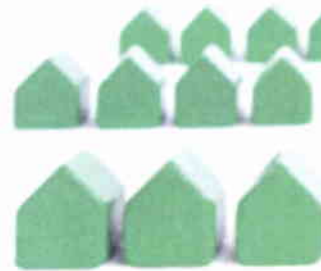


# NGUỒN TÀI TRỢ NÀO CHO

## thị trường bất động sản Việt Nam?

*Thị trường bất động sản (BDS) nước ta là một thị trường tiềm năng với dân số 86,2 triệu người, mật độ dân số đạt 260 người/km<sup>2</sup>, cao gấp trên 5 lần so với bình quân và đứng thứ 41 trong 208 nước và vùng lãnh thổ trên thế giới, đứng thứ 8/11 nước ở Đông Nam Á. Trong "Chiến lược phát triển đô thị của Việt Nam", diện tích đất đô thị sẽ tăng từ 105.000 ha hiện nay lên đến 460.000 ha vào năm 2020, tỷ lệ đô thị hóa dự kiến sẽ đạt tới khoảng 45% vào năm 2025. Như vậy, nếu chỉ tính riêng nhu cầu nhà ở đô thị, trung bình mỗi năm Việt Nam cần phải phát triển thêm khoảng 35 triệu m<sup>2</sup> nhà để đạt mức 20 m<sup>2</sup> nhà ở/người tại đô thị vào năm 2020.*



**ThS. ĐẶNG THỊ TRƯỜNG GIANG**

*DH Công nghiệp TP.HCM*

**D**ể đáp ứng nhu cầu về hàng hóa BDS thì nhu cầu nguồn vốn tài trợ là rất cần thiết. Từ đầu thập niên 90 đến nay, lượng vốn đổ vào thị trường BDS gia tăng rất nhanh. Tuy nhiên, nguồn vốn đầu tư vẫn còn manh mún, nguồn vốn của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này vẫn còn nghèo nàn. Nhìn lại quá trình phát triển của nguồn tài trợ cho thị trường BDS Việt Nam trong những năm vừa qua ta có thể phân thành 3 giai đoạn phát triển như sau:

### 1. Thập niên 90 với cơ sở BDS lần thứ nhất

Đầu thập niên 90, mặc dù hệ thống ngân hàng đã có những bước chuyển biến sau khi nhà nước ban hành pháp lệnh về ngân hàng và hợp tác xã tín dụng ngày 01/10/1990, tuy nhiên,

ở thời kỳ này hoạt động tín dụng BDS hầu như không phát triển.

Cơ sở BDS đầu tiên diễn ra trong những năm 1991-1993 chủ yếu là do các doanh nghiệp tận dụng lợi thế thông tin quy hoạch, hay đặc quyền để mua bán kinh doanh BDS kéo theo một số lượng lớn nhà đầu tư cá nhân tham gia.

Cũng trong thời gian này, Việt Nam và Mỹ bình thường hóa quan hệ kinh tế và ngoại giao, nguồn vốn đầu tư nước ngoài (FDI) vào Việt Nam và lượng kiều hối tăng cao.

Như vậy ở giai đoạn này, nguồn vốn đầu tư vào thị trường BDS chủ yếu là nguồn từ dân cư, vốn tự có của các doanh nghiệp và tín dụng thương mại.

Sau khi thị trường BDS "hạ sốt" và cuộc khủng hoảng tài

chính Châu Á diễn ra vào năm 1997-1998 khiến hệ thống ngân hàng Việt Nam ít nhiều bị ảnh hưởng, tỷ lệ đầu tư sụt giảm, thị trường BDS rơi vào tình trạng đóng băng vì kinh doanh khó khăn, ít nhà đầu tư còn vốn thặng dư để đầu tư, nhưng giá cả hàng hóa BDS trên thị trường giảm sút không đáng kể do các nhà đầu tư không phải chịu sức ép tài chính và do dự đoán giá BDS sẽ liên tục tăng lên.

### 2. Giai đoạn 2000-2005 với cơ sở BDS lần thứ hai

Thị trường tài chính Việt Nam đã tiến thêm một bước khá dài với việc ra đời thị trường chứng khoán (2000), hệ thống ngân hàng thương mại sử dụng công cụ lãi suất thỏa thuận trong cho vay (2002), Hiệp định thương mại Việt-Mỹ được ký kết mở ra



cơ hội đầu tư lớn trong mọi lĩnh vực, nguồn vốn FDI thực hiện tăng mạnh. Bên cạnh đó, khuyến khích của nhà nước về đầu tư các dự án BĐS đã khiến cho thị trường trở nên sôi động.

Cơn sốt lần hai diễn ra vào năm 2001-2003, với quy mô lớn hơn nhiều so với cơn sốt thứ nhất với sự tham gia của những nhà đầu tư cá nhân và doanh nghiệp kinh doanh BĐS và dịch vụ BĐS. Nguồn vốn cho thị trường BĐS cũng dồi dào và qui mô tăng gấp nhiều lần, bên cạnh nguồn vốn từ tiết kiệm của dân cư và vốn tự có của các doanh nghiệp BĐS là sự tăng trưởng vượt bậc của nguồn vốn FDI vào đầu tư BĐS với việc hình thành các Quỹ đầu tư BĐS 100% vốn nước ngoài, và một lượng vốn tín dụng ngân hàng đáng kể. Đến thời điểm

cuối năm 2005, tổng dư nợ cho vay vào lĩnh vực này đã chiếm 13,5% tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng, với con số tuyệt đối lên đến gần 50.000 tỷ đồng, trong đó, hầu hết là cho vay trung hạn (chiếm khoảng 79%).

Có thể thấy rằng trong giai đoạn này cho vay BĐS là một trong những lĩnh vực dẫn đầu làm tăng dư nợ tín dụng rất nhanh, tuy nhiên, tín dụng BĐS cũng tiềm ẩn rủi ro không chỉ đối với hệ thống ngân hàng mà còn rủi ro cho cả nền kinh tế.

### 3. Giai đoạn 2006 – nay với cơn sốt BĐS lần thứ 3

tình hình thị trường BĐS trong những năm 2004-2005 giảm sút nên đã làm dịch chuyển luồng vốn đầu tư từ khu vực này sang thị trường chứng khoán khiến cho thị trường

chứng khoán trở nên sôi động, đỉnh điểm vào cuối năm 2006, đầu năm 2007 Vn-Index lập kỷ lục ở mức 1.170,67 điểm. Các nhà đầu tư sau khi thắng đậm trong đầu tư chứng khoán lại bắt đầu rút bớt vốn, đầu tư sang thị trường BĐS để phân tán rủi ro. Bên cạnh đó, chỉ thị 03 về việc hạn chế cho vay kinh doanh chứng khoán khiến cho các ngân hàng chuyển hướng sang cho vay đầu tư BĐS.

Cơn sốt lần ba diễn ra vào năm 2007 cho đến những tháng đầu năm 2008, có thể nói cơn sốt này có mối liên hệ mật thiết với thị trường chứng khoán, làm dấy lên phong trào “nhà nhà đầu tư địa ốc, người người đầu tư địa ốc” do sự hấp dẫn siêu lợi nhuận từ thị trường BĐS và các doanh nghiệp đầu tư địa ốc cũng “ăn nên làm ra” nhờ cơn sốt này.

Việc Việt Nam gia nhập WTO và tốc độ tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ đã thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư quốc tế, nguồn vốn FDI đầu tư vào BĐS cũng tăng cao. Tổng nguồn vốn FDI đầu tư BĐS năm 2008 tăng gấp 3 lần so với năm 2007, và dự kiến sẽ gia tăng trong tương lai khi khủng hoảng tài chính thế giới qua đi. Có nhiều ý kiến quan ngại rằng, việc vốn FDI chảy phần lớn vào BĐS sẽ khiến cho thị trường BĐS tăng quá nhanh ảnh hưởng đến hệ thống tài chính ngân hàng và sự ổn định của nền kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, đứng dưới góc độ nguồn cung vốn cho phát triển thị trường BĐS thì nguồn vốn FDI là nguồn vốn lớn, không thể thiếu, nhất là trong bối cảnh chúng ta đang thiếu nguồn vốn đầu tư cho thị trường đầy tiềm năng này.



Sự ra đời của Nghị định 153/2007/NĐ-CP ngày 15/10/2007 của Chính phủ khiến cho nguồn vốn mà doanh nghiệp đầu tư BĐS có được từ vốn góp của người mua bị hạn chế, một số doanh nghiệp đã sử dụng biện pháp phát hành trái phiếu riêng lẻ cho các nhà đầu tư kèm theo quyền ưu tiên được mua sản phẩm để lấy vốn đầu tư cho các dự án BĐS.

Chúng ta có thể thấy, nguồn tài trợ lớn cho thị trường BĐS tính đến nay vẫn là nguồn vốn tín dụng ngân hàng, ước tính chiếm tới hơn 60% tổng vốn đầu tư cho lĩnh vực này với số tuyệt đối khoảng 115.500 tỷ đồng, tại đa số các ngân hàng thương mại cổ phần, tỷ lệ cho vay BĐS đều trên 15%. Việc sử dụng vốn nợ vay với tỷ lệ cao khiến rủi ro tài chính đối với doanh nghiệp kinh doanh BĐS càng lớn.

Những doanh nghiệp trong nước có khả năng phát triển được trong lĩnh vực này là những doanh nghiệp có rủi ro tài chính thấp do sử dụng đòn bẩy tài chính thấp, điển hình là những công ty niêm yết cổ phiếu, những doanh nghiệp này có lượng vốn chủ sở hữu lớn nhờ vào việc chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng (IPO) hoặc phát hành thêm trước đó và vì vậy tình hình tài chính của họ ổn định hơn các doanh nghiệp

BDS khác trong tình hình kinh tế khó khăn.

#### **Nguồn tài trợ cho thị trường BĐS**

Thị trường BĐS là một trong ba thị trường thu hút vốn lớn nhất trong nền kinh tế quốc gia, cho nên các doanh nghiệp đầu tư kinh doanh BĐS phải có vốn lớn. Hiện nay, các doanh nghiệp Việt Nam vẫn đang “chiếm ưu thế trên sân nhà”, nhưng vì phần lớn doanh nghiệp BĐS trong nước đều có quy mô nhỏ và hạn chế về nguồn vốn nên vấn đề nguồn tài trợ vẫn đang làm đau đầu các nhà quản lý doanh nghiệp.

Theo các nhà phân tích thì thị trường BĐS Việt Nam chỉ có thể gia tăng trở lại vào năm 2012, tuy nhiên, những dấu hiệu của thị trường BĐS trong những tháng gần đây cho thấy khả năng hồi phục của thị trường đến sớm hơn dự kiến. Với giá nhà đất đã

xuống thấp, lãi suất ngân hàng hạ, tác động hiệu quả của gói kích cầu, thị trường chứng khoán ấm dần lên, một số dự án BĐS đã tiếp tục được tiến hành...

Vấn đề các nguồn vốn đổ vào thị trường BĐS trong thời gian qua cũng như dự báo trong thời gian tới có thể nhận thấy được các nguồn vốn sau:

*Thứ nhất*, nguồn vốn từ ngân sách nhà nước:

Hiện nay, đầu tư của nhà nước trong nền kinh tế hiện đang chiếm tỷ trọng áp đảo (chiếm tới 45% tổng vốn đầu tư toàn xã hội) nhưng nguồn vốn từ ngân sách nhà nước đầu tư vào thị trường BĐS hiện chủ yếu dành cho các đối tượng chính sách (khoảng 200 tỷ/năm). Trong năm 2009, gói kích cầu đầu tư nhà ở xã hội được Chính phủ trích từ quỹ dự trữ ngoại tệ quốc gia là 2.500 tỷ đồng và được thực hiện trong 2 năm 2009-2010 với hy vọng giải quyết nhu cầu chỗ ở cho 60.000 người có thu nhập thấp.

Như vậy, ngoài nguồn vốn đầu tư có được từ nguồn vốn ngân sách trước đây cấp cho các doanh nghiệp nhà nước sử dụng kinh doanh thì nguồn vốn từ ngân sách nhà nước đổ vào thị trường BĐS cũng bắt đầu tăng lên.

*Thứ hai*, nguồn vốn tự có của doanh nghiệp:

Có nhận định cho rằng doanh nghiệp kinh doanh BĐS tồn tại được hay không là do nguồn vốn chủ sở hữu có lớn hay không! Như đã phân tích ở trên, hiện nay, các doanh nghiệp có được nguồn vốn tự có lớn chủ yếu là do những đợt phát hành cổ phiếu thành công trong những năm 2006-2007, bên cạnh đó là khoản lợi nhuận có

được từ các cơn sốt đất. Tuy nhiên, với nhu cầu đầu tư vào thị trường thì lượng vốn đó vẫn không đủ, nó chỉ giúp cho các doanh nghiệp này ít bị sức ép tài chính do tỷ lệ nợ thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành khác. Chúng ta có thể thấy sức hút cổ phiếu của các công ty BĐS qua sàn giao dịch chứng khoán chứng tỏ niềm tin mà nhà đầu tư đặt vào các công ty BĐS niềm yết nói riêng và lĩnh vực này nói chung rất lớn.

*Thứ ba*, nguồn vốn đầu tư nước ngoài:

Nguồn vốn FDI đăng ký đầu tư vào thị trường BĐS xu hướng ngày càng tăng cao.

Theo Cục Đầu tư nước ngoài thuộc Bộ Kế hoạch và đầu tư, 5 tháng đầu năm 2009, vốn FDI đăng ký là 6,68 tỷ USD chỉ bằng 23,7% so với cùng kỳ năm 2008, trong đó 1,45 tỷ USD vốn đăng ký mới và tăng thêm, chiếm 21,6% tổng vốn đăng ký mới và tăng thêm của 5 tháng đầu năm 2009 đầu tư vào lĩnh vực BĐS. Như vậy, nguồn vốn này có giảm sút so với thời điểm năm 2008, nhưng theo phân tích của các chuyên gia kinh tế thì tiềm năng của thị trường BĐS Việt Nam khá lớn do thu nhập của người dân đang gia tăng, dân số trẻ nên nhu cầu của thị trường cao, khả năng tỷ suất sinh lợi từ việc đầu tư kinh doanh ở lĩnh vực này khá khả quan nên thu hút nguồn vốn nước ngoài là tất yếu.

Bên cạnh vốn FDI thì nguồn vốn đầu tư gián tiếp (FPI) cũng hướng đến thị trường này, theo lộ trình cam kết khi gia

nhập WTO, sau 5 năm gia nhập (2012) các nhà đầu tư nước ngoài có thể tham gia sâu hơn vào các lĩnh vực đầu tư, hiện có rất nhiều tập đoàn, công ty quản lý quỹ nước ngoài thông qua việc mua cổ phần hoặc góp vốn vào các doanh nghiệp đầu tư BĐS.

Với những lý do nêu trên, nguồn vốn đầu tư nước ngoài trở thành nguồn tài trợ quan trọng cho việc phát triển thị trường BĐS và ước tính sẽ chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn vốn đầu tư vào thị trường này

*Thứ tư*, nguồn vốn tín dụng:

Ở các nước phát triển trên thế giới thì tỷ trọng nguồn vốn tín dụng cho thị trường BĐS thấp hơn so với Việt Nam, nhiều nguồn vốn huy động khác được đầu tư vào lĩnh vực này, đặc biệt là nguồn vốn trong khu vực dân cư được thu hút thông qua thị trường tài chính.

Tuy nhiên, ở Việt Nam trong thời gian tới, nguồn vốn tín dụng vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng vốn đầu tư kinh doanh BĐS vì các doanh nghiệp kinh doanh BĐS chưa thể huy động các nguồn vốn mới thông qua thị trường tài chính. Nguyên nhân là do các qui định

pháp lý liên quan ngày càng chặt chẽ để tránh ảnh hưởng đến khủng hoảng.

Rủi ro từ việc cho vay BĐS khá cao dễ dẫn đến hàng loạt những rủi ro mang tính chất hệ thống mà bài học chúng ta đã thấy từ khủng hoảng tài chính châu Á 1997-1998 và khủng hoảng tài chính 2007-2008 (Thị trường BĐS đóng băng, nhà đầu tư thua lỗ, ngân hàng đứng trước nguy cơ mất vốn, ảnh hưởng xấu đến thị trường tiền tệ-ngân hàng và cả nền kinh tế...), nên dẫn đến các ngân hàng ngày càng thận trọng hơn khi xem xét cho vay đối với dự án đầu tư kinh doanh BĐS. Khoảng nửa đầu năm 2009, các NHTM bắt đầu “hé cửa” cho vay BĐS sau một năm siết chặt tín dụng đầu tư BĐS, có thể nói rằng, trong tương lai, tỷ trọng nguồn tín dụng tài trợ cho thị trường BĐS sẽ giảm, do doanh nghiệp bắt buộc phải tìm kiếm các nguồn đầu tư mới vì khó tiếp cận với nguồn vốn tín dụng ngân hàng.

*Thứ năm*, nguồn vốn trong dân cư:

Số tiền nhàn rỗi trong dân hiện nay rất lớn nhưng chủ yếu

**Cơ cấu vốn của một số công ty BĐS niêm yết tại 31/12/2008**

(Đơn vị tính: Triệu đồng)

Diễn giải	KBC	ITA	SJS	TDH	HAG	NTL
Vốn chủ sở hữu	2.916.763	4.623.844	1.244.100	1.001.009	3.747.497	259.427
Tổng tài sản	4.754.937	6.314.242	1.681.114	1.432.980	8.871.560	965.940
Tỷ lệ nợ	38,66%	26,77%	26,00%	30,14%	57,76%	73,14%

(Nguồn: SaigonBank Berjaya)

**Nguồn vốn FDI 2006-2008 và dự kiến**

(Đơn vị tính: tỷ USD)

Diễn giải	2006	2007	2008	2009	2012	2015	2020
FDI đăng ký	10,2	21,3	64	20	60	90	130
FDI thực hiện	4,1	8	11,5	8	24	36	52
FDI vào BĐS	2,5	8,5	28	10	30	45	65

(Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài – Bộ Kế hoạch và Đầu tư)  
(Số liệu từ năm 2009 – 2020 do tác giả dự tính)



được đầu tư theo cảm tính vì không phải ai cũng có kinh nghiệm cũng như đủ vốn để trở thành nhà đầu tư nhất là đầu tư vào lĩnh vực BĐS, trong khi đó doanh nghiệp thì thiếu hụt vốn trầm trọng. Vậy, làm thế nào để thu hút được nguồn vốn này vào thị trường? Nhiều chuyên gia kinh tế đã và đang đề xuất chứng khoán hoá BĐS nhằm giúp các doanh nghiệp thiếu vốn đầu tư thực hiện dự án nhà ở có được công cụ huy động vốn, và tạo thêm kênh đầu tư mới cho các tầng lớp dân cư.

Từ cuối năm 2007, một số doanh nghiệp BĐS phát hành trái phiếu huy động vốn cho các dự án, nhưng biện pháp này vẫn bị coi là “lách luật” do chưa có qui định của nhà nước về phát hành “trái phiếu BĐS”, nên rủi ro cho các trái chủ khá cao. Hơn nữa, thời điểm các doanh nghiệp này phát hành

trái phiếu riêng lẻ này không còn thu hút họ vì không phải doanh nghiệp phát hành trái phiếu nào cũng có đủ uy tín.

Ở các thị trường BĐS của các nước, việc phát hành trái phiếu dự án không còn lạ, tuy nhiên, các qui định pháp lý cần chặt chẽ để đảm bảo nguồn vốn thu được đầu tư đúng mục đích đồng thời giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư.

Việc phát hành cổ phiếu dự án BĐS, hay tái thế chấp BĐS, bán nợ vay thế chấp bằng BĐS... dựa vào đó phát hành trái phiếu cũng sẽ dần được sử dụng trong tương lai và trở thành kênh thu hút vốn không thể thiếu của thị trường, đó cũng là tính tất yếu trong quá trình phát triển của thị trường BĐS.

Để giúp doanh nghiệp kinh doanh BĐS huy động được các nguồn vốn từ dân cư, các cơ quan quản lý nhà nước cần nhanh

trái phiếu là thời điểm cơn sốt nhà đất đang lên tới đỉnh điểm, các nhà đầu tư không quan tâm nhiều đến lãi suất gốc trái phiếu và tính thanh khoản của trái phiếu trên thị trường mà họ quan tâm nhiều hơn đến quyền được mua căn hộ kèm theo trái phiếu với hy vọng có được lợi nhuận do tăng giá nhà đất. Nhưng khi thời điểm cơn sốt đã hạ nhiệt, các nhà đầu tư có thêm kinh nghiệm đầu tư thì trái

chóng có các qui định pháp lý nhằm khuyến khích phát triển các quỹ đầu tư, các công ty đầu tư vào lĩnh vực BĐS, đồng thời, có lộ trình giám sát và phát triển hàng hoá tài chính liên quan đến thị trường BĐS để có thể tận dụng nguồn lực từ khu vực dân cư và nguồn đầu tư trong và ngoài nước dài hạn cho thị trường. Đã đến lúc nhà nước phải có những giải pháp mang tính chiến lược nhằm khai thông nguồn vốn đầu tư cho thị trường BĐS nói riêng và thị trường vốn nói chung thay vì tiếp tục sử dụng các giải pháp tình thế như hiện nay.

Lĩnh vực BĐS là một lĩnh vực đầy tiềm năng và triển vọng, nhu cầu thị trường còn rất lớn, giải quyết những khó khăn vướng mắc và khai thông các nguồn vốn đầu tư vào thị trường này sẽ góp phần phát triển thị trường BĐS nói riêng và nền kinh tế nói chung ■

*Tài liệu tham khảo:*

1. Luật Kinh doanh bất động sản ngày 29 tháng 6 năm 2006.
2. Nghị định số 153/2007/NĐ-CP ngày 15 tháng 10 năm 2007
3. [www.vneconomy.vn](http://www.vneconomy.vn) Thời báo kinh tế Việt nam
4. [www.horea.org.vn](http://www.horea.org.vn). Trang Web của Hiệp hội Bất động sản TP.HCM.
5. [www.sanbatdongsan.net](http://www.sanbatdongsan.net). Trang Web của Cục quản lí nhà và Thị trường Bất động sản – Bộ Xây dựng
6. [www.fia.mpi.gov.vn](http://www.fia.mpi.gov.vn). Cục đầu tư nước ngoài – Bộ Kế hoạch đầu tư
7. [www.vietrees.com](http://www.vietrees.com). Bản tin Bất động sản
8. Bản tin SaigonBank Berjaya
9. Các trang Web chuyên ngành về bất động sản và thị trường bất động sản khác.