



# GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

VŨ NHŨ THĂNG

**Thị trường tài chính Việt Nam đã trải qua nhiều biến động trong thời gian gần đây. Bên cạnh tác động của các yếu tố của kinh tế - tài chính quốc tế, sự phát triển của thị trường tài chính cũng chịu sự tác động của nền kinh tế và các yếu tố nội tại của thị trường. Bài viết này đánh giá một số rủi ro/thách thức thị trường tài chính Việt Nam đang phải đối mặt, trên cơ sở, đề xuất giải pháp để thúc đẩy sự phát triển bền vững thị trường tài chính Việt Nam.**

Từ khóa: Thị trường tài chính, rủi ro, phát triển bền vững

## SOLUTIONS TO PROMOTE SUSTAINABLE DEVELOPMENT IN VIETNAM'S FINANCIAL MARKET

Vu Nhu Thang

*Vietnam's financial market has experienced significant fluctuations in recent times. In addition to the impact of international economic and financial factors, the financial market development is also influenced by the domestic economy and internal market dynamics. This article focuses on evaluating some of the risks and challenges currently facing Vietnam's financial market and proposes several solutions to promote its sustainable development.*

Keywords: Financial market, risks, sustainable development

Ngày nhận bài: 5/9/2024

Ngày hoàn thiện biên tập: 12/9/2024

Ngày duyệt đăng: 19/9/2024

## Thị trường tài chính Việt Nam 9 tháng đầu năm 2024

Trong 9 tháng đầu năm 2024, kinh tế Việt Nam duy trì xu hướng tích cực, tăng trưởng cao hơn kỳ vọng và ổn định kinh tế vĩ mô được duy trì, lạm phát được kiểm soát dưới mức mục tiêu nhờ hàng loạt các chính sách hoàn thiện thể chế, tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh và hỗ trợ khu vực doanh nghiệp (DN) và nền kinh tế của Quốc hội, Chính phủ.

Trong bối cảnh đó, thị trường tài chính (TTTC) Việt Nam có sự phát triển và mở rộng cả về quy mô (Đến giữa năm 2024, tổng tài sản của các định chế tài chính bao gồm các tổ chức tín dụng, công ty chứng

khoán, công ty quản lý quỹ và doanh nghiệp bảo hiểm (DNBH) đạt khoảng hơn 21 triệu tỷ đồng, tương đương khoảng 200% GDP) và chất lượng hoạt động trong từng lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm. Cụ thể:

- Trong lĩnh vực ngân hàng, tín dụng tiếp tục tăng trưởng dù chậm trong 9 tháng đầu năm 2024 (Tính đến giữa tháng 9/2024, tín dụng tăng trưởng khoảng 7,4% so với cuối năm 2023) và là kênh hỗ trợ vốn chính trong nền kinh tế; thanh khoản hệ thống ngân hàng nhìn chung vẫn ổn định, các tỷ lệ an toàn thanh khoản được đảm bảo theo quy định; thanh toán không dùng tiền mặt tiếp tục tăng mạnh (6 tháng đầu năm giao dịch thanh toán không dùng tiền mặt tăng 58,23% về số lượng và 35,01% về giá trị so với cùng kỳ 2023, hơn 87% người trưởng thành đã có tài khoản thanh toán tại ngân hàng và nhiều ngân hàng có trên 95% số lượng giao dịch được xử lý trên kênh số).

- Trên thị trường chứng khoán (TTCK): chỉ số VN-Index hồi phục và tăng trong 9 tháng đầu năm 2024, đạt mức gần 1.300 điểm vào cuối tháng 9, tăng gần 14% so với cuối năm 2024; giá trị bình quân giao dịch trên thị trường cổ phiếu tăng so với năm 2023; giá trị huy động vốn qua TTCK tăng; tình hình tài chính các công ty chứng khoán (CTCK) được cải thiện; Việt Nam đang rất tích cực trong cải thiện các điều kiện để được nâng hạng lên TTCK mới nổi; phát hành trái phiếu chính phủ (TPCP) tiếp tục thực hiện tốt chức năng huy động vốn cho ngân sách nhà nước; hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) có dấu hiệu phục hồi sau nhiều nỗ lực khơi thông thị trường.

- Trên thị trường bảo hiểm, quy mô tổng tài sản



và vốn chủ sở hữu tiếp tục tăng; bảo hiểm tiếp tục là kênh tích lũy đầu tư trở lại nền kinh tế; Hoạt động bán bảo hiểm qua ngân hàng (bancassurance) được quản lý chặt chẽ hơn khi cơ quan quản lý tăng cường hoạt động thanh tra, giám sát và ban hành các quy định mới về hoạt động đại lý bảo hiểm tại các văn bản hướng dẫn Luật Kinh doanh bảo hiểm và Luật các tổ chức tín dụng (TCTD) ban hành từ cuối năm 2023 đến nay, thúc đẩy các DNBH cải tổ kênh đại lý nhằm đáp ứng quy định pháp luật.

Tuy nhiên, TTTC vẫn phải đối mặt với những rủi ro và thách thức nội tại cũng như chịu tác động của kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước. Đó là:

*Quy mô TTTC còn nhỏ và có sự bất cân đối trong cấu trúc thị trường tài chính*

Tổng tài sản của các định chế tài chính Việt Nam tính đến tháng 6/2024 tương đương 200% GDP, thấp hơn so với mức bình quân nhóm 5 quốc gia hàng đầu ASEAN. Vốn hóa thị trường cổ phiếu tính đến tháng 6/2024 đạt khoảng 69% GDP, thấp hơn các thị trường cổ phiếu trong khu vực.

Sự tụt hậu trong phát triển TTTC Việt Nam phần nào được thể hiện thông qua điểm số về phát triển TTTC của Việt Nam so với các nước láng giềng trong khu vực theo xếp hạng của IMF (2023). Trong đó, Việt Nam còn yếu ở nhiều tiêu chí: Chỉ số chung - Chỉ số phát triển tài chính (FD), Chỉ số thành phần ĐCTC (FI), Chỉ số thành phần TTTC (FM), các chỉ số tiểu thành phần. Các điểm số tương ứng của Việt Nam chỉ xấp xỉ hoặc cao hơn so với Inonesia, trong khi thua Thái Lan, Trung Quốc và Singapore.

Về cấu trúc, TTTC Việt Nam vẫn chủ yếu dựa vào tín dụng của hệ thống ngân hàng như một kênh dẫn vốn chính trong nền kinh tế (chiếm trên 90%; hệ thống tài chính Việt Nam về cơ bản vẫn dựa vào ngân hàng - bank-based). Tỷ lệ tín dụng/GDP của Việt Nam thuộc nhóm cao trên thế giới và khu vực (tăng liên tục từ mức 89,7% (năm 2015) lên gần 130% (năm 2023) và 127% (T5/2024)). Hệ thống bank-based tiềm ẩn một số rủi ro cố hữu và có thể ảnh hưởng đến tính ổn định của hệ thống tài chính; đây là vấn đề cần lưu ý trong thời gian tới.

Ngay trong TTCK, hiện nhóm ngành ngân hàng - tài chính chiếm tỷ trọng vốn hoá cao nhất, đạt 35,55% trong khi nhóm DN bất động sản (BDS) chiếm 12,41% vốn hoá toàn TTCK (Vietstock, 10/2024), theo đó, TTCK dễ bị ảnh hưởng khi có rủi ro phát sinh từ thị trường bất động sản và sức khoẻ của hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM).

*Rủi ro nợ xấu hệ thống NHTM gia tăng trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng cao hơn so với huy động*

Tính đến giữa tháng 9, tín dụng toàn hệ thống tăng 7,38% so với cuối năm 2023, dù cao hơn mức tăng cùng kỳ nhưng chỉ mới đạt một nửa mục tiêu tăng trưởng cho cả năm, cho thấy sức hấp thụ vốn của nền kinh tế chưa có sự bứt phá. Nguyên nhân là số lượng đơn hàng sản xuất trong nước và xuất khẩu mới tuy có tăng nhưng vẫn thấp hơn công suất thiết kế, nên nhiều DN chưa có nhu cầu vay thêm vốn; lãi suất cho vay nhìn chung vẫn duy trì ở mức cao, do các ngân hàng phải tăng trích lập dự phòng, trong bối cảnh nợ xấu diễn biến phức tạp; hoạt động kinh doanh của DN ở một số ngành, lĩnh vực kinh tế, đặc biệt là bất động sản vẫn đang gặp nhiều khó khăn; các ngân hàng thực hiện chính sách thận trọng tăng dư nợ, trong bối cảnh tỷ lệ nợ xấu tiếp tục có xu hướng gia tăng. Áp lực giải ngân có thể dồn vào cuối năm và làm tăng áp lực huy động vốn. Trong khi đó, huy động vốn tính chỉ bằng một nửa tốc độ tăng trưởng tín dụng.

**Tính đến cuối tháng 8/2024, nợ xấu theo báo cáo của các tổ chức tín dụng vào khoảng 5%, tăng so với cuối năm 2023 (4,6%). Một số ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu trên 3%. Nợ xấu ở các ngành chủ chốt tăng khá cao như: công nghiệp chế biến, chế tạo; bán buôn, bán lẻ, sửa chữa ô tô, xe máy; hoạt động kinh doanh bất động sản.**

Nợ xấu tiếp tục xu hướng tăng. Tính đến cuối tháng 8/2024, nợ xấu theo báo cáo của các TCTD vào khoảng 5%, tăng so với cuối năm 2023 (4,6%). Một số ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu trên 3%. Nợ xấu ở các ngành chủ chốt tăng khá cao như: công nghiệp chế biến, chế tạo; bán buôn, bán lẻ, sửa chữa ô tô, xe máy; hoạt động kinh doanh bất động sản. Trong khi đó, tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng so với nợ xấu giảm so với cuối năm 2023, ảnh hưởng đến khả năng xử lý nợ xấu. Nợ xấu tăng kết hợp với việc chênh lệch trong tăng tín dụng - huy động sẽ làm tăng thêm áp lực thanh khoản của hệ thống TCTD cũng như làm tăng áp lực tăng lãi suất huy động.

Trong ngắn hạn, nợ xấu ngân hàng có thể tiếp tục gia tăng do nền kinh tế phục hồi với tốc độ chậm, sức khỏe DN chưa cải thiện đáng kể (sau ảnh hưởng của đại dịch COVID-19), thanh khoản thị trường bất động sản kém trong bối cảnh tài sản bảo đảm tại các ngân hàng chủ yếu là bất động sản cũng



như ảnh hưởng của thiên tai và biến đổi khí hậu (như cơn bão Yagi gần đây). Việc gia tăng nợ xấu không chỉ ảnh hưởng đến lợi nhuận của các ngân hàng mà còn làm tăng rủi ro tín dụng trong toàn hệ thống các TCTD.

Ngoài ra, bối cảnh nợ xấu tăng cao cũng làm tăng thêm áp lực tăng vốn để đảm bảo năng lực tài chính (CAR của hệ thống TCTD Việt Nam hiện thấp hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực. Đến cuối tháng 8/2024, một số ngân hàng có tỷ lệ CAR tiệm cận mức 8%). Theo Quyết định số 689/QĐ-TTg ngày 8/6/2022 của Thủ tướng Chính phủ, mục tiêu đảm bảo vốn điều lệ tối thiểu của các NHTM đến năm 2025 là 5.000 tỷ đồng, tuy nhiên đến cuối tháng 8/2024 còn một số ngân hàng có vốn điều lệ dưới 5.000 tỷ đồng.

*Một số tồn tại, hạn chế trên thị trường chứng khoán*

Thao túng TTCK hiện được quy định tại khoản 2 Điều 3 Nghị định số 156/2020/NĐ-CP như sau: “Thao túng TTCK” là việc thực hiện hành vi bị nghiêm cấm trong hoạt động về chứng khoán và TTCK quy định tại khoản 3 Điều 12 Luật Chứng khoán, gồm một, một số hoặc tất cả các hành vi như: Sử dụng một hoặc nhiều tài khoản giao dịch của mình hoặc của người khác hoặc thông đồng liên tục mua, bán chứng khoán nhằm tạo ra cung, cầu giả tạo...”. Gần đây, Bộ Tài chính đã trình hồ sơ thẩm định dự án Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán và một số Luật khác. Theo đó, đề xuất sửa đổi khoản 3 Điều 12 Luật Chứng khoán theo hướng luật hóa quy định về hành vi thao túng TTCK từ Nghị định số 156/2020/NĐ-CP.

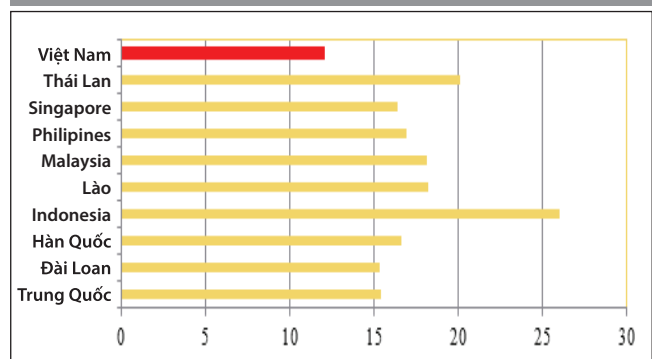
Trên thực tế, hành vi thao túng TTCK một phần có nguyên nhân từ thiếu minh bạch thông tin, việc giám sát chưa kịp thời và chế tài xử lý chưa đủ mạnh. Cụ thể, mức phạt đối với chủ thể phạm tội thao túng TTCK rất thấp theo quy định của Điều 211 Bộ luật Hình sự 2015 (sửa đổi, bổ sung 2017), chưa đủ yếu tố răn đe, chưa tương xứng với tổn thất do hành vi gây ra. Các yếu tố này dẫn đến tình trạng các cá nhân, tổ chức thao túng TTCK gia tăng, từ đó ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư trên thị trường.

Bên cạnh đó, thị trường TPDN trong thời gian gần đây được đánh giá diễn biến tích cực hơn khi phát hành TPDN mới từ đầu năm tới cuối tháng 8/2024 đạt khoảng 240 nghìn tỷ đồng (tăng 61% so với cùng kỳ năm 2023), trên 70% trong số đó được phát hành bởi các TCTD. Tình hình chậm trả gốc, lãi TPDN cải thiện hơn khi trong tháng 8 chỉ ghi nhận 2 DN công bố chậm các nghĩa vụ thanh toán TPDN.

Tuy nhiên, vẫn còn một số thách thức đặt ra như: (i) phát hành theo phương thức riêng lẻ vẫn chiếm đa số khi tỷ lệ phát hành TPDN ra công chúng chỉ chiếm 9,1%, trong khi phát hành TPDN riêng lẻ chiếm 90,9%; (ii) tỷ lệ chậm các nghĩa vụ thanh toán còn cao. Trong 9 tháng đầu năm 2024, tổng giá trị TPDN chậm các nghĩa vụ thanh toán (bao gồm cả chậm thanh toán gốc, lãi trái phiếu và gia hạn thời gian thanh toán) khoảng 191 nghìn tỷ đồng, chiếm 14,9% giá trị TPDN đang lưu hành, trong đó chủ yếu tập trung ở nhóm ngành bất động sản; (iii) khoảng 20% giá trị TPDN phát hành riêng lẻ là của tổ chức phát hành thuộc các ngành, lĩnh vực rủi ro cao như BĐS, xây dựng, năng lượng (đứng thứ hai sau tổ chức tín dụng trong cơ cấu tổ chức phát hành TPDN). Các TPDN này phần lớn là trái phiếu không có tài sản bảo đảm (TSBĐ) hoặc bảo đảm bằng cổ phiếu chưa niêm yết, các dự án, tài sản hình thành trong tương lai, khó xác định giá trị hợp lý; (iv) sự hiện diện của nhà đầu tư chuyên nghiệp còn thiếu. Tỷ lệ nhà đầu tư TPDN là cá nhân tại Việt Nam cao hơn nhiều so với các nước trong khu vực như Malaysia, Trung Quốc, Ấn Độ, Thái Lan. Tính đến cuối tháng 6/2024, các nhà đầu tư tổ chức như công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí và quỹ đầu tư chỉ nắm giữ 8% tổng số TPDN đang lưu hành (VIS Ratings tổng hợp từ dữ liệu của Bộ Tài chính và Báo cáo tài chính bán niên của các tổ chức).

Ngoài ra, với TTCK phái sinh cũng tồn tại một số hạn chế. Bản chất của chứng khoán phái sinh là thị trường bán sản phẩm bảo hiểm phòng ngừa rủi ro cho các hợp đồng mua bán hàng hoá, các sản phẩm đầu tư tài chính. Tuy nhiên, thị trường này cũng tiềm ẩn một số rủi ro, đặc biệt là rủi ro thao túng, gây ảnh hưởng đến TTCK cơ sở cũng như khi các nhà đầu tư quan tâm nhiều hơn đến yếu tố đầu

HÌNH 1: SO SÁNH MỨC ĐỦ VỐN CỦA VIỆT NAM VÀ MỘT SỐ NƯỚC, VÙNG LÃNH THỔ TRONG KHU VỰC (%)



Nguồn: Ceicdata; số liệu tại thời điểm tháng 4/2024.



HÌNH 2: GIÁ TRỊ PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP THEO NHÓM NGÀNH 2024



Nguồn: VBMA, 8 tháng 2024.

ơ, hơn là việc phòng ngừa rủi ro.

*Còn thiếu một khuôn khổ giám sát chung thị trường tài chính*

Những vụ án trong thời gian qua đã cho thấy tiềm ẩn rủi ro lan truyền giữa các khu vực tài chính và với khu vực kinh tế thực (giữa ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm và bất động sản), từ đó đặt ra yêu cầu phải giám sát chung TTTC ở hai cấp độ: (i) ở cấp độ TTTC (tập trung vào giám sát rủi ro liên thông, rủi ro có tính lan truyền giữa các khu vực TTTC và với khu vực kinh tế thực (BDS); điều phối hoạt động giám sát để đảm bảo hiệu quả giám sát chung và hiệu quả giám sát, thanh tra chuyên ngành); (ii) ở cấp độ định chế tài chính (giám sát các nhóm công ty theo mô hình tập đoàn tài chính và mô hình công ty sở hữu vốn FHC (Financial Holding Company)).

### Một số đề xuất và khuyến nghị thúc đẩy thị trường tài chính bền vững

Để phát triển TTTC bền vững, an toàn và hiệu quả, trên cơ sở phân tích một số rủi ro, thách thức đối với TTTC hiện nay, tác giả đề xuất một số chính sách như sau:

*Thứ nhất*, hoàn thiện khuôn khổ pháp lý liên quan đến TTTC: (i) Xây dựng hệ thống cảnh báo sớm rủi ro, cơ chế xử lý khủng hoảng hệ thống và xử lý các TCTD tiềm ẩn rủi ro cao nhằm bảo vệ sự an toàn hệ thống; (ii) Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý, cơ chế chính sách về xử lý nợ xấu, đặc biệt là cơ chế liên quan đến xử lý tài sản đảm bảo; phát triển thị trường mua bán nợ; khuyến khích thành lập các công ty mua bán nợ và cho phép nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường mua bán nợ; phát triển

các tổ chức trung gian (xếp hạng tín nhiệm, định giá, sàn giao dịch...); ưu đãi thuế cho hoạt động mua bán nợ; (iii) Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về quản lý, giám sát các nhóm công ty dưới hình thức công ty mẹ - con (như mô hình tập đoàn tài chính/mô hình công ty sở hữu vốn FHC), đặc biệt là nhóm công ty hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng - chứng khoán - bảo hiểm - doanh nghiệp phi tài chính như BDS; (iv) Hoàn thiện và ban hành các quy định thử nghiệm tạm thời (sandbox) cho các lĩnh vực tài chính mới (như công nghệ tài chính - Fintech) để tạo thêm nguồn lực và động lực thúc đẩy TTTC phát triển...

*Thứ hai*, tiếp tục kiểm soát chặt chẽ nợ xấu, đảm bảo các TCTD có đủ nguồn lực và trích lập đầy đủ dự phòng rủi ro để xử lý nợ xấu, đảm bảo các chỉ tiêu an toàn tài chính theo quy định. Bên cạnh đó, để tăng cường năng lực tài chính, cần khuyến khích các NHTM, đặc biệt là các NHTM nhà nước, tăng vốn để đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn.

*Thứ ba*, xem xét tăng chế tài đối với hành vi thao túng chứng khoán đi kèm với việc tăng cường minh bạch thông tin trên thị trường (như yêu cầu các doanh nghiệp phải sớm tuân thủ tiêu chuẩn kế toán quốc tế IFRS). Đồng thời, tăng cường giám sát TTCK để kịp thời nhận diện các mã cổ phiếu có giao dịch và biến động giá bất thường để ngăn chặn các hiện tượng thao túng (nếu có).

*Thứ tư*, nghiên cứu, xây dựng cơ chế cho hoạt động giám sát chung TTTC, cũng như tăng cường trao đổi thông tin, kết quả giám sát/thanh tra giữa các cơ quan quản lý để nhận diện tốt hơn các rủi ro liên thông, rủi ro lan truyền giữa các lĩnh vực trên TTTC cũng như giám sát tốt hơn dòng tiền trong nội bộ các tập đoàn tài chính, các công ty hoạt động trong hệ sinh thái...

### Tài liệu tham khảo:

- Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia, Báo cáo kinh tế - tài chính Việt Nam hàng tháng, hàng quý;
- Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia, Báo cáo Tổng quan thị trường tài chính Việt Nam năm 2023, 6 tháng đầu năm 2024;
- Tổng cục Thống kê, Số liệu kinh tế - xã hội được công bố định kỳ hàng tháng;
- Vũ Chí Dũng (2022), "Mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán cơ sở: Kinh nghiệm quốc tế và bài học cho Việt Nam", Cổng thông tin điện tử Bộ Tài chính.

### Thông tin tác giả:

TS. Vũ Nhữ Thăng

Phó Chủ tịch phụ trách Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia

Email: thangvn@npsc.gov.vn