

Cấu trúc hệ thống tài chính và định hướng phát triển cho Việt Nam giai đoạn 2020 - 2025

Trần Thị Xuân Anh - Phạm Tiến Mạnh - Trần Thị Thu Hương

Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

Ngày nhận: 14/06/2021

Ngày nhận bản sửa: 24/06/2021

Ngày duyệt đăng: 26/07/2021

Tóm tắt: Hệ thống tài chính là mạng lưới các trung gian tài chính và thị trường tài chính đóng vai trò then chốt trong nền kinh tế với tư cách tổ chức trung gian giữa các chủ thể cần nguồn tài chính và những người có khả năng cung ứng nguồn tài chính. Để hỗ trợ tốt cho kinh tế, hệ thống tài chính cần được phát triển và phát triển dựa vào ngân hàng làm trung tâm (Bank based financial system) hoặc dựa vào thị trường tài chính (Market based financial system). Cấu trúc nào tốt hơn, đang là câu hỏi gây nhiều tranh cãi, song dù lựa chọn cấu trúc nào các quốc gia đều hướng đến mục tiêu huy động vốn, phân bổ và sàng lọc tốt, đảm bảo sự lành mạnh và ổn định của cả hệ thống tài chính. Bài viết dưới đây sẽ đề cập đến hai loại hình cấu trúc này và đề xuất định hướng phát triển cho Việt Nam trong thời gian tới.

Từ khoá: Hệ thống tài chính, thị trường tài chính, trung gian tài chính, market based, bank based.

Financial system structure and development orientation for Vietnam in the period of 2020-2025

Abstract: The financial system is a network of financial intermediaries and financial market that play the key role in the economy as an intermediary between those who need financial sources and those who can provide financial sources. In order to develop the economy, the financial system is required to develop based on a certain structure. There are two popular types of financial structure, bank-based financial system and market-based financial system. Which structure is better is a controversial question. However, regardless of financial structure, each country aims to mobilize capital effectively, allocate and filter financial sources and users in order to ensure the soundness and stability of its financial system. This paper analyses two types of financial structures and suggests some recommendation for Vietnam.

Keywords: financial system, financial market, financial intermediaries, market based, bank based

Tran, Thi Xuan Anh

Email: anhttx@hvn.edu.vn

Pham, Tien Manh

Email: manhpham@hvn.edu.vn

Tran, Thi Thu Huong

Email: tranhuong@hvn.edu.vn

Organization of all: Finance Faculty, Banking Academy of Vietnam

1. Giới thiệu

Cấu trúc hệ thống tài chính (HTTC) của mỗi quốc gia thường được phân thành 2 loại cơ bản trên cơ sở tầm quan trọng của kênh dẫn vốn trong nền kinh tế: HTTC dựa vào thị trường và HTTC dựa vào ngân hàng (sau đây lần lượt được gọi là market-based và bank-based). Đối với HTTC market-based, thị trường tài chính (gồm thị trường tiền tệ và thị trường vốn) đóng vai trò tích cực và quan trọng hơn trong việc tài trợ vốn cho các chủ thể trong nền kinh tế, trong khi với HTTC bank-based, các ngân hàng đóng vai trò chủ đạo trong việc huy động và phân bổ các nguồn vốn trong nền kinh tế. Cấu trúc nào cũng vận hành trên cơ sở khả năng cung cấp vốn, phân bổ vốn, giám sát và sàng lọc của các trung gian tài chính (Ngân hàng thương mại, Ngân hàng đầu tư, Công ty chứng khoán...) cũng như năng lực giám sát, xây dựng các chuẩn mực để đảm bảo sự ổn định của thị trường (Ngân hàng Trung ương, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán...) (David and Cainan, 2013).

Ở các quốc gia có HTTC bank-based (như Pháp, Đức, Nhật), hệ thống ngân hàng cung cấp khoảng 20%- 30% trong tổng nhu cầu phát sinh về vốn cho các doanh nghiệp và 3%- 4% nhu cầu vốn được đáp ứng từ thị trường. Đối với quốc gia thuộc nhóm HTTC market-based (như Mỹ và Anh), tỷ trọng khối lượng tín dụng ngân hàng cung ứng cho doanh nghiệp là rất nhỏ, thậm chí bằng không với sản phẩm tín dụng dài hạn. Lượng cổ phiếu và trái phiếu mới phát hành của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán (TTCK) cũng chỉ chiếm khoảng 15%-20% trong tổng nhu cầu về vốn phát sinh của doanh nghiệp. Đối với các quốc gia có HTTC kết hợp giữa ngân hàng và thị trường, thị trường tài chính chiếm khoảng 20% tổng khối lượng vốn mới cần cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (Ross, 1999).

Theo quan điểm ủng hộ HTTC bank-based, việc huy động vốn thông qua hệ thống ngân hàng mang lại hiệu quả cao hơn nhờ việc giảm thiểu rủi ro bất cân xứng thông tin. Thông qua việc xét duyệt hồ sơ cấp tín dụng, các ngân hàng trực tiếp nghiên cứu tìm hiểu về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, thậm chí còn xây dựng mối quan hệ lâu dài với khách hàng vay nhằm nắm bắt được thông tin đầy đủ, nhanh chóng về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp để giảm thiểu rủi ro tín dụng. Vì vậy, ngân hàng có khả năng thu thập phân tích thông tin, giám sát các khoản vay tốt hơn thông qua quá trình thẩm định và xét duyệt hồ sơ tín dụng. Tuy nhiên, các doanh nghiệp thường phải trả chi phí lãi vay cho ngân hàng, ngoài ra rủi ro trong hoạt động kinh doanh tiền tệ khiến ngân hàng hạn chế các khoản vay nên rất khó khăn cho doanh nghiệp nhỏ và doanh nghiệp mới thành lập. Trong nhiều trường hợp, do rủi ro đạo đức, nhân viên/ lãnh đạo ngân hàng cấu kết với giám đốc doanh nghiệp, gây thiệt hại cho quyền lợi của chủ sở hữu, đây là những mặt trái của HTTC bank-based (Frank, 1996; Singh, 1997).

Ngược lại, quan điểm ủng hộ HTTC market-based khẳng định TTCK có vai trò tích cực trong việc phân tích thông tin rủi ro, khắc phục được những nhược điểm của HTTC bank-based, khuyến khích sự hình thành của doanh nghiệp mới qua việc tạo điều kiện cho doanh nghiệp nhỏ huy động vốn, mở rộng và phát triển sản xuất. Ngoài ra, thị trường tạo động lực để doanh nghiệp thực hiện quản trị công ty tốt hơn. Rejan và Zingales (1998) lập luận rằng thị trường tài chính truyền các tín hiệu về giá để hướng dẫn các công ty thực hiện các khoản đầu tư hợp lý và hiệu quả hơn, song tài trợ vốn qua thị trường tài chính thường dẫn đến rủi ro bất cân xứng thông tin cũng như rủi ro đạo đức lớn hơn.

Nghiên cứu của Joost và Aerdt (2017) cho thấy trước khi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2008 các học giả cũng như các nhà hoạch định chính sách có xu hướng ủng hộ sự kết hợp linh hoạt giữa HTTC bank-based và market-based với quan điểm mục tiêu cuối cùng là HTTC dù hoạt động theo cấu trúc nào đều hướng tăng trưởng kinh tế. Theo đó, bản thân các dịch vụ tài chính quan trọng hơn nhiều so với hình thức phân phối của chúng. Vấn đề không phải là nguồn gốc của cấu trúc HTTC mà là các dịch vụ tài chính được cung cấp bởi cả hệ thống ngân hàng và thị trường. Trọng tâm là việc tạo ra một hệ thống ngân hàng và thị trường hoạt động hiệu quả hơn là về cấu trúc tài chính. Hơn nữa, mức độ phát triển tài chính và tự do hóa tài chính được xem là hai yếu tố đóng vai trò quyết định đối với tăng trưởng kinh tế thực tại mỗi quốc gia (Joost và Aerdt, 2017).

Tuy nhiên, nghiên cứu của Joost và Aerdt (2017), Pagano và các cộng sự (2014) chỉ ra rằng sau cuộc khủng hoảng tài chính 2008, các nhà hoạch định chính sách và nghiên cứu kinh tế có xu hướng ủng hộ HTTC market-based do khả năng chống đỡ rủi ro hệ thống tốt hơn nhiều so với HTTC bank-based. Điều này được luận giải như sau: Lợi ích kinh tế của một cấu trúc tài chính phụ thuộc vào sự ổn định của hệ thống tài chính, mà điều này có thể bị phá vỡ bởi rủi ro hệ thống. Rủi ro hệ thống có thể được định nghĩa là những nguy cơ làm gián đoạn dòng chảy của các dịch vụ tài chính (i) do sự suy yếu của tất cả hoặc các bộ phận của HTTC; và (ii) có khả năng gây ra những hậu quả tiêu cực nghiêm trọng cho nền kinh tế thực (BIS, FSB và IMF, 2009). Khi các ngân hàng thực hiện các nghiệp vụ trung gian tài chính trên bảng cân đối kế toán, việc tài trợ vốn của ngân hàng có thể góp phần nâng cao rủi ro hệ thống vì một số lý do. *Thứ nhất*, các ngân hàng có tỷ lệ

đòn bẩy tài chính cao. Trong điều kiện thị trường thuận lợi, nghĩa là khi giá trị tài sản tăng lên, các ngân hàng sử dụng đòn bẩy có thể thu được lợi nhuận cao hơn trên vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, khi điều kiện thị trường trở nên tồi tệ, tức là khi giá trị tài sản giảm, các tổ chức này có thể được yêu cầu huy động thêm vốn, thu hẹp bảng cân đối kế toán hoặc giảm rủi ro để đáp ứng các yêu cầu quy định an toàn vốn. Với một hệ thống sử dụng đòn bẩy tài chính cao như ngân hàng, tăng trưởng tín dụng quá mức có thể dẫn đến khủng hoảng ngân hàng trở nên nghiêm trọng hơn, rủi ro lây lan sẽ làm gia tăng mức độ trầm trọng của các cuộc khủng hoảng ngân hàng (Acharya và Thakor, 2016). *Thứ hai*, sự chênh lệch lớn về tài sản- nợ phải trả trong bảng cân đối kế toán có thể khiến ngân hàng dễ bị ảnh hưởng bởi các cú sốc về thanh khoản và lãi suất, và rủi ro phá sản. Điều này góp phần gia tăng rủi ro hệ thống. *Thứ ba*, các ngân hàng giao dịch với nhau thông qua nhiều thị trường, trung gian và hệ thống thanh toán, quyết toán. Điều này tạo ra các chuỗi trung gian dài, làm tăng thêm độ phức tạp và khiến các ngân hàng có tính liên kết với nhau cao hơn (Craig và von Peter, 2014). Tính liên kết là động lực chính dẫn đến nguy cơ rủi ro hệ thống (Drehmann và Tarashev, 2013). Do rủi ro thanh toán, thanh khoản và nguồn vốn, sự liên kết này có thể gây ra tổn thất thông qua hệ thống tài chính, vì tổn thất đối với một ngân hàng có thể gây tổn thất cho các ngân hàng khác trong hệ thống.

Ngược lại, tài trợ vốn thông qua thị trường tài chính có thể đóng góp ít hơn vào rủi ro hệ thống, vì thị trường đóng vai trò là nền tảng, trực tiếp chuyển các nguồn tài chính giữa người tiết kiệm và người đi vay, thay vì trung gian dẫn vốn như các ngân hàng. Do đó, thị trường ít phụ thuộc hơn vào các định chế tài chính ngân hàng- là

các tổ chức có đòn bẩy tài chính cao cho quá trình trung gian tài chính do thực hiện nghiệp vụ huy động vốn tiền gửi từ thị trường, có nhiều mối liên hệ giữa tài sản và nợ hơn, ít liên kết với nhau hơn về mặt tài chính và không liên kết trực tiếp với cơ sở hạ tầng thanh toán. Thị trường cũng có thể hoạt động như một nguồn tài chính thay thế khi nguồn tài chính ngân hàng bị gián đoạn (Crouzet, 2018). Trong trường hợp thị trường trái phiếu thay thế cho tín dụng ngân hàng khi nguồn tài chính ngân hàng thắt chặt, sự gián đoạn đối với dòng chảy của các dịch vụ tài chính có thể nhỏ hơn và xác suất vỡ nợ của hệ thống ngân hàng có thể thấp hơn. Điều này làm giảm nguy cơ rủi ro hệ thống. Trong bối cảnh này, các nghiên cứu phát hiện ra rằng các công ty đã thay thế trái phiếu doanh nghiệp cho các khoản vay ngân hàng trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 ở Hoa Kỳ, một cấu trúc tài chính tương đối dựa trên thị trường (Adrian et al, 2012; Becker và Ivashina, 2014). Tuy nhiên, khi nguồn tài chính bị chi phối bởi ngân hàng, người đi vay có thể phụ thuộc vào việc cho vay của ngân hàng và thị trường có ít dư địa hơn để phát triển và hoạt động như một chiếc “lốp dự phòng” trong quá trình huy động vốn cho nền kinh tế (Greenspan, 1999). Điều này hàm ý rằng, các cuộc khủng hoảng tài chính mang tính hệ thống có thể nghiêm trọng hơn tại các HTTC bank-based. Trên thực tế, trong các cuộc khủng hoảng ngân hàng, các công ty phụ thuộc vào ngân hàng phải chịu tổn thất về giá trị lớn hơn và lợi nhuận giảm cao hơn so với các công ty huy động vốn trên thị trường tài chính (Chava và Purnanandam, 2011).

Hình 1 cho thấy sự khác biệt trong cấu trúc tài chính của các quốc gia tương ứng với sự khác biệt về xác suất vỡ nợ của hệ thống ngân hàng. Trong suốt cuộc khủng hoảng (được biểu thị bằng vùng bóng mờ),

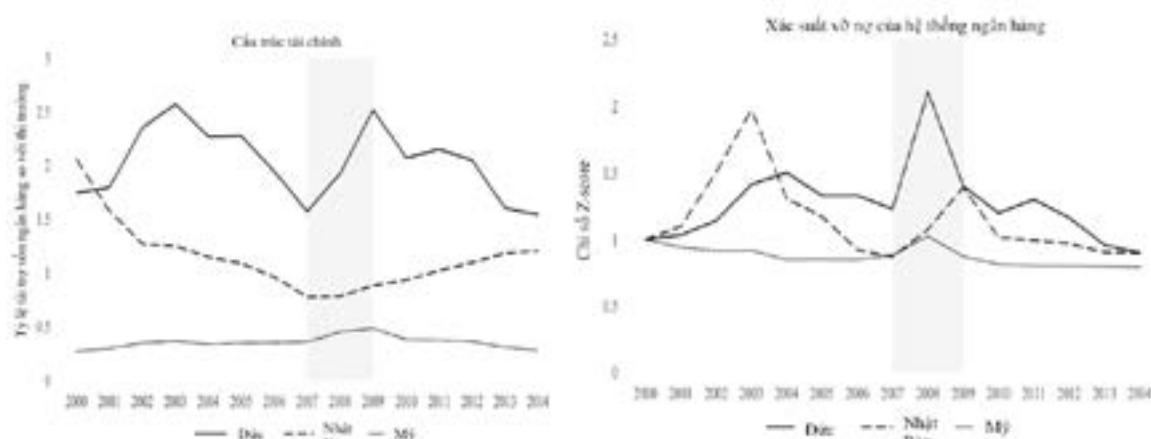
xác suất vỡ nợ của hệ thống ngân hàng chỉ tăng khá thấp ở Hoa Kỳ, quốc gia có HTTC market-based, trong khi tăng đáng kể ở Đức và Nhật Bản, những quốc gia có HTTC bank-based. Xác suất vỡ nợ của hệ thống ngân hàng Nhật Bản cũng tăng trong thời kỳ bong bóng dot-com vào đầu năm 2000. Các kết quả này cho thấy sự khác biệt về cấu trúc tài chính giữa các quốc gia có thể giúp giải thích sự khác biệt về tính ổn định của hệ thống tài chính (Joost và Aerd, 2017).

Như vậy có thể thấy, HTTC market-based đang được các nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách ủng hộ hơn do khả năng chống đỡ rủi ro hệ thống tốt hơn. Phần tiếp theo sẽ làm rõ hơn điều kiện để các nền kinh tế phát triển HTTC theo xu hướng này, đây cũng là cơ sở để bài viết phân tích thực trạng cấu trúc HTTC tại Việt Nam hiện nay và đánh giá cũng như gợi ý các đề xuất để phát triển HTTC Việt Nam trong thời gian tới.

2. Điều kiện phát triển hệ thống tài chính theo hướng dựa vào thị trường

Ở thời điểm hiện tại, hầu hết các quốc gia trên thế giới đều đang chú trọng phát triển thị trường tài chính vì đây được xem là kênh huy động vốn đóng vai trò chủ đạo trong phát triển đầu tư, cải tiến công nghệ và sáng tạo; trong đó chính nhu cầu đầu tư là nguyên nhân chính thúc đẩy nền kinh tế phát triển (Schumpeter, 2006).

Thị trường tài chính được chia thành thị trường tiền tệ và thị trường vốn căn cứ vào kỳ hạn của các công cụ giao dịch trên thị trường. Levine (1991) nhấn mạnh vai trò của thị trường tài chính thông qua TTCK, cung cấp vốn cho các khoản đầu tư dài hạn, giảm rủi ro, tăng tính thanh khoản cho các nhà đầu tư, đồng thời tạo ra nguồn vốn đáng tin cậy cho các doanh nghiệp. Như



Nguồn: Joost và Aerd, 2017

Hình 1. Xác suất vỡ nợ của hệ thống ngân hàng tại HTTC bank-based và HTTC market-based

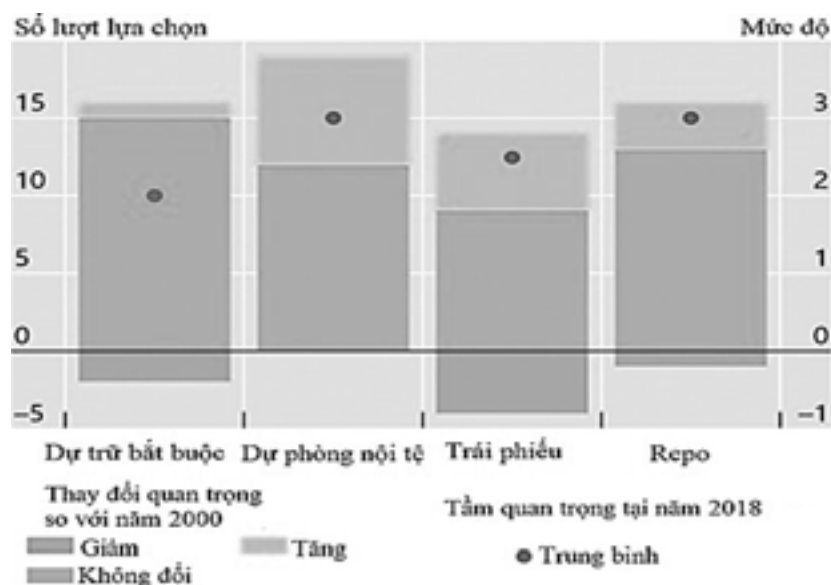
vậy, có thể thấy vai trò của thị trường tài chính thường được tiếp cận ở hai góc độ là thị trường vốn ngắn hạn và thị trường vốn dài hạn. Việc lựa chọn phát triển phân khúc thị trường nào phụ thuộc vào đặc điểm kinh tế chính trị của mỗi quốc gia.

Theo Silva (2008), môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, đặc biệt là chính sách tiền tệ tin cậy, cùng với việc quản lý tài khoá và ổn định hệ thống tài chính được coi là những điều kiện tiên quyết để phát triển thị trường vốn. Ngược lại, thị trường vốn phát triển sẽ nâng cao hiệu quả chính sách tiền tệ và ổn định hệ thống tài chính về mặt dài hạn.

Ở các quốc gia đang phát triển, phần lớn nguồn vốn của các doanh nghiệp được huy động thông qua kênh vốn ngân hàng, trong khi thị trường trái phiếu được Chính phủ sử dụng là chủ yếu. Ở các quốc gia này, các tổ chức tài chính ngân hàng và phi ngân hàng đóng vai trò chủ yếu trong việc phát triển thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp, với việc phát hành vốn cổ phần, trái phiếu nợ, hoặc đầu tư mua chứng khoán của tổ chức khác nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của đối tượng huy động. Đối với các quốc gia phát triển, ngoài việc thị trường vốn cổ phần đóng vai trò chính trong huy động vốn của doanh nghiệp, thị trường các

chứng khoán phái sinh như các khoản nợ có thể chấp (CDOs), hay các sản phẩm tín dụng cấu trúc đã làm tăng tính thanh khoản cũng như độ sâu của thị trường trái phiếu (Silva, 2008).

Trong hai thập kỷ qua, nhiều ngân hàng trung ương (NHTW) tại các quốc gia đang phát triển đã sử dụng quyền điều hành của mình, lựa chọn các công cụ và mục tiêu tiền tệ để phát triển thị trường tài chính theo cấu trúc HTTC mong muốn (BIS, 2020). Chẳng hạn, với các quốc gia tập trung phát triển thị trường tiền tệ và thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, đã sử dụng công cụ repo để thúc đẩy sự tăng trưởng của thị trường mua lại các công cụ trên thị trường tài chính (People Bank of China, 2019). Việc sử dụng các hợp đồng mua lại nhiều hơn, đặc biệt với các công cụ do Chính phủ phát hành ra, sẽ thúc đẩy sự phát triển ban đầu của thị trường trái phiếu Chính phủ, tạo điều kiện tốt để kiểm soát tính thanh khoản của các ngân hàng. Thêm vào đó, thị trường repo phát triển tăng tính thanh khoản của trái phiếu chính phủ trên thị trường thứ cấp; trong trường hợp thị trường trái phiếu chính quyền địa phương còn nhỏ so với nhu cầu hấp thụ tính thanh khoản, các NHTW sẽ phát hành các chứng khoán



Nguồn: Khảo sát của BIS, 2019

Hình 2. Tầm quan trọng của thay đổi các chính sách tiền tệ, giai đoạn 2000 - 2018 tại các quốc gia đang phát triển

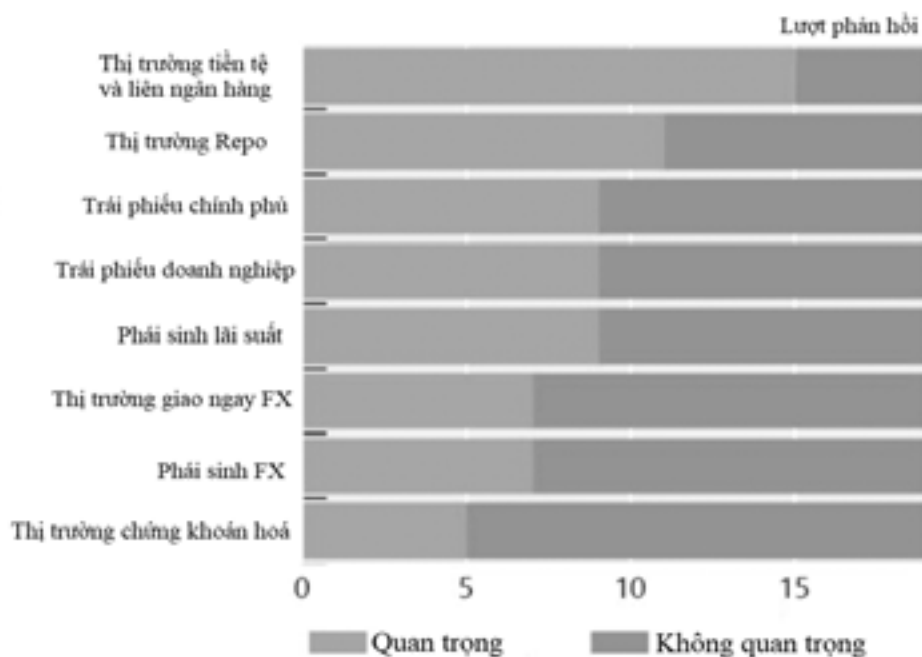
của NHTW, kết hợp với các công cụ sẵn có trên thị trường để xây dựng đường cong lợi suất. Thông thường, việc phát hành này sẽ được thực hiện ở các kỳ hạn ngắn, nhằm tránh các tương tác bất lợi với việc phát hành trái phiếu Chính phủ của kho bạc.

Một số quốc gia đang phát triển cũng thực hiện các chính sách tiền tệ nhằm phát triển các thị trường khác. Ví dụ tại Hungary đã thực hiện chương trình mua trái phiếu thể chấp của NHTW vào năm 2008, nhằm kích thích việc phát hành trái phiếu thể chấp, giúp các ngân hàng quản lý rủi ro về thời hạn. Một ví dụ khác, đó là Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa (PBOC) đã bắt đầu chấp nhận hình thức tín dụng xanh, và các trái phiếu xanh làm tài sản đảm bảo, đủ điều kiện cho các hoạt động chính sách tiền tệ của mình; đây được coi là một phần của biện pháp khuyến khích các ngân hàng tham gia vào hoạt động tài chính xanh của quốc gia này.

Trong khi thị trường tài chính trong nước tiếp tục phát triển, các công cụ trên thị trường ngoại hối vẫn giữ vai trò quan trọng

trong thực thi chính sách tiền tệ quốc gia, đặc biệt ở các quốc gia đang phát triển. Trong giai đoạn chứng khoán của Chính phủ khan hiếm, các đồng ngoại tệ có thể được sử dụng để thế chấp trong các thỏa thuận mua lại, nhất là trong các giao dịch hoán đổi ngoại hối. Ngoài ra, theo Aaron và Jochen (2020), gần như tất cả các NHTW đôi khi sẽ can thiệp vào thị trường ngoại hối để ổn định tỷ giá nhằm kiểm soát xu hướng thị trường, hoặc thậm chí thao túng làm tăng giảm tỷ giá hối đoái. Điều này vô cùng cần thiết, đặc biệt trong các giai đoạn thị trường có các cú sốc lớn với các dòng vốn ra và vào nền kinh tế, có thể gây ra những ảnh hưởng tiêu cực đối với thị trường tài chính, các tổ chức trung gian tài chính và toàn bộ nền kinh tế nói chung.

Ở chiều ngược lại, thị trường vốn có những tác động nhất định đến thị trường tiền tệ. Các doanh nghiệp, hộ gia đình trở lên nhạy cảm hơn với sự thay đổi của lãi suất trên thị trường khi thị trường tài chính hội nhập sâu hơn, bởi với sự hội nhập tài chính cho phép nhiều doanh nghiệp và hộ gia đình tiếp cận



Nguồn: Khảo sát của BIS, 2019

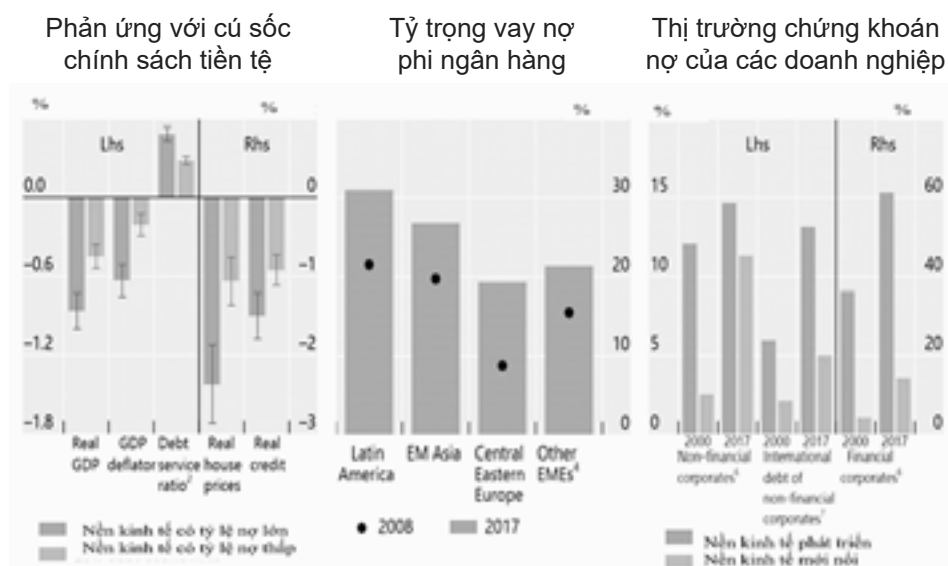
Hình 3. Tác động chính sách của Chính phủ đến các phân khúc khác nhau của thị trường tài chính tại các quốc gia đang phát triển, giai đoạn 2000-2018

vốn vay dễ dàng hơn. Với mức độ nợ cao hơn của toàn bộ nền kinh tế, khi chính sách tiền tệ điều chỉnh theo hướng thắt chặt sẽ dẫn đến những cú sốc lớn với các đối tượng có liên quan (Aaron và Jochen, 2020).

Theo Carlos và Michael (2020), với sự phát triển của thị trường vốn, kênh huy động vốn trong nền kinh tế đã có sự thay đổi rất nhiều qua thời gian, như tỷ trọng sử dụng vốn trong nền kinh tế thông qua các kênh vay vốn phi ngân hàng (phát hành vốn cổ phần, vay trái phiếu) đã có sự tăng trưởng mạnh ở các khu vực trên thế giới. Như vậy, tuy vai trò của các tổ chức tài chính phi ngân hàng tăng lên nhưng lại chưa có những tác động rõ ràng đến việc truyền tải chính sách tiền tệ; đã dẫn đến các ngân hàng phải cạnh tranh nhiều hơn, và nâng mức chấp nhận rủi ro của kênh chính sách tiền tệ. Thực tế cho thấy, các tổ chức tài chính phi ngân hàng thường có khẩu vị rủi ro cao hơn, vốn đa dạng và lớn hơn so với hệ thống ngân hàng, nhưng có sự nhạy cảm hơn với các

chính sách tiền tệ so với các ngân hàng.

Ở góc độ chính sách, khi NHTW thay đổi chính sách tiền tệ ở các quốc gia sẽ có tác động rất lớn đến thị trường tài chính (Sellin, 2001). Tại Mỹ, NHTW có thể tăng hoặc giảm lãi suất cột mốc/chuẩn (benchmark rates) để điều chỉnh nền kinh tế, tương tự như công cụ lãi suất. Điều này dẫn đến các mức độ phản ứng khác nhau của thị trường chứng khoán nước này đối với các thay đổi trong chính sách điều hành của NHTW (Bjørnland và các cộng sự, 2009; Farka và các cộng sự, 2009). Tại Anh, Bredin và các cộng sự (2009) nhận thấy giá các chứng khoán trên thị trường có phản ứng ngược chiều với sự thay đổi các chính sách tiền tệ của nước này. Tại khu vực Châu Âu, Cassola và các cộng sự (2004), Fernández-Amador và các cộng sự (2011), Hussain và các cộng sự (2011), Kholodilin và các cộng sự (2009) tập trung nghiên cứu những thay đổi trong chính sách tiền tệ do NHTW Châu Âu (ECB) điều hành có tác động như



Nguồn: Hofmann & Peersman (2017); Coppin et al. (2019)

Hình 4. Một số cơ chế truyền tải khi tăng nợ trong nền kinh tế

thể nào đối với thị trường. Kết quả nghiên cứu cho thấy, việc áp dụng chính sách tiền tệ mở rộng sẽ làm tăng tính thanh khoản trên TTCK của Đức, Pháp và Ý (Fernandez và các cộng sự, 2011); đồng thời các chính sách của ECB có tác động rõ ràng đến biến động các chỉ số chứng khoán tại châu Âu (Hussain và cộng sự, 2011). Tại Trung Quốc, Tang và các cộng sự (2013) nghiên cứu tác động của thay đổi lãi suất và tỷ lệ dự trữ bắt buộc của PBOC đến thị trường tiền tệ liên ngân hàng và TTCK Thượng Hải. Kết quả nghiên cứu cho thấy, thị trường tiền tệ có mối liên hệ chặt chẽ với nền kinh tế vĩ mô; đồng thời việc thay đổi chính sách tiền tệ có tác động đến cả thị trường liên ngân hàng và TTCK ở Trung Quốc, với sự thay đổi khác nhau.

Như vậy có thể thấy, để thúc đẩy kinh tế phát triển phải dựa vào sự phân bổ vốn và sàng lọc, chuyển nguồn lực vốn từ tiết kiệm sang đầu tư, từ hiệu quả kém sang ưu tiên hiệu quả tốt. Sự phân bổ này, ở các nước đang phát triển, luôn bắt đầu từ việc lấy ngân hàng làm trung tâm, phát triển hơn mới đến TTCK. Ngân hàng làm trung tâm

cấp vốn cho mọi hoạt động kinh tế, nhưng có nhược điểm là rủi ro hệ thống có thể đánh sập cả một hệ thống tài chính, đó là vấn đề minh bạch, hiệu quả giám sát sử dụng vốn và rủi ro thanh khoản. Trong khi đó, hệ thống tài chính dựa vào thị trường mang đến cách đánh giá khách quan hơn về giám sát đầu tư, hiệu quả sử dụng vốn tốt hơn và tính minh bạch cao hơn. Do đó, cấu trúc nào tốt hơn không quan trọng, quan trọng là thực hiện chức năng huy động vốn, phân bổ và sàng lọc tốt, đảm bảo sự lành mạnh và ổn định của cả hệ thống tài chính tổng thể. Bên cạnh đó còn tùy thuộc vào năng lực điều hành của nhà quản lý, người làm chính sách (như NHTW, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước), đặc biệt là cơ chế truyền tải hiệu quả trong việc điều hành chính sách (như chính sách tiền tệ và chính sách ổn định thị trường tài chính, cách tác động của chính sách tiền tệ đến hệ thống ngân hàng thương mại và TTCK...).

3. Hiện trạng cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam

Số liệu thống kê cho thấy cấu trúc HTTC Việt Nam đang phát triển theo xu hướng bank-based trong đó vốn huy động qua hệ thống ngân hàng đóng vai trò chủ đạo trong nền kinh tế. Theo tính toán của nhóm tác giả, hệ thống ngân hàng và tổ chức tín dụng (TCTD) luôn chiếm tỷ trọng lớn trong quy mô tổng tài sản của hệ thống tài chính giai đoạn 2011- 2020 (Hình 5). Từ năm 2013 đến nay, con số này khoảng 60% đến 70%. Tỷ trọng thị trường cổ phiếu cao thứ hai, và cao hơn thị trường trái phiếu, trong khi đó bảo hiểm chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng tài sản của hệ thống tài chính. Năm 2020, theo tính toán của nhóm tác giả, hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM) và TCTD chiếm khoảng 66,3% quy mô tổng tài sản hệ thống tài chính, sau đó là đến thị trường cổ phiếu và trái phiếu chiếm khoảng 32,8% và bảo hiểm (tính theo doanh thu phí bảo hiểm) chiếm khoảng 0,9% (Hình 5). Tuy nhiên tỷ trọng các cấu phần trong HTTC đã có sự thay đổi đáng kể trong thời gian qua theo xu hướng tăng dần tỷ trọng vốn hoá của TTCK và bảo hiểm. Giá trị vốn hoá TTCK (gồm cả thị trường cổ phiếu và trái phiếu) so với GDP đã tăng gần 4 lần trong 10 năm, từ năm 2011 đến năm 2020. Cùng với đó, thị trường bảo hiểm liên tục mở rộng về quy mô, chất lượng dịch vụ bảo hiểm được nâng cao, đóng góp vào hỗ trợ doanh nghiệp và tái đầu tư cho nền kinh tế. Năm 2011, ngành Bảo hiểm đầu tư trở lại nền kinh tế hơn 83 nghìn tỷ đồng, đến năm 2020, con số này đã là hơn 501 nghìn tỷ đồng (Hình 6).

Cấu trúc HTTC Việt Nam những năm gần đây đã có sự thu hẹp đáng kể trong chênh lệch giữa tỷ lệ vốn tín dụng mà các NHTM, TCTD cấp và tỷ lệ vốn huy động từ thị trường cổ phiếu và trái phiếu (Hình 7). TTCK đã hỗ trợ tích cực trong việc cung ứng vốn cho nền kinh tế, không chỉ thông qua hoạt động phát hành thêm cổ phiếu

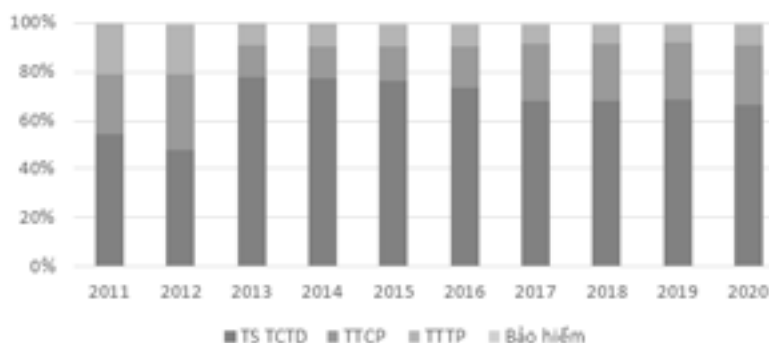
tăng vốn điều lệ cho các NHTM mà còn là kênh cho các doanh nghiệp huy động vốn, nhất là các giai đoạn nguồn vốn từ NHTM bị hạn chế.

Mặc dù có sự phát triển mạnh trong thời gian qua, cấu trúc thị trường tài chính Việt Nam vẫn tồn tại sự mất cân đối giữa thị trường vốn và thị trường tiền tệ dẫn đến nguy cơ rủi ro hệ thống gia tăng.

Tỷ lệ dự nợ tín dụng/GDP của Việt Nam năm 2020 lên tới 140% (Hình 7). Tỷ lệ này tăng cao sẽ gây áp lực cân đối vốn cho các NHTM khi vốn huy động ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn. Tỷ lệ cho vay trung và dài hạn ở các NHTM Việt Nam trong một khoảng thời gian dài luôn ở mức cao dẫn đến tình trạng hệ thống ngân hàng yếu và dễ chịu tác động, ảnh hưởng của những biến động và khủng hoảng.

Trên thị trường tiền tệ, một số NHTM còn yếu kém về năng lực, một số ngân hàng thuộc diện phải cơ cấu lại, kiểm soát đặc biệt, có những ngân hàng âm vốn chủ sở hữu đã được SBV mua lại với giá 0 đồng. Hơn nữa, tỷ lệ nợ xấu hiện nay trong hệ thống ngân hàng vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro do dịch bệnh tiếp tục diễn biến phức tạp. Một vấn đề khác hiện nay đang được xem xét, đó là việc dòng vốn từ hệ thống các TCTD chảy vào kênh chứng khoán thay vì đầu tư vào lĩnh vực sản xuất kinh doanh, khả năng tạo ra bong bóng tài sản (Ngân hàng Nhà nước, 2021). Điều này tiềm ẩn nguy cơ cho toàn bộ hệ thống tài chính.

Trên thị trường vốn, khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp còn hạn chế. Thị trường cổ phiếu, mặc dù quy mô đã cải thiện đáng kể nhưng nguồn vốn đi vào khu vực kinh tế thực thông qua phát hành cổ phiếu ra công chúng còn hạn chế. Trên thị trường trái phiếu, dự nợ trái phiếu vẫn ở mức thấp (Hình 7). Nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn khi phát hành trái phiếu do không đủ điều kiện phát hành ra công chúng hoặc



Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp và tính toán từ số liệu của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV), Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB), Bộ Tài chính, Ủy ban chứng khoán Nhà nước (Đơn vị: Tỷ trọng từng cấu phần trên quy mô thị trường tài chính (%))

Hình 5. Cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020

không có nhà đầu tư. Từ năm 2018, mặt rết về sức khoẻ tài chính giữa các doanh

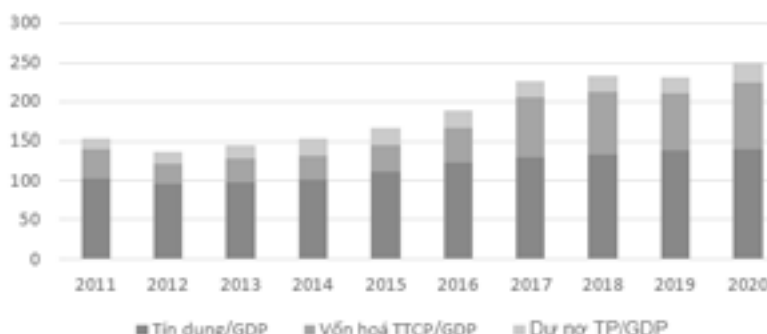


Nguồn: Bộ Tài chính (Đơn vị: Tỷ đồng)

Hình 6. Doanh thu phí bảo hiểm và tổng số tiền đầu tư lại nền kinh tế của các công ty bảo hiểm giai đoạn 2011- 2020

dù thị trường trái phiếu doanh nghiệp bắt đầu tăng trưởng nhanh nhưng chủ yếu là phát hành riêng lẻ, chiếm 93,4% tổng khối lượng phát hành (FiinGroup, 2021). Chất lượng tổ chức phát hành cũng là một vấn đề khi doanh nghiệp phát hành trái phiếu không có xếp hạng tín nhiệm, không tài sản đảm bảo, không bảo lãnh thanh toán. Một số doanh nghiệp phát hành có năng lực tín dụng ở mức yếu, có sự phân hoá rõ

nh nghiệp phát hành (FiinGroup, 2021). Có những doanh nghiệp phát hành khối lượng trái phiếu lớn hơn gấp nhiều lần so với vốn chủ sở hữu, liên tục huy động thông qua việc chia nhỏ thành nhiều đợt phát hành và tăng lãi suất để thu hút nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ. Hơn nữa, khi doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ, nhà đầu tư lại chủ yếu là các NHTM và công ty chứng khoán (Nguyễn Hoàng Dương, 2021). Các nhà



Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp và tính toán từ số liệu của SBV, ADB, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Hình 7. Cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam theo hình thức huy động vốn

đầu tư tổ chức khác như quỹ hưu trí, quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm... tham gia vào thị trường còn hạn chế.

Thị trường bảo hiểm Việt Nam mặc dù đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ nhưng tại Việt Nam, tỷ lệ doanh thu phí bảo hiểm trên GDP mới chỉ đạt mức 3,07%, thấp hơn mức trung bình 3,35% khối ASEAN, mức trung bình Châu Á 5,37% và thế giới 6,3%. Đồng thời, phí bảo hiểm bình quân đầu người tại Việt Nam mới chỉ ở mức 72 USD/ người/ năm, chưa bằng một nửa so với mức trung bình của các quốc gia mới nổi (Ngô Việt Trung, 2021). Một số sản phẩm bảo hiểm như bảo hiểm thiên tai, bảo hiểm tài sản công, bảo hiểm xuất nhập khẩu, bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm sức khỏe... là những sản phẩm tiềm năng của thị trường vẫn chưa được khai thác hết.

Thị trường tài chính đã có những phát triển vượt bậc nhưng quy mô và độ sâu thị trường vẫn còn nhỏ so với các nước trong khu vực, phát triển chưa tương xứng với tiềm năng. Tính đến cuối năm 2020, tổng tài sản của các định chế tài chính Việt Nam tương đương 218,6% GDP, thấp hơn so với mức 320% GDP của bình quân nhóm 5 quốc gia hàng đầu ASEAN (Vũ Nhữ Thăng, 2021). Nếu so sánh với các thị trường trên thế giới, Việt Nam hiện vẫn nằm ở vị trí

tương đối thấp trong nhóm các thị trường mới nổi châu Á- Thái Bình Dương. Theo Bảng chỉ số phát triển thị trường vốn châu Á McKinsey, Việt Nam xếp cuối trong số 12 nước thuộc khu vực châu Á- Thái Bình Dương được khảo sát với 1,2/5 điểm. Ba tiêu chí “quy mô đầu tư”, “cơ hội đầu tư” và “hiệu quả chi phí giá” có mức đánh giá lần lượt là “nông”, “nông” và “rất nông”. Trong khi đó, các nước như Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan được chấm lần lượt là 2,45/5; 2,8/5 và 3,25/5 điểm. Đứng đầu là Nhật Bản với 4/5 điểm (Bảng 1). Trong số 20 nước được McKinsey (2017) nghiên cứu, Việt Nam ở cuối bảng về độ sâu tài chính của thị trường sơ cấp với mức 0 (rất nông) về các sản phẩm vốn phát hành tư nhân gồm cổ phiếu, trái phiếu, các sản phẩm chứng khoán hóa. Cũng vì nghèo nàn về các sản phẩm trên thị trường vốn, Việt Nam tiếp tục đứng cuối trong bảng xếp hạng về cơ hội đầu tư các loại hình tài sản trên thị trường như cổ phiếu, trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp, các sản phẩm chứng khoán hóa. Cùng nhóm với Pakistan, Nga, Indonesia, Việt Nam đứng cuối bảng với mức điểm 50%.

4. Một số đề xuất kiến nghị phát triển hệ thống tài chính Việt Nam trong thời gian tới

Để đạt được mục tiêu cuối cùng phát triển bền vững, tạo sự ổn định cho toàn bộ HTTC, việc phát triển cân đối các cấu phần trong HTTC là cần thiết. Với hiện trạng của Việt Nam hiện nay, cần giảm tải gánh nặng cho hệ thống ngân hàng nhằm giảm thiểu rủi ro hệ thống, do đó cần dịch chuyển HTTC theo hướng market-based. Để thực hiện được điều này cần xem xét một số giải pháp như sau:

Thứ nhất, cần xác định rõ ràng mục tiêu tái cơ cấu thị trường tài chính, đảm bảo hài hoà cấu trúc giữa thị trường vốn và thị trường tiền tệ. Xác định vai trò của hệ thống TCTD trong hệ thống tài chính, vai trò của tín dụng ngân hàng trong cung ứng vốn. Đồng thời cần thống nhất trong quá trình triển khai thực hiện và phối hợp các chính sách đối với TTCK và tín dụng. Tăng cường phối hợp giám sát vĩ mô thận trọng đối với TTCK và tín dụng. Phát triển thị trường tiền tệ ổn định, minh bạch phù hợp với định hướng và mục tiêu, đồng thời phát triển thị trường vốn theo chiều sâu, hướng tới phát triển bền vững nhằm gia tăng vốn trung và dài hạn cho phát triển kinh tế.

Thứ hai, triển khai các giải pháp thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp theo hướng an toàn, minh bạch và bền vững. Khuôn khổ pháp lý cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã được hình thành. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp cũng là cấu phần có sự tăng trưởng mạnh mẽ nhất trong thị trường tài chính. Thời gian tới cần phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp cả về lượng và chất nhằm tạo điều kiện cho doanh nghiệp huy động vốn, định hướng nhà đầu tư vào các khoản đầu tư trung và dài hạn, giảm bớt rủi ro cho các NHTM. Trước tiên cần nâng cao chất lượng của các tổ chức phát hành, phân biệt rõ ràng giữa phương thức phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng từ đối tượng phát hành, điều kiện phát hành và

cơ sở nhà đầu tư. Hơn nữa, thị trường cần được cải thiện về tính minh bạch, thông tin doanh nghiệp, tổ chức phát hành cần được công khai và được xếp hạng tín nhiệm bởi các tổ chức xếp hạng tín nhiệm uy tín. Thúc đẩy dịch vụ xếp hạng tín nhiệm tham gia cung cấp dịch vụ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam. Thị trường thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp cũng cần được quan tâm phát triển nhằm tạo thanh khoản cho trái phiếu và thu hút đa dạng nhà đầu tư tham gia thị trường. Ngoài ra, để tạo cơ sở nhà đầu tư cho thị trường phát triển bền vững cần mở rộng cơ sở nhà đầu tư, thúc đẩy sự phát triển của các nhà đầu tư tổ chức, các định chế tài chính như doanh nghiệp bảo hiểm, các quỹ đầu tư, quỹ hưu trí...

Thứ ba, mở rộng thị trường bảo hiểm về quy mô và chất lượng, góp phần cân bằng cấu trúc thị trường tài chính, thúc đẩy sự tham gia sâu hơn của khu vực bảo hiểm trong cung ứng vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế và cũng tạo cơ sở nhà đầu tư tốt cho phát triển thị trường vốn. Hoàn thiện khuôn khổ pháp luật liên quan đến kinh doanh bảo hiểm. Phát triển đa dạng các kênh phân phối bảo hiểm, tận dụng thành quả của cuộc Cách mạng công nghệ 4.0, ứng dụng công nghệ trong hoạt động phân phối bảo hiểm. Các doanh nghiệp bảo hiểm cần tăng cường hợp tác, đa dạng hoá các sản phẩm bảo hiểm mới. Đồng thời cần có các biện pháp nâng cao nhận thức của người dân về sự cần thiết của bảo hiểm.

Thứ tư, tiếp tục cơ cấu lại hệ thống TCTD, xử lý nợ xấu. Tăng trưởng tín dụng hợp lý cần gắn với nâng cao chất lượng tín dụng, tập trung vào lĩnh vực sản xuất, các lĩnh vực ưu tiên, các doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp trong ngành, lĩnh vực có hiệu quả, năng suất, công nghệ cao. Tiếp tục thực hiện các giải pháp cơ cấu lại hệ thống các TCTD yếu kém. Giám sát các NHTM trong quá trình thực hiện Basel II, đảm bảo



Nguồn: McKinsey, 2017

Hình 8. Độ sâu tài chính của Việt Nam và một số nước trên thế giới

đúng yêu cầu và đúng thời hạn nhằm nâng cao năng lực tài chính và quản trị, quản lý rủi ro tại các NHTM. Các NHTM, TCTD tổ chức đánh giá, rà soát phân loại nợ, trích lập dự phòng rủi ro theo quy định, và đề ra các giải pháp giảm nợ xấu, nâng cao chất lượng tín dụng.

Thứ năm, phát triển TTCK, tập trung các giải pháp nâng hạng thị trường. Hiện nay công ty Morgan Stanley Capital International (MSCI) vẫn xếp TTCK Việt Nam trong nhóm thị trường cận biên, và tổ chức cung cấp chỉ số chứng khoán toàn cầu FTSE Russel tiếp tục giữ Việt Nam trong danh sách chờ xét nâng hạng TTCK từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi. Việc nâng hạng thị trường sẽ giúp thu hút lượng vốn mới, đáng kể từ các quỹ đầu tư, các nhà đầu tư nước ngoài, tạo lực đẩy cho thị trường Việt Nam. Nâng hạng thị trường cũng là bước phát triển về chất của TTCK, đưa thị trường tới gần hơn với chuẩn quốc tế, thu hút được nhiều nhà đầu tư tham gia

hơn và cũng là cơ hội cho các doanh nghiệp huy động vốn. Nâng hạng thị trường có thể làm tăng mức vốn hoá thị trường lên và thay đổi cấu trúc thị trường tài chính. Một số giải pháp cần triển khai tích cực trong thời gian tới là tiếp tục hoàn thiện khuôn khổ pháp lý cho hoạt động của thị trường, nâng cao năng lực quản lý, giám sát thị trường, đa dạng hoá sản phẩm chứng khoán, nâng cao năng lực của các tổ chức trung gian thị trường, các tổ chức kinh doanh chứng khoán, cải thiện cơ sở nhà đầu tư, phát triển hệ thống nhà đầu tư chuyên nghiệp, nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp và cải thiện tính minh bạch, đảm bảo nguyên tắc công khai thông tin...

Thứ sáu, cùng với các biện pháp phát triển thị trường thì công tác giám sát, quản lý thị trường tài chính cũng cần được chú trọng. Tăng cường phối hợp, chia sẻ thông tin giữa các cơ quan quản lý giám sát tài chính như Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia...

Hoạt động giám sát cần được thực hiện linh hoạt, phù hợp với điều kiện thị trường mới. Nghiên cứu xây dựng mô hình đánh giá,

quản lý, giám sát rủi ro. Tăng cường thanh tra và xử lý các vi phạm ■

Tài liệu tham khảo

- Acharya, Viral and Anjan V. Thakor. (2016). 'The dark side of liquidity creation: leverage and systemic risk'. *Journal of Financial Intermediation*, 28, 4-21.
- Adrian, Tobias, Paolo Colla and Hyun S. Shin. (2012). 'Which financial frictions? Parsing the evidence from the financial crisis of 2007 to 2009'. NBER.
- Becker, Bo and Victoria Ivashina. (2014). 'Cyclicality of credit supply: firm level evidence.' *Journal of Monetary Economics*, 62, 76-93.
- BIS, FSB, and IMF. (2009). 'Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations'. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- BIS. (2020). Annual Economic Report 2020. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>
- Bjornland, H. C., Leitemo, K., Bjørnland, H., & Leitemo, K. (2009). 'Identifying the interdependence between US monetary policy and the stock market'. *Journal of Monetary Economics*, 56(2), 275-282
- Bredin, D., Hyde, S., Nitzsche, D., & O'Reilly, G. (2009). 'European monetary policy surprises: The aggregate and sectoral stock market response'. *International Journal of Finance and Economics*, 14(2), 156-171. Truy cập từ <https://doi.org/10.1002/ijfe.341>
- Cassola, N., Morana, C., Cassola, N., & Morana, C. (2004). 'Monetary policy and the stock market in the euro area'. *Journal of Policy Modeling*, 26(3), 387-399. Truy cập từ <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jpolmo:v:26:y:2004:i:3:p:387-399>
- C. Carlos, C. Michael, Financial market development and financial stability, BIS Paper, Financial market development, monetary policy and financial stability in emerging market economies, No 113 (2020), 19-38
- Chava, Sudheer and Amiyatosh Purnanandam. (2011). 'The effect of banking crisis on bank-dependent borrowers'. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 116-135.
- Coppin, F., Giraldo, C., Goascoz, N., & Roy, L. (2019). CGFS 2019-Survey Report.
- Craig, Ben and Goetz von Peter. (2014). 'Interbank tiering and money center banks'. *Journal of Financial Intermediation*, 23 (3), 322-347.
- Crouzet, Nicolas. (2018). 'Aggregate implications of corporate debt choices'. *The Review of Economic Studies* 85 (3), 1635-1682.
- David and Cainan. (2013). 'Market-Based and Bank-Based Financial Structure on Economic Growth in Some Selected Ecovass Countries'. *International Journal of Education and Research*, Vol1, No.2
- Drehmann, Mathias and Nikola Tarashev. (2013). 'Measuring the systemic importance of interconnected banks'. *Journal of Financial Intermediation* 22 (4), 586-607.
- Farka, M., Farka, & Mira. (2009). 'The effect of monetary policy shocks on stock prices accounting for endogeneity and omitted variable biases'. *Review of Financial Economics*, 18(1), 47-55. Truy cập từ <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:revfin:v:18:y:2009:i:1:p:47-55>
- Fernández-Amador, O., Güzüçter, M., Larch, M., & Peter, G. (2011). 'Monetary policy and its impact on stock market liquidity: Evidence from the euro zone'. Truy cập từ <https://econpapers.repec.org/RePEc:inn:wpaper:2011-06>
- FiinGroup. (2021). Báo cáo triển vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam 2021. Truy cập từ <https://fiingroup.vn/upload/docs/rating-insight%20-1-trien-vong-thi-truong-TPDN-viet-nam-2021.pdf>
- Frank, J. & Major, C. (1996). 'Hostile Takeover and the Correction of Management Failure'. *Journal of Financial Economics*, 40:163-181.
- Greenspan, Alan. (1999). 'Do efficient financial markets mitigate financial crises? Before the 1999 Financial Markets'. Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, Sea Island, Georgia.
- Hofmann, B., & Peersman, G. (2017). 'Is there a debt service channel of monetary transmission?'. Truy cập từ https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1712e.htm
- Hussain, S. M., Hussain, & Mujahid, S. (2011). 'Simultaneous monetary policy announcements and international stock markets response: An intraday analysis.' *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 752-764. Truy cập từ <https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jbfina:v:35:y:2011:i:3:p:752-764>
- Joost and Aerdt. (2017). 'Bank-based versus market-based financing: implications for systematic risks'. DNB Working paper in 2017
- Kholodilin, K., Montagnoli, A., Napolitano, O., & Siliverstovs, B. (2009). 'Assessing the impact of the ECB's monetary

- policy on the stock markets: A sectoral view'. *Economics Letters*, 105(3), 211–213. Truy cập từ <https://ideas.repec.org/a/eee/ecolet/v105y2009i3p211-213.html>
- McKinsey & Company (2017), *Deepening capital market in emerging economics*, truy cập: <https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/Deepening%20capital%20markets%20in%20emerging%20economies/Deepening-capital-markets-in-emerging-economies.ashx>
- M. Aaron, S. Jochen, *Financial market development and monetary policy*, BIS Paper, *Financial market development, monetary policy and financial stability in emerging market economies*, No 113 (2020), 1-13
- Levine, R. (1991). 'Stock Markets, Growth, and Tax Policy'. *The Journal of Finance*, 46(4), 1445. Truy cập từ link: <https://doi.org/10.2307/2328866>
- Ngân hàng Nhà nước, (2021), Công văn số 3029/NHNN-TTGSNH về việc một số vấn đề trong hoạt động của các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, truy cập <https://thuvienphapluat.vn/cong-van/Tien-te-Ngan-hang/Cong-van-3029-NHNN-TTGSNH-2021-van-de-trong-hoat-dong-cua-cac-to-chuc-tin-dung-473753.aspx>
- Ngô Việt Trung. (2021). 'Nhiều dự địa phát triển cho thị trường bảo hiểm Việt Nam'. *Tạp chí Tài chính* tháng 1+ 2 năm 2021. Truy cập từ <https://tapchitaichinh.vn/bao-hiem/thi-truong-bao-hiem-ngay-cang-the-hien-vai-tro-vi-tri-quan-trong-trong-nen-kinh-te-xa-hoi-331869.html>
- Nguyễn Hoàng Dương. (2021). 'Định hướng phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong giai đoạn tới'. *Tạp chí Tài chính*. Truy cập từ <https://tapchitaichinh.vn/Chuyen-dong-tai-chinh/dinh-huong-phat-trien-thi-truong-trai-phieu-doanh-nghiep-trong-giai-doan-toi-333554.html>
- Pagano, Marco, Sam Langfield, Viral Acharya, Arnoud Boot, Markus Brunnermeier, Claudia Buch, Martin Hellwig, André Sapir and Ieke van den Burg. (2014). 'Is Europe overbanked?'. *The European Systemic Risk Board's Advisory Scientific Committee report No 4*.
- People Bank of China. (2019). 'PBC Releases China's Green Finance Development Report'. Truy cập từ <https://www.marketscreener.com/news/latest/People-Bank-of-China-nbsp-PBC-Releases-China-s-Green-Finance-Development-Report--29620666/>
- Rejan, R. G. & Zingales, L. (1998). 'Which Capitalism? Lesson from East Asian Crisis'. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11: 40-45.
- Ross. (1999). 'Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons'. *Policy Working paper* 2143, WB July 1999
- Schumpeter, J. A. (2006). 'History of economic analysis. In *History of Economic Analysis*'. Taylor and Francis Inc. Truy cập từ <https://doi.org/10.4324/9780203983911>
- Sellin, P. (2001). 'Monetary policy and the stock market: Theory and empirical evidence'. *Journal of Economic Surveys*, 15(4), 491–541. Truy cập từ <https://doi.org/10.1111/1467-6419.00147>
- Silva, A. (2008). 'Bond Market Development: Monetary and Financial System Stability' Issues 2008.
- Singh, A. (1997). 'Stock Market, Financial Liberalization and Economic Development'. *Economic Journal*, 107: 771-782.
- Tang, Y., Luo, Y., Xiong, J., Zhao, F., & Zhang, Y. C. (2013). 'Impact of monetary policy changes on the Chinese monetary and stock markets'. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 392(19), 4435–4449. Truy cập từ <https://doi.org/10.1016/j.physa.2013.05.023>
- Vũ Như Thăng. (2021). 'Định hướng phát triển thị trường tài chính Việt Nam giai đoạn 2021-2030'. *Tạp chí Tài chính*. Truy cập từ <https://tapchitaichinh.vn/Chuyen-dong-tai-chinh/dinh-huong-phat-trien-thi-truong-tai-chinh%C2%A0viet-nam-giai-doan-20212030-331913.html>