

# Tương tác giữa thị trường chứng khoán phát triển bền vững và thị trường tài chính

PGS.TS. LÊ HOÀNG NGA - SSC

**T**hị trường tài chính quốc gia bao gồm nhiều loại thị trường như thị trường tiền tệ, thị trường chứng khoán (TTCK, thị trường tín dụng, thị trường bất động sản (BDS)... Giữa các thị trường này có mối quan hệ hữu cơ với nhau. Bài viết này tìm hiểu tổng quát về mối quan hệ giữa TTCK phát triển bền vững với thị trường tài chính, không đi sâu vào các nhân tố hoặc biện pháp nhằm cải thiện tình hình.

Hiện nay, việc phát triển TTCK bền vững, ổn định đang là sự quan tâm của các nhà hoạch định chính sách, các nhà đầu tư. Tại Việt Nam, sự thăng trầm của TTCK tập trung qua hơn 8 năm hoạt động đang làm dấy lên việc tìm hiểu về phát triển TTCK bền vững. Có nhiều quan điểm về vấn đề này. Một TTCK bền vững qua các giai đoạn phát triển kinh tế là một điều khó khăn, tuy nhiên, việc thực hiện các giải pháp để đạt tới tính bền vững về không gian (trong mối quan hệ tương tác với các bộ phận khác của thị trường tài chính), về thời gian (sự kết nối về thời gian 3 chiều quá khứ, hiện tại và tương lai), về môi trường đầu tư công bằng cho mọi chủ

## Mối quan hệ giữa TTCK phát triển bền vững với thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ là một bộ phận quan trọng của thị trường tài chính và thực hiện những dịch vụ quan trọng của hệ thống tài chính. Thị trường tiền tệ có quan hệ chặt chẽ và hữu cơ với thị trường vốn dài hạn - một bộ phận khác của thị trường tài chính. Xét về lịch sử và lý luận thì thị trường tiền tệ ra đời sớm, gắn liền với hoạt động điều chuyển vốn ngắn hạn giữa các ngân hàng thương mại (NHTM) dưới nhiều hình thức. Vì vậy thị trường tiền tệ nguyên thủy có tên gọi là thị trường liên ngân hàng.

Trong thực tiễn, thị trường tiền tệ và TTCK luôn có quan hệ chặt chẽ với nhau, mà về nhiều khía cạnh, thị trường tiền tệ là một trong những cơ sở kinh tế để tạo lập và phát triển TTCK. Các biến đổi về lãi suất, giá cả trên thị trường tiền tệ thường kéo theo các biến đổi về thị giá chứng khoán. Xét về nghiệp vụ, cơ cấu tổ chức ... thì thị trường tiền tệ, TTCK, và thị trường hối đoái là giống nhau. Trên thực tế không có thị trường nào hoạt động riêng rẽ, trong mỗi giao dịch ngoại hối đều có yếu tố của thị trường tiền tệ.

## Thị trường liên ngân hàng:

Thị trường liên ngân hàng là bộ phận quan trọng của thị trường tiền tệ. Đây là thị trường vốn ngắn hạn giữa các ngân hàng với nhau do Ngân hàng Trung ương (NHTW) tổ chức để giải quyết nhu cầu vốn giữa các NHTM về bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ, đáp ứng nhu cầu thanh toán của khách hàng ... Trên thực tế, thị trường tiền tệ là một thị trường riêng biệt, ở đó các ngân hàng chuyên trao đổi khả năng thanh toán trên tài khoản ở NHTW thông qua việc mua bán số ngân quỹ thừa ra, qua đó đáp ứng yêu cầu cân đối ngân quỹ trong ngày. Nghiệp vụ mua bán này được thực hiện một cách đơn giản bằng cách chuyển vốn trên tài khoản của các tổ chức tín dụng tại NHTW. Hàng hóa trên thị trường này là các nguồn vốn nhàn rỗi của các tổ chức tín dụng. Giá cả của hàng hóa "vốn" này là lãi suất.

Trên thị trường liên ngân hàng, các NHTM tham gia để tìm kiếm lợi nhuận, còn NHTW tham gia với vai trò là người cho vay cuối cùng đối với các NHTM và là người chi phối thị trường.

Trong hoạt động huy động vốn của các NHTM, thị trường liên ngân hàng được gọi là thị trường 2, là nơi mà các NHTM có thể tìm kiếm các nguồn vốn tạm thời thiếu hụt với số lượng lớn để đáp ứng nhu cầu thanh khoản của mình. Nhu cầu này có thể nảy sinh từ sự thiếu hụt thanh khoản, nhưng cũng có thể từ hoạt động đầu tư chứng khoán của chính ngân hàng, hoặc từ cho vay cầm cố chứng khoán của ngân hàng...

Một TTCK phát triển ổn định bền vững thì mối quan hệ tương tác không gian và thời gian được đảm bảo. Giữa TTCK và thị trường vốn ngân hàng có sự liên thông thường xuyên về dòng vốn vào- ra. Trong tổng nguồn vốn nhàn rỗi là không đổi vào một thời điểm, nếu vốn được thu hút vào TTCK thì dòng vốn đầu tư qua ngân hàng sẽ giảm đi, và ngược lại qua tác động của hai kênh truyền dẫn trên. Nếu TTCK ổn định thì dòng vốn cho vay- vay, bán- mua trên thị trường liên ngân hàng là bình thường, ngược lại sẽ có sự đột biến trên thị trường này, gây áp lực đến lãi suất và chính sách lãi suất của NHTW. Vào năm 2007, khi sức hút về chứng khoán ở Việt Nam lên rất cao, dòng vốn từ thị trường, từ ngân hàng chuyển sang đầu tư chứng khoán rất mạnh và lớn, góp phần đẩy mức giá ảo lên rất cao. Các NHTM thậm chí cho vay vốn với nhiều mục đích biến tướng để đáp ứng nhu cầu đầu tư cổ phiếu của các nhà đầu tư. Hoạt động này đã bị NHNN siết chặt vào năm 2008, song do độ trễ về thời gian, nên gánh nặng về đầu tư tài chính đã bộc lộ vào năm 2008. Thực tế hoạt động của thị trường tài chính Việt Nam giữa năm 2008 cho thấy, khi TTCK suy giảm mạnh, năng lực thanh khoản của các NHTM Việt Nam kém vào giữa năm thì hoạt động vay mượn trên thị trường liên ngân hàng trở nên nhộn nhịp, lãi suất liên ngân hàng lên cao. Các NHTM có khả năng cho vay trên thị trường này như ACB, ngân hàng Liên Việt vẫn có lãi trong khi đa số các NHTM cổ phần nhỏ bị lỗ.

Các kênh truyền dẫn giữa thị trường liên ngân hàng và TTCK chính là lãi suất, giá tài sản. Khi lãi suất liên ngân hàng tăng lên, thể hiện việc thiếu thanh khoản của NHTM hoặc do tác động của chính sách tiền tệ thì nguồn vốn bơm cho TTCK sẽ giảm đi.

Như vậy, việc giữ sự ổn định, bền vững của TTCK rất có lợi cho thị trường liên ngân hàng vì:

- Đảm bảo dòng vốn đầu tư trong xã hội không biến động mạnh giữa các lĩnh vực đầu tư ngắn hạn, trung và dài hạn.

- Đảm bảo thanh khoản ổn định cho hệ thống ngân hàng trung gian, nhất là NHTM, từ đó đảm bảo nguồn vốn huy động để các NHTM thực hiện cấp vốn cho nền kinh tế một cách bình thường.

- Đảm bảo sự ổn định nhất định của lãi suất liên ngân hàng với tư cách là một loại lãi suất cơ sở của thị trường tiền tệ và thị trường tài chính.

Từ lãi suất liên ngân hàng, các NHTM cộng thêm các mức phí, mức bù rủi ro theo thời hạn của từng nguồn vốn để xác định lãi suất thị trường. Sự ổn định của lãi suất liên ngân hàng góp phần ổn định chính sách lãi suất của NHTW. Về phần mình, lãi suất tác động ngay lập tức tới giá cả chứng khoán trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp, nếu như các kênh truyền dẫn hoạt động tốt.

- TTCK cung cấp một cách nhanh chóng các thông tin thị trường, từ các tín hiệu này, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ, chính sách tỷ giá, chính sách lãi suất có điều kiện đưa ra các biện pháp cụ thể phù hợp với biến động của thị trường. Trên thực tế, các thông tin đa dạng, nhiều chiều từ các thị trường nhạy cảm như TTCK là nguồn đầu vào cực kỳ quan trọng trong hoạch định chính sách vĩ mô. Vì vậy, các lợi ích của toàn bộ thị trường tài chính được đảm bảo.

Điều kiện của mối quan hệ này là các yếu tố vĩ mô được bình ổn, không có những cú sốc lớn, bất thường, không gây ra những đột biến trong các yếu tố đầu vào cho các doanh nghiệp, tức là môi trường kinh doanh không có xáo trộn lớn.

### **Mối quan hệ giữa TTCK phát triển bền vững với thị trường mở**

Thị trường tiền tệ mở rộng được thành lập và hoạt động ở các nước phát triển từ đầu những năm 80 của thế kỷ 20. Thị trường mở gắn bó chặt chẽ với việc điều hành chính sách tiền tệ của NHTW. Để nâng cao hiệu quả của thị trường mở và nghiệp vụ thị trường mở thì việc đa dạng hàng hóa, chủ thể và thời hạn của các giấy tờ có giá cũng như trình độ công nghệ, thông tin... là rất cần thiết, tác động tới lãi suất trên thị trường tiền tệ.

Chính vì vậy, nếu TTCK phát triển ổn định thì tác động tới hiệu quả hoạt động của thị trường mở- nơi gắn bó chặt chẽ với điều hành chính sách tiền tệ của NHTW- sẽ có điều kiện thông suốt vì:

- Hàng hoá mua bán ở thị trường mở sẽ phong phú đa dạng về thời hạn và chủng loại. Một loại hàng hóa rất quan trọng trên thị trường mở là trái phiếu như trái phiếu chính phủ, trái phiếu đô thị... được phát hành ở thị trường sơ cấp. TTCK hoạt động ổn định thì mật độ phát hành, số lượng phát hành, loại trái phiếu... sẽ thường xuyên, không chỉ tạo kênh huy động vốn rất quan trọng cho chính phủ trung và địa phương mà còn làm cho hàng hóa của thị trường mở, thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc trở nên phong phú. Từ đó, hoạt động mua bán ngắn hạn giấy tờ có giá của NHTW trong thực thi chính sách tiền tệ sẽ uyển chuyển hơn.

- Khả năng hấp thụ vốn của các tổ chức trung gian tài chính sẽ cao hơn, có tính hệ thống hơn, từ đó mà góp phần nâng cao tính ổn định của cả thị trường tài chính. Các biện pháp thắt chặt hay nới lỏng tiền tệ của NHTW để điều hành chính sách tiền tệ ngay lập tức tác động tới dự trữ của NHTM, từ đó tới lãi



suất  
tín dụng,  
cung tiền tệ, khả năng thanh  
khoản của các NHTM.

- Thị trường trái phiếu thứ cấp hoạt động ổn định sẽ tạo điều kiện đảm bảo thanh khoản cho trái phiếu, ngắn hạn hóa các dòng vốn trung dài hạn thông qua trái phiếu, qua đó làm tăng tính hấp dẫn cho trái phiếu. Trên thực tế, trái phiếu trung dài hạn là “lớp xơ cua” có độ đàn hồi tốt, giúp phân tán rủi ro cho danh mục đầu tư cũng như làm tăng tính linh hoạt của thị trường tiền tệ. Vì vậy, thị trường trái phiếu phát triển mạnh trong cấu trúc TTCK có thể coi là điểm giao thoa rõ nét nhất giữa thị trường tiền tệ và TTCK.

Ngược lại, nếu TTCK quốc gia biến động mạnh thì ảnh hưởng tới thị trường mở và từ đó tới năng lực điều hành của NHTW sẽ không nhỏ. Vì:

- Hàng hóa giao dịch trên thị trường mở không phong phú, gây ảnh hưởng tới thanh khoản trên thị trường này, nhất là các loại trái phiếu chính phủ, trái phiếu đô thị, trái phiếu công ty;

- Các NHTM tham gia thị trường mở với tư cách thành viên thị trường mở sẽ không nhiều, không thường xuyên, nguồn vốn giao dịch không đều đặn vì vốn đầu tư bị bất động hoá trên TTCK, khả năng thanh khoản kém do không thu hồi được vốn cho vay.

- Khi TTCK quốc gia ở vào trào lưu xuống giá dài, gây ảnh hưởng lớn tới tăng trưởng kinh tế, các NHTW phải can thiệp vào thị trường, trước hết là thị trường tiền tệ, nhằm cung cấp vốn cho các ngân hàng và doanh nghiệp để tăng khả năng thanh toán, hoặc là thực hiện chính sách lãi suất giảm để kích thích các doanh nghiệp vay vốn ngân hàng đầu tư và sản xuất kinh doanh. Việc các NHTW bơm thêm tiền ra lưu thông để cấp cứu cho các NHTM như Fed, các nước châu Âu từng đã thực hiện trong vài ba năm qua, điển hình là trong cuộc khủng hoảng tài chính ở Mỹ cuối năm 2008-2009 hiện nay là những ví dụ sống động. NHTW cũng có thể thu tiền về khi có lạm phát cao qua việc bán các loại tín phiếu NHTW trên thị trường mở để giảm áp lực lạm phát trong bối cảnh TTCK giảm.

Các tác động này chủ yếu thực hiện thông qua kênh lãi suất, giá chứng khoán, tín dụng.

Do đó, TTCK là một kênh chuyển tải các biến động của thị trường tới NHTW, đòi hỏi NHTW phải có những biện pháp giải quyết phù hợp,

Về phần mình, thị trường mở và nghiệp vụ thị trường mở (OMO) là một “van” bơm và hút tiền từ lưu thông về NHTW. Từ kinh nghiệm điều hành CSTT của các nước phát triển, OMO là công cụ hữu hiệu nhất trong hoạt động điều tiết lượng tiền cung ứng của NHTW. Vì vậy, nếu OMO được thực

hiện thường xuyên, hàng hóa phong phú, đấu thầu lãi suất là chủ đạo, thì lượng tiền MS sẽ linh hoạt phù hợp với thị trường, sự căng thẳng hay dư thừa vốn đầu tư sẽ được giảm thiểu.

Điều kiện cho sự luân chuyển vốn giữa hai thị trường tài chính bậc cao này được thực hiện thuận lợi là vai trò của NHTW trong tổ chức và quản lý thị trường tài chính.

**Mối quan hệ giữa TTCK với thị trường hối đoái**

Thị trường hối đoái là nơi mua bán, vay mượn ngoại tệ giữa các chủ thể có liên quan. Thị trường hối đoái là nơi để NHTW đảm bảo và duy trì dự trữ ngoại hối. Khi dự trữ ngoại hối ổn định và gia tăng thì khả năng đảm bảo giá trị đồng tiền quốc gia sẽ ổn định, từ đó giúp bình ổn giá chứng khoán trên TTCK. Các NHTM thông qua thị trường hối đoái mà thực hiện cân bằng trạng thái ngoại hối của mình nhằm đảm bảo thanh khoản bằng ngoại tệ và đồng bản tệ. Vì vậy, tuy thị trường hối đoái chủ yếu là mang tính ngắn hạn về giao dịch ngoại tệ, song có vai trò quan trọng trong việc đảm bảo tính thanh khoản cho TTCK. Ngược lại, khi TTCK ổn định thì luồng vốn ngoại tệ vào- ra sẽ thực hiện bình thường.

Kênh dẫn xuất giữa thị trường hối đoái và TTCK chủ yếu là tỷ giá hối đoái. Dòng vốn nước ngoài vào TTCK quốc gia chủ yếu là vốn đầu tư gián tiếp. Vì vậy, chính sách tỷ giá có liên quan đến việc thu hút vốn đầu tư gián tiếp thông qua TTCK:

- Tùy theo mức độ mở cửa của nền kinh tế mà mức độ tự do hoá tài khoản vãng lai và tài khoản vốn sẽ được thực hiện. Nếu tự do hóa hoàn toàn tài khoản vãng lai, người cư trú, người không cư trú được mở tài khoản ngoại tệ tại các ngân hàng được phép để chuyển lợi nhuận, vốn đầu tư và các khoản thu nhập khác về nước mà không cần xuất trình chứng từ chứng nhận việc đã hoàn thành nghĩa vụ thuế với Nhà nước. Các giao dịch vốn trong điều kiện mở cửa được nới lỏng về

chuyển vốn của các nhà đầu tư nước ngoài và việc vay nước ngoài của người cư trú. Trong điều kiện đó, ngoài sức hút về lợi nhuận, thì chính sách tỷ giá là một cơ sở để các nhà đầu tư tham khảo để quyết định đầu tư. Nếu NHTW thực hiện chính sách tỷ giá thích hợp thì khả năng đối phó với dòng vốn nước ngoài ngắn hạn sẽ tăng lên, nhất là trong trường hợp đảo chiều. Ở Việt Nam hiện nay, chính sách tỷ giá thích hợp là chính sách tỷ giá linh hoạt, dựa vào “rõ” tiền tệ với một dải băng tỷ giá trượt. Nghiên cứu của IMF về Indonexia, Malayxia, Philippines, Singapore, Thái Lan gần đây cho thấy, việc thực hiện ngang giá trung tâm hướng vào tỷ giá thực tế cân bằng dài hạn có tác dụng thu hút các dòng vốn quốc tế, duy trì tính cạnh tranh của hàng hóa nội địa, ngăn chặn việc tái sắp xếp riêng rẽ của thị trường.

- Tỷ giá và chính sách tỷ giá là một cấu thành tạo nên môi trường kinh doanh, tỷ giá là biến số nhạy cảm có tác động tức thời đến các hoạt động sản xuất kinh doanh. Nếu chính sách tỷ giá ổn định trong dài hạn, linh hoạt trong ngắn hạn được thực hiện tốt thì lòng tin của nhà đầu tư được duy trì, quyền lợi được đảm bảo, do đó có tác dụng thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK qua hoạt động của các quỹ đầu tư, các công ty quản lý quỹ... Chính sách tỷ giá là một bộ phận của chính sách kinh tế vĩ mô, do đó góp phần nâng cao thu nhập thực tế và khuyến khích đầu tư, qua đó mà góp phần phát triển và ổn định TTCK trong dài hạn. Ngược lại, tỷ giá biến động làm cho kết quả kinh doanh không chắc chắn, làm phát sinh các rủi ro, do đó hạn chế đầu tư nói chung và vào TTCK nói riêng.

- Tỷ giá tham gia vào chi phí giao dịch đối với nhà đầu tư nước ngoài. Nếu chi phí thấp thì hiển nhiên là các nhà đầu tư sẽ tham gia TTCK đông đảo hơn, TTCK hấp dẫn nhà đầu tư hơn.

- Nếu TTCK phát triển ổn định thì vốn FPI chuyển vào TTCK quốc gia sẽ tăng lên trong bối cảnh kinh tế vĩ mô ổn định. Ngược lại, khi TTCK suy giảm, cơ quan quản lý cần kiểm soát chặt chẽ luồng vốn ra, hạn chế bán ngoại tệ không rõ mục đích hoặc không trực tiếp phục vụ sản xuất kinh doanh.

- Chính sách quản lý ngoại hối có vai trò quan trọng trong việc kiểm soát dòng vốn này.

Điều kiện cho sự luân chuyển vốn giữa hai thị trường tài chính bậc cao này được thực hiện thuận lợi là vai trò của chính sách tỷ giá và quản lý ngoại hối.

### **Mối quan hệ giữa TTCK với thị trường tín dụng**

Thị trường tín dụng là thị trường mà các nguồn vốn được luân chuyển theo nguyên tắc tín dụng để huy động vốn từ những người có vốn và phân phối lại cho những người cần vốn nhằm mục đích

tìm kiếm lợi nhuận.

Giữa thị trường tín dụng và TTCK có mối quan hệ với nhau, thể hiện qua hiệu ứng” bình thông nhau”:

- Thị trường tín dụng, nhất là tín dụng ngân hàng, là nơi có thể cung cấp nguồn vốn với giá rẻ cho các nhà đầu tư chứng khoán qua chênh lệch lãi suất và chênh lệch thời hạn. Do đó, các NHTM có thể bị rút ruột khi TTCK lên giá, hoặc thậm chí khi TTCK xuống giá thông qua hoạt động đầu cơ chứng khoán của các công ty chứng khoán. Các NHTM cũng thực hiện các hoạt động cho vay cầm cố chứng khoán đối với khách hàng, các nghiệp vụ ký quỹ...từ nguồn vốn của mình. Sự liên thông giữa thị trường vốn ngân hàng và TTCK là liên thông thường xuyên, luôn biến động trong tổng vốn đầu tư là không đổi trong một thời kỳ.

- Lãi suất tín dụng liên quan trực tiếp đến giá chứng khoán trên TTCK theo chiều hướng tỷ lệ nghịch, do đó tác động đến chiều hướng vận động của các dòng vốn đầu tư ngắn hạn và trung dài hạn. Khi lãi suất tín dụng ngân hàng tăng lên thì lượng vốn nhàn rỗi trong xã hội chuyển vào hệ thống NHTM sẽ tăng lên, lượng vốn đầu tư vào chứng khoán sẽ ít đi. Ngược lại, khi lãi suất tín dụng giảm xuống thì khả năng gia tăng đầu tư vào chứng khoán sẽ tăng lên do mức hấp dẫn cao từ giá chứng khoán. Vì vậy, lãi suất là biến số kinh tế nhạy cảm tác động trực tiếp và tức thời đến diễn biến trên thị trường tài chính nói riêng và hoạt động kinh tế nói chung.

- Trên thực tế, các NHTM là nơi cung cấp nguồn vốn đầu tư cho các giao dịch chứng khoán khi mà giá cổ phiếu lên cao. Vì vậy, khi các khoản cho vay cầm cố chứng khoán bị siết lại thì lượng vốn từ TTCK sẽ được rút về NHTM, qua đó làm giảm nợ xấu của NHTM. Nếu cho vay chứng khoán được kiểm soát thận trọng thì ảnh hưởng của nó tới kết quả kinh doanh của NHTM sẽ được giảm đi.

- TTCK bổ sung cho thị trường tín dụng trong cung cấp vốn trung dài hạn cho các doanh nghiệp và nền kinh tế nói chung.

Thị trường tín dụng có tác động mạnh tới TTCK qua tác động của lãi suất, của hoạt động phái sinh tín dụng. Cuộc khủng hoảng tài chính thế giới hiện nay bắt nguồn từ khủng hoảng” nợ dưới chuẩn” ở Mỹ, từ sai lầm về chính sách như nới lỏng quản lý, thiếu giám sát rủi ro, giảm sự can thiệp của Nhà nước trong quản lý thị trường tài chính đã làm cho các công cụ phái sinh tín dụng, vốn được ca ngợi từ hơn một thập kỷ trước là phát minh trong đa dạng hóa rủi ro trên thị trường tài chính, thì nay được chính Warrant Buffett gọi là các vũ khí tài chính hủy diệt hàng loạt (financial weapon of mass destruction). Việc chứng khoán hóa các sản phẩm tín dụng, nhất là tín dụng BDS, nếu không được kiểm soát chặt chẽ, đã tạo ra mối nguy hiểm này.

*(Xem tiếp số 38)*