



GIẢI PHÁP GIẢM THIỂU RỦI RO TỪ SỬ DỤNG ĐÒN BẢY TÀI CHÍNH TRONG ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

NGUYỄN VĂN HƯỜNG

Trong thời gian qua, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những biến động mạnh theo xu hướng tăng điểm. Số tài khoản các nhà đầu tư mở tại các công ty chứng khoán liên tục gia tăng. Quy mô vốn hóa thị trường chứng khoán cũng liên tục lập các đỉnh cao mới. Diễn biến này cho thấy thành công của Chính phủ Việt Nam trong điều hành chính sách kinh tế vĩ mô trước bối cảnh đại dịch COVID-19 diễn biến phức tạp, kéo dài. Tuy nhiên, thực tế cũng cho thấy, dư nợ cho vay của các nhà đầu tư tại các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại liên tục tăng cao, vấn đề sử dụng đòn bẩy tài chính cũng tiềm ẩn rủi ro lớn. Bài viết tập trung phân tích, đánh giá làm rõ thực trạng này và đưa ra một số khuyến nghị chính sách.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán rủi ro, vốn cho vay, đầu tư chứng khoán

SOLUTIONS TO MINIMIZE RISK FROM MARGIN TRADING IN STOCK INVESTMENT

Nguyen Van Huong

Over the past time, Vietnam's stock market recorded positive movements, in the bullish direction. The number of accounts opened by investors at securities companies continuously increased; The stock market capitalization also continuously set new highs. This development demonstrates the efforts of the Government of Vietnam in managing macroeconomic policies during the complicated and prolonged COVID-19 pandemic. However, reality shows that the number of investors using margin are constantly increasing, which is quite risky. The article analyzes and evaluates this situation and makes some policy recommendations.

Keywords: Risky stock market, loan capital, securities investment

Ngày nhận bài: 19/8/2021

Ngày hoàn thiện biên tập: 26/8/2021

Ngày duyệt đăng: 6/9/2021

Thực trạng cho vay đầu tư chứng khoán và những vấn đề đặt ra

Thực trạng cho vay đầu tư chứng khoán

Tại Việt Nam, nhà đầu tư (NĐT) cá nhân chiếm khoảng 90% giao dịch hàng ngày trên thị trường

chứng khoán (TTCK). Qua theo dõi diễn biến TTCK nửa đầu năm 2021 cho thấy, chỉ số VN-Index đã tăng trên 20% (từ đầu năm 2021 đến cuối tháng 6/2021), mức tăng mạnh nhất so với tất cả chỉ số chứng khoán trong khu vực. Đến tháng 7/2021 và tháng 8/2021, chỉ số VN-Index lại giảm. Điều này cho thấy, diễn biến TTCK Việt Nam có biên độ dao động lớn trong 8 tháng qua theo xu hướng tăng điểm mạnh vào 6 tháng đầu năm, sau đó giảm điểm mạnh trong tháng 7 và 8/2021.

- Về vốn vay đầu tư chứng khoán: Vốn cho vay đầu tư chứng khoán trong nền kinh tế Việt Nam của các NĐT nói chung mà chủ yếu là các NĐT cá nhân được thực hiện theo 2 kênh: (i) Các công ty chứng khoán (CTCK) cho khách hàng là các NĐT chứng khoán mở tài khoản tại công ty mình vay để đầu tư mua cổ phiếu, chủ yếu là cho vay ký quỹ (Margin), tức là cầm cố chính cổ phiếu của NĐT để mua cổ phiếu mới trên sàn giao dịch chứng khoán; (ii) Các ngân hàng thương mại (NHTM) cho khách vay vốn đầu tư chứng khoán và cho vay tiêu dùng. Tức là trên danh nghĩa mục đích vay vốn thể hiện trên hợp đồng tín dụng là khách hàng vay tiêu dùng, nhưng thực chất là vay đầu tư chứng khoán.

Theo số liệu của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD), trong tháng 6/2021, NĐT trong nước đã mở mới 140.193 tài khoản chứng khoán, tăng thêm 26.519 tài khoản so với tháng 5/2021. Trong số đó, NĐT cá nhân trong nước chiếm tới 140.054 tài khoản, còn các tổ chức mở mới là 139 tài khoản. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2021, NĐT trong nước mở mới 620.683

tài khoản chứng khoán, tăng 58% so với năm 2020 (con số trên còn cao hơn cả năm 2020 và năm 2019 cộng lại). Có thể nói, đây là con số kỷ lục từ trước tới nay của TTCK Việt Nam.

Theo số liệu của Cục Thuế TP. Hồ Chí Minh, tính riêng trong 4 tháng đầu năm 2021, số thu thuế từ lĩnh vực chứng khoán tăng đột biến 221,3%. So với các khoản khác thì tốc độ thu thuế chứng khoán tăng vượt nhiều lần.

Theo số liệu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, từ cuối quý I/2020 đến hết tháng 6/2021, dư nợ cho vay ký quỹ đạt gần 110.000 tỷ đồng, tăng gấp gần 3 lần so với thời điểm cuối tháng 2/2021. Con số trên tương đương khoảng 4,8 tỷ USD, cũng là mức kỷ lục trên TTCK Việt Nam từ khi chính thức đi vào hoạt động cho đến thời điểm hết tháng 6/2021. So với hết quý IV/2020, dư nợ cho vay của các CTCK trên thị trường đã tăng thêm khoảng 20.000 tỷ đồng. Điều đáng chú ý, đây là số dư nợ không bao gồm hoạt động cho vay 3 bên. Nếu tính thêm dư nợ từ cho vay 3 bên, con số thực tế sẽ lớn hơn rất nhiều mức 110.000 tỷ đồng.

Đến tháng 7 và tháng 8/2021, TTCK Việt Nam có nhiều đợt bị điều chỉnh mạnh, nhiều NĐT bán cổ phiếu hay bị Call Margin (yêu cầu NĐT nộp thêm tiền mặt tiền mặt để giảm dư nợ chứng khoán hay chủ động bán chứng khoán trên TTCK) nên dư nợ chứng khoán có giảm, tuy nhiên mức giảm không nhiều.

- Về dư nợ cho vay chứng khoán tại các NHTM: Theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam, dư nợ vốn tín dụng cho hoạt động kinh doanh chứng khoán tháng 1/2021 đã giảm 10%, tuy nhiên từ tháng 3/2021 lại tiếp tục tăng trở lại. Đến hết tháng 3/2021, dư nợ vốn tín dụng đầu tư vào chứng khoán đạt 45.300 tỷ đồng, giảm 1% so với cuối năm 2020. Song dư nợ cho vay chứng khoán tiếp tục tăng trong các tháng gần đây. Tính đến cuối tháng 6/2021, dư nợ cho vay chứng khoán ước đạt 46.700 tỷ đồng, tăng 3% so với cuối năm 2020, chiếm khoảng 0,48% tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng đối với nền kinh tế.

Tuy nhiên, nếu tính dư nợ vốn vay đầu tư chứng khoán của các NĐT tại các NHTM Việt Nam, bao gồm cả các khoản đầu tư dưới danh nghĩa vay tiêu dùng: sửa chữa nhà ở, mua sắm đồ dùng, trang thiết bị nội thất, nhu cầu khác... nhưng thực chất là đầu tư chứng khoán thì con số trên sẽ lên tới trên 52.000 tỷ đồng. Số dư nợ này tuy chỉ chiếm khoảng trên 0,5% tổng dư nợ tín dụng ngân hàng đối với nền kinh tế nhưng cũng là con số đáng quan tâm, nhất là trong điều kiện TTCK nhiều thời điểm điều chỉnh mạnh, nền kinh tế tiếp tục bị tác động mạnh bởi đại dịch COVID-19.

Những vấn đề đặt ra

TTCK Việt Nam diễn biến tích cực với sự bứt phá mạnh cả về điểm số và thanh khoản. Đóng góp vào diễn biến tích cực của thị trường thời gian qua không thể không đề cập đến vai trò của dòng tiền Margin. Giá cổ phiếu tăng thì khả năng vay Margin của NĐT cũng tăng theo. Mặc dù vậy, việc NĐT đẩy mạnh sử dụng Margin cũng đặt ra vấn đề về nguồn cho vay với các CTCK. Theo quy định hiện hành, CTCK chỉ có thể cho vay tối đa gấp 2 lần vốn chủ sở hữu (VCSH) và điều này khiến một số CTCK lớn thường xuyên tiệm cận mức giới hạn cho vay Margin.

Nhiều CTCK tiệm cận giới hạn cho khách hàng vay Margin vào thời điểm cuối quý I/2021. Thống kê số liệu của 25 CTCK có dư nợ cho vay lớn nhất thị trường cuối quý I/2021 cho thấy, CTCK MBS có tỷ lệ dư nợ Margin/VCSH lớn nhất với 189%, tiếp theo lần lượt là CTCK Phú Hưng (PHS) với tỷ lệ dư nợ/VCSH 188%; CTCK Yuanta 187%; CTCK HSC 186%; CTCK Mirae Asset 176%... Đây là những CTCK khó có khả năng mở rộng cho vay Margin nếu không sớm tăng vốn trong thời gian tới.

Ngược lại, đến hết quý I/2021, nhiều CTCK còn dư địa cho vay lớn, đó là SHS, với tỷ lệ dư nợ Margin/VCSH mới chỉ 64%; IBSC (tỷ lệ 53%); Vietinbank Securities (tỷ lệ 83%); Agriseco (tỷ lệ 42%); TCBS (tỷ lệ 83%); VCSC (tỷ lệ 93%); SSI (tỷ lệ 97%)...

Từ cuối năm 2020 đến nay, dư nợ Margin trên TTCK liên tiếp lập kỷ lục, quý sau cao hơn quý trước. Chỉ số chứng khoán trên sàn HoSE, HNX, Upcom liên tục tăng, thanh khoản thị trường cải thiện đáng kể theo chiều hướng tích cực; doanh số giao dịch đạt từ 20.000 – gần 25.000 tỷ đồng/phiên, cá biệt đạt tới 38.000 tỷ đồng/phiên. Nhu cầu các NĐT vay Margin tại các CTCK tiếp tục lập đỉnh mới. Tuy nhiên, như đã đề cập, nhiều CTCK thuộc nhóm dẫn đầu đang tiệm cận mức giới hạn cho vay khi dư nợ/VCSH đã gần 2 lần. Để tăng VCSH, CTCK có thể tăng VCSH dựa trên tích lũy lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh hoặc chào bán cổ phiếu để tăng vốn.

Việc tăng lợi nhuận sẽ không thể nhanh, thậm chí có thể không chắc chắn dựa trên biến động thị trường. Do đó, các CTCK lựa chọn giải pháp đẩy mạnh phương án phát hành cổ phiếu mới, huy động vốn của cổ đông để gia tăng khả năng cho vay, đón đầu xu hướng bùng nổ thanh khoản thị trường.

Điển hình là CTCK VNDIRECT (VND) phát hành hơn 220 triệu cổ phiếu tăng vốn cho cổ đông hiện hữu tăng quy mô vốn hoạt động, mở rộng năng lực cho vay ký quỹ, năng lực kinh doanh nguồn trên thị trường



vốn, năng lực bảo lãnh phát hành trái phiếu, năng lực phát hành và phân phối chứng quyền có đảm bảo. Tiếp theo, CTCK TP. Hồ Chí Minh (HSC) cũng phát hành 152,52 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu dự kiến thu được 2.135,3 tỷ đồng, trong đó HSC sẽ bổ sung 1.495 tỷ đồng cho hoạt động giao dịch ký quỹ; bổ sung 427 tỷ đồng cho hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán và còn lại 213,3 tỷ đồng bổ sung vốn cho hoạt động tự doanh.

CTCK Bản Việt (VCSC) cũng phát hành 166,5 triệu cổ phần cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 1:1) để tăng vốn lên 3.330 tỷ đồng trong năm 2021. CTCK MBS tăng vốn từ 1.643 tỷ lên 2.676 tỷ đồng từ việc phát hành ESOP, chào bán cho cổ đông, trả cổ tức; CTCK SSI cũng phát hành gần 47 triệu cổ phiếu để chuyển cho lô trái phiếu trị giá 1.150 tỷ đồng với mức giá 24.541 đồng/cổ phiếu.

Các CTCK nhỏ đã và đang có kế hoạch nâng vốn lên 1.000 tỷ đồng như trường hợp Pinetree, Đại Nam (DNSE), Đà Nẵng (DNSC), Everes (EVS), An Bình (ABS)... để tăng cường năng lực tài chính, đáp ứng dịch vụ cho giới đầu tư.

Giải pháp tăng vốn của các CTCK là đúng hướng, phù hợp với chiến lược phát triển bền vững của TTCK Việt Nam. Bởi vì, các CTCK tiếp tục nâng cao được năng lực tài chính, mở rộng quy mô các hoạt động của mình, trước hết là nghiệp vụ Margin, đáp ứng nhu cầu vốn của các NĐT, tạo nguồn thu bền vững.

Tuy nhiên, vốn đầu tư mua cổ phiếu, giao dịch mua cổ phiếu hàng ngày trong các phiên giao dịch của TTCK Việt Nam cũng tiềm ẩn những rủi ro lớn, bởi vì có tỷ trọng lớn là vốn đi vay. Khi TTCK điều chỉnh mạnh và trong thời gian dài (đã nhiều lần xảy ra trong lịch sử phát triển gần 20 năm qua và thực tế trong các tháng 7 và 8/2021), giá cổ phiếu giảm liên tục xuống dưới giới hạn của Margin, nếu các NĐT không bổ sung thêm tài sản, nộp thêm tiền mặt vào tài khoản, hay chủ động bán cổ phiếu, thì CTCK sẽ giải chấp và bán tháo cổ phiếu ra thị trường.

Trong khi đó, vốn vay của các NĐT chứng khoán tại các NHTM cũng sẽ thiếu hụt nguồn tiền trả nợ, gây rủi ro và dẫn đến nợ xấu, nợ quá hạn tại các NHTM.

Trong bối cảnh kinh tế thế giới và Việt Nam còn diễn biến khó lường, những tháng cuối năm 2021 và đầu năm 2022, rất khó dự báo các kịch bản cho TTCK Việt Nam. Do vậy, rủi ro cho các CTCK trong cho vay Margin; rủi ro cho các NHTM cho vay vốn đầu tư chứng khoán, mua cổ phần, cổ phiếu vẫn hiện hữu. Thực tế đòi hỏi tính cấp bách cần phải có giải pháp phù hợp để giảm thiểu rủi ro cho vay NĐT mua chứng khoán, góp phần phát triển bền vững TTCK Việt Nam,

sự phát triển ổn định của các CTCK và NHTM.

Kết luận và khuyến nghị

Nhằm giảm thiểu rủi ro trong cho vay, sử dụng đòn bẩy đầu tư chứng khoán, cần thực hiện các giải pháp sau:

Một là, tiếp tục phát triển ổn định, vững chắc TTCK Việt Nam, liên tục đưa ra các cảnh báo cần thiết cho NĐT. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước tăng cường hoạt động giám sát, thanh tra các giao dịch trên TTCK, nghiệp vụ tư vấn và bảo lãnh của các CTCK, các hoạt động thao túng về giá, công bố không kịp thời báo cáo tài chính của các công ty niêm yết; tăng cường giám sát việc tăng vốn và thực hiện quy định về Margin của các CTCK.

Hai là, NHNN tăng cường thanh tra, giám sát hoạt động tín dụng nói riêng, hoạt động cho vay tiêu dùng và cho vay chứng khoán nói riêng của các NHTM. Riêng hoạt động cho vay tiêu dùng cần thanh tra đảm bảo các NHTM thực sự minh bạch đối tượng đầu tư, mục đích sử dụng vốn của khách hàng, quy định về trích lập dự phòng rủi ro.

Ba là, thực hiện nghiêm túc lộ trình niêm yết trên TTCK của các NHTM nói riêng và các công ty đại chúng khác nói riêng, đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước theo đúng kế hoạch, tăng nguồn cung cho TTCK. Bên cạnh đó, Chính phủ xem xét, chấp thuận việc nói rộng tỷ lệ NĐT chiến lược sở hữu cổ phần tại NHTM Việt Nam, thu hút thêm các NĐT chiến lược là các tập đoàn tài chính lớn, có uy tín trên thế giới.

Bốn là, các CTCK cần nâng cao năng lực quản trị rủi ro, thực hiện chặt chẽ lộ trình tăng VCSH, chủ động tư vấn cho NĐT trong sử dụng Margin đảm bảo an toàn, hiệu quả.

Năm là, NHNN tiếp tục điều hành ổn định tỷ giá, tạo sự an tâm đối với các NĐT nước ngoài, đầu tư gián tiếp vào TTCK Việt Nam, góp phần phát triển bền vững TTCK.

Tài liệu tham khảo:

1. Công ty chứng khoán Bản Việt, VNDIRECT, MBS, SSI, Báo cáo tài chính hợp nhất quý IV/2020 và quý I/2021;
2. Chứng khoán: Rủi ro vẫn ở mức cao, hạn chế dùng đòn bẩy tài chính, laodong.vn;
3. Tọa đàm "Kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán", Tạp chí Kinh tế và Dự báo.

Thông tin tác giả:

TS. Nguyễn Văn Hường

Trưởng khoa Kinh tế, Trường Đại học Sư phạm Kỹ thuật Hưng Yên

Email: vanhuong75hy@gmail.com