

# Thị trường vốn Việt Nam- 16 năm phát triển

Trần Thị Xuân Anh

Dương Ngân Hà

Trần Thị Thu Hương

*Trong những năm qua, thị trường vốn Việt Nam đóng vai trò quan trọng trong việc huy động vốn và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực tài chính phục vụ phát triển kinh tế- xã hội. Với vị trí trọng tâm, thị trường chứng khoán (TTCK) đã có sự tăng trưởng và xác lập mặt bằng vững chắc xét trên cả phương diện tốc độ tăng trưởng chỉ số, khối lượng giao dịch cũng như mức độ ổn định. Thị trường trái phiếu mặc dù vẫn còn chiếm tỷ trọng nhỏ trong nền kinh tế song đã từng bước phát triển, đặc biệt là thị trường trái phiếu Chính phủ (TPCP). Thị trường Upcom được đưa vào vận hành từ năm 2009, sau thời gian tái cấu trúc đã dần khẳng định lại sự cần thiết đối với thị trường vốn nói riêng và thị trường tài chính nói chung. Nhìn lại chặng đường 16 năm qua, xét về mặt tổng thể, thị trường vốn Việt Nam được đánh giá là có tốc độ tăng trưởng theo cấp số nhân, song vẫn còn những hạn chế không thể tránh khỏi của một thị trường mới nổi, đang phát triển.*

Từ khóa: *Thị trường vốn; Chứng khoán; Chỉ số thị trường*

## 1. Những thành tựu đạt được của thị trường vốn Việt Nam

Là một kênh dẫn vốn quan trọng cho nền kinh tế, thị trường vốn Việt Nam ngày càng khẳng định vai trò và vị trí của mình, đồng thời mở ra nhiều cơ hội cho nhà đầu tư với trụ đỡ vững chắc là kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng bền vững, đổi mới mạnh mẽ hơn về kinh tế và nhiều chính sách ưu đãi thu hút dòng vốn, đặc biệt là vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài- FPI. Đây cũng là những nhân tố góp phần tạo nên sự thành công của thị trường vốn ngày hôm nay. Cụ thể:

**Một là, quy mô thị trường không ngừng tăng trưởng mạnh, từng bước đóng vai trò là kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng đối với nền kinh tế** Cũng giống như các quốc gia khác trong khu vực

như Singapore, Malaysia, Việt Nam là một quốc gia mà ngân hàng vẫn đang là kênh chủ chốt trong việc cung ứng và phân bổ vốn cho nền kinh tế. Trong khi tỷ lệ về mức cung ứng tín dụng ngân hàng cho khu vực tư nhân so với GDP của thế giới, các nước Đông Á Thái Bình Dương, cũng như của các nhóm nước có thu nhập thấp và trung bình đều ở mức trên dưới 40%, tỷ lệ này ở các nước Đông Nam Á đều trên 100%. Điều này chứng tỏ vai trò rất lớn của khu vực ngân hàng đối với nền kinh tế các quốc gia này, trong đó có Việt Nam. Ngay cả khi thị trường vốn (trọng tâm là TTCK) được đưa vào vận hành từ năm 2000, cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam cũng vẫn nghiêng về hệ thống ngân hàng, với ngân hàng thương mại (NHTM) chiếm hơn 80% tổng vốn cung ứng, TTCK 18,5%, thị trường trái phiếu 7% (Nguyễn Hồng Sơn, 2014).

Tuy nhiên, nếu nhìn xuyên suốt cả quá trình 16 năm hình thành và phát triển, TTCK Việt Nam đã có những bước tiến vượt bậc và đã từng được đánh

# Chúc mừng năm mới

**Bảng 1. Mức độ, tỷ lệ và tốc độ tăng vốn hóa TTCK Việt Nam**

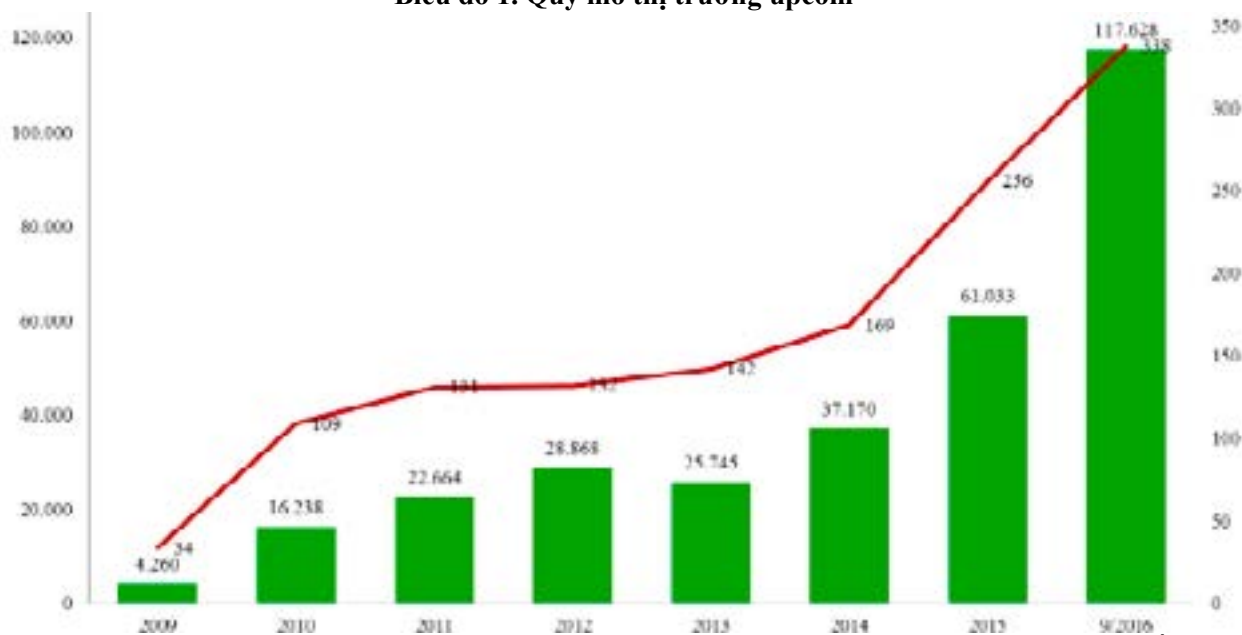
Thời gian	Mức vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ lệ vốn hóa (% GDP)	Tốc độ tăng tỷ lệ vốn hóa (%)
2000	986	0,28	-
2001	1570	0,34	59,23
2002	2436	0,48	55,16
2003	2370	0,39	-2,71
2004	4516	0,63	90,55
2005	9598	1,21	112,53
2006	237276	22,70	2372,14
2007	492900	40,00	107,73
2008	225935	19,76	-54,16
2009	620551	37,71	174,66
2010	695186	42,25	12,03
2011	530000	27,15	-23,8
2012	765000	26,0	44,3
2013	964000	31,0	26,0
2014	1128000	31,5	17,0
2015	1146925	34,5	1,6
2016*	1471000	37,0	28,4

Nguồn UBCKNN, \* Tính đến 5/2016 - % GDP của năm liền trước năm tính toán

giá là một trong những thị trường có tốc độ phát triển nhanh nhất thế giới, đặc biệt là mức độ, tỷ lệ tăng vốn hoá (Bảng 1). Trong suốt thời kỳ 2000-2005, vốn hóa thị trường chỉ đạt trên dưới 1% GDP. Quy mô thị trường niêm yết, bao gồm sàn giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội

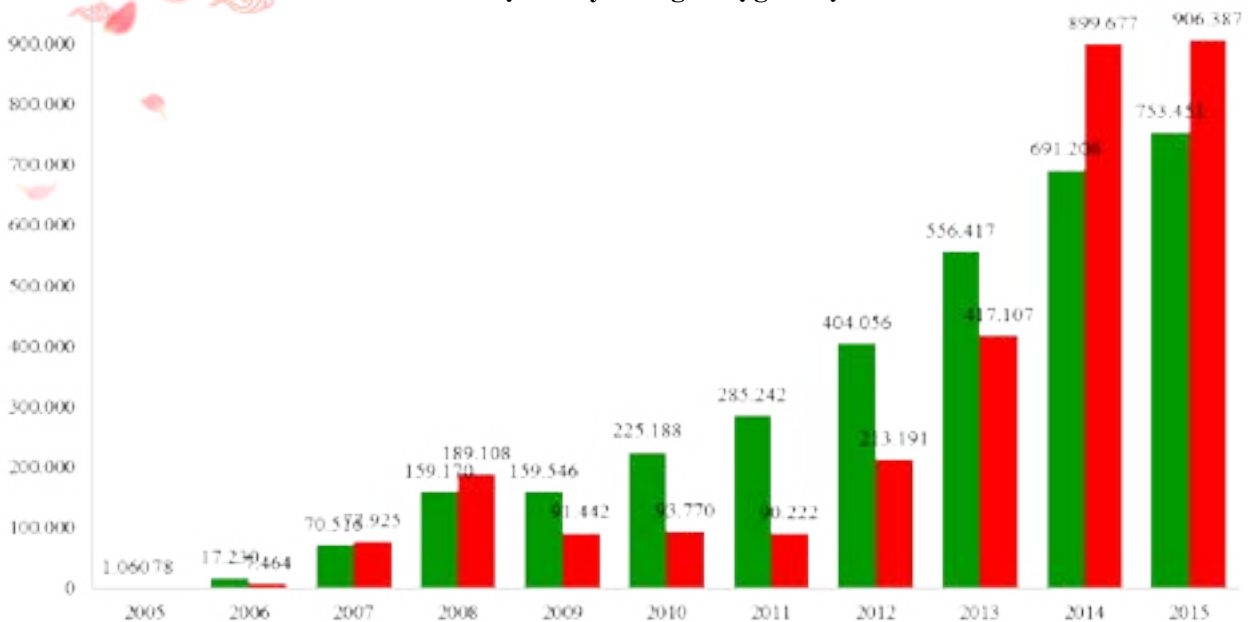
(HNX), đã có bước nhảy vọt mạnh mẽ lên 22,7% GDP vào năm 2006 và tiếp tục tăng lên mức trên 40% vào năm 2007 và 2010. Sau giai đoạn sụt giảm do khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008 và suy giảm tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam 2010- 2011, TTCK đã dần lấy lại đà tăng trưởng của mình. Mức

**Biểu đồ 1. Quy mô thị trường upcom**



Nguồn: HNX

**Biểu đồ 2. Giá trị niêm yết và giá trị giao dịch TPCP**



Nguồn: HNX

độ hồi phục tuy không mạnh mẽ, nhưng thể hiện những bước tăng ổn định và bền vững qua các năm. Nếu năm 2011, mức vốn hóa của cả hai sàn chỉ đạt 530 nghìn tỷ đồng (27% GDP), đến năm 2014, mức vốn hóa đã tăng gấp đôi lên hơn 1.000 nghìn tỷ đồng và tính đến hết 6/2016, con số này đã đạt mức 1.471 nghìn tỷ đồng, bằng 37% GDP.

Không chỉ ghi nhận tốc độ tăng trưởng của hai sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX, TTCK Việt Nam cũng chứng kiến sự phát triển vượt bậc của thị trường Upcom. Đây là thị trường dành cho các công ty đại chúng chưa đủ điều kiện niêm yết trên HOSE và HNX, được khai trương từ 24/6/2009 với giá trị vốn hoá ban đầu 4.260 tỷ đồng và đạt 117.628 tỷ

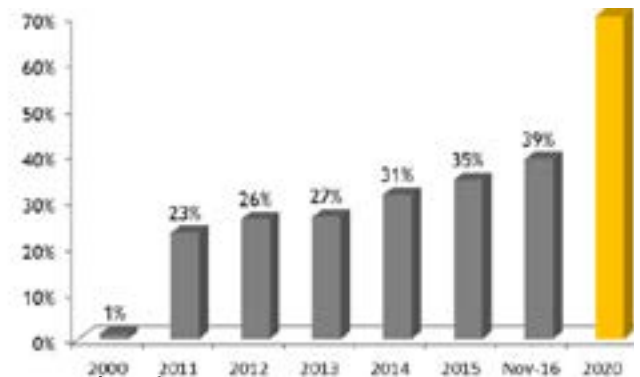
đồng tính đến cuối tháng 9/2016 (Biểu đồ 1).

Cùng với thị trường cổ phiếu niêm yết, thị trường trái phiếu Việt Nam cũng dần được triển khai với hoạt động chủ yếu của thị trường TPCP được triển khai trên HNX từ năm 2006. Dự nợ TPCP chỉ đạt hơn 1.000 tỷ đồng ở thời điểm 2005, nhưng đạt khoảng hơn 900 nghìn tỷ đồng sau 10 năm với tỷ lệ tăng trưởng trung bình đạt 23% và được xem là thị trường TPCP phát triển nhất Đông Á (ADB, 2014). Giá trị vốn hóa tăng không chỉ thể hiện mức độ phát triển của TTCK, bên cạnh đó còn thể hiện chức năng thu hút vốn trong nền kinh tế với số lượng chứng khoán và giá trị thị trường của chứng khoán tăng trưởng bền vững qua các năm. Dòng vốn vào

**Biểu đồ 3. Quy mô huy động vốn trên thị trường vốn Việt Nam**

Quy mô huy động vốn

Vốn hoá thị trường/GDP

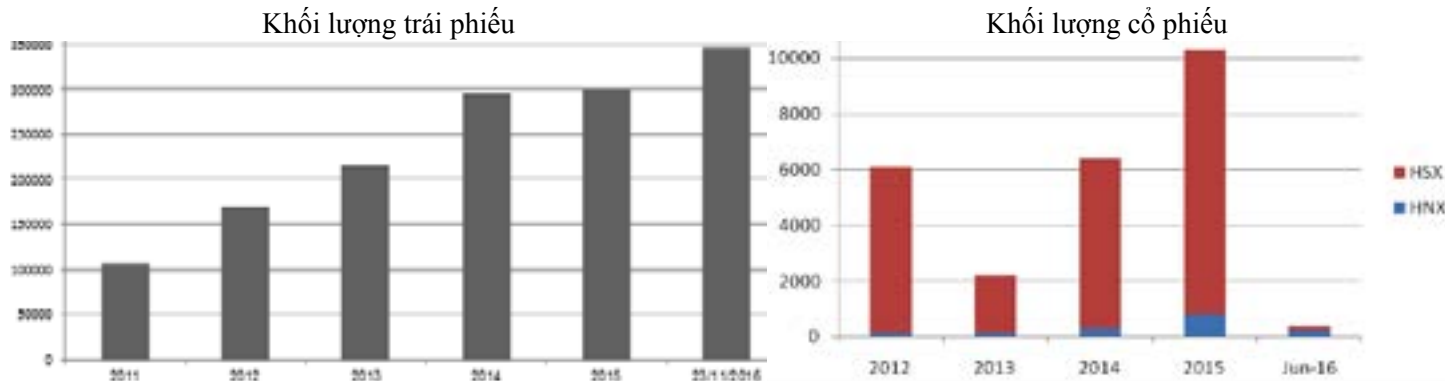


Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo thường niên HNX, HOSE

# Chúc mừng năm mới

**Biểu đồ 4. Khối lượng cổ phiếu và trái phiếu mới huy động trên thị trường vốn**

Đơn vị: Triệu cổ phiếu/tỷ đồng trái phiếu



Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo thường niên HNX, HOSE

TTCK thể hiện rõ nhất thông qua tổng giá trị phát hành cổ phiếu, trái phiếu và IPO. Biểu đồ 3 cho thấy trước năm 2008, TTCK cung ứng vốn chủ yếu cho nền kinh tế thông qua kênh phát hành cổ phiếu và IPO, tuy nhiên sau giai đoạn khủng hoảng, đặc biệt từ năm 2011, thị trường trái phiếu đóng góp hơn 70% tổng vốn huy động trên thị trường vốn, kết quả quy mô huy động vốn tăng trưởng vượt bậc trong giai đoạn 2012- 11/2016.

Ngoài ra, với số lượng công ty niêm yết và quy mô chứng khoán mới phát hành không ngừng gia tăng cũng cho thấy vai trò huy động vốn thiết yếu của thị trường vốn Việt Nam. Lượng cổ phiếu mới niêm yết trong giai đoạn 2013- 2015 tăng nhanh trên cả hai sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) với mức độ tăng tương đương nhau. Tính từ đầu năm 2016 đến 6/2016, lượng cổ phiếu niêm yết mới trên HNX đã tăng cao hơn so với số lượng mới niêm yết trên HOSE, tuy nhiên xét về tổng số lượng cổ phiếu niêm yết ở thời điểm 6 tháng đầu năm 2016 lại thấp hơn khá nhiều so với lượng cổ phiếu niêm yết

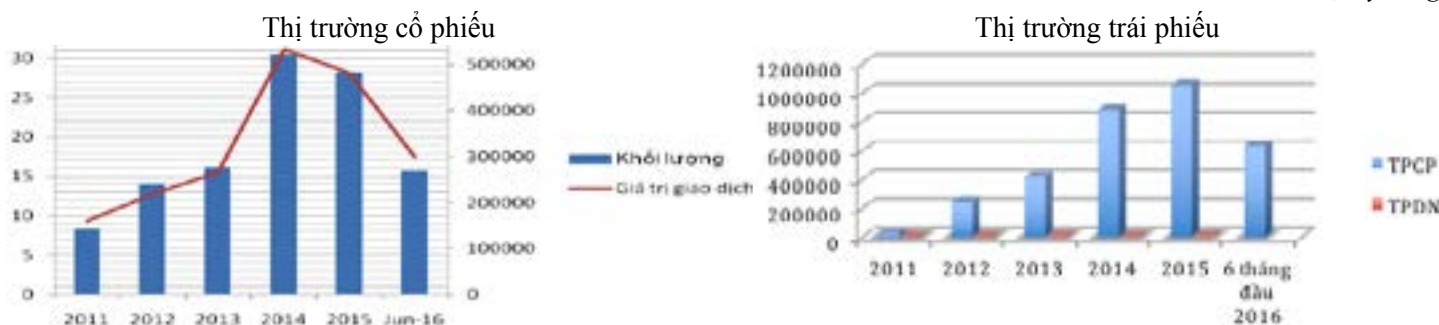
mới trong các năm trước đó. Dưới sự tác động của TTCK trong giai đoạn này, khối lượng trái phiếu huy động mới cũng tăng dần, đặc biệt trong 11 tháng đầu năm 2016, khối lượng trái phiếu mới phát hành trên TTCK đã đạt mức gần 350 nghìn tỷ đồng (gồm cả TPCP và trái phiếu doanh nghiệp- TPDN), tăng đáng kể so với năm 2015. Những con số này phần nào cho thấy hiệu quả huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế của thị trường vốn Việt Nam trong giai đoạn vừa qua.

**Hai là, thị trường vốn Việt Nam mở ra kênh đầu tư hấp dẫn thu hút ngày càng nhiều nhà đầu tư tham gia thông qua hệ thống giao dịch ngày càng được hoàn thiện, tính thanh khoản cao và hàng hoá ngày càng nhiều**

Không chỉ thực hiện chức năng huy động vốn, thị trường vốn Việt Nam còn cung ứng nhiều sản phẩm, dịch vụ đầu tư nhằm tạo ra kênh đầu tư hấp dẫn cho các nhà đầu tư trong nền kinh tế. Trước hết, dưới góc độ quản lý vĩ mô, để tạo môi trường thuận lợi

**Biểu đồ 6. Giá trị giao dịch trên thị trường vốn**

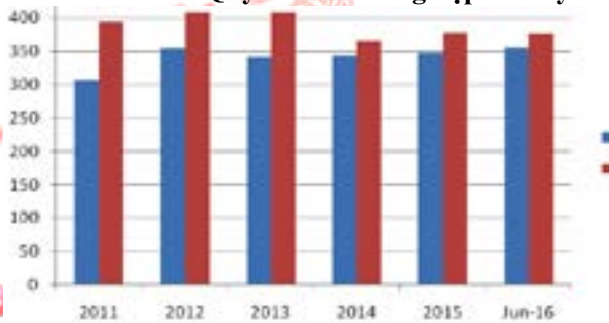
Đơn vị: Tỷ đồng



Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo thường niên HNX, HOSE



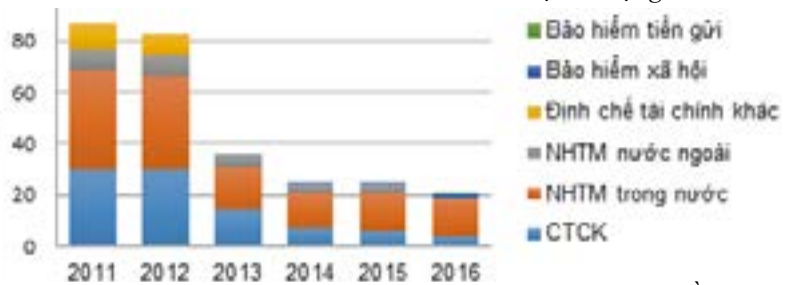
**Biểu đồ 5. Quy mô doanh nghiệp niêm yết**



Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo thường niên HNX, HOSE

**Biểu đồ 7. Cơ cấu thành viên đầu thầu TPCP qua các năm**

Đơn vị: Số lượng thành viên



Nguồn: HNX

cho nhà đầu tư, hệ thống văn bản pháp quy đã được UBCKNN cùng các SGDCK từng bước hoàn thiện. Nhiều Luật, Nghị định, Thông tư liên quan đến phát hành, giao dịch cổ phiếu, trái phiếu... đã được ban hành. Đề án tái cấu trúc TTCK, Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu đến năm 2020 đang trong quá trình thực hiện đã đem lại những kết quả bước đầu khả quan, đồng thời định hướng rõ ràng cho việc phát triển thị trường vốn trong thời gian tới.

Cùng với đó, hệ thống giao dịch chứng khoán tại các SGDCK không ngừng được nâng cấp, đổi mới trong thời gian qua. Cụ thể, HNX hiện đã triển khai thành công hệ thống giao dịch tích hợp, trong đó đang thực hiện hệ thống giao dịch cổ phiếu phiên bản 5 có năng lực xử lý lên tới 30 triệu lệnh/phiên; khớp lệnh trên bộ nhớ; giao dịch đa hàng hoá, đa thị trường... Hệ thống giao dịch TPCP phiên bản 3 cho phép giao dịch đa hàng hoá, đa tiền tệ; tích hợp chức năng đấu giá, giao dịch và thông tin; kết nối với hệ thống thông tin quốc tế Boomerang, Reuters và cho phép nhà đầu tư giao dịch TPCP trực tuyến. Hàng hoá trên thị trường vốn không chỉ giới hạn bởi các loại cổ phiếu, trái phiếu niêm yết mà còn được đa dạng hoá bởi hệ thống các chỉ số chứng khoán và sắp tới đây là các sản phẩm phái sinh. Biểu đồ 5 cho thấy khối lượng hàng hoá trên TTCK tăng trưởng mạnh thể hiện qua số lượng doanh nghiệp niêm yết trên HNX và HOSE. Từ 5 doanh nghiệp niêm yết vào giai đoạn đầu của thị trường năm 2000, tính đến cuối năm 2006 con số này là 195. Sau giai đoạn tăng trưởng đều 2008- 2010, số lượng công ty niêm yết đã đạt mức độ ổn định trong năm 2011- 2016 ở mức gần 800. Ngoài ra, hệ thống sản phẩm chỉ số cung ứng cho các nhà đầu tư cũng được đa dạng hoá với nhóm các chỉ số cổ phiếu trên HNX như: HNX index; HNX 30; Bộ chỉ số ngành, Bộ chỉ số quy mô; HNX30 TRI; VNX allshare; Upcome Index; Upcom Premium; Hệ thống chỉ số trái phiếu...

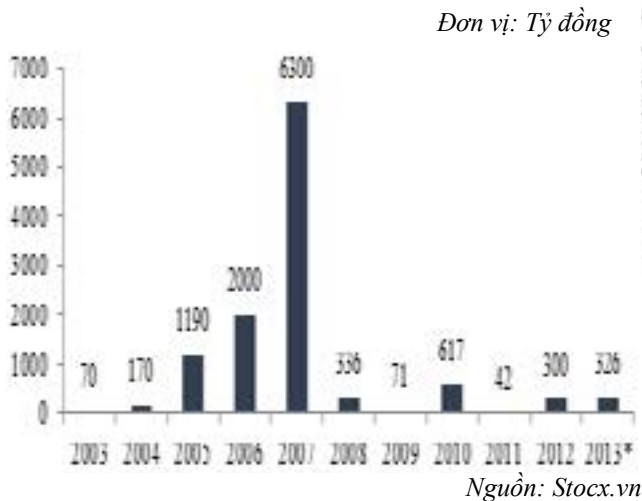
Những sản phẩm và dịch vụ nêu trên góp phần không nhỏ nâng cao tính thanh khoản trên TTCK Việt Nam, thể hiện thông qua giá trị giao dịch bình quân ngày. Cụ thể, giá trị và khối lượng giao dịch của TTCK trong thời gian qua đã tăng nhanh, đặc biệt là sau giai đoạn 2009 khi các SGDCK áp dụng các phương thức giao dịch mới, hiện đại hơn. Trong khoảng thời gian từ năm 2011- 2016, giao dịch cổ phiếu và trái phiếu trên cả hai SGDCK đều biến động theo xu hướng gần giống nhau, tăng trong khoảng thời gian trước năm 2014 và giảm từ 2014 đến nay về cả khối lượng và giá trị chứng khoán.

Kết quả của những nỗ lực nêu trên là số lượng các nhà đầu tư tham gia thị trường vốn ngày càng đông đảo. Tính riêng trên thị trường cổ phiếu, con số này tăng hơn 300 lần trong vòng 10 năm đầu phát triển, từ gần 3.000 tài khoản (cuối năm 2000) lên đến gần 926.000 tài khoản năm 2010, tiếp tục lên hơn 1,552 triệu tài khoản tính đến cuối năm 2015 (tăng hơn 105.000 tài khoản so với cuối năm 2014), trong đó, nhà đầu tư cá nhân chiếm áp đảo, với tỷ lệ 99,57%, số còn lại là của nhà đầu tư tổ chức (6.642 tài khoản). Số lượng tài khoản giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài là 17.789 tài khoản, trong đó của nhà đầu tư cá nhân chiếm hơn 87% (VSD, 2015).

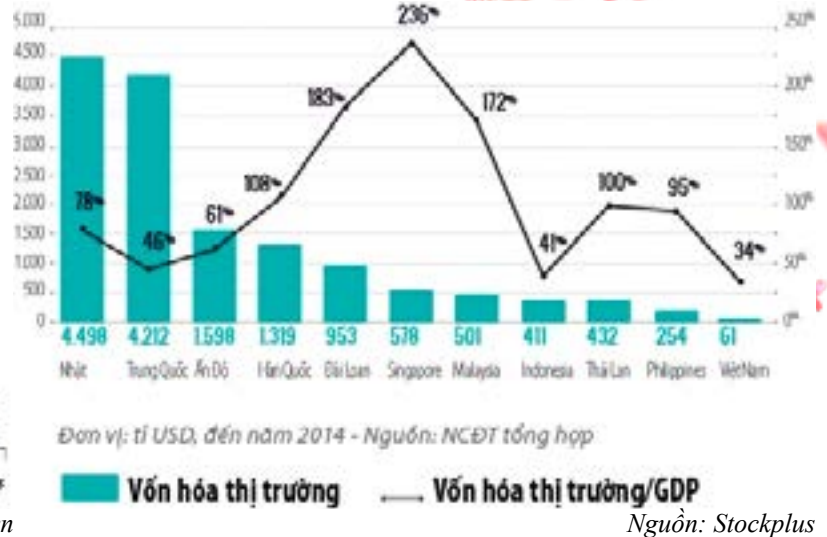
Bên cạnh đó, hệ thống nhà đầu tư vào thị trường TPCP đã và đang có những tiến triển tích cực. Mặc dù khối NHTM vẫn đóng vai trò chính khiến diễn biến thị trường TPCP phụ thuộc vào thị trường liên ngân hàng, nhưng thị trường đã ghi nhận sự thay đổi tích cực qua các năm trong cơ cấu nhà đầu tư với sự tham gia của các công ty bảo hiểm, công ty quản lý quỹ và nhà đầu tư nước ngoài (Biểu đồ 7). Năm 2016, theo danh sách công bố của Bộ Tài chính, thành viên đầu thầu TPCP gồm có 21 thành viên, trong đó có 4 công ty chứng khoán (CTCK), 15 ngân hàng và 2 thành viên đầu thầu đặc biệt là Bảo hiểm tiên gửi Việt Nam và Bảo hiểm Xã hội

# Chúc mừng năm mới

**Biểu đồ 7.**  
Quy mô dòng vốn FPI trên TTCK Việt Nam



**Biểu đồ 8.** Quy mô các TTCK trong khu vực 2014



Việt Nam. Rõ ràng, cơ sở nhà đầu tư trên thị trường TPCP đã có sự thay đổi theo hướng ngày càng chuyên nghiệp, tăng tỷ lệ đầu tư trung và dài hạn. Theo thống kê của HNX, cuối năm 2015, tỷ lệ nắm giữ TPCP của các công ty bảo hiểm tăng từ 13% lên 16% tổng khối lượng TPCP và tỷ lệ nắm giữ TPCP của các NHTM đã giảm từ 80% xuống 77% tổng khối lượng TPCP, thể hiện việc tái cơ cấu cơ sở nhà đầu tư đã có kết quả ban đầu.

Trên thị trường TPDN, theo số liệu thống kê của Bộ Tài chính, nhà đầu tư nắm giữ TPDN chủ yếu là nhà đầu tư trong nước (chiếm 98%), trong đó NHTM nắm giữ khoảng 75,5%, công ty chứng khoán khoảng 13,21%, công ty bảo hiểm khoảng 0,8%, quỹ đầu tư khoảng 2,57%, các nhà đầu tư cá nhân khoảng 1,87%.

Như vậy có thể thấy, cùng với các nhà đầu tư cá nhân, thị trường vốn đã thu hút các NHTM, các công ty tài chính, các CTCK, công ty quản lý quỹ, các doanh nghiệp bảo hiểm, quỹ đầu tư tham gia tích cực, góp phần hình thành một hệ thống các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Hoạt động của các tổ chức tài chính này được đánh giá là khá hiệu quả, chuyên nghiệp và tăng trưởng đều đặn, ổn định. Hệ thống các nhà đầu tư chuyên nghiệp tiếp tục được khuyến khích, tạo điều kiện phát triển nhằm đảm bảo có một TTCK tăng trưởng nhanh, bền vững, đủ khả năng hấp thu và làm triệt tiêu những cú shock thị trường, bảo đảm an ninh tài chính quốc gia và sự an toàn của các nền kinh tế.

**Ba là, thị trường vốn Việt Nam đã thu hút ngày càng nhiều lượng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài**

## (Foreign Portfolio Investment- FPI)

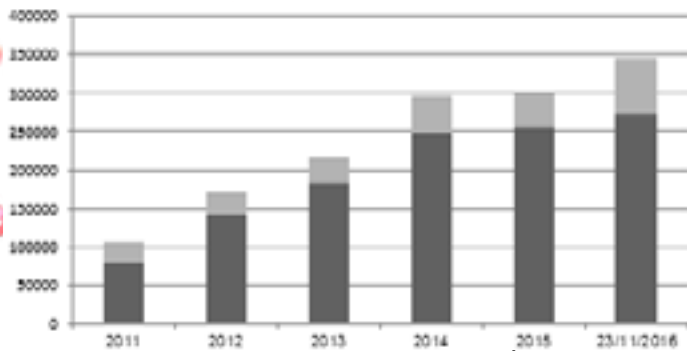
Đầu tư gián tiếp nước ngoài là hình thức đầu tư gián tiếp xuyên biên giới thông qua việc mua cổ phần, cổ phiếu, trái phiếu, các giấy tờ có giá khác trên thị trường tài chính. Trước khi Luật Chứng khoán ra đời năm 2006, quy mô vốn FPI tại Việt Nam còn khá nhỏ, chỉ khoảng 0,1% quy mô vốn FPI trên thế giới. Tuy nhiên sau năm 2006, con số này đã tăng gấp đôi so với năm 2005, đạt hơn 1 tỷ USD và gần 5 tỷ USD năm 2007. Mặc dù có những biến động nhất định sau khủng hoảng tài chính 2008, dòng vốn này luôn duy trì trạng thái vào ròng trên TTCK Việt Nam. Mặt khác, sau cuộc khủng hoảng cuối năm 2008, đầu năm 2009, hầu như “dòng vốn nóng”- dòng vốn được coi là bất ổn nhất- đã rút ra khỏi TTCK Việt Nam. Và phần lớn lượng vốn ở lại với thị trường chủ yếu là dòng vốn đã đầu tư vào Việt Nam từ rất lâu, thậm chí có quỹ hoạt động đến cả chục năm. Mục tiêu hướng tới của dòng vốn này là đầu tư giá trị tại những cổ phiếu không có tính thanh khoản cao với mục tiêu là đầu tư chiến lược.

Trên thực tế, dòng vốn bất ổn nhất về cơ bản đã không còn chiếm tỷ trọng lớn trên TTCK Việt Nam. Hai năm gần đây 2015-2016, trong bối cảnh kinh tế vĩ mô Việt Nam phải đối mặt với nhiều thách thức ngắn hạn, thì việc dòng tài chính mới chảy vào cho thấy đây cũng có thể là dòng vốn dài hạn, có khả năng chịu đựng rủi ro cao.

## 2. Một số hạn chế trên thị trường vốn Việt Nam thời gian qua

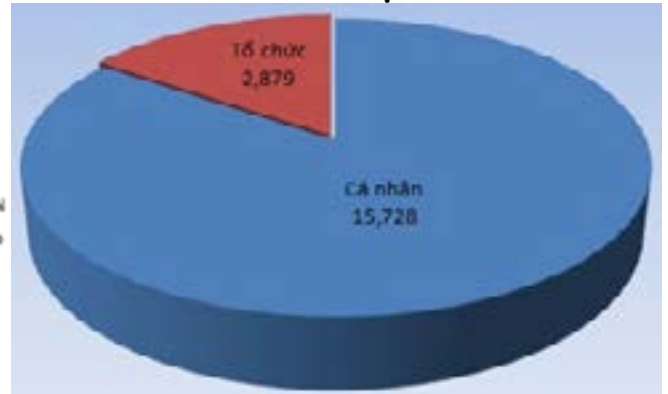
**Biểu đồ 9. Khối lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu Chính phủ**

Đơn vị: Tỷ đồng



Nguồn: Bộ Tài chính, VCBS

**Biểu đồ 10. Cơ cấu nhà đầu tư nước ngoài giao dịch trên TTCK Việt Nam**



Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

**Thứ nhất, quy mô và cấu trúc thị trường vốn chưa hợp lý, từ đó chưa phát huy hết vai trò và hiệu quả huy động vốn cho nền kinh tế**

TTCK Việt Nam đã đi vào hoạt động 16 năm nhưng vẫn chưa khẳng định được vai trò của mình trong hệ thống tài chính. Điều này được thể hiện thông qua giá trị vốn hóa của TTCK Việt Nam chỉ đạt mức 34% GDP, trong khi mức trung bình của thế giới là 41,5%, của nhóm nước thu nhập thấp và trung bình là 33,8%, của các nước Đông Á Thái Bình Dương là 104,9%. Riêng đối với Singapore, một quốc gia hàng đầu trong khu vực Đông Nam Á về hoạt động đầu tư chứng khoán, SGDCK Singapore là sàn giao dịch được coi là ngưỡng chuẩn cho các đánh giá phân tích và niêm yết giao dịch của các quốc gia trong khu vực. Chỉ số vốn hóa của TTCK Singapore đạt mức 236% so với GDP, trong khi Thái Lan có mức 100% (Stockplus, 2014).

Đối với thị trường trái phiếu, trong khi TPCP đã giúp ngân sách Nhà nước huy động được hàng nghìn tỷ đồng mỗi năm thì thị trường TPDN vẫn chưa được hình thành. Mặc dù những năm gần đây, khối lượng phát hành TPDN có sự tăng lên qua các năm, đặc biệt tính trong 11 tháng đầu năm 2016 đã có 71391 tỷ đồng TPDN được phát hành nhưng so với khối lượng TPCP phát hành thì rất nhỏ. Một điều đáng chú ý nữa là các doanh nghiệp Việt Nam phát hành trái phiếu phần lớn theo phương thức phát hành riêng lẻ, chào bán cho một số nhà đầu tư giới hạn và không được bán rộng rãi ra cho tất cả các nhà đầu tư trên thị trường. Tỷ lệ phát hành riêng lẻ TPDN luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng khối lượng phát hành TPDN, 99,26% năm 2012, 99,39% năm 2013, 95,07% năm 2014 và 100% khối lượng phát hành năm 2015. Đây là một bất cập của thị trường TPDN

trong khi trên thế giới, hình thức phát hành ra công chúng mới là hình thức phổ biến, phát hành riêng lẻ chỉ chiếm một tỷ trọng rất nhỏ. Hơn nữa, việc phát hành TPDN chủ yếu tập trung vào một số doanh nghiệp lớn, có uy tín, công ty có vốn Nhà nước hay công ty cổ phần có vốn điều lệ lớn hoặc các ngân hàng mới cổ phần hoá như công ty Masan, các ngân hàng BIDV, Vietcombank, ACB, Công ty chứng khoán SSI. Lãi suất phát hành TPDN chủ yếu là lãi suất thả nổi, căn cứ vào lãi suất tiền gửi kỳ hạn tại các NHTM cộng thêm biên độ 2- 4%/năm.

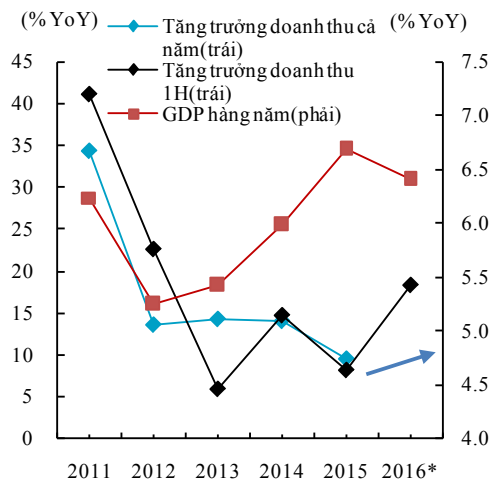
Những phân tích ở trên cho thấy, ở nhiều quốc gia trong khu vực Đông Nam Á, hệ thống tài chính đã có sự phát triển vượt bậc với sự đa dạng hóa trong các kênh đầu tư và phân phối. Chẳng hạn, Singapore có sự phát triển mạnh về TTCK bên cạnh hoạt động ngân hàng; Malaysia có sự phát triển mạnh về hoạt động phi ngân hàng song song với hoạt động ngân hàng và hoạt động của TTCK. Trong khi đó, cấu trúc hệ thống tài chính của Việt Nam chưa đa dạng, hoạt động ngân hàng vẫn là hoạt động chủ đạo và các hoạt động tài chính phi ngân hàng khác chưa phát triển. Điều này dẫn đến những rủi ro và hạn chế đối với các hoạt động đầu tư và phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế.

**Thứ hai, cơ cấu nhà đầu tư bất hợp lý, trong đó chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân dẫn đến tình trạng hoạt động còn thiếu chuyên nghiệp trên thị trường vốn**

Thống kê của Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD), tính đến cuối năm 2015 nhà đầu tư cá nhân chiếm áp đảo trên TTCK với tỷ lệ 99,57% và số còn lại là của nhà đầu tư có tổ chức. Điều này thậm chí cũng đang diễn ra đối với cả nhà đầu tư nước ngoài. Sự khác biệt giữa dòng vốn của hai

# Chúc mừng năm mới

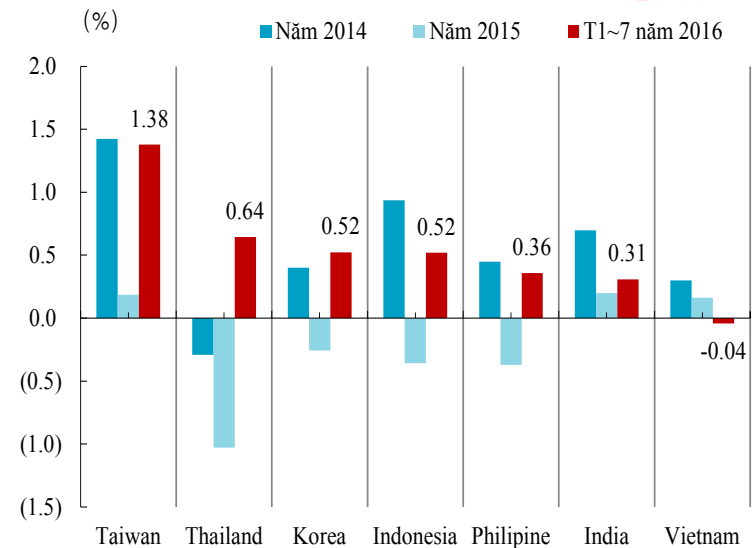
**Biểu đồ 11. Tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và GDP**



Ghi chú: Tính đến thời điểm cuối tháng 7/2016 với các doanh nghiệp đã công bố

Nguồn: Bloomberg, KIS, KISV

**Biểu đồ 13. Tỷ trọng nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường châu Á**



Ghi chú: Tỷ trọng so với giá trị vốn hóa thị trường cuối năm trước

Nguồn: Bloomberg, CEIC, KIS

nhóm nhà đầu tư này được phân loại theo tính chất và cách thức đầu tư. Đối với dòng vốn của nhà đầu tư tổ chức thường có quy mô đầu tư lớn và thường đầu tư qua việc mua, bán ròng có trọng tâm đối với các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán; trong khi đó dòng vốn của nhà đầu tư cá nhân lại thường có quy mô nhỏ và vừa, được mua, bán dần trải, liên tục để hưởng chênh lệch. Dòng vốn cá nhân thường mang tính đầu cơ nhiều hơn, còn dòng vốn tổ chức lại mang tính đầu tư và gắn bó với doanh nghiệp lâu hơn thông qua mua lại cổ phiếu trên TTCK. Biểu đồ dưới đây cho thấy số nhà đầu tư cá nhân nước ngoài được cấp mã giao dịch lớn hơn gấp 7 lần so với tổ chức nước ngoài tính đến cuối năm 2015. Thực trạng này cho thấy tính bất ổn định trong dòng vốn trên TTCK Việt Nam do tính phổ biến trong giao dịch của nhà đầu tư cá nhân. Bên cạnh đó, trên thị trường trái phiếu, cơ cấu nhà đầu tư không đa dạng, phụ thuộc nhiều vào các NHTM, công ty chứng khoán, tiềm ẩn những rủi ro, cũng như ảnh hưởng đến tính thanh khoản của thị trường.

### Thứ ba, thị trường vốn chưa thực sự tạo ra môi trường đầu tư hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trong và ngoài nước

Điều đáng lưu ý là khi đầu tư vào TTCK Việt Nam, nhà đầu tư dù là tổ chức hay cá nhân đều hụt hẫng khi thiếu những công cụ và khung pháp lý cần thiết để đầu tư. Về công cụ, đó là việc thiếu đi các sản

phẩm phái sinh để giúp họ phòng ngừa rủi ro hệ thống cho danh mục đầu tư. Tất yếu của vấn đề này, nhà đầu tư phải tìm biện pháp mang tính thủ công hơn để phòng hộ cho danh mục. Có lẽ cũng ít nhà nghiên cứu nội có thể nghĩ được là họ sử dụng chiến lược trung hòa Beta (Market-Neutral), đó là việc liên tục đánh giá mức độ nhạy so với biến động thị trường của từng loại tài sản/cổ phiếu trong danh mục, để cân bằng độ nhạy đó so với biến động của thị trường. Bằng việc bán đi các tài sản/cổ phiếu có độ nhạy cao so với biến động thị trường và mua vào những tài sản/cổ phiếu ít nhạy hơn. Công việc thủ công này thường tốn kém và mất nhiều thời gian cho các nhà đầu tư so với việc sử dụng sản phẩm phái sinh. Nhưng đây là biện pháp duy nhất họ có thể sử dụng hiện nay để loại bỏ rủi ro hệ thống tại Việt Nam. Ngoài ra, về khung pháp lý, các quy định về công bố thông tin phát hành trái phiếu, đặc biệt là TPDN và tổ chức phát hành trái phiếu chưa rõ ràng, minh bạch, chưa bảo vệ được nhà đầu tư.

Mặt khác, tỷ suất đầu tư trên TTCK thời gian quan chưa thực sự hấp dẫn. Trên thực tế, tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE luôn thấp hơn tăng trưởng GDP trong giai đoạn 2012- 2016. Nếu nhìn tổng kê nền kinh tế Việt Nam 2012- 2015, tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình đạt khoảng 5,9%, trong khi con số tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp luôn dưới mức này (Biểu đồ 11).

Ngoài ra, xem xét chỉ số giá/thu nhập cổ phiếu (P/E) phản ánh mối quan hệ giữa giá thị trường của một cổ phiếu và thu nhập một cổ phiếu cho thấy trung bình P/E của Vn-index tính đến cuối tháng 7/2016 ở mức 15,8 lần, cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Điều này có nghĩa là áp lực giá trên TTCK Việt Nam trong thời điểm hiện tại cao nhất kể từ nửa cuối năm 2009. Tuy nhiên, áp lực thị giá hiện không quá lớn nếu so với các nước trong khu vực như trong Biểu đồ 12. Tỷ lệ P/E trên thị trường Việt Nam hiện thấp hơn nhiều so với các thị trường khác tại Đông Nam Á, như mức 15,7 lần của Malaysia, 17,2 lần của Thái Lan, hay 23,3 lần của thị trường Philipin và Indonesia. So sánh xa hơn, P/E của Việt Nam cũng thấp hơn các mức 16,4 lần của thị trường Hàn Quốc, 19,3 lần của Trung Quốc, 21,1 lần của Nhật Bản và 22,1 lần của Ấn Độ. Nhìn ở khía cạnh tích cực, với tỷ lệ P/E hiện ở mức thấp trong khu vực, TTCK Việt Nam đang có nhiều cơ hội hơn so với các thị trường mới nổi khác trong việc thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài nếu các điều kiện kinh tế vĩ mô đủ hấp dẫn.

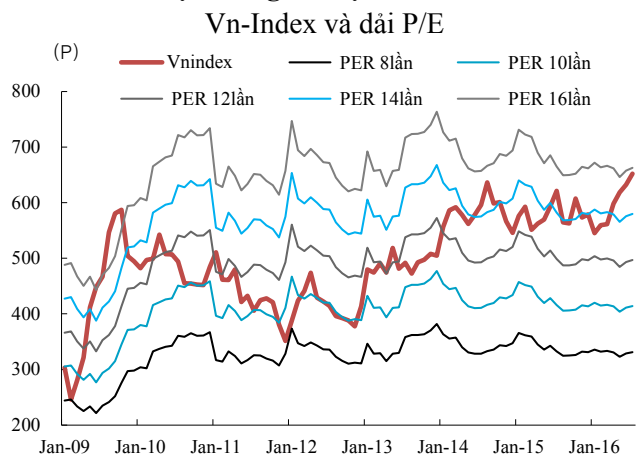
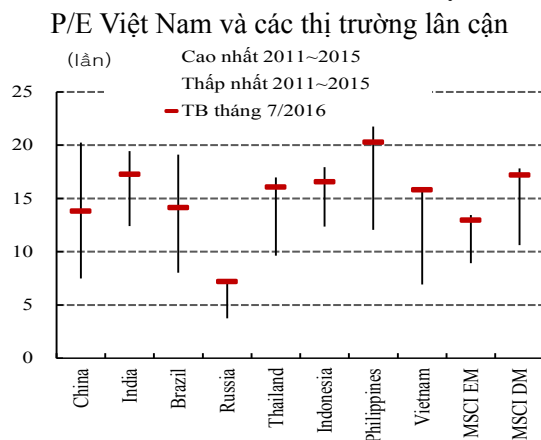
### **Thứ tư, dòng vốn FPI đổ vào TTCK Việt Nam còn thấp và tồn tại nhiều bất cập**

Mặc dù vốn FPI đã được chú trọng thu hút trong thời gian qua, song nếu so với dòng vốn FDI, đầu tư gián tiếp nước ngoài trên TTCK Việt Nam chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ (%GDP). So với các quốc gia khác trong khu vực, Việt Nam vẫn đang là một quốc gia có mức độ thu hút FPI còn rất thấp, chưa kể đến việc quy mô vốn FPI vẫn chưa tương xứng với tiềm năng và nhu cầu thực tiễn đang đặt ra đối với nền kinh tế và TTCK Việt Nam. Trong

suốt giai đoạn 2005- 2013, tổng vốn FPI của Việt Nam dưới hình thức vốn cổ phần gần như ở mức thấp nhất so với các nước như Trung Quốc, Ấn Độ và Singapore, ngoại trừ hai năm 2008 và 2011 (Ấn Độ và Singapore có mức FPI ròng âm). Tương tự, vốn FPI dưới hình thức đầu tư trái phiếu của Việt Nam cũng ở mức thấp nhất so với các nhóm nước trong khu vực. Đặc biệt trong 3 năm trở lại đây, dòng vốn FPI tại các nước như Indonesia, Thái Lan, Phillipine có xu hướng tăng lên trong khi Việt Nam chưa có dấu hiệu phục hồi rõ.

Tuy nhiên, điều đáng quan ngại hơn cả là nếu phân nguồn FPI chảy vào nền kinh tế theo hai phân khúc: (1) Đầu tư mua cổ phần doanh nghiệp, và (2) mua bán thứ cấp (mua đi bán lại trên TTCK), thì TTCK Việt Nam đang chứng kiến xu hướng thứ hai nhiều hơn. Dữ liệu thống kê từ UBCKNN cho thấy, cơ cấu nguồn vốn FPI vào Việt Nam thời gian qua, xét theo loại chứng khoán đầu tư, tập trung chủ yếu ở mảng giao dịch cổ phiếu. Quy mô vốn cổ phiếu duy trì trạng thái ròng dương (vào ròng) ở mức tương đối cao trong suốt thời gian qua, và bộ phận chủ yếu của quy mô vốn cổ phiếu này là thông qua nguồn vốn của nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào thị trường giao dịch thứ cấp. Duy nhất năm 2008, do ảnh hưởng mạnh mẽ của cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu, giá trị cổ phiếu trên thị trường sụt giảm mạnh, lượng FPI vào giảm mạnh, trong khi đó lượng vốn nhà đầu tư nước ngoài rút ra khỏi TTCK Việt Nam mạnh khiến cho dòng vốn FPI năm 2008 ở trạng thái ra ròng. Năm 2012 khối ngoại đã mua ròng gần 4.600 tỷ đồng trên HNX và HOSE, giá trị mua ròng trong năm 2012 gần gấp 3 lần so với năm 2011 góp

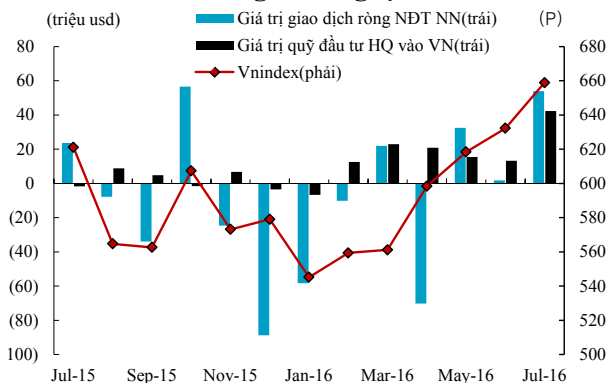
**Biểu đồ 12. Hệ số P/E Việt Nam và các thị trường lân cận**



Nguồn: Bloomberg, KIS, KISV

# Chúc mừng năm mới

**Biểu đồ 14. Quỹ đầu tư của HQ vào VN & mua ròng khối ngoại**



Nguồn: Hiệp hội đầu tư tài chính HQ, KIS, KISV

phần làm gia tăng quy mô vốn cổ phiếu năm 2012 lên mức gần 1.900 triệu USD.

Mặc dù chưa đến mức dẫn dắt thị trường, song giao dịch nhà đầu tư nước ngoài trong thời gian gần đây ít nhiều đã có tính chất định hướng thị trường. Biểu đồ 14 cho thấy khối ngoại tập trung mua ròng trong 6 tháng đầu năm 2016 và đỉnh điểm mua ròng là vào tháng 7/2016. Trong đó, dòng vốn FPI đến từ Hàn Quốc có lúc đã chiếm tới 70% giá trị mua ròng của khối ngoại vào thời điểm tháng 7/2016 (số liệu được trích từ Báo cáo của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam). Tuy nhiên, vào tháng 8, bước vào tháng ngẫu theo tâm lý người Việt thì khối ngoại lại liên tiếp các phiên bán ròng với khối lượng lớn. Điều này, theo yếu tố khách quan là khoảng trống lớn về thông tin sau khi các công ty niêm yết đều đã công bố kết quả kinh doanh của mình.

Trên thực tế, khi nguồn FPI được đưa vào hoạt động sản xuất kinh doanh thì không có mấy khác biệt so với nguồn FDI. Bởi nhìn từ góc độ doanh nghiệp, hai chú “mèo đen mèo trắng” này đều có đóng góp tốt ngang nhau. Nhưng đó là khi doanh nghiệp tiếp nhận vốn FPI trực tiếp từ quá trình IPO hay huy động bổ sung. Còn nếu nguồn này đi thẳng vào phân khúc sau (mua đi bán lại trên thị trường thứ cấp) thì là chuyện khác. Khác là vì nó nhạy cảm, là nơi cần đến các chính sách vĩ mô hợp lý.

### 3. Một số khuyến nghị

**Triển khai nhanh chóng các sản phẩm phái sinh nói riêng và đa dạng hơn các hàng hóa trên TTCK Việt Nam.** Có thêm các sản phẩm phái sinh sẽ góp phần đa dạng hàng hóa trên TTCK, làm cho TTCK thêm sôi động và hấp dẫn. Việc TTCK Việt Nam

thiếu đi các sản phẩm phái sinh khiến các nhà đầu tư ngoại e ngại khi đưa dòng vốn FPI vào. Và khi các nhà đầu tư nước ngoài đổ vốn FPI vào Việt Nam thì họ phải chấp nhận mất công cụ quan trọng để quản trị rủi ro dẫn đến khối ngoại đành phải tự biến danh mục (một phần) đầu tư của mình trở thành dòng tiền đầu cơ để trung hòa rủi ro hệ thống. Do vậy, dòng vốn đầu tư vô hình chung đã biến tướng thành dòng vốn đầu cơ. Vì thế, lộ trình về phát triển sản phẩm phái sinh cũng đã được thông qua nhưng cần phải tiến hành nhanh và triệt để hơn nữa.

Theo dự báo của nhiều CTCK và quỹ đầu tư, với đà phát triển của nền kinh tế Việt Nam và đà tăng điểm hiện nay của chỉ số VN-Index cùng với việc hàng loạt doanh nghiệp lớn Nhà nước thực hiện IPO, nới room... sẽ tạo lượng cung lớn về hàng hóa trên TTCK Việt Nam, góp phần thu hút dòng tiền đổ vào. Cũng theo dự báo, VN-Index sẽ cán mốc 700 điểm vào cuối năm 2016 và tiếp tục hành trình phá mốc 800 điểm vào giai đoạn 2017- 2018. Do vậy, dòng vốn FPI sẽ còn đổ vào nhiều hơn nữa. Việc kịp thời hoàn thiện hệ thống cơ sở hạ tầng, vận hành thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh, kêu gọi vốn FPI... sẽ góp phần kích thích nhu cầu đầu tư của khối ngoại, đồng thời bảo vệ nền kinh tế khỏi các biến động trước các dòng vốn FPI “biến tướng” thành các dòng vốn đầu cơ do thiếu công cụ bảo vệ quan trọng.

**Chủ động xây dựng các phản ứng chính sách phù hợp với quy mô lưu chuyển vốn đầu tư nước ngoài,** nâng cao khả năng thích ứng của nền kinh tế trước những cú sốc bên ngoài gây ra do sự bất ổn của dòng lưu chuyển vốn. Cụ thể, khi có dấu hiệu dòng vốn đầu tư nước ngoài vào nhiều, NHTW cần sử dụng linh hoạt các công cụ nghiệp vụ thị trường mở để thực hiện các giải pháp trung hòa dòng vốn vào. Khi có dấu hiệu dòng ra lớn, NHTW sử dụng các công cụ nhằm hạn chế quy mô dòng ngoại tệ chảy ra, chủ động sử dụng linh hoạt các công cụ chính sách tiền tệ nhằm hạn chế quy mô dòng ra.

### Đôi với thị trường trái phiếu

- Cần nhanh chóng xây dựng và triển khai các biện pháp nhằm phát triển thị trường TPDN như nói lỏng quy định về phát hành TPDN, trao quyền tự chủ cho các doanh nghiệp trong việc phát hành trái phiếu đồng thời tăng cường minh bạch thông tin trên thị trường để bảo vệ nhà đầu tư; xây dựng và đưa vào

xem tiếp trang 37

## Tài liệu tham khảo

1. Báo cáo thường niên của HOSE, HNX, VSD các năm 2011 đến 2015.
2. Bộ tài chính, Báo cáo thường niên năm 2012, 2013, 2014, 2015.
3. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam (2016), Chuẩn bị cho cú bật mới, Triển vọng Việt Nam năm 2016. Hà Nội: CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.
4. Nguyễn Thành Long (2015), Quản lý dòng lưu chuyển vốn quốc tế: Cơ hội và bài học kinh nghiệm, UBCKNN
5. Nguyễn Thanh Nhà (2016), Tìm hướng phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, Tạp chí Tài chính kỳ 2 số tháng 6/2016
6. Nguyễn Hồng Sơn (2014), “Định dạng Hệ thống ngân hàng Việt Nam sau tái cấu trúc”, Đề án 254 “Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng 2011-2014”, ĐH Kinh tế, ĐH Quốc gia.
7. Số liệu thống kê HNX các năm 2011, 2012, 2013, 2014.
8. Tô Ngọc Hưng, 2013, “Định hướng chính sách tự do hoá giao dịch vốn của Việt Nam nhằm ổn định khu vực tài chính, giai đoạn từ nay đến 2020”, Học viện Ngân hàng.
9. Ủy ban chứng khoán Nhà nước (2014), Báo cáo tổng kết 5 năm hoạt động và phát triển của thị trường trái phiếu Chính phủ Việt Nam.
10. Ủy ban chứng khoán Nhà nước, Báo cáo thường niên năm 2012, 2013, 2014, 2015.
11. VCBS (2015), Báo cáo thị trường trái phiếu 2015.
12. Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang (2014), “Chính sách nhằm khơi thông các nguồn vốn đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế Việt Nam”, Hội thảo khoa học Quốc gia do ĐH Kinh tế quốc dân tổ chức, tháng 12/2014.
13. Websites: [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn); [www.hnx.vn](http://www.hnx.vn); [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn); [www.cafef.vn](http://www.cafef.vn); [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org); [www.hnx.vn](http://www.hnx.vn)

## Thông tin tác giả

**Trần Thị Xuân Anh**, Tiến sỹ

*Đơn vị công tác:* Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

*Lĩnh vực nghiên cứu chính:* Tài chính- Ngân hàng

*Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải:* Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế; Tạp chí Kinh tế & Chính trị thế giới

*Email:* anhttx@hvn.edu.vn

**Dương Ngân Hà**, Thạc sỹ

*Đơn vị công tác:* Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

*Lĩnh vực nghiên cứu chính:* Tài chính- Ngân hàng

*Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải:* Tạp chí Chứng khoán Việt Nam; Tạp chí KH&ĐT Ngân hàng

*Email:* hadn@hvn.edu.vn

**Trần Thị Thu Hương**

*Đơn vị công tác:* Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

*Lĩnh vực nghiên cứu chính:* Tài chính- Ngân hàng

*Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải:* Tạp chí Chứng khoán Việt Nam; Tạp chí Nghiên cứu tài chính- Kế toán

*Email:* tranhuong@hvn.edu.vn

## Summary

### Vietnam capital market- a development path

*In recent years, Vietnam's capital market plays an important role in the mobilization and effective use of financial resources to serve economic and social development. With the material position, the stock market had growth and establish a solid background in terms of index growth, trading volume and stable development. Although bond market has still accounted for a small proportion of the economy, but gradually developed in the direction of uptrend, especially in the government bond market. Upcom market was put into operation in 2009, after a period of gradual restructuring has reaffirmed the need for the capital market in particular and financial markets in general. Looking back the past, all in all, Vietnam capital market is evaluated as having growth exponentially due to the achievements, but there are still the inevitable limitations of a market emerging, developing economies.*

*Keyword: Capital market; Securities; Market index.*

**Anh Thi Xuan Tran**, PhD.

**Ha Ngan Duong**, MEd.

**Huong Thi Thu Tran**

Finance faculty, Banking Academy

Received: 22 December 2016 / Accepted: January 2017



## Thông tin tác giả

**Kiều Hữu Thiện**, Phó Giáo sư, Tiến sĩ

Phó Giám đốc Học viện Ngân hàng

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính- Ngân hàng

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Ngân hàng, Tạp chí Nghiên cứu kinh tế, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng

Email: thienkh@hvn.edu.vn

## Summary

### NPL workout scheme of the Vietnam Asset Management Company (VAMC)

*The Scheme for restructuring the system of credit institutions (2011-2015) approved by the Prime Minister's Decision No. 254/QĐ-TTg dated 01/3/2012 (Project 254) has been actively implementing by the State of Vietnam (SBV) with one of the core elements of resolving non-performing loans (NPL). Accordingly, the debt workout scheme and the new asset management company proposal approved by Decision No. 843/QĐ-TTg dated May 31, 2013 of the Prime Minister have created a solid background for establishing the Vietnam Asset Management Company (VAMC) which was formally established and come into being on 26 July, 2013. This newly established vehicle is expected to help manage and sell a significant stock of NPL of the system, thus contributing to the restructuring of the banking system. After 3 years of operation, the VAMC has gained certain achievements but faced with significant challenges in debt workout. This paper covers analytical works on the challenges embedded in debt workout scheme of the VAMC; proposes solutions for dealing with those challenges in order to improve the debt workout scheme of the VAMC as well as of the credit institutions themselves.*

*Key words: VAMC, non-performing loans (NPL).*

**Thien Huu Kieu**, Assoc. Prof. PhD.

Vice President of the Banking Academy.

Received: 4 January 2017 / Accepted: January 2017

## tiếp theo trang 31

320.000 ha ở 55 tỉnh, thành phố, trong đó đã có 21.700 ha đã được lấp kín.

### 3. Kết luận

Như vậy, dù bối cảnh kinh tế nói chung còn nhiều khó khăn, 2016 vẫn là một năm khá sôi động với thị trường bất động sản Việt Nam, đặc biệt là các phân khúc bất động sản khu công nghiệp và bất động sản du lịch, nghỉ dưỡng. Với thị trường nhà ở, phân khúc trung và cao cấp vẫn tăng trưởng trong khi phân khúc giá rẻ còn bỏ ngỏ do nguồn cung thiếu hụt và chưa được đầu tư đúng mức để. Do vậy trong thời gian tới, các doanh nghiệp nên tái cấu trúc đầu tư, tái cơ cấu dự án để điều chỉnh sản phẩm sang các phân khúc nhà ở vừa túi tiền và

có tính thanh khoản cao, đáp ứng nhu cầu thực và thu nhập của trên 70% người dân. Để thị trường bất động sản phát triển minh bạch, bền vững hơn, Nhà nước cũng cần ban hành thêm các quy phạm pháp luật về thuế, quy hoạch, về nghĩa vụ của chủ đầu tư để bảo vệ người tiêu dùng cũng như các nhà đầu tư, đồng thời có chính sách thông thoáng và linh hoạt để thu hút thêm nguồn vốn đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường bất động sản, giảm bớt phụ thuộc vào nguồn vốn vay ngân hàng. ■

## tiếp theo trang 24

hoạt động Trung tâm Thông tin TPDN, thành lập các công ty định mức tín nhiệm để làm cơ sở tham khảo cho các nhà đầu tư trên thị trường TPDN, phát triển cơ sở hạ tầng cho việc phát

hành và giao dịch TPDN như hệ thống đấu thầu, công bố thông tin, thanh toán, đăng ký lưu ký...

- Nghiên cứu đưa vào áp dụng các loại hàng hoá mới trên thị trường TPCP như trái phiếu chiết khấu, trái phiếu có lãi suất thả nổi, đặc biệt là các sản phẩm phái sinh TPCP như Bond index, bond forward, bond option,... nhằm tăng thêm sự lựa chọn cho danh mục đầu tư của các nhà đầu tư.

- Xây dựng lộ trình chuyển dịch cơ cấu nhà đầu tư trên cả hai thị trường TPCP và TPDN, đưa ra các ưu đãi cũng như các cơ chế khuyến khích sự tham gia nhiều hơn nữa của các nhà đầu tư nước ngoài, các công ty bảo hiểm, công ty tài chính, và quỹ hưu trí. Phát triển các sản phẩm phái sinh trái phiếu để giúp các nhà đầu tư linh hoạt trong phòng ngừa rủi ro. ■

