

PHÂN TÍCH CÁC BẤT ỔN TÀI CHÍNH CỦA VIỆT NAM THEO KHUNG PHÂN TÍCH BẢNG CÂN ĐỐI TÀI SẢN

EMPLOYING BALANCE SHEET APPROACH AND EXPLORATORY FACTOR ANALYSIS
TO EXAMINE THE FINANCIAL INSTABILITY OF VIETNAM

Trần Hùng Sơn, Nguyễn Tôn Nhân, Hoàng Trung Nghĩa

Trường Đại học Kinh tế - Luật, ĐHQG - HCM - Email: sonth@uel.edu.vn

(Bài nhận ngày 15 tháng 12 năm 2014, hoàn chỉnh sửa chữa ngày 20 tháng 05 năm 2015)

TÓM TẮT

Bài viết sử dụng khung phân tích bảng cân đối tài sản và phân tích nhân tố để phân tích bất ổn tài chính của Việt Nam trong giai đoạn vừa qua. Kết quả phân tích cho thấy sự sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của khu vực ngân hàng, khu vực doanh nghiệp, thâm hụt ngân sách... đã gây ra các bất ổn tài chính tại Việt Nam. Trên cơ sở kết quả phân tích bài viết đã đưa ra một số hàm ý chính sách để ổn định tài chính.

Từ khóa: bất ổn tài chính, khung phân tích bảng cân đối tài sản, phân tích nhân tố.

ABSTRACT

This paper examines the financial instability of Vietnam using the balance sheet approach and exploratory factor analysis. We found that the deterioration in financial and non-financial sector balance sheets as well as fiscal deficit resulted in financial instability of Vietnam, thereby offering some suggestions to stabilize the Vietnamese financial system.

Key words: financial instability, balance sheet approach, exploratory factor analysis.

1. GIỚI THIỆU

Tại Việt Nam, những bất ổn vĩ mô đã bắt đầu xuất hiện từ năm 2007, đặc biệt là từ khi Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới, như: lạm phát cao; tỉ giá biến động khó lường; thâm hụt ngân sách cao với tình trạng nợ công và nợ nước ngoài đang dần đến ngưỡng nguy hiểm, thị trường tài chính tiền tệ dễ tổn thương với những biến động mạnh về lãi suất; thanh khoản hệ thống ngân hàng căng thẳng; tỷ lệ nợ xấu và nợ quá hạn trên tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng tăng mạnh; sự sụt giảm của thị trường tài sản, cả thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản bị suy giảm nặng nề; niềm tin của thị trường vào điều hành kinh tế vĩ mô suy giảm.

Tại Việt Nam, nghiên cứu về bất ổn của thị trường tài chính được đề cập trong nghiên cứu của Đinh Tuấn Minh (2012). Trong nghiên cứu của mình, tác giả đã phân tích các nguyên nhân của những bất ổn trên thị trường tài chính và tài sản trong năm 2011, bao gồm: Chính sách tiền tệ thắt chặt; Thanh khoản hệ thống ngân hàng căng thẳng; Lãi suất cho vay tăng cao và lớn hơn rất nhiều lãi suất huy động; Tỉ lệ nợ xấu và nợ quá hạn trên tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng tăng mạnh... Nghiên cứu của Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2013) đã tính toán chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô cho thấy kinh tế vĩ mô của Việt Nam đã thực sự rơi vào trạng thái bất ổn. Bên cạnh những nguyên nhân bên ngoài như luồng vốn vào ròng nền kinh tế

tăng mạnh và khủng hoảng toàn cầu, chính sách tiền tệ (CSTT) và chính sách tài khóa lỏng lẻo dẫn đến bong bóng bất động sản và chứng khoán là những nguyên nhân làm cho bất ổn kinh tế vĩ mô bộc lộ. Trong đó, góp phần quan trọng trong tình trạng trên là các nguyên nhân thuộc về cơ chế điều hành chính sách tiền tệ như: (i) tần suất xuất hiện quyết định dày; (ii) thiếu nhất quán trong thực hiện mục tiêu chính sách; (iii) thiếu chính sách dài hạn; (iv) sử dụng nhiều biện pháp hành chính.

Mục tiêu của nghiên cứu này là sử dụng khung phân tích bảng cân đối tài sản (The balance sheet approach) để đi sâu phân tích, giải thích những bất ổn tài chính của Việt Nam trong giai đoạn 2008 - 2013, đây là giai đoạn hệ thống tài chính Việt Nam có nhiều biến động. Ngoài ra, nghiên cứu này sử dụng phương pháp phân tích nhân tố (factor analysis) để xác định mối liên hệ giữa các chỉ số lành mạnh tài chính, kết hợp các chỉ số thành các nhân tố đánh giá sự bất ổn tài chính của Việt Nam. Trên cơ sở kết quả của nghiên cứu này, những gợi ý về chính sách được phác thảo.

2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ DỮ LIỆU

Khung phân tích bảng cân đối tài sản do IMF đưa ra vào năm 2002 nhằm phân tích các nguyên nhân gây ra khủng hoảng tài chính ở các nước đang phát triển (Allen và cộng sự, 2002). Không giống như cách phân tích truyền thống, dựa trên việc phân tích các biến có tính chất thời kỳ (flow variables), khung phân tích bảng cân đối tài sản dựa trên việc phân tích các biến mang tính chất thời điểm (stock variables) trên bảng cân đối tài sản các khu vực của một quốc gia và bảng cân đối tài sản tổng thể (tài sản và nghĩa vụ nợ) của quốc gia đó. Theo cách tiếp cận này, khủng hoảng tài chính xảy ra khi sụt giảm đột ngột cầu về tài sản tài chính của một hay nhiều khu vực (1. Khu vực chính phủ, 2. Khu vực tài chính, 3. Khu vực phi tài chính,

4. Khu vực kinh tế đối ngoại). Các chủ nợ nghi ngờ khả năng trả nợ của Chính phủ, khả năng chi trả các khoản tiền rút ra của hệ thống ngân hàng, hay khả năng trả nợ vay ngân hàng và các khoản nợ khác của khu vực doanh nghiệp. Điều này sẽ dẫn đến việc bán các tài sản định giá bằng nội tệ và gia tăng cầu về các loại tài sản định giá bằng ngoại tệ, dẫn đến sự tháo chạy hàng loạt của dòng vốn, sự sụt giảm giá trị đồng nội tệ và dự trữ ngoại hối, đây cũng là nguyên nhân gây ra khủng hoảng tài chính ở các nền kinh tế mới nổi (Allen và cộng sự, 2002).

Ngoài ra, theo Mishkin (1999, 2013), bất ổn tài chính xảy ra do năm nguyên nhân chính như sau: 1. Sự sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của khu vực tài chính; 2. Sự gia tăng của lãi suất; 3. Sự không chắc chắn tăng lên; 4. Sự sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của khu vực phi tài chính do sự thay đổi giá của tài sản; 5. Sự mất cân đối tài chính của Chính phủ.

Hahn và Mishkin (2000) đã vận dụng khung phân tích này để phân tích khủng hoảng tài chính ở Hàn Quốc. Kết quả phân tích cho thấy, các nguyên nhân gây ra khủng hoảng tài chính của Hàn Quốc là do sự yếu kém trong việc giám sát khu vực tài chính trong quá trình tự do hóa tài chính, sự tăng trưởng tín dụng trong thời gian dài sẽ dẫn đến việc gia tăng các khoản nợ xấu và điều này làm suy giảm đáng kể giá trị bảng cân đối tài sản của các định chế tài chính từ đó gây ra khủng hoảng tài chính.

Nghiên cứu sử dụng các dữ liệu của của World Bank và IMF về tài sản, nghĩa vụ nợ của tổng thể nền kinh tế và dữ liệu của khu vực tài chính của Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu còn sử dụng các dữ liệu về bảng cân đối tài sản của khu vực doanh nghiệp của Thomson Reuters (Datastream).

3. PHÂN TÍCH CÁC BẤT ỔN TÀI CHÍNH CỦA VIỆT NAM

3.1. Bảng cân đối tài sản tổng thể nền kinh tế

Một trong những nguyên nhân gây ra bất ổn tài chính đó là sự yếu kém trên bảng cân đối tài sản của tổng thể nền kinh tế. Bảng 1 thống kê về tình hình dư nợ công và dư nợ nước ngoài của quốc gia. Tổng nợ nước ngoài của quốc gia

tăng từ hơn 23,28 tỷ USD lên hơn 59,12 tỷ USD. Điều này phản ánh quá trình tự do hóa tài khoản vốn của Việt Nam ngày càng sâu rộng hơn kể từ khi gia nhập WTO năm 2007. Sự gia tăng nợ nước ngoài của Việt Nam chủ yếu là vay mượn của khu vực công từ hơn 18,4 tỷ USD năm 2007 tăng lên gần 42,92 tỷ USD vào năm 2013, nợ nước ngoài của khu vực tư chỉ mới xuất hiện từ năm 2010 với mức nợ là hơn 11,49 tỷ USD và năm 2013.

Bảng 1. Dư nợ công và dư nợ nước ngoài của quốc gia

CHỈ TIÊU	NĂM						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tổng nợ nước ngoài của quốc gia (tỷ USD)	23,28	26,49	33,08	44,92	53,08	59,13	65,46
Tổng nợ công nước ngoài (triệu USD)	18,42	22,01	27,32	32,76	36,76	39,95	42,92
Tổng nợ nước ngoài của khu vực tư không được bảo lãnh (tỷ USD)	-	-	-	4,68	5,86	8,81	11,49
Tỷ lệ nợ nước ngoài ngắn hạn/Tổng nợ nước ngoài của quốc gia (%)	19,88	16,15	15,68	15,47	18,77	16,72	16,15
Tỷ lệ nợ nước ngoài ngắn hạn/Dự trữ ngoại hối (%)	19,72	17,91	31,53	55,74	73,59	38,67	40,83
Tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP (%)	-0,9	0,6	-4,2	-2,1	-0,5	-4,4	-4,7
Tổng nợ công/GDP (%)	-	-	52,6	56,3	54,9	55,4	53

Nguồn: Số liệu tổng hợp từ WB, ADB, Tô Trung Thành và Nguyễn Trí Dũng (2013)

Tính đến năm 2013, tổng nợ công của Việt Nam chiếm 53% GDP. Tuy nhiên, nếu tính cả khoản nợ nước ngoài của khu vực doanh nghiệp mà chủ yếu là doanh nghiệp nhà nước (DNNN) không được Chính phủ bảo lãnh, nợ trong hệ thống ngân hàng của khu vực DNNN, nợ bằng trái phiếu trong nước không được Chính phủ bảo lãnh khác của DNNN thì nợ

công Việt Nam có thể lên tới khoảng 95% GDP, vượt xa ngưỡng an toàn (60% GDP), đe dọa đến tính bền vững của nợ công Việt Nam (Tô Trung Thành và Nguyễn Trí Dũng (2013)). Nghiên cứu của Phạm Thế Anh và cộng sự (2013) cũng cho thấy khu vực DNNN có khả năng đe dọa nợ công là khu vực này luôn nhận được ngân sách “mềm” từ Chính phủ và điều

này sẽ lại làm gia tăng nợ công. Hơn nữa, do nguồn thu không bền vững và có xu hướng giảm, chi ngân sách tăng cao và cơ cấu không hợp lý nên thâm hụt ngân sách ở Việt Nam diễn ra liên tục trong khoảng hơn một thập kỉ qua và có mức độ ngày càng gia tăng, việc thâm hụt ngân sách thường xuyên và kéo dài này có thể nguyên nhân gây bất ổn tài chính (Mishkin, 1999).

Các phân tích trên cho thấy, vấn đề mất cân đối ngân sách của Chính phủ cùng với việc gia tăng nợ công và nợ nước ngoài có thể là một trong những nguyên nhân tiềm ẩn gây bất ổn tài chính của Việt Nam. Nghiên cứu của Hạ Thị

Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh (2013) cũng cho thấy thâm hụt ngân sách là một biến số ảnh hưởng lớn nhất đến bất ổn kinh tế vĩ mô.

3.2. Bảng cân đối tài sản của khu vực tài chính

Theo Mishkin (1999), một trong những nguyên nhân quan trọng gây nên bất ổn tài chính là sự sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của khu vực tài chính. Trong phần này, chúng tôi sẽ trình bày thực trạng bảng cân đối tài sản của khu vực ngân hàng như là một trong những nguyên nhân gây ra bất ổn tài chính của Việt Nam.

Bảng 2. Một số chỉ tiêu bảng cân đối tài sản của ngân hàng và chất lượng tài sản (%)

CHỈ TIÊU	NĂM				
	2008	2009	2010	2011	2012
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu/Tài sản	8,97	8,60	8,87	9,30	9,93
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu so với tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro	13,88	12,03	11,33	12,90	11,85
Nợ xấu ròng trên vốn chủ sở hữu	7,92	6,91	7,29	10,17	14,77
Nợ xấu trên tổng dư nợ	2,15	1,80	2,09	2,79	3,44
Tỷ lệ cho vay bất động sản/tổng dư nợ	-	-	10,67	7,78	7,48

Nguồn: IMF tháng 10/2014

Theo số liệu Bảng 2 cho thấy tỷ lệ vốn pháp định so với tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro có xu hướng giảm, cùng với đó là sự gia tăng của tỷ lệ nợ xấu ròng trên vốn cũng như tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ, điều này cho thấy giá trị bảng cân đối tài sản của hệ thống ngân hàng bị sụt giảm trong giai đoạn 2008 - 2012. Theo số liệu của Ngân hàng nhà nước, tổng tài sản của các tổ chức tín dụng trong toàn hệ thống đã giảm trên 102 nghìn tỷ đồng trong tháng đầu năm 2013, mức giảm tương đương

2,01% so với cuối năm 2012, xuống dưới 5 triệu tỷ đồng (UBKTQH, 2013b). Trong khi đó, tỷ lệ vốn trên tổng tài sản của các ngân hàng từ năm 2008 đến 2012 lại có sự gia tăng từ 8,97% lên 9,93%. Tuy nhiên, lượng tăng vốn của các ngân hàng có thể phần lớn là vốn “ảo” do các vấn đề sở hữu chéo giữa các ngân hàng (UBKTQH, 2013b). Vì vậy, mặc dù tỷ lệ vốn trên tổng tài sản của các ngân hàng là tăng nhưng xét theo số tuyệt đối thì lại có sự sụt giảm của các tổ chức tín dụng sụt giảm mạnh.

Trong tháng 1/2013, vốn chủ sở hữu của nhóm ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) là 166.794 tỷ đồng (mức vốn tự có nhỏ hơn 11.455 tỷ đồng so với tổng vốn điều lệ của khối NHTMCP), giảm 16.345 tỷ đồng so với cuối năm 2012 (UBKTQH, 2013b). Ngoài ra, con số nợ xấu công bố của các tổ chức tín dụng và của NHNN cũng như các tổ chức quốc tế có sự khác biệt rất lớn, báo cáo đánh giá khu vực tài chính Việt Nam của WB (2014) cho rằng tỷ lệ nợ xấu của Việt Nam khoảng 12% trên tổng dư nợ. Như vậy, lượng nợ xấu thực có thể sắp vượt toàn bộ vốn của hệ thống ngân hàng. Với các số liệu chính thức như vậy rất khó để có thể kết luận được mức độ sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của hệ thống ngân hàng hiện tại là như thế nào, mặc dù các hệ số về an toàn vốn của các ngân hàng báo cáo vẫn đảm bảo vượt mức tối thiểu. Khi xem xét các nước trong khu vực có thể thấy, tỷ lệ nợ xấu thực tế 12% dư nợ của hệ thống ngân hàng Việt Nam là cao hơn nhiều so với mức 2,4% của Thái Lan, 2% của Malaysia và mức 1,8% của Indonesia trong năm 2012 (IMF, 2014).

Ngoài ra, theo Mishkin (1999) một nguyên nhân nữa có thể làm sụt giảm giá trị tài sản của các ngân hàng đó là sự sụt giảm giá của các thị trường tài sản như giá bất động sản (BDS). Mặc dù, tỷ lệ cho vay BDS/tổng dư nợ giảm từ 10,67% vào năm 2010 xuống còn 7,48% vào năm 2012 (Bảng 2) và dư nợ BDS cũng không phải là cao nhất, nhưng tính đến 31/12/2012, nợ xấu của các khoản cấp tín dụng được bảo đảm bằng BDS và BDS hình thành trong tương lai ước tính chiếm 64% tổng nợ xấu của hệ thống ngân hàng (UBKTQH, 2013b). Giá trị tài sản bảo đảm cho các khoản nợ xấu được định giá lại theo thị trường. Trong bối cảnh thị trường BDS tiếp tục đóng băng, sụt giá và chưa

có dấu hiệu hồi phục và toàn bộ dư nợ BDS có thể bị xem như là nợ xấu khiến cho tỉ lệ thu hồi vốn trong ngắn hạn sẽ vẫn ở mức rất thấp.

Có một điểm quan trọng khác của bảng cân đối tài sản của các ngân hàng gần đây là khối lượng trái phiếu Chính phủ mà các ngân hàng nắm giữ. Theo Báo cáo ngành ngân hàng Việt Nam (2014), tính đến 6/2013 tổng giá trị trái phiếu Chính phủ mà 9 ngân hàng lớn nắm giữ có giá trị hơn 204 ngàn tỷ đồng và ước tính toàn hệ thống ngân hàng đang nắm giữ khoảng 80% tổng lượng trái phiếu Chính phủ đang lưu hành. Việc các ngân hàng tài trợ cho thâm hụt ngân sách của Chính phủ là một trong những nguyên nhân gây khủng hoảng tài chính khi mà giá trị nợ sụt giảm (Mishkin, 2013). Theo quan điểm của chúng tôi, với mức gia tăng nợ công đáng báo động như hiện nay thì việc các ngân hàng nắm giữ nhiều trái phiếu Chính phủ có thể là một bất ổn tiềm tàng cho hệ thống tài chính Việt Nam.

Kết quả hoạt động của ngân hàng được đánh giá thông qua tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Khi xem xét chỉ tiêu ROA và ROE của các ngân hàng có thể thấy hai chỉ tiêu này sụt giảm trong năm 2013 lần lượt là 0,6% và 6,5% so với năm 2012. Có một điểm đáng lưu ý đó là chênh lệch lãi suất cho vay và huy động trong năm 2013 là 3,2% so với 2,97% năm 2012 trong khi đó ROE và ROA trong năm 2013 lại sụt giảm mạnh so với năm 2012. Thực tế này có thể giải thích có một số khoản chi phí ngoài lãi của các ngân hàng gia tăng, cùng với các khoản thua lỗ trong kinh doanh vàng, chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng tăng mạnh, vì vậy dẫn đến kết quả là lợi nhuận các ngân hàng bị sụt giảm mạnh trong năm 2013.

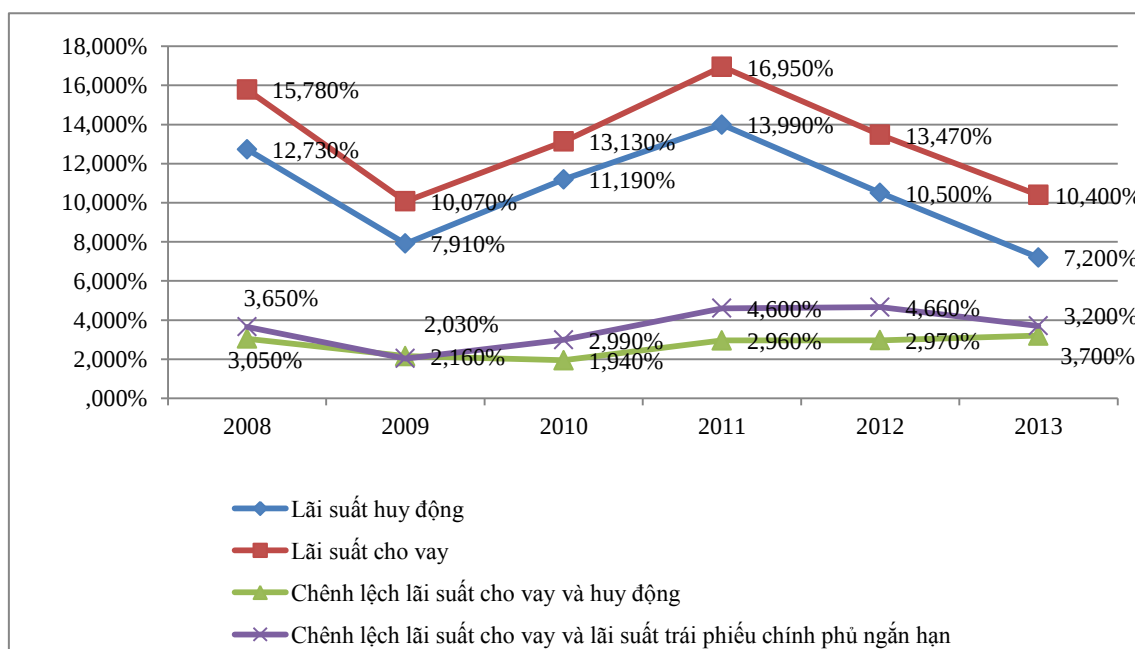
Bảng 3. Một số chỉ tiêu kết quả hoạt động của ngân hàng (%)

CHỈ TIÊU	NĂM					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	1,38	1,61	1,55	1,49	0,79	0,6
ROE	15,34	18,37	17,74	16,36	8,18	6,5
Chênh lệch lãi suất cho vay và huy động	3,05	2,16	1,94	2,96	2,97	3,2

Nguồn: IMF tháng 10/2014 và WB (số liệu chênh lệch lãi cho vay và huy động).

Sự biến động và gia tăng lãi suất cũng là một nguyên nhân gây ra bất ổn tài chính (Mishkin, 1999). Trong thời gian vừa qua, lãi suất cho vay và huy động, cũng như chênh lệch lãi suất đã trải qua nhiều biến động bất lợi, đặc biệt là giai đoạn từ 2007 đến 2010. Lãi suất cho vay và huy động trung bình hàng năm từ mức thấp, lần lượt ở mức 6,2% và 9,7% năm 2004, đã lên cao nhất tới 14% và 17% tương ứng trong năm 2011 (Hình 1), khiến cho chênh lệch

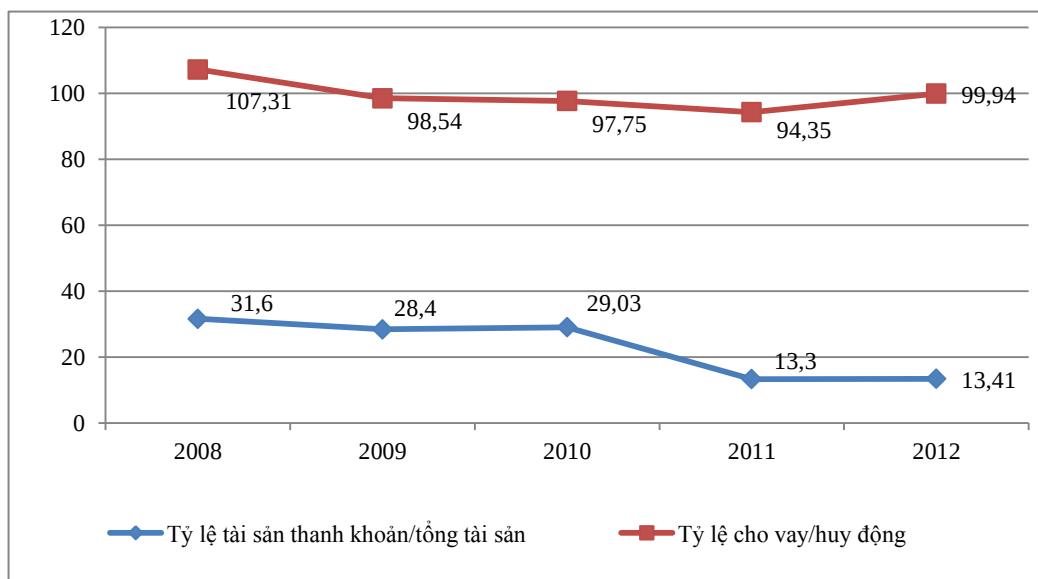
lãi suất cho vay và huy động dao động từ 1,94% năm 2010 đến 3,05% năm 2008. Sự biến động lãi suất này tạo ra rủi ro ảnh hưởng tới lợi nhuận, giá trị của tài sản và nợ phải trả của ngân hàng. Mặc dù rủi ro này là một phần trong hoạt động ngân hàng, nhưng với sự biến động lãi suất quá mức có thể tạo ra mối đe dọa lớn lên nguồn vốn và lợi nhuận của hệ thống ngân hàng.

**Hình 1. Lãi suất huy động, cho vay và chênh lệch lãi suất 2008-2012**

Nguồn: World Bank (2014)

Trong giai đoạn 2008 - 2012, hệ thống ngân hàng của Việt Nam luôn ở trong tình trạng căng thẳng thanh khoản. Để đánh giá an toàn thanh khoản chúng tôi sử dụng hai chỉ tiêu: tỷ lệ tài sản thanh khoản/tổng tài sản và tỷ lệ cho vay/huy động (LDR). Theo số liệu của IMF, tỷ lệ LDR của Việt Nam đã giảm từ 107,31% vào năm 2008 xuống còn 99,94% vào năm 2012, như vậy tỷ lệ LDR của Việt Nam nằm trong khoảng 80% - 100% theo thông lệ Quốc tế (Nhật Trung, 2010). Tuy nhiên, nếu tính cả các khoản tín dụng mà các tổ chức tín dụng (TCTD) tìm cách lách trần tín dụng thông qua

các hình thức đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, ủy thác đầu tư... thì tỷ lệ này có thể còn cao hơn nữa. Như vậy, về lý thuyết các NHTM Việt Nam đang cho vay quá mức, bởi vậy gây ảnh hưởng tiêu cực lên thanh khoản hệ thống và sự mất cân đối giữa tín dụng và cho vay chủ yếu xảy ra ở các ngân hàng yếu kém. Tỷ lệ tài sản thanh khoản/tổng tài sản giảm từ mức 31,6% vào năm 2008 xuống còn 13,41% vào năm 2012, điều này phản ánh chính xác khả năng thanh khoản của hệ thống ngân hàng trong giai đoạn qua.



Hình 2. Tỷ lệ LDR và tỷ lệ tài sản thanh khoản/tổng tài sản (%)

Nguồn: IMF (tháng 10/2014)

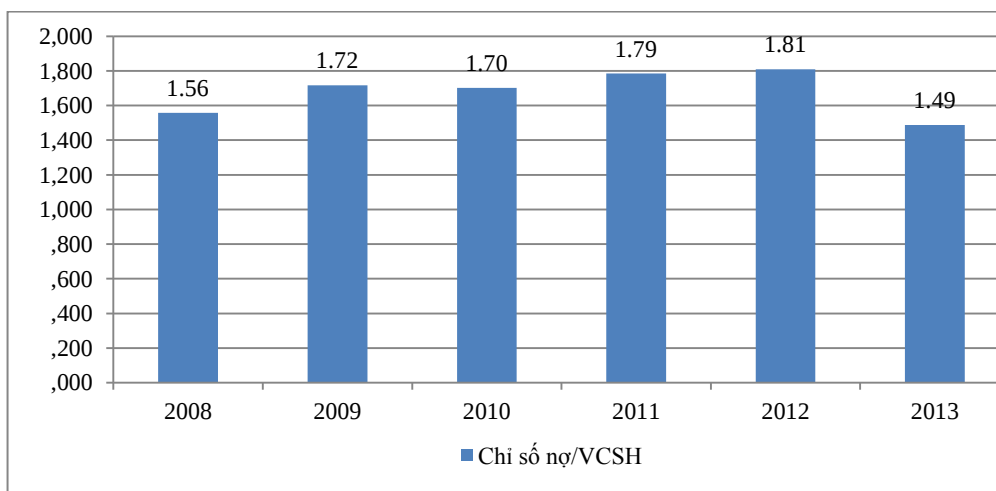
3.3. Bảng cân đối tài sản của khu vực phi tài chính

Một trong những tác nhân quan trọng gây ra bất ổn tài chính mang tính cấu trúc của Việt Nam đó chính là việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao trong cấu trúc tài chính của doanh nghiệp (DN). Trong thập niên 2000, doanh nghiệp Việt Nam đã gia tăng nhanh chóng hoạt động tài trợ dựa vào ngân hàng. Quy mô tín dụng ngân hàng so với GDP Việt Nam tăng từ 20% vào

cuối thập niên 90 lên đến 108% vào cuối năm 2013. Một điểm đáng chú ý là dư nợ tín dụng của Việt Nam tập trung nhiều vào khu vực doanh nghiệp, chiếm 77,2% tổng dư nợ cho nền kinh tế, bằng 79,5% GDP năm 2011 (Nguyễn Xuân Thành, 2012). Đây là mức vay nợ tương đối cao, nhưng nếu theo chuẩn quốc tế thì chưa phải là nguy hiểm. Ngưỡng nguy hiểm của nợ doanh nghiệp theo OECD là 90%. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp Việt Nam có vốn chủ sở hữu thấp thì mức nợ vay hiện tại cũng

đã là một gánh nặng lớn trên bảng cân đối tài sản, việc ít vốn cũng khiến DN dễ bị tổn thương hơn trước những cú sốc. Chỉ số nợ (tính bằng tổng nợ phải trả/tổng vốn chủ sở hữu) năm 2011 toàn doanh nghiệp là 2,1 lần (thấp hơn mức 2,2 lần của năm 2006). Chỉ số nợ cao nhất là khu vực DNNN với 3,3 lần, tiếp đến là khu vực DN ngoài nhà nước với 1,8 lần, trong khi khu vực FDI chỉ có 1,5 lần (Tổng cục Thống kê, 2013).

Phân tích bổ sung đối với các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết, Hình 3 cho thấy tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu (VCSH) đã giảm từ mức cao nhất 1,81 lần trong năm 2012 xuống còn 1,49 lần trong năm 2013. Việc giảm đòn bẩy tài chính này là dấu hiệu tích cực về lành mạnh tài chính đối với các doanh nghiệp phi tài chính sau một thời gian dài phụ thuộc khá lớn vào nguồn vốn vay để mở rộng quy mô.



Hình 3. Chỉ số nợ/Vốn chủ sở hữu doanh nghiệp niêm yết

Nguồn: UBGSTCQG (2014)

Một chỉ tiêu khác có liên quan mật thiết đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp là chỉ số khả năng trả lãi vay - khoản chi phí mà doanh nghiệp buộc phải vượt qua nếu không muốn rơi vào tình trạng có nguy cơ phá sản. Chỉ số này được tính bằng cách chia lợi nhuận trước thuế và lãi vay cho lãi vay phải trả. Chỉ số này nhìn chung giảm dần trong giai đoạn 2002 - 2011, từ 5 lần xuống còn 3,5 lần (UBKTQH, 2013b). Đối với DN niêm yết, ngoại trừ các ngành thực phẩm, viễn thông, tất cả các ngành đều có chỉ số khả năng trả lãi giảm sút mạnh trong năm 2012, sang đến năm 2013 chỉ số này của một số ngành đã hồi phục lại tương đương và cao hơn mức năm 2011. Nguyên nhân là lãi suất cho vay ngân hàng tăng cao trong giai đoạn vừa

qua nhất là trong năm 2011, cùng với tình trạng khó khăn trong hoạt động sản xuất, kinh doanh của các doanh nghiệp khiến cho ngày càng có nhiều DN không trả được nợ ngân hàng đúng hạn, dẫn đến tình trạng nợ xấu, nợ quá hạn trong hệ thống tín dụng tăng mạnh. Thực tế này cho thấy, lãi suất vay vốn vẫn tiếp tục là gánh nặng đối với DN, nhất là các doanh nghiệp phải dựa nhiều vào nguồn vốn vay trong thời gian qua cũng như tính chất không bền vững trong hoạt động của DN trong bối cảnh lãi suất tăng cao do chính sách thắt chặt tiền tệ. Việc suy giảm lợi nhuận và gia tăng gánh nặng trả lãi là một minh chứng cho thấy sự sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của khu vực doanh nghiệp.

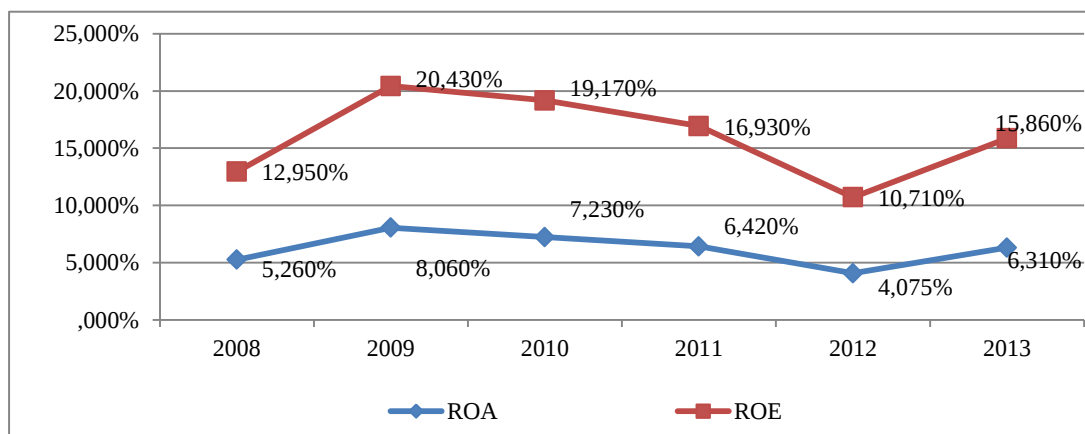
Bảng 4. Hệ số khả năng trả lãi của DN niêm yết

DOANH NGHIỆP \ NĂM	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tiện ích	4,82	6,01	5,9	4,15	3,68	5,04
Bất động sản	4,27	6,41	5,61	3,51	2,56	2,54
Khai khoáng	4,36	7,19	5,31	2,97	1,74	2,36
Thực phẩm	3,96	5,15	5,44	4,56	4,9	4,48
Vận tải thủy	3,13	2,58	2,3	1,53	0,53	1,61
Vận tải	5,03	7,57	5,67	4,29	4,7	6,48
Hóa chất	6,09	7,69	7,01	5,42	5,15	8,17
In ấn	6,82	10,19	9,05	6,96	6,96	7,65
Dịch vụ	7,88	7,93	8,27	5,87	5,06	7,65
Viễn Thông	4,8	6,72	5,66	1,96	2,66	3,9
Khác	6,59	5,72	6,84	5,33	4,79	4,52

Nguồn: Tính toán từ số liệu Datastream

Theo Tổng cục Thống kê (2013), hiệu suất sinh lời trên tài sản và hiệu suất sinh lời trên doanh thu toàn doanh nghiệp tại Việt Nam giai đoạn 2006 - 2011 có xu hướng giảm. Hình 4 thể hiện hiệu suất sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết, về mặt lý thuyết các DN niêm yết sẽ là các doanh nghiệp tốt hơn so với mặt bằng chung các DN trong ngành kinh doanh

nhưng số liệu thống kê cho thấy hiệu suất sinh lời (ROA và ROE) của các DN niêm yết bị sụt giảm trong thời gian qua. Năm 2012 hiệu suất sinh lời của các DN niêm yết bị sụt giảm mạnh nhất, điều này phản ánh khá chính xác thực trạng kinh tế Việt Nam trong năm 2012, đến năm 2013 hiệu suất sinh lời của các DN niêm yết đã hồi phục gần bằng mức năm 2011.

**Hình 4. Hiệu suất sinh lời ROA và ROE các doanh nghiệp niêm yết**

Nguồn: UBGSTCQG (2014)

Một nguyên nhân khác có thể làm giảm giá trị bảng cân đối tài sản của khu vực DN đó là các khoản vay bằng ngoại tệ (Mishkin, 2013). Cho đến nay chưa có một thống kê nào về nợ nước ngoài của khối doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), doanh nghiệp nhà nước và cả các tổ chức tín dụng tại Việt Nam. Vì vậy, chúng tôi sử dụng hai chỉ tiêu số nợ vay bằng ngoại tệ từ hệ thống ngân hàng và nợ nước ngoài của khu vực tư nhân không được bảo lãnh để đánh giá các khoản vay bằng ngoại tệ. Tỷ lệ cho vay bằng ngoại tệ/tổng dư nợ đã giảm mạnh từ 21,87% trong năm 2008 xuống còn 8,01% vào

năm 2012, xét theo giá trị tuyệt đối thì dư nợ cho vay bằng ngoại tệ của hệ thống ngân hàng không thay đổi nhiều trong thời gian vừa qua (Bảng 5). Cùng với đó là sự gia tăng nhanh chóng của nợ nước ngoài của khu vực tư nhân không được bảo lãnh, điều này cho thấy rủi ro ngoại hối đã chuyển dịch sang khu vực DN. Nghiên cứu của Vũ Quốc Huy và cộng sự (2013) cho thấy từ quý 1/2008 đến nay VND mất giá khoảng 1,4%/quý so với USD, như vậy với sự giảm giá của VND so với USD đã làm giảm lợi nhuận của DN, tăng gánh nặng nợ vay ngoại tệ của khu vực DN và điều này làm sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của DN.

Bảng 5. Nợ bằng ngoại tệ và nợ nước ngoài của khu vực tư nhân

CHỈ TIÊU	NĂM					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tỷ lệ cho vay bằng ngoại tệ/tổng dư nợ (%)	21,87	16,49	11,41	9,53	8,01	na
Dư nợ cho vay bằng ngoại tệ (Tỷ đồng)	258.614,9	269.943,0	245.724,9	239.484,6	239.399,0	na
Nợ nước ngoài của khu vực tư nhân không được bảo lãnh (tỷ USD)	0	0	4,68	5,86	8,81	11,49

Nguồn: IMF (tháng 10/2014) và World Bank (2014)

3.4. Phân tích nhân tố các chỉ số gây bất ổn tài chính ở Việt Nam

Dựa trên bộ chỉ số lành mạnh tài chính FSI của IMF, 10 chỉ số chính của khu vực tài chính (ngân hàng) và 3 chỉ số khuyến khích của khu vực phi tài chính (doanh nghiệp) được lựa chọn

để nghiên cứu. Như vậy, với tổng cộng 13 chỉ số trong giai đoạn 2008 - 2012 thỏa điều kiện số mẫu tối thiểu là 50 để thực hiện phương pháp phân tích nhân tố khám phá (Hair và cộng sự, 1998).

Bảng 6. Các chỉ số lành mạnh tài chính

CHỈ SỐ	MÃ FSI	ĐO LƯỜNG
X ₁	I01	Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro
X ₂	I02	Tỷ lệ vốn điều lệ cấp 1 so với tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro
X ₃	I05	Nợ xấu ròng trên vốn chủ sở hữu

X ₄	I06	Nợ xấu trên tổng dư nợ
X ₅	I08	Tỷ trọng dư nợ theo lĩnh vực kinh tế so với tổng dư nợ
X ₆	I09	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản
X ₇	I10	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu
X ₈	I11	Thu nhập ròng từ lãi so với tổng thu nhập
X ₉	I12	Chi phí ngoài lãi trên tổng thu nhập
X ₁₀	I13	Tài sản thanh khoản trên tổng tài sản
X ₁₁	I40	Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu doanh nghiệp niêm yết
X ₁₂	I41	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản doanh nghiệp niêm yết
X ₁₃	I42	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu doanh nghiệp niêm yết

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Các bước thực hiện phân tích nhân tố:

1. Chuẩn hóa dữ liệu theo tỉ lệ %.
2. Tính ma trận tương quan cho tất cả các biến (correlation matrix), tính giá trị riêng (eigen value), tỉ lệ đóng góp (contribution rate) để xác định giữ lại bao nhiêu nhân tố (factor) dựa vào điều kiện giá trị riêng > 1 và tỉ lệ đóng góp tích lũy (cumulative contribution rate) > 80%.
3. Thiết lập mô hình nhân tố.
4. Thực hiện phép xoay theo phương pháp Quartimax/orthogonal rotation.

5. Tính điểm số cho mỗi năm và đánh giá độ bất ổn tài chính ở Việt Nam, chỉ số càng cao, thị trường tài chính càng bất ổn.

Kết quả tính toán tổng phương sai được giải thích - tỷ lệ đóng góp của các thành phần chính (Bảng 7) cho thấy 2 nhân tố đầu tiên có trị riêng (eigenvalue) > 1 và có tỉ lệ đóng góp (cumulative contribution rate) = 90%, nghĩa là 90% của phương sai có thể giải thích bởi 2 nhân tố đầu tiên. Theo Mundfrom và cộng sự (2005), với tỷ số biến/nhân tố = 13/2 = 6,5 cần 55 quan sát. Như vậy, bộ dữ liệu 65 quan sát phân tích ở đây thỏa điều kiện kích thước mẫu tối thiểu để phương pháp phân tích nhân tố khám phá đạt hiệu quả.

Bảng 7. Tổng phương sai được giải thích (tỷ lệ đóng góp của các thành phần chính)

THÀNH PHẦN	TRỊ RIÊNG			PHƯƠNG SAI TRÍCH			PHƯƠNG SAI TRÍCH ĐÃ XOAY		
	Tổng Cộng	% của phương sai	Tích lũy %	Tổng Cộng	% của phương sai	Tích lũy %	Tổng Cộng	% của phương sai	Tích lũy %
1	8,672	66,705	66,705	8,672	66,705	66,705	8,630	66,388	66,388
2	3,063	23,562	90,267	3,063	23,562	90,267	3,104	23,879	90,267
3	0,927	7,132	97,398						

4	0,338	2,602	100						
5	0	20	100						
6	0	0	100						
7	0	0	100						
8	0	0	100						
9	0	0	100						
10	0	0	100						
11	0	0	100						
12	0	0	100						
13	0	0	100						

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả tính toán ma trận nhân tố đã xoay ở bảng 3 cho thấy nhân tố 1 chi phối 10 chỉ số: X_3 đến X_{10} , X_{12} , X_{13} (giá trị tuyệt đối của thành phần 1 lớn hơn giá trị tuyệt đối của thành phần 2). Nhóm nhân tố 2 chi phối 3 chỉ số X_1 , X_2 ,

X_{11} (giá trị tuyệt đối của thành phần 2 lớn hơn giá trị tuyệt đối của thành phần 1). Các chỉ số được kết hợp thành 2 thành phần chính như bảng 8.

Bảng 8. Ma trận nhân tố đã xoay

	THÀNH PHẦN (Component)	
	1	2
Nợ xấu ròng trên vốn chủ sở hữu	0,999	-0,046
Tỷ trọng dư nợ theo lĩnh vực kinh tế so với tổng dư nợ	0,989	0,091
Nợ xấu trên tổng dư nợ	0,981	-0,019
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	-0,933	0,274
Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản	-0,920	0,267
Chi phí ngoài lãi trên tổng thu nhập	0,913	0,184
Thu nhập ròng từ lãi so với tổng thu nhập	0,854	0,224
Tài sản thanh khoản trên tổng tài sản	-0,845	-0,279

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu doanh nghiệp niêm yết	-0,791	0,574
Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản doanh nghiệp niêm yết	-0,738	0,656
Tỷ lệ vốn điều lệ cấp 1 so với tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro	0,297	-0,896
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro	-0,165	-0,833
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu doanh nghiệp niêm yết	0,644	0,728

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả tính toán ma trận điểm nhân tố thể hiện ở bảng 9. Từ kết quả này f_1 , f_2 được (Component Score Coefficient Matrix) được xác định như sau:

$$f_1 = -0.034X_1 + 0.019X_2 + 0.116X_3 + 0.114X_4 + 0.117X_5 - 0.103X_6 - 0.104X_7 + 0.104X_8 + 0.11X_9 - 0.104X_{10} + 0.088X_{11} - 0.074X_{12} - 0.082X_{13}$$

$$f_2 = -0.274X_1 - 0.286X_2 + 0.003X_3 + 0.011X_4 + 0.047X_5 + 0.07X_6 + 0.072X_7 + 0.088X_8 + 0.076X_9 - 0.106X_{10} + 0.248X_{11} + 0.2X_{12} + 0.172X_{13}$$

Bảng 9. Ma trận điểm nhân tố

	COMPONENT	
	1	2
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro	-0,034	-0,274
Tỷ lệ vốn điều lệ cấp 1 so với tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro	0,019	-0,286
Nợ xấu ròng trên vốn chủ sở hữu	0,116	0,003
Nợ xấu trên tổng dư nợ	0,114	0,011
Tỷ trọng dư nợ theo lĩnh vực kinh tế so với tổng dư nợ	0,117	0,047
Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản	-0,103	0,070
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	-0,104	0,072
Thu nhập ròng từ lãi so với tổng thu nhập	0,104	0,088
Chi phí ngoài lãi trên tổng thu nhập	0,110	0,076
Tài sản thanh khoản trên tổng tài sản - hệ số tài sản thanh khoản	-0,104	-0,106
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu doanh nghiệp niêm yết	0,088	0,248
Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản doanh nghiệp niêm yết	-0,074	0,200
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu doanh nghiệp niêm yết	-0,082	0,172

Nguồn: Tính toán của tác giả

Lần lượt thay các giá trị X_1 đến X_{13} của các năm 2008 - 2012 vào công thức tính f_1 , f_2 ta có được giá trị f_1 , f_2 từ năm 2008 đến 2012 (bảng 10). Sau đó, tính F cho các năm bằng công

thức: $F = d_1f_1 + d_2f_2$. Theo đó, giá trị F càng cao thì bất ổn tài chính càng lớn. Với d_1 là trọng số của f_1 , bằng tỉ lệ đóng góp của nhân tố 1: 66,7%; d_2 là trọng số của f_2 , bằng tỉ lệ đóng góp của nhân tố 2: 23,6%. (Bảng 7)

Kết quả tính toán giá trị F ở bảng 10 cho thấy, Việt Nam gia tăng bất ổn tài chính từ năm 2008 và tăng mạnh trong giai đoạn 2010 - 2012, chỉ số bất ổn tăng mạnh (gần 32%) từ 13,8 vào năm 2010 lên 18,2 vào năm 2012, chứng tỏ thị trường tài chính Việt Nam xấu đi rất nhiều trong vòng 2 năm ngoài việc bị ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính Thế giới cùng với đó là những nguyên nhân như đã

phân tích ở trên. Kết quả này phù hợp nghiên cứu của Hạ Thị Thiều Dao và Nguyễn Thị Tuyết Trinh (2013) cho thấy trong giai đoạn 2008 - 2011 bất ổn vĩ mô của Việt Nam cao hơn trước. Trong đó, nhân tố quan trọng nhất quyết định bất ổn tài chính của Việt Nam là: Chất lượng tài sản, tính thanh khoản của khu vực tài chính và khả năng sinh lời của khu vực tài chính và doanh nghiệp (đại diện là các doanh nghiệp niêm yết) chiếm tỉ trọng 66,7%; Chỉ số an toàn vốn của khu vực tài chính và đòn bẩy tài chính của khu vực doanh nghiệp chiếm tỉ trọng 23,6%.

Bảng 10. Đánh giá sự bất ổn thị trường tài chính Việt Nam 2008 - 2012

NĂM	f_1	f_2	F	XẾP HẠNG
2008	0,125835	0,251669	12,71658	5
2009	0,164437	0,328874	13,34425	4
2010	-0,03253	-0,06505	13,80472	3
2011	-0,03195	-0,06391	16,51917	2
2012	0,192026	0,384052	18,62152	1

Nguồn: Tính toán của tác giả

3.5. Tại sao giá trị bảng cân đối tài sản bị sụt giảm?

Như chúng tôi đã phân tích ở trên về sự sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của khu vực tài chính và khu vực phi tài chính là nguyên nhân gây ra bất ổn tài chính tại Việt Nam. Tuy nhiên, câu hỏi đặt ra là: Điều gì khiến cho giá trị bảng cân đối tài sản các khu vực bị sụt giảm?

Quá trình tự do hóa tài chính ở Việt Nam đã dẫn đến quá trình tăng trưởng tín dụng “dễ dãi” như trong giai đoạn vừa qua, cung tín dụng dồi dào đã khơi thông các hoạt động đầu cơ vào chứng khoán và bất động sản, làm gia tăng đòn bẩy tài chính của khu vực DN, đây chắc chắn là

căn nguyên chủ yếu của tình trạng gia tăng nợ xấu, làm suy giảm giá trị bảng cân đối tài sản của hệ thống ngân hàng và gây ra các bất ổn tài chính. Đây cũng là một cảnh báo khi mà các nghiên cứu cho thấy sự gia tăng tín dụng quá mức chính là một trong các nguyên nhân gây ra khủng hoảng tài chính ở Hàn Quốc, các quốc gia Đông Á và Mexico (Hahm và Mishkin, 2000). Tỷ lệ tín dụng/GDP của Việt Nam trước khi gia nhập WTO chỉ hơn 69% (năm 2006), sau khi gia nhập WTO vào năm 2007, tỷ lệ này tăng lên và đạt mức cực đại hơn 124% vào năm 2010 trước khi giảm xuống còn hơn 108% vào năm 2013. Khi so sánh với các nền kinh tế trong khu vực: liên tục trong nhiều năm, khi các nền kinh tế trong khu vực đều giữ nguyên

hay giảm mạnh tỷ lệ dư nợ tín dụng so với GDP thì Việt Nam lại tăng nhanh hiếm thấy khối lượng và tỷ trọng dư nợ tín dụng. Việc gia tăng trưởng tín dụng nóng trong thời gian qua là một trong những nguyên nhân chủ yếu làm suy giảm giá trị bảng cân đối tài sản của các ngân hàng là do khả năng quản trị của các ngân hàng, chất lượng thẩm định các khoản vay chưa tốt, sự yếu kém và rủi ro đạo đức đội ngũ nhân viên ngân hàng cùng với việc tìm kiếm lợi nhuận ngắn hạn quá cao đã dẫn đến việc gia tăng nợ xấu.

Tự do hóa tài chính dẫn đến sự tăng trưởng bùng nổ số lượng các ngân hàng tại Việt Nam cùng với đó là các nói lỏng sự giám sát và quy định chặt chẽ các tổ chức ngân hàng và phi ngân hàng, hệ thống kế toán kiểm còn hạn chế và sự không minh bạch của các TCTD. Thiếu quy định và giám sát, ngân hàng và công ty tài chính sẽ cho vay rủi ro trong giai đoạn bùng nổ kinh tế và do đó rơi vào khó khăn thanh khoản hay thậm chí mất khả năng thanh toán trong giai đoạn suy thoái và điều này làm suy giảm giá trị bảng cân đối tài sản của các ngân hàng. Ngoài ra, hạn chế của hệ thống kế toán kiểm toán của Việt Nam so với quốc tế làm cho các báo cáo tài chính của các ngân hàng không rõ ràng, minh bạch, làm phóng đại khả năng sinh lời, giá trị tài sản và khả năng trả nợ, các quy định và phân loại nợ xấu và trích lập dự phòng chưa phát huy hiệu quả, nợ xấu chưa phản ánh đúng thực chất và gây khó khăn cho công tác quản lý hoạt động ngân hàng.

Yếu tố tâm lý ý lại trông chờ vào sự giải cứu của Chính phủ cũng là một nguyên nhân làm sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của khu vực tài chính (ngân hàng). Với chính sách điều hành quản lý đảm bảo an toàn hệ thống của ngân hàng nhà nước đã tạo ra tâm lý ý lại cho các ngân hàng nghĩ là một vài ngân hàng cứ thoải mái thực hiện hoạt động kinh doanh có rủi ro, chấp nhận nhiều rủi ro để kiếm lời, bất

chấp mình có khả năng quản lý rủi ro đó hay không, khi thua lỗ, gặp khó khăn thì được NHNN hỗ trợ hoặc cho nhập lại những ngân hàng yếu kém chứ không cho phá sản.

Thâm hụt ngân sách cao và kéo dài tại Việt Nam đe dọa sự ổn định tài chính như lạm phát cao và bất ổn, lãi suất cao chèn lấn khu vực tư nhân, thâm hụt vãng lai kéo dài gây bất ổn tỉ giá, tăng trưởng chậm do hiệu quả sử dụng nguồn lực thấp, v.v... Trong những năm gần đây, chính sách tài khóa nói lỏng kích cầu đầu tư khiến tỷ lệ bội chi hàng năm khoảng 5% GDP, sức ép tăng cung tiền vào lưu thông không nhỏ đã khiến lạm phát tăng cao trở lại (giai đoạn 2007 đến nay) và gây bất ổn tài chính.

Sau một thời gian dài tăng trưởng tín dụng nóng, chính sách tiền tệ nói lỏng và chính sách tài khóa mở rộng đã hình thành bong bóng tài sản đặc biệt là giá bất động sản và chứng khoán tăng trưởng nóng cùng với đó lạm phát bùng lên vào cuối năm 2010 và đầu năm 2011. Trước tình hình đó, Chính phủ đã thắt chặt chính sách tiền tệ, tác động mạnh nhất của chính sách tiền tệ đã làm suy kiệt tín dụng (credit crunch) dẫn đến giảm tổng cầu, gia tăng tồn kho của doanh nghiệp khiến doanh nghiệp gặp khó khăn. Số lượng doanh nghiệp phải đóng cửa hoặc phá sản tăng lên. Chính sách thắt chặt tiền tệ làm gia tăng lãi suất khiến cho khả năng trả nợ của doanh nghiệp và hộ dân suy giảm trong điều kiện khó khăn về đầu ra, thị trường bất động sản giảm giá và đóng băng trong khi phần lớn tài sản thế chấp các khoản vay có nguồn gốc bất động sản, điều này làm gia tăng sự bất ổn, bởi vậy các TCTD có xu hướng thận trọng hơn khi cho vay để hạn chế rủi ro trong hoạt động tín dụng và điều này là nguyên nhân làm suy giảm giá trị bảng cân đối tài sản của khu vực tài chính và phi tài chính (doanh nghiệp). Như vậy có thể thấy với chính sách tiền tệ tùy tiện, khó dự đoán, làm gia tăng

sự không chắc chắn đã khiến cho các bất ổn tài chính của Việt Nam gia tăng trong các năm gần đây.

4. CÁC GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Kết quả phân tích các bất ổn tài chính của Việt Nam dựa trên khung phân tích bảng cân đối tài sản đã giúp chúng ta có cái nhìn về các nguyên nhân gây bất ổn tài của Việt Nam và cơ sở cho một số thảo luận chính sách.

4.1. Các khía cạnh vi mô

Thứ nhất, nghiên cứu về bất ổn tài chính cho thấy trong quá trình tự do hóa tài chính cùng với đó là các nỗi lòng sự giám sát và qui định chặt chẽ các tổ chức ngân hàng và phi ngân hàng, hệ thống kế toán kiểm còn hạn chế đã làm sụt giảm giá trị tài sản bảng cân đối tài sản của khu vực tài chính. Điều này đòi hỏi phải có những thay đổi phương thức quản lý và giám sát hệ thống tài chính, ngân hàng trong quá trình tự do hóa tài chính. Để ổn định tài chính, NHNN xem xét chuyển từ phương thức giám sát truyền thống dựa trên chất lượng tài sản của ngân hàng tại một thời điểm và mức độ đảm bảo vốn theo yêu cầu. Mặc dù phương thức giám sát truyền thống tập trung vào việc giảm thiểu các hoạt động rủi ro của ngân hàng, nhưng phương thức giám sát này là chưa đủ. Thứ nhất là khó khăn trong việc đo lường vốn. Ngoài ra, trong bối cảnh hiện nay mức độ tinh vi ngày càng tăng của hệ thống ngân hàng, với sự phát triển cả về số lượng, quy mô và loại hình hoạt động (nhất là các công cụ phái sinh), các ngân hàng có thể sử dụng các thủ thuật để vượt qua các chỉ tiêu giám sát truyền thống này và sẵn sàng tham gia vào các hoạt động rủi ro hơn trong tương lai. Hơn nữa, kết quả phân tích nhân tố cho thấy nhóm hệ số an toàn vốn chỉ chiếm tỷ lệ 23,6% trong nhóm các tác nhân gây bất ổn tài chính và trong thực tế hệ số an toàn vốn của các ngân hàng không phản ánh chính xác sức khỏe tài chính của các ngân hàng. Việc

giám sát hoạt động ngân hàng kết hợp giữa phương thức giám sát truyền thống với phương thức đánh giá sự lành mạnh của quy trình quản trị ngân hàng theo khung khuyến dụng ở nhiều nước như CAMELS/ Basel.

Thứ hai, cần loại bỏ tâm lý ý lại của các ngân hàng. Sự sụt giảm bảng cân đối tài sản của ngân hàng có nguyên nhân là do chính sách đảm bảo an toàn cho hệ thống, điều này đã khuyến khích hiện tượng ý lại nghĩa là một vài ngân hàng cứ hoãn mái thực hiện hoạt động kinh doanh có rủi ro, chấp nhận nhiều rủi ro để kiếm lời, bất chấp mình có khả năng quản lý rủi ro đó hay không. Vì vậy trong thời gian tới NHNN có thể áp dụng biện pháp phá sản một số TCTD yếu kém sau khi đã áp dụng các giải pháp xử lý khác nhưng không thành công.

Thứ ba, kết quả phân tích các nhân tố cho thấy chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu, khả năng sinh lời và tính thanh khoản ảnh hưởng đến sự bất ổn (hay ổn định) của thị trường tài chính (trọng số 66,7%), điều này hàm ý rằng tự bản thân các ngân hàng cần nâng cao năng lực tài chính, minh bạch tình hình tài chính và tài sản có rủi ro của mình để có thể chống đỡ lại những cú sốc có thể làm sụt giảm giá trị bảng cân đối tài sản của mình.

Thứ tư, đối với các doanh nghiệp phi tài chính, trong giai đoạn hiện nay dưới sức ép nợ xấu của hệ thống ngân hàng, các doanh nghiệp cần phải thoái nợ để lành mạnh hóa bảng cân đối kế toán. Trong tương lai, Việt Nam sẽ không còn hiện tượng “dòng tiền dễ dãi” như trong quá khứ và doanh nghiệp muốn vay được vốn, phải thuyết phục được ngân hàng tính khả thi của dự án. Để làm được điều này, các doanh nghiệp cần đầu tư cho công tác đào tạo đội ngũ chuyên gia có kiến thức về tài chính, kế toán, có khả năng làm các dự án vay và phải minh bạch về thông tin tài chính của mình.

4.2. Các khía cạnh vĩ mô

Thứ nhất, chính sách tiền tệ thắt chặt, chưa có mục tiêu nhất quán trong thời gian qua là một nguyên nhân làm sụt giảm giá trị tài sản của doanh nghiệp, khu vực tài chính từ đó gây ra bất ổn tài chính ở Việt Nam. Điều này hàm ý rằng một chính sách tiền tệ nhất quán với mục tiêu cuối cùng và mục tiêu trung gian xác định trước sẽ giúp ổn định tài chính.

Thứ hai, kết quả phân tích cho thấy với tình hình thâm hụt ngân sách thường xuyên và kéo dài là một nguyên nhân gây bất ổn tài chính ở Việt Nam, vì vậy một chính sách tài khóa lành mạnh, cân bằng sẽ giúp ổn định tài chính và hỗ trợ chính sách tiền tệ tốt hơn.

Nghiên cứu này được tài trợ bởi ĐHQG - HCM trong khuôn khổ đề tài mã số C2014 - 34 - 01

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Công ty chứng khoán VPBank. *Báo cáo ngành ngân hàng Việt Nam* (2014).
- [2]. Đinh Tuấn Minh. Bất ổn thị trường tài chính. Chương 3 - *Báo cáo kinh tế vĩ mô 2012: Từ bất ổn vĩ mô đến con đường tái cơ cấu*, Ủy ban kinh tế quốc hội. NXB Tri Thức (2012).
- [3]. Frederic S. Mishkin. Global financial instability: Framework, events, issues. *Journal of Economic Perspectives* - Vol 13, No 4 - Fall 1999 - pp 3 - 20 (1999).
- [4]. Frederic S. Mishkin. The Economics of money, banking and financial markets. *European edition*. Pearson (2013).
- [5]. Hạ Thị Thiều Dao và Phạm Thị Tuyết Trinh. Bất ổn kinh tế vĩ mô Việt Nam nhìn từ chính sách tiền tệ. *Tạp chí phát triển KH&CN*, tập 16, số Q1 - 2013 (2013).
- [6]. HairJ. F. Jr, AndersonR. E, TathamR. L, and BlackW.C. *Multivariate Data Analysis. 5th Edition* (1998).
- [7]. J. H. Halm and F. S. Mishkin. The Korean financial crisis: an asymmetric information perspective. *Emerging Markets Reviews* - pp 21 - 52 (2000).
- [8]. Mark Allen, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser, and Nouriel Roubini. A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. *IMF Working Paper* - WP/02/210 (2002).
- [9]. Mundfrom DJ, Shaw DG, Tian LK. Minimum sample size recommendations for conducting factor analysis. *International Journal of Testing* 5:2:p 159-168 (2005).
- [10]. Nguyễn Thị Cảnh và Hoàng Công Gia Khánh. *Báo cáo thường niên thị trường tài chính Việt Nam 2013*. NXB ĐHQG TPHCM (2014).
- [11]. Nguyễn Xuân Thành. Sức khỏe của doanh nghiệp: Làm gì để vực dậy? *Bài tham luận tại Hội thảo Quốc gia* (2012).
- [12]. Nhật Trung. Tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động - những thông lệ quốc tế. *Tạp chí Ngân hàng số 17* (2010).
- [13]. Phạm Thế Anh, Đinh Tuấn Minh, Nguyễn Trí Dũng, Tô Trung Thành. Nợ công và tính bền vững Ở Việt Nam: Quá khứ, hiện tại và tương lai. *Báo cáo nghiên cứu RS - 05*. NXB Tri Thức (2013).
- [14]. Tô Trung Thành và Nguyễn Trí Dũng. *Thách thức còn ở phía trước*. Chương 1 - Báo cáo kinh tế vĩ mô 2013: Thách thức còn ở phía trước, Ủy ban kinh tế quốc hội. NXB Tri Thức (2013).
- [15]. Tổng cục thống kê. *Sự phát triển của doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn 2006 - 2011*. Nhà xuất bản thống kê (2013).
- [16]. Ủy ban giám sát tài chính quốc gia. *Báo cáo tổng quan thị trường tài chính 2013* (2014).

- [17]. Ủy ban kinh tế quốc hội. *Báo cáo kinh tế vĩ mô Việt Nam 2013: Thách thức còn ở phía trước*. NXB Tri thức (2013a).
- [18]. Ủy ban kinh tế quốc hội. *Kinh tế Việt Nam năm 2013: Tài cơ cấu nền kinh tế - Một năm nhìn lại*. Sách tham khảo. NXB Tri thức (2013b).
- [19]. Ủy ban kinh tế quốc hội. *Kỷ yếu diễn đàn kinh tế mùa thu 2012* (2012).
- [20]. Vũ Quốc Huy, Nguyễn Thị Thu Hằng, Vũ Phạm Hải Đăng. Tỷ giá hối đoái giai đoạn 2000-2011: Mức độ sai lệch và tác động đối với xuất khẩu. *Báo cáo nghiên cứu RS - 01 - Ủy ban kinh tế Quốc hội*. NXB Tri Thức (2013).
- [21]. WB. *Báo cáo đánh giá khu vực tài chính Việt Nam tháng 6/2014*.