

GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN THỊ TRƯỜNG VỐN Ở VIỆT NAM

TS. LÊ THỊ THÚY VÂN, LÊ QUỐC CÔNG - Viện Chiến lược và Chính sách Tài chính

Mục tiêu tổng quát của thị trường tài chính Việt Nam đến năm 2020 là phát triển đồng bộ các loại thị trường, mở rộng các hình thức hoạt động trên thị trường để động viên các nguồn lực trong và ngoài nước cho phát triển kinh tế - xã hội. Tuy nhiên, những số liệu hiện thời cho thấy, so với mục tiêu đặt ra thì cần phải có thêm nhiều giải pháp với một lộ trình cụ thể để tăng quy mô thị trường, từng bước khắc phục những hạn chế.

Theo Quyết định 450/2012/QĐ-TTg về Chiến lược tài chính đến năm 2020 và sau đó cụ thể hóa bằng Quyết định 252/2012/QĐ-TTg về Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) giai đoạn 2011 – 2020 và Quyết định 261/2013/QĐ-BTC về Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu (TTTP) đến năm 2020, thì đến năm 2020, quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu phần đầu đạt khoảng 70% GDP và tổng dư nợ trái phiếu khoảng 38% GDP. Trong đó, trái phiếu chính phủ (TPCP) đạt khoảng 22% GDP, TPCP bảo lãnh đạt 8% GDP, trái phiếu chính quyền địa phương đạt 1% GDP và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) đạt 7% GDP. Tuy nhiên, đến cuối năm 2012, quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu chỉ mới đạt 26,3% GDP, dư nợ TTTP chiếm khoảng 16,67% GDP. Tính đến hết quý III/2013, quy mô thị trường cổ phiếu mới đạt khoảng 29% GDP 2012, quy mô TTTP đạt hơn 18% GDP ước tính của năm 2013. Như vậy, so với mục tiêu đặt ra thì những con số này còn khá khiêm tốn.

Một số vấn đề tồn tại

Cấu trúc TTTP mất cân bằng

Thông thường, tại các quốc gia có thị trường tài chính tương đối phát triển thì tỷ trọng dư nợ trái phiếu trên GDP của TPDN sẽ thấp hơn một chút, đôi khi ngang bằng so với TPCP. Tuy nhiên, tại Việt Nam, phân khúc TPCP nắm phần chủ yếu trên thị trường, với tỷ trọng trong tổng dư nợ thị trường vượt trội so với TPDN.

BẢNG 1: TỶ LỆ DƯ NỢ THỊ TRƯỜNG/GDP TẠI MỘT SỐ QUỐC GIA (NĂM 2012) (%)

	TPCP	TPDN	Tổng
Việt Nam	14,76*	1,9	16,67
Thái Lan	59,4	15,5	74,9
Singapore	50	31,6	81,6
Malaysia	63,9	42,8	106,6
Hàn Quốc	47,9	75,2	123,1
Trung Quốc	33,3	12,5	45,8

Ghi chú: (*) gồm: (i) TPCP 9,65% GDP; (ii) TPCP bảo lãnh: 4,85% GDP; (iii) TP chính quyền địa phương: 0,26% GDP

Nguồn: Báo Tài chính, AIS (Asian Bond online)

Có nhiều nguyên nhân lý giải cho việc thị trường TPDN Việt Nam có quy mô nhỏ, chưa phát triển so với TPCP, trong đó có 4 nhóm chính: Thứ nhất, khuôn khổ pháp lý còn đang được hoàn thiện; Thứ hai, sản phẩm trên thị trường chưa đa dạng; Thứ ba, hệ thống nhà đầu tư trên thị trường chưa đa dạng. Hiện nay, dư nợ trái phiếu do các ngân hàng thương mại nắm giữ được thống kê khoảng 86% tổng dư nợ thị trường; Thứ tư, TTTP Việt Nam chưa có một tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp nhằm tạo cơ sở cho các nhà đầu tư nắm bắt tình hình DN. Các đợt phát hành thành công của DN tư nhân đều có sự đánh giá của các tổ chức định mức tín nhiệm uy tín nước ngoài.

Sản phẩm trên thị trường vốn chưa đảm bảo tính chất đầu tư dài hạn

Về nguồn cung trên TTCK, các sản phẩm chất lượng chủ yếu tập trung vào TPCP kỳ hạn ngắn và

trái phiếu, cổ phiếu của những DN lớn, có uy tín. Trong khi đó, chức năng của thị trường vốn là cung cấp nguồn vốn trung, dài hạn bên cạnh nguồn vốn ngắn hạn từ hệ thống ngân hàng thương mại.

Theo thống kê tại các quốc gia trên thế giới, kỳ hạn thông thường của trái phiếu là khoảng 3 - 10 năm, đặc biệt có những đợt phát hành với kỳ hạn lên tới 10 - 30 năm. Tuy nhiên, thực tế hiện nay ở Việt Nam cho thấy, mặc dù TPCP và TPDN thường được phát hành với các kỳ hạn từ 2 - 15 năm, song tỷ lệ trúng thầu cao nhất lại là các trái phiếu có kỳ hạn dưới 5 năm, chiếm khoảng 90% khối lượng phát hành.

Với thị trường cổ phiếu, chỉ có một số mã cổ phiếu vốn hóa lớn là được các nhà đầu tư nắm giữ dài hạn như: VNM, FPT... còn phần lớn những mã cổ phiếu tầm trung thường được sử dụng để kiếm lời trong thời gian ngắn, không mang tính chất đầu tư dài hạn. Nguyên nhân chính, bên cạnh yếu tố lợi nhuận còn là do việc quản trị DN chưa tốt, để bị ảnh hưởng bởi tình hình vĩ mô; thông tin không minh bạch khiến nhà đầu tư không yên tâm đầu tư dài hạn.

BẢNG 2: TỶ TRỌNG PHÁT HÀNH TPCP VÀ TPCP BẢO LÃNH THEO KỲ HẠN GIAI ĐOẠN 2011 - 2013 (TÍNH ĐẾN NGÀY 16/8/2013) (%)

	2011	2012	16/8/2013
2 năm	16,1	28,6	21,6
3 năm	44	40,5	34,7
5 năm	35	29,1	32,3
10 năm	4,9	1,8	11,4

Nguồn: HNX

Nhà đầu tư trên thị trường chưa chuyên nghiệp

Hệ thống nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam cho đến nay đã phát triển khá đa dạng. Tuy nhiên, trên TTTP thì nhà đầu tư chính là các ngân hàng thương mại, còn nhà đầu tư cá nhân là chủ thể chiếm phần lớn trên thị trường cổ phiếu. Điểm chung giữa hai thị trường chính là sự vắng bóng của các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Vài năm gần đây, thị trường tin dụng được siết chặt khiến nguồn vốn của các ngân hàng thương mại dư thừa, từ đó đầu tư mạnh vào TTTP, giúp cho các đợt phát hành liên tục thành công. Tuy nhiên, nhu cầu đầu tư của các ngân hàng lại phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh chính là cho vay, khiến nguồn vốn này không có tính ổn định, có thể giảm xuống đột ngột bất cứ lúc nào và không đem lại sự phát triển bền vững như mong muốn cho thị trường. Tương tự với TTTP, nguồn vốn trên thị trường cổ phiếu đến từ nhóm nhà đầu tư cá nhân là khá lớn nhưng thiếu sự bền vững khi dễ bị tác động bởi tâm lý, tin đồn hay hoạt động của khối nhà đầu tư ngoại.

Trong khi đó, nhóm nhà đầu tư tiềm năng như quỹ đầu tư và công ty bảo hiểm lại chưa được khai thác triệt để. Công ty bảo hiểm, đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ là một nhà đầu tư phù hợp với TTTP. Các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ thường có kỳ hạn dài, cộng thêm nhu cầu cần phải giữ tỷ lệ an toàn vốn cao, nên các công ty bảo hiểm luôn có một tỷ lệ nhất định TPCP trong cơ cấu vốn đầu tư của mình nhưng do quy mô thị trường bảo hiểm còn nhỏ, doanh thu phí bảo hiểm thấp nên nguồn vốn đầu tư vào thị trường chưa cao.

Kiến nghị, hoàn thiện thị trường vốn Việt Nam

Để phát triển thị trường vốn Việt Nam theo đúng những mục tiêu được đặt ra, cần có một hệ thống giải pháp hợp lý, phát triển đồng bộ cả thị trường sơ cấp và thứ cấp, khuyến khích các trung gian dịch vụ tài chính chuyên nghiệp và xây dựng khuôn khổ pháp lý. Cụ thể, cần tập trung vào một số vấn đề sau:

Hoàn thiện cấu trúc TTTP

Kinh nghiệm các quốc gia trên thế giới cho thấy, muốn phát triển TTTP thì trước hết cần phát triển thị trường TPCP làm nền tảng, từ đó thúc đẩy thị trường TPDN. Dư nợ của TPCP tại Việt Nam tuy chiếm phần lớn trong tổng dư nợ nhưng khi so với các nước trong khu vực thì vẫn còn thấp (Thái Lan là 59,4%, Malaysia là 63,9%). Vì vậy, để tiếp tục phát triển thị trường TPCP theo Lộ trình phát triển TTTP đến năm 2020, cần phải xây dựng thị trường đồng bộ từ khung pháp lý cho đến các hoạt động trên thị trường sơ cấp, thứ cấp, phát triển nhà đầu tư cũng như các dịch vụ đi kèm. Theo đó, cần hoàn thiện cơ chế phát hành trái phiếu, đảm bảo tính thống nhất trong xây dựng lịch biểu phát hành và thời gian phát hành giữa các chủ thể, xây dựng cơ sở pháp lý cho hoạt động giao dịch sản phẩm phái sinh, hoàn thiện hệ thống nhà tạo lập thị trường.

Song song với đó, cần có những biện pháp thúc đẩy thị trường TPDN phát triển, nhằm tạo một kênh huy động vốn hiệu quả cho DN, tránh việc bị phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng. Năm 2012, chỉ có 43 DN đăng ký phát hành trái phiếu với tổng giá trị đạt 33.737 tỷ đồng và phát hành thành công 24.328 tỷ đồng, chỉ bằng xấp xỉ 15% lượng TPCP và TPCP bảo lãnh huy động được. Từ quá trình phát triển thị trường TPDN của các quốc gia như Malaysia (dư nợ TPDN chiếm 42% GDP) hay Hàn Quốc (dư nợ TPDN chiếm 75% GDP), có thể thấy một số điểm quan trọng cần tập trung trước tiên như:

Thứ nhất, tăng cường minh bạch hóa thông tin

về DN. Thời gian sắp tới, Hiệp hội TTTP Việt Nam sẽ công bố Đề án về Trung tâm thông tin trái phiếu cho DN. Điều này sẽ góp phần phổ biến thông tin của DN và các đợt phát hành tới nhà đầu tư rộng rãi hơn. Bên cạnh đó, cần nhanh chóng hoàn thiện lấy ý kiến và ban hành Nghị định thành lập DN định mức tín nhiệm. Kinh nghiệm của các quốc gia ASEAN chỉ ra rằng sự có mặt của những tổ chức định mức tín nhiệm tốt là một yếu tố quan trọng trên thị trường TPDN.

Thứ hai, đa dạng hóa nguồn cung sản phẩm trên thị trường. Hiện nay, các đợt phát hành của DN tập trung vào hai loại hình trái phiếu là trái phiếu trả lãi định kỳ và trái phiếu chuyển đổi. Các DN có thể nghiên cứu phát triển thêm các loại chứng khoán có đảm bảo như chứng khoán hóa nợ vay bất động sản (MBS), chứng khoán đảm bảo bằng tài sản (ABS) ... Ngoài ra, còn có thể phát hành Kỳ phiếu trung hạn (MTN – Medium Term Note) như kinh nghiệm của Trung Quốc. Nghị định về TTCK phải sinh cũng cần được ban hành sớm để tăng thêm sự lựa chọn cho các nhà đầu tư.

Tăng cường đầu tư dài hạn vào TTCK

Với TTTP, cần tăng tỷ trọng trái phiếu trung và dài hạn trong cơ cấu thị trường. Điều này đòi hỏi thị trường phải phát triển ở một mức cao hơn, đi kèm với đó là sự ổn định trong bối cảnh kinh tế vĩ mô, tăng niềm tin của nhà đầu tư vào trái phiếu nắm giữ dài hạn. Mục tiêu là kéo dài kỳ hạn vay qua phát hành TPCP trong nước giai đoạn 2011 – 2015 trung bình khoảng từ 4 – 6 năm và giai đoạn 2016 – 2020 lên khoảng từ 6 – 8 năm. Ban đầu, có thể phát hành thí điểm trái phiếu có kỳ hạn dài lên tới 30 năm, hướng tới các nhà đầu tư là công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí để thị trường làm quen với loại trái phiếu này. Còn với thị trường cổ phiếu, muốn khuyến khích nguồn vốn đầu tư dài hạn thì giải pháp quan trọng nhất chính là tăng cường công bố thông tin và quản trị DN.

Đa dạng hóa nhà đầu tư trên thị trường

Phát triển hệ thống nhà đầu tư, đặc biệt nhà đầu tư tổ chức là một nhiệm vụ quan trọng trên TTCK. Trên thế giới, các nhà đầu tư tham gia vào thị trường

vốn rất đa dạng, từ ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ đến các cơ quan nhà nước, tổ chức tài chính... Để mở rộng cơ sở nhà đầu tư, trước hết là cần củng cố các nhà đầu tư hiện có, tăng cường tính chuyên nghiệp và sau đó sẽ khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư mới chưa có mặt trên thị trường. Cụ thể:

(i) Khuyến khích thành lập và tham gia vào thị trường của các nhà đầu tư khác như Bảo hiểm tiền gửi, quỹ hưu trí, quỹ đầu tư, các cơ quan nhà nước (SCIC, DATC) thông qua các biện pháp như quy định tỷ lệ phân bổ đầu tư buộc phải đầu tư một phần tài sản vào chứng khoán, ưu đãi thuế, giảm yêu cầu khi thành lập mới. Kinh nghiệm từ việc phát triển hệ thống nhà đầu tư tổ chức tại khu vực ASEAN cho thấy, hệ thống thuế ưu đãi là một yếu tố quan trọng thúc đẩy các quỹ đầu tư tham gia vào TTCK. Tại Singapore, thuế thu nhập DN của công ty quản lý quỹ chỉ là 10%, so với 16,5% của Hồng Kong hay 25% của Trung Quốc; các quỹ đầu tư dài hạn tại Thái Lan có thể hưởng ưu đãi thuế trong suốt 10 năm đầu thành lập quỹ với mức khấu trừ 15% thuế thu nhập;

(ii) Đa dạng hóa sản phẩm, đặc biệt là sản phẩm mang tính phòng vệ (hedging) như chứng khoán phái sinh, thoái vốn từ các tập đoàn, tổng công ty nhà nước, đáp ứng nhu cầu của các nhà đầu tư tổ chức;

(iii) Tăng cường thu hút nhà đầu tư nước ngoài bằng cách tập trung phát triển thị trường về chiều sâu, giảm rủi ro cho các nhà đầu tư nước ngoài khi tiến hành đầu tư vào Việt Nam; nới lỏng tỷ lệ nắm giữ của khối ngoại tại các DN thuộc ngành nghề Nhà nước không cần chi phối, hoặc tăng tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà đầu tư nước ngoài lên thông qua cổ phiếu không có quyền biểu quyết.

Tài liệu tham khảo:

1. IMF (2011), "ASEAN-5 bond market development: Where does it stand? Where is it going?", June 2011;
2. IMF (2011), "Developing ASEAN5 bond markets: What still need to be done?";
3. IOSCO (2009), "Development of institutional investors in emerging markets";
4. Nguyễn Sơn (2013), "Hoàn thiện khung pháp lý, thể chế nhằm thu hút các nhà đầu tư tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam";
5. Vũ Nữ Thương (2013), "Thị trường trái phiếu Việt Nam: Một số vấn đề và giải pháp phát triển", Tạp chí Chứng khoán số 179.



**Tiền thuế là của dân,
do dân đóng góp
để phục vụ lợi ích của nhân dân**