



PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN ỔN ĐỊNH, BỀN VỮNG: NHÌN TỪ KHÍA CẠNH TÀI CHÍNH

NGUYỄN ANH PHONG, NGUYỄN THỊ DIỄM HIỀN, TÔ THỊ THANH TRÚC

Bài viết phân tích về nguồn tài chính cho bất động sản bao gồm tín dụng qua hệ thống các ngân hàng thương mại, qua kênh phát hành trái phiếu doanh nghiệp và qua kênh tín dụng chính sách. Số liệu phân tích thực chứng cho thấy có những bất ổn về nguồn cung tín dụng cho thị trường bất động sản như tăng trưởng tín dụng bất động sản quá mức, tỷ trọng dư nợ tín dụng bất động sản tăng cao làm gia tăng rủi ro. Phân tích từ kênh phát hành trái phiếu doanh nghiệp cũng cho thấy việc phát hành với số lượng và trị giá lớn trong khi không dự báo được rủi ro có thể dẫn đến nguy cơ mất thanh khoản. Bài viết cũng phân tích các chính sách gần đây nhằm tháo gỡ khó khăn cho thị trường bất động sản và đưa ra các khuyến nghị trong ngắn hạn lẫn dài hạn.

Từ khóa: Thị trường bất động sản, tín dụng, trái phiếu doanh nghiệp

DEVELOPING A STABLE AND SUSTAINABLE REAL ESTATE MARKET: FROM A FINANCIAL PERSPECTIVE

Nguyen Anh Phong, Nguyen Thi Diem Hien, To Thi Thanh Truc

This article analyzes financial sources for real estate including credit through the system of commercial banks, corporate bond channels and policy credit channels. Evidence-based analysis data shows that there are uncertainties in credit supply for the real estate market such as excessive real estate credit growth, and an increased proportion of real estate debts causing high risk. Analysis from the corporate bond channel also shows that issuing large amounts while not forecasting risks may lead to the risk of losing liquidity. The article also analyzes recent policies to remove difficulties for the real estate market and makes recommendations in the short and long term.

Keywords: Real estate market, credit, corporate bonds

Ngày nhận bài: 6/3/2023

Ngày hoàn thiện biên tập: 20/3/2023

Ngày duyệt đăng: 29/3/2023

Giới thiệu

Bất động sản (BDS) dù là ngành không đóng góp trực tiếp vào trong quá trình sản xuất kinh doanh, nhưng lại là ngành có đóng góp lớn trong GDP. Tại Việt Nam, thị trường BDS góp khoảng 7,6% trong GDP giai đoạn 2019-2021. Ngoài ra, thị trường BDS có khả năng lan tỏa đến trên 40 ngành quan trọng khác của nền kinh tế và trở thành cầu nối cho các thị trường

khác. Nghiên cứu của Bùi Hằng (2023) cho thấy, khi nhu cầu sử dụng cuối cùng của ngành BDS tăng 1.000 tỷ đồng sẽ kích thích giá trị sản xuất của các ngành còn lại là 772 tỷ đồng và lan tỏa tới giá trị tăng thêm là 191 tỷ đồng. Một số nghiên cứu tại các nước phát triển cũng chỉ ra rằng, lượng tiền ngân hàng cho vay qua thế chấp bằng BDS chiếm trên 80% trong tổng lượng vốn cho vay. Vì vậy, lĩnh vực đầu tư kinh doanh BDS đóng vai trò quan trọng trong việc chuyển các tài sản thành nguồn tài chính phục vụ cho nhu cầu phát triển kinh tế - xã hội, đặc biệt là đầu tư phát triển hệ thống cơ sở hạ tầng (Nguyễn Mạnh Hùng, 2020).

Kể từ năm 2020 dưới ảnh hưởng của dịch COVID-19, khó khăn kinh tế đã kéo theo giảm cung, cầu thị trường BDS. Tình hình trở nên âm ảm hơn trong năm 2022 khi các tồn tại của thị trường bắt đầu phơi bày như: Tín dụng bị hạn chế, nguồn cung dư thừa; trong khi thiếu nhà ở cho công nhân, nhà ở xã hội, việc phát hành trái phiếu và huy động vốn của nhiều doanh nghiệp (DN) không thành công dẫn đến thiếu vốn phải giãn tiến độ, giãn nợ, dừng triển khai thực hiện dự án gây tình trạng không ổn định cục bộ trên thị trường BDS... Trước bối cảnh trên, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 08/2023/NĐ-CP ngày 5/3/2023 và Nghị quyết số 33/NQ-CP ngày 11/3/2023 nhằm tháo gỡ khó khăn về nguồn vốn và thúc đẩy thị trường BDS phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững.

Với mong muốn đóng góp cho việc hoàn thiện chính sách tài chính, góp phần phát triển ổn định, bền vững thị trường BDS, bài viết tập trung vào: các vấn đề về nguồn vốn tín dụng ngân hàng dành cho



BDS và cho nhà ở xã hội; các vấn đề về thu hút vốn qua kênh phát hành trái phiếu DN (TPDN) của các DN kinh doanh BDS; từ đó đưa ra các bình luận và khuyến nghị chính sách.

Nguồn tài chính dành cho bất động sản

Thị trường BDS là nơi diễn ra các hoạt động mua bán, chuyển nhượng, cho thuê, thế chấp và các dịch vụ có liên quan như môi giới, tư vấn... giữa các chủ thể trên thị trường, mà ở đó vai trò quản lý nhà nước đối với thị trường BDS có tác động quyết định đến sự thúc đẩy phát triển hay kìm hãm hoạt động kinh doanh đối với thị trường BDS.

Theo sự phát triển và phân khúc của thị trường thì nguồn tài chính, hay nguồn vốn phục vụ cho nhu cầu phát triển thị trường sẽ bao gồm cả trên thị trường sơ cấp (dành cho người cung) và thị trường thứ cấp (dành cho người có nhu cầu). Đối với các DN thì nguồn tài chính tiếp cận chủ yếu từ các ngân hàng thương mại, trực tiếp đi vay thông qua phát hành TPDN, hay các khoản vay tài trợ từ các gói hỗ trợ ngân sách của Chính phủ. Đối với các cá nhân có nhu cầu thì nguồn vốn tiếp cận cũng có thể qua kênh vay mượn từ các ngân hàng thương mại, ngân hàng chính sách thông qua các gói hỗ trợ chương trình nhà ở của chính phủ.

Thị trường BDS có mối quan hệ chặt chẽ với thị trường vốn và thị trường tài chính. Trong khi hoạt động đầu tư kinh doanh BDS đòi hỏi một lượng vốn rất lớn thì tiềm lực tài chính nhiều DN kinh doanh BDS ở nước ta còn hạn chế, phần lớn phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài mà chủ yếu là vốn vay từ tổ chức tín dụng (TCTD), hoặc gần đây là vay mượn từ các tổ chức, cá nhân thông qua kênh phát hành TPDN, trong khi việc kiểm soát rủi ro không tốt đã dẫn đến những hệ lụy khó lường cho thị trường. Chúng ta còn nhớ cuộc khủng hoảng ở Mỹ vào các năm 2007-2008 mà nguồn gốc là từ nới lỏng tín dụng, cho vay nhà dưới chuẩn (Nguyễn Văn Tạo, 2012) từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến thị trường tài chính tiền tệ, thị trường chứng khoán và các yếu tố tâm lý của người dân. Thị trường BDS có liên quan đến nhiều ngành nghề và thị trường khác, nhất là thị trường vốn, chính vì thế nếu thị trường BDS hoạt động kém hiệu quả, xảy ra tình trạng bong bóng hay đóng băng đều kéo theo

HÌNH 1: CÁC CHỈ SỐ (%) VỀ TĂNG TRƯỞNG, DƯ NỢ, NỢ XẤU



Nguồn: Tổng hợp từ Tổng cục Thống kê, NHNN

rủi ro cho hệ thống tài chính.

Hình 1 thể hiện hai giai đoạn phát triển của tín dụng BDS, trong đó năm 2019 làm tiêu điểm. Tăng trưởng tín dụng BDS các năm trước 2019 duy trì dưới 10% và dưới mức tăng trưởng tín dụng chung của nền kinh tế. Trong khi bước qua năm 2020, tín dụng BDS tăng trưởng bắt đầu nóng và dần cao hơn nhiều so với mức tăng chung, đến năm 2022 tín dụng BDS đạt gần 24%, trong khi tăng trưởng tín dụng chung chỉ đạt trên 14%. Hệ quả là làm cho dư nợ BDS trên tổng dư nợ tín dụng cũng tăng cao, đến năm 2022 đạt trên 21%. Vào nửa cuối năm 2022 khi kinh tế có dấu hiệu khó khăn, nguồn cung suy giảm, lạm phát gia tăng buộc ngân hàng trung ương thắt chặt tiền tệ, thị trường BDS phát triển nóng nhờ hỗ trợ tín dụng đã phát sinh điểm yếu. Kinh tế khó khăn, kéo theo nợ xấu trong nền kinh tế gia tăng, trong đó có nợ xấu từ thị trường BDS. Nợ xấu BDS đã được giảm các năm trước 2019, và tăng lại từ năm 2020 như trình bày bên trên, và năm 2022 đã có dấu hiệu tăng lên trên 1,8%.

Bảng 1 cho thấy các kênh cung cấp tín dụng cho BDS hiện nay chủ yếu vẫn qua kênh tín dụng từ hệ thống các ngân hàng thương mại, các chương trình nhà ở xã hội cũng đóng góp tín dụng chính sách cho các đối tượng, tuy nhiên tỷ lệ rất nhỏ. Ngoài ra, các gói tín dụng nhà ở xã hội (như gói 30.000 tỷ đồng, gói cho vay nhà ở xã hội theo Nghị định số 100/2015/NĐ-CP chủ yếu thực hiện thông qua Ngân hàng

BẢNG 1: DƯ NỢ TÍN DỤNG BẤT ĐỘNG SẢN QUA CÁC KÊNH

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Dư nợ tín dụng BDS (Tỷ đồng)	1.121.010	1.303.185	1.583.788	1.797.291	2.080.645	2.580.000
Dư nợ cho vay nhà ở xã hội (Tỷ đồng)	20.661	16.865	13.557	10.626	na	na
- Cá nhân	18.234	15.562	13.031	10.618	na	na
- Doanh nghiệp	2.377	1.303	526	8	na	na
Dư nợ tại NHCSXH (Tỷ đồng)	na	904,82	2.397,12	4.499,39	na	na

Nguồn: Tổng hợp báo cáo Chương trình cho vay theo Nghị quyết 02/NQ-CP, Nghị định 100/2015/NĐ-CP, Báo cáo NHNN



BẢNG 2: GIÁ TRỊ TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP ĐẾN HẠN QUA CÁC NĂM (tỷ đồng)

Năm đáo hạn	OTC&Khác	Tài chính	Bất động sản	Cộng
2023	20.959	125.869	32.813	179.641
2024	31.807	140.811	21.953	194.570
2025	4.612	98.980	6.550	110.143
2026	8.253	43.786	23.549	75.588
2027	6.010	32.980	14.270	53.261
2028	440	32.722	-	33.162
2029	2.300	27.551	1.000	30.851
2030	-	22.834	-	22.834
2031	-	5.919	240	6.159
2032	-	2.600	5.774	8.374
2034	-	25	-	25
2035	-	1.774	-	1.774
2036	-	2.595	-	2.595
2037	-	2.235	-	2.235
2042	-	400	-	400
Cộng	117.126	667.638	170.321	955.085

Nguồn: FinGroup

chính sách xã hội cũng chủ yếu phục vụ cho các cá nhân, trong khi DN được vay từ các gói này rất hạn chế, dẫn đến khó tiếp cận nguồn vốn, phục vụ phát triển các chương trình nhà ở xã hội.

Bên cạnh việc vay vốn từ các TCTD, nhiều DN trực tiếp đi vay thông qua việc phát hành TPDN. Trong tình hình kinh tế tăng trưởng tốt, các DN hoạt động kinh doanh khởi sắc, sức khỏe tài chính ổn định thì phát hành TPDN là kênh huy động vốn tích cực với điều kiện thông tin minh bạch. Thực tế cũng cho thấy, trong các năm trước khi dịch bệnh COVID-19 bùng phát, hoạt động kinh doanh khởi sắc, thị trường tài chính và thị trường BĐS còn hoạt động tốt, các DN huy động được nguồn vốn lớn từ TPDN để phục vụ mở rộng kinh doanh.

Bảng 2 cho thấy kênh TPDN chủ yếu tập trung vào khu vực các DN tài chính, ngân hàng và BĐS. Bảng 2 cũng cho thấy trong các năm 2023-2024 và 2025 lượng TPDN tới kỳ đáo hạn là rất lớn, do đó nếu tình hình kinh doanh đình trệ, nguồn tài chính khó khăn sẽ là áp lực rất lớn cho các DN để tất toán lượng trái phiếu đáo hạn.

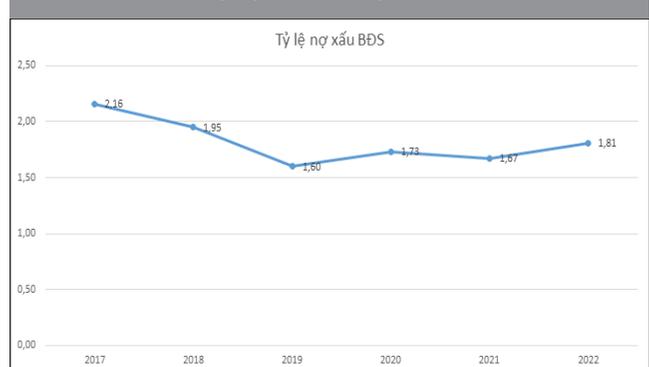
Hình 3 bên dưới minh họa chi tiết giá trị TPDN đến hạn phân theo các tháng cụ thể trong năm 2023. Kết quả cho thấy, chu kỳ rơi vào tháng 4 cho đến tháng 9/2023, lượng TPDN đến hạn tập trung lớn, nhu cầu thanh khoản cao. Nếu các kênh tiếp cận tín dụng và huy động vốn bị nghẽn, nhiều DN sẽ rơi vào mất thanh khoản, gây rủi ro lên hệ thống tài chính.

Đứng trước các thách thức trên, để đảm bảo thị trường ổn định trở lại, ngày 5/3/2023, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 08/2023/NĐ-CP nhằm tháo gỡ một phần khó khăn cho các DN kinh doanh BĐS. Nghị định số 08/2023/NĐ-CP đã tạo ra một số điểm tích cực trong bối cảnh khó khăn cho các DN nói chung và đặc biệt là các DN hoạt động trong lĩnh vực BĐS nói riêng. Về mặt vĩ mô là làm giãn nợ, giảm áp lực căng thẳng về thanh khoản và giảm nợ xấu cho DN, lẫn các TCTD. Về phía các DN, tạo được khoảng thời gian đủ để các DN tái cấu trúc tài chính, tài sản, chiến lược kinh doanh để tạo lại nguồn tiền, đáp ứng thanh khoản tránh nguy cơ vỡ nợ và phá sản. Quy định này cũng giúp các cá nhân hay nhà đầu tư đang nắm giữ TPDN tránh được khả năng mất trắng tiền đầu tư nếu DN rơi vào tình trạng vỡ nợ, phá sản.

Tiếp theo, ngày 11/3/2023, Chính phủ ban hành Nghị quyết số 33/NQ-CP về một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường BĐS phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững. Các quan điểm đưa ra như: khôi phục thị trường BĐS đi

đôi với kiểm soát rủi ro; Hoàn thiện thể chế, chính sách liên quan đến phát triển thị trường đảm bảo tính khả thi, thống nhất, đồng bộ của hệ thống pháp luật nhằm tạo điều kiện tháo gỡ khó khăn, thúc đẩy thị trường BĐS phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững... Nhìn chung, Nghị quyết tập trung vào 3 điểm cốt lõi giải quyết bài toán khó khăn hiện nay: (i) Đối với kênh tín dụng cho phép các DN kinh doanh BĐS gặp khó khăn được giãn nợ gốc, lãi vay, cơ cấu lại nhóm nợ, giảm lãi suất cho vay; (ii) Đối với kênh huy động vốn qua TPDN, tạo điều kiện, không làm cản trở các DN (có đủ năng lực, kết quả hoạt động kinh doanh tốt, lành mạnh...) có thể huy động vốn để hỗ trợ phục hồi, phát triển; (iii) Đối với kích cầu BĐS thì có các chính sách hỗ trợ nhà ở xã hội, hỗ trợ tín dụng cho người có nhu cầu, tăng cường các nhà đầu tư trong và ngoài nước... Tuy

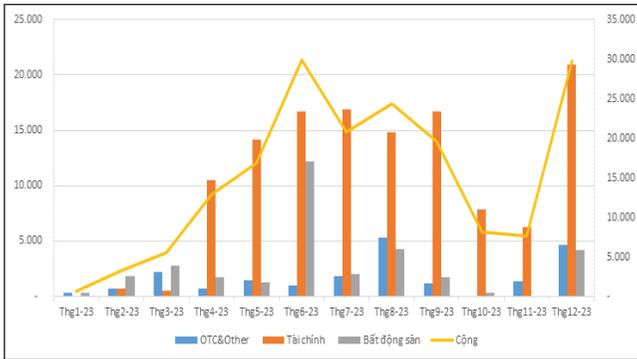
HÌNH 2: TỶ LỆ NỢ XẤU BẤT ĐỘNG SẢN CÁC NĂM



Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo ngành BĐS, báo cáo từ NHNN



HÌNH 3: GIÁ TRỊ TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP TỚI HẠN CÁC THÁNG TRONG NĂM 2023



Nguồn: FinGroup

nhiên, điểm hạn chế của Nghị quyết là tính hiệu lực và hiệu quả khi triển khai vì liên quan đến vấn đề pháp lý, luật chứng khoán, luật các TCTD,... các bộ, ngành cần sớm ban hành các thông tư để các yêu cầu của nghị quyết mới có thể triển khai.

Một số khuyến nghị

Phát triển ổn định thị trường BĐS là vấn đề then chốt không chỉ trong ngắn hạn mà còn trong dài hạn, hầu hết các quốc gia, trong đó có Việt Nam bởi độ lan tỏa của nó đến nhiều thị trường khác nhất là thị trường tài chính. Trên các khía cạnh phân tích thực tiễn tình hình tín dụng, nguồn vốn qua kênh phát hành TPDN, chúng tôi đưa ra một số khuyến nghị chủ yếu như sau:

Đối với các khuyến nghị trong ngắn hạn

- Trong quý II/2023, NHNN cần ban hành quy định cụ thể về việc giãn nợ gốc, lãi vay, cơ cấu lại nhóm nợ, giảm lãi suất cho vay đối với các DN gặp khó khăn nói chung và các DN kinh doanh BĐS nói riêng. Bộ Tài chính và Ngân hàng chính sách xã hội sớm ban hành chính sách kích cầu, hỗ trợ tín dụng chính sách nhà ở xã hội, góp phần kích cầu phân khúc nhà giá rẻ, phục vụ nhu cầu nhà ở cho đối tượng có thu nhập vừa tại các khu kinh tế, khu sản xuất.

- Cũng cố lại niềm tin nhà đầu tư nếu phát hành các lô TPDN mới. Đảm bảo DN phát hành có uy tín, tổ chức bảo lãnh phát hành có uy tín, có đánh giá, kiểm toán và minh bạch thông tin về dự án phát hành.

- Khuyến khích cầu nhà ở cho các đối tượng người Việt Nam ở nước ngoài, người nước ngoài mua căn hộ theo quy định cho phép.

Đối với các khuyến nghị trong dài hạn

- Có chính sách tín dụng nhất quán, an toàn, đảm bảo tính minh bạch và kiểm soát được rủi ro về dư nợ tín dụng và tăng trưởng tín dụng BĐS trong các TCTD. Để có chiến lược tín dụng đúng với thị

trường, cần đưa ra bộ tiêu chí cảnh báo tình trạng bong bóng BĐS hoặc đóng băng BĐS để có chính sách tín dụng phù hợp trong từng thời kỳ.

- Đối với các TCTD cho vay BĐS cần xem xét bổ sung tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản thế chấp (LTV). Đây là tỷ lệ mà các ngân hàng trung ương trên thế giới điều tiết thị trường BĐS thông qua hoạt động cho vay của các TCTD giúp làm giảm rủi ro tín dụng BĐS bên cạnh kiểm tra tính an toàn thông qua chỉ số an toàn vốn CAR như hiện nay.

- Chính phủ và Bộ Tài chính cần rà soát, đánh giá lại tính hiệu quả, tính khả thi của Chương trình cho vay nhà ở xã hội theo Nghị định số 100/2015/NĐ-CP. Cần có chương trình dài hơi phục vụ nhu cầu nhà ở xã hội theo Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội đến năm 2050, từ đó xác định quỹ đất, chọn nhà thầu, nguồn tín dụng chính sách vì hiện tại chương trình cho vay này chỉ thực hiện thông qua Ngân hàng Chính sách xã hội với nguồn vốn hạn hẹp không đáp ứng nhu cầu.

- Về TPDN: Chính phủ, Bộ Tài chính cần sớm rà soát lại và ban hành quy định mang tính khuôn khổ trên nguyên tắc tuân thủ một cách đầy đủ và trọn vẹn hoạt động của thị trường tài chính, đặc biệt vấn đề về minh bạch thông tin và sức khỏe của người phát hành... Để đạt được yếu tố này cần các bên giám sát rất chặt chẽ như đơn vị kiểm toán, đơn vị xếp hạng tín nhiệm, đơn vị bảo lãnh, đơn vị giám sát,... và nhà đầu tư tham gia vào thị trường này cũng phải là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, các cá nhân khác chỉ có thể tham gia dưới hình thức các quỹ đầu tư tín thác nhằm giúp thị trường phát triển TPDN lành mạnh, tránh rủi ro cho nhà đầu tư.

Tài liệu tham khảo:

1. Chính phủ (2023), Nghị định số 08/2023/NĐ-CP ngày 5/3/2023 về việc sửa đổi, bổ sung và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế;
2. Chính phủ (2015), Nghị định số 100/2015/NĐ-CP ngày 20/10/2015 về phát triển và quản lý nhà ở xã hội;
3. Thủ tướng Chính phủ (2023), Nghị quyết số 33/NQ-CP ngày 11/3/2023 về một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường bất động sản phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững;
4. Bùi Hằng (2023), Vai trò của thị trường bất động sản trong nền kinh tế, <https://kinhthemoitruong.vn/vai-tro-cua-thi-truong-bat-dong-san-trong-nen-kinh-te-67007.html>.

Thông tin tác giả:

PGS., TS. Nguyễn Anh Phong, ThS. Nguyễn Thị Diễm Hiền

ThS. Tô Thị Thanh Trúc

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP.Hồ Chí Minh

Email: phongna@uel.edu.vn