, investment, and growth." *Journal of Financial Economics* 69 (1): 191–226. DOI: [10.1016/S0304-405X\(03\)00112-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00112-0).
- Choong, C. K., Zulkornain Yusop, Siong Hook Law, and Venus Liew Khim Sen. 2003. "Financial Development and Economic Growth in Malaysia: The Stock Market Perspective." *Macroeconomics* 0307010, University Library of Munich, Germany.
- Demirguc-Kunt, A., E. Feyen, and R. Levine. 2012. "The evolving importance of banks and securities markets." NBER Working Paper Series No. 18004, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. DOI.10.3386/w18004.
- General Statistical Office. *Vietnam Statistical Yearbook* (various years). General Statistical Office, Hanoi.
- Geng, N., and P. N'Diaye. 2012. "Financial development, corporate investment and savings in China." IMF Working Paper No. 12/80, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Government of Vietnam. 2019. "The Report of the Prime Minister to the National Assembly on Vietnam's socio-economic developments in 2019 and tasks in 2020, (October)." Government of Vietnam, Hanoi.

- Hsu, P., X. Tian, and Y. Xu. 2014. "Financial development and innovation. Cross country evidence." *Journal of Financial Economics* 112 (2014): 116–135. DOI. [10.1016/j.jfineco.2013.12.002](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.12.002).
- IMF (International Monetary Fund). 2018. "Vietnam, Staff report for the 2018 Article IV consultations." Staff report. International Monetary Fund, Washington, DC, July.
- Langfield, S., and M. Pagano. 2016. Bank bias in Europe. "Effects on systemic risk and growth." *Economic Policy* 31 (85): 51–106.
- Levine, R., and S. Zervos. 1998. "Stock markets, banks, and economic growth." *The American Economic Review* 88 (3): 537–558.
- Naik, P., and P. Padhi. 2015. "On the linkage between stock market development and economic growth in emerging market economies. Dynamic panel evidence." *Review of Accounting and Finance* 14 (4): 363–81. DOI. [10.1108/RAF-09-2014-0105](https://doi.org/10.1108/RAF-09-2014-0105).
- Nordin, S., and N. Nordin. 2016. "The Impact of Capital Market on Economic Growth: A Malaysian Outlook." *International Journal of Economics and Financial Issues* 6 (75). <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/3617>.
- Pasquier-Doumer, L., X. Oudin, and T. Nguyen, eds. 2017. *The importance of Households Business and Informal Sector for Inclusive Growth in Vietnam*. Hanoi: The Gioi Publisher.
- Wanaset, Apinya. 2018. "The Relationship between Capital Market and Economic Growth in Thailand." <http://kuojs.lib.ku.ac.th/index.php/jems/article/view/1696>.
- World Bank Group. 2018. "Vietnam: Maximizing Finance for Development in the Energy Sector." World Bank Group, Washington, DC.
- World Bank. 2019. *Doing Business 2019. Comparing Business Regulation in 190 Economies (October)*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank. 2019. *Managing Headwinds: East Asia and Pacific Economic Update (April)*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank. 2019. "Policy Note on Firms Development." Draft. World Bank, Washington, DC.
- World Bank. 2019. *Weathering Growing Risks: East Asia and Pacific Economic Update (October)*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank. Forthcoming. "Capital Markets Development: Causes, Effects and Sequencing." World Bank, Washington, DC.



63 Ly Thai To Street, Hanoi

Tel. (84-24) 3934 6600

Fax (84-24) 3935 0752

Website: www.worldbank.org.vn