



DIỄN ĐÀN PHÁT TRIỂN VIỆT NAM

CHỦ BIÊN: TS. NGUYỄN THỊ MINH HUỆ

TS. TRẦN THỊ THANH TÚ

NHỮNG VẤN ĐỀ TÀI CHÍNH SAU KHỦNG HOẢNG Ở VIỆT NAM



Nhà xuất bản Văn Hóa Thông Tin

**NHỮNG VẤN ĐỀ TÀI CHÍNH
SAU KHỦNG HOẢNG
Ở VIỆT NAM**

“Ấn phẩm này được xuất bản với sự hỗ trợ từ Chương trình Trung tâm tài năng thế kỷ 21 của Bộ Giáo dục, Văn hóa, Thể thao, Khoa học và Công nghệ Nhật Bản (MEXT).

Diễn đàn Phát triển Việt Nam, 2009.

Xuất bản tại Việt Nam. Bản quyền trực thuộc về Diễn đàn Phát triển Việt Nam. Nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Diễn đàn Phát triển Việt Nam, cấm in, tái bản và dịch sang các ngôn ngữ khác một phần hoặc toàn bộ ấn phẩm này dưới bất kỳ một hình thức nào, bao gồm cả photocopy và đăng tải trên các trang điện tử”.

NHỮNG VẤN ĐỀ TÀI CHÍNH SAU KHỦNG HOẢNG Ở VIỆT NAM

Danh mục từ viết tắt.....	5
Lời giới thiệu.....	6
Giới thiệu các tác giả.....	9
Lời cảm ơn.....	11
Chương I. Tái lập cân đối vĩ mô sau khủng hoảng – kinh nghiệm và bài học cho Việt nam.....	13
1. Những vấn đề lý luận về cân đối vĩ mô và tái lập mất cân đối vĩ mô.....	13
1.1. Mất cân đối vĩ mô - nội và ngoại.....	14
1.2. Mối quan hệ giữa cân đối ngoại và sự chênh lệch nguồn lực nội địa.....	14
1.3. Sự cân đối giữa đầu tư và tiết kiệm và tài khoản vãng lai.....	16
1.4. Các biện pháp ổn định hóa chính.....	17
1.5. Ảnh hưởng của chính sách ổn định tới luồng vốn.....	18
2. Các bài học cho chính sách kinh tế vĩ mô từ các cuộc khủng hoảng.....	21
2.1 Quản lý vốn.....	21
2.2. Chính sách tỷ giá.....	21
2.3 Chính sách tiền tệ.....	21
2.4. Chính sách tài khóa.....	22
2.5 Cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 và các chính sách kinh tế vĩ mô chống lại khủng hoảng.....	23
3. Đánh giá các cân đối vĩ mô của Việt Nam.....	26
3.1. Tăng trưởng kinh tế và tiết kiệm.....	27
3.2. Đầu tư.....	29
3.3. Xuất nhập khẩu.....	80

3.4. Ổn định kinh tế vĩ mô.....	32
3.5. Chính sách tài khóa và tiền tệ.....	35
3.6. Chính sách kích cầu trong năm 2009.....	38
4. Các bài học kinh nghiệm và một số khuyến nghị chính sách.....	42
4.1. Hệ lụy có thể có của chính sách kích thích kinh tế 2009.....	43
4.2. Các lựa chọn chính sách và hệ lụy của chúng đến các cân đối vĩ mô.....	44
4.3. Một số gợi ý chính sách trong thời gian tới.....	46
Kết luận.....	48
Tài liệu tham khảo.....	50
Chương II. Giám sát giao dịch chứng khoán ở Việt Nam.....	53
1. Giám sát giao dịch chứng khoán.....	54
2. Mô hình giám sát thị trường chứng khoán.....	55
3. Kiểm định tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam.....	58
4. Ba điểm yếu trong giám sát giao dịch chứng khoán ở Việt Nam.....	66
5. Những “lỗ hổng” từ phía các cơ quan giám sát.....	69
6. Tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán ở Việt Nam.....	73
6.1. Hoàn thiện mô hình giám sát giao dịch chứng khoán.....	73
6.2. Hoàn thiện phương thức giám sát giao dịch chứng khoán.....	76
6.3. Nâng cao năng lực nhân sự thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán.....	78
6.4. Xây dựng cơ sở dữ liệu và phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán.....	79
6.5. Điều kiện thực hiện giải pháp.....	80
Chương III. Thị trường phát hành trái phiếu chính phủ Việt Nam...89	
1. Một số vấn đề cơ bản về thị trường phát hành trái phiếu chính phủ.....	89
1.1. Mối quan hệ giữa thị trường phát hành trái phiếu chính phủ với sự phát triển kinh tế - xã hội.....	89
1.2. Đặc điểm của thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ.....	92

1.3. Các thành viên của thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ...	93
2. Thực trạng thị trường phát hành trái phiếu chính phủ Việt Nam từ năm 2000 đến nay.....	96
2.1. Khái quát thị trường trái phiếu ở Việt Nam.....	96
2.2. Thực trạng thị trường phát hành trái phiếu Chính Phủ.....	97
2.3. Những kết quả và hạn chế của thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ thời gian qua.....	106
3. Một số giải pháp phát triển thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam trong giai đoạn tới.....	110
3.1. Kết hợp hài hòa các mục đích của chính sách kinh tế vĩ mô nhằm ổn định nền kinh tế Việt Nam.....	110
3.2. Giảm bớt mức độ phụ thuộc vào vốn nước ngoài bằng cách tạo ra tỷ lệ tiết kiệm nội địa cao hơn.....	111
3.3. Hoàn thiện khung pháp lý.....	111
3.4. Nâng cao chất lượng công tác kế hoạch hoá trong công tác huy động vốn thông qua hình thức phát hành trái phiếu.....	112
3.5. Hoàn thiện mô hình tổ chức thị trường.....	114
3.6. Phát triển hệ thống các nhà tạo lập thị trường trái phiếu.....	116
3.7. Tạo tính thanh khoản cho trái phiếu.....	118
3.8. Tăng cường đầu tư cơ sở vật chất kỹ thuật.....	118
3.9. Hoàn thiện hệ thống thanh toán và lưu ký.....	119
3.10. Tiếp tục xem xét phát hành trái phiếu quốc tế.....	120
3.12. Xác định rõ và nâng cao vai trò của các cơ quan tham gia quản lý thị trường trái phiếu.....	121
Tài liệu tham khảo.....	123

Chương IV. Tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời – phân tích kiểm chứng với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam125

1. Nghiên cứu mô hình phân tích cơ cấu vốn trên thế giới.....	125
2. Xây dựng mô hình phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt nam.....	133
2.1. Xử lý số liệu.....	133
2.2. Xây dựng mô hình.....	135

2.3. Kết quả chạy mô hình.....	136
3. Khuyến nghị và kết luận.....	139
3.1. Khuyến nghị.....	139
3.2. Kết luận.....	140
Phụ lục.....	142
Danh mục tài liệu tham khảo.....	148
Chương V. Giám sát ngân hàng – thực trạng ở Việt Nam và kinh nghiệm Quốc Tế.....	151
1. Các nguyên tắc giám sát ngân hàng hiệu quả của Ủy ban Basel trị.....	151
2. Các quy định pháp lý về hoạt động giám sát.....	156
3. Hoàn thiện hoạt động giám sát ngân hàng thương mại.....	161
4. Hoạt động giám sát ngân hàng thương mại của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.....	164
5. Hoạt động giám sát ngân hàng của một số nước trên thế giới	182
6. Bài học kinh nghiệm đối với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.....	186
7. Kết luận.....	190
Tài liệu tham khảo.....	191
Chương VI. Hệ thống ngân hàng Việt Nam sau khủng hoảng tài chính Quốc Tế - những thách thức.....	195
1. Khủng hoảng tài chính và những bài học.....	196
2. Hệ thống tài chính Châu Á sau cuộc khủng hoảng năm 2008.....	197
3. Hệ thống ngân hàng Việt Nam.....	200
4. Kết luận và khuyến nghị.....	210
Tài liệu tham khảo.....	212

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

BIS	:	Ngân hàng thanh toán quốc tế
BOP	:	Cán cân thanh toán quốc tế
CAR	:	Tỷ lệ đảm bảo an toàn vốn
CP	:	Cổ phần
CSTK	:	Chính sách tài khoá
CSTT	:	Chính sách tiền tệ
CTCK	:	Công ty chứng khoán
CTNY	:	Công ty niêm yết
DN	:	Doanh nghiệp
DNNN	:	Doanh nghiệp Nhà nước
EPS	:	Lợi nhuận trên một đơn vị giá cổ phiếu
FED	:	Quỹ dự trữ liên bang Mỹ
GDP	:	Tổng sản phẩm quốc dân
HHKDCK	:	Hiệp hội kinh doanh chứng khoán
HNX	:	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
HOSE	:	Sở giao dịch thành phố Hồ Chí Minh
HTLS	:	Hỗ trợ lãi suất
NDTS	:	Khoản tiết kiệm thuế không phải nợ
NHNN	:	Ngân hàng Nhà nước
NHTM	:	Ngân hàng thương mại
NHTW	:	Ngân hàng trung ương
NSNN	:	Ngân sách nhà nước
NSTW	:	Ngân sách trung ương
PHTP	:	Phát hành trái phiếu
ROE	:	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu
SGDCK	:	Sở Giao dịch chứng khoán
TCTD	:	Tổ chức tín dụng
TPCP	:	Trái phiếu Chính phủ
TSCĐ	:	Tài sản cố định
TTCK	:	Thị trường chứng khoán
TTLKCK	:	Trung tâm lưu ký chứng khoán
UBCK	:	Ủy ban chứng khoán

LỜI GIỚI THIỆU

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 -2009 được châm ngòi ở Mỹ và nhanh chóng lan rộng sang hầu hết các quốc gia trên thế giới. Mức độ tác động của nó có thể là khác nhau ở các quốc gia khác nhau phụ thuộc vào “mức độ mở” của nền kinh tế. Việt nam cũng không nằm ngoài trong số đó. Trong suốt gần 10 năm, Việt nam luôn giữ tốc độ tăng trưởng GDP bình quân hàng năm khoảng 8%-10%, tuy nhiên đến năm 2008, tốc độ tăng GDP giảm mạnh chỉ còn 5.2%. Tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu có thể được nhìn nhận rõ nét nhất ở các mất cân đối vĩ mô: tiết kiệm và đầu tư, xuất nhập khẩu, thâm hụt ngân sách. Hàng loạt các vấn đề bất ổn về tài chính đã nảy sinh trong và sau khủng hoảng: sự an toàn hoạt động của hệ thống ngân hàng, tính minh bạch và hiệu quả của thị trường chứng khoán, sự phát triển bền vững của thị trường trái phiếu v.v.

Các vấn đề trên đã được các nhà nghiên cứu, giảng viên, chuyên gia thực tiễn phát hiện, phân tích, đánh giá dưới các góc độ khác nhau trong cuốn sách này. Trên cơ sở đó, đưa ra các đề xuất, gợi ý chính sách nhằm lành mạnh hoá thị trường tài chính và giúp nền kinh tế Việt nam nhanh chóng vượt qua khủng hoảng. Các bài viết đã thể hiện tâm huyết, tri thức và kinh nghiệm thực tiễn khá phong phú của các tác giả. Các vấn đề tài chính nổi cộm trong năm 2009 đã được “mổ xẻ” dưới dạng các phân tích chính sách, bình luận, đánh giá thực trạng hay các phân tích định lượng, mô hình kiểm định các lý thuyết kinh tế, được trình bày một cách súc tích trong 6 chương của cuốn sách.

Chương 1, ThS. Trịnh Quang Long, Ths. Trần Bình Minh và các tác giả khác đã phân tích các vấn đề mất cân đối vĩ mô, từ cách tiếp cận về lý thuyết đến các “lỗ hổng” vĩ mô trong nền kinh tế Việt nam. Trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm của một số nước vượt qua khủng hoảng, các tác giả đã đưa ra các lựa chọn chính sách cho Việt nam để có thể nhanh chóng vượt qua giai đoạn khủng hoảng, tiến tới phát triển ổn định trong thời gian tới.

Trong Chương 2, các vấn đề về giám sát giao dịch chứng khoán đã được TS Lê Trung Thành nghiên cứu một cách khá toàn diện. Trên cơ sở sử dụng mô

hình J.Fama, TS Thành đã kết luận thị trường chứng khoán (TTCK) Việt nam chưa đạt mức độ hiệu quả dạng yếu, trong 3 dạng thị trường hiệu quả. Từ đó, những điểm yếu trong hoạt động giám sát giao dịch đã được phân tích và đánh giá một cách khách quan. TS Thành cũng đã đề xuất một số giải pháp và kiến nghị nhằm tăng cường giám sát giao dịch cho thị trường chứng khoán, góp phần phát triển thị trường bền vững.

Th.S Trịnh Mai Vân, trong chương 3, đã nghiên cứu về thị trường phát hành Trái Phiếu Chính Phủ, một kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế, đặc biệt sau khủng hoảng. Bài học từ cuộc khủng hoảng nợ của các nước trong giai đoạn vừa qua đã là kinh nghiệm quý giá cho Chính phủ Việt nam trong việc huy động và sử dụng vốn từ phát hành Trái phiếu Chính phủ. Th.S Vân cũng đề xuất các giải pháp mạnh nhằm phát triển thị trường này như: phát triển các nhà tạo lập thị trường, hình thành đường cong lãi suất chuẩn, xây dựng các tổ chức định mức tín nhiệm v.v.

Một trong những thành viên quan trọng trên thị trường chứng khoán là các công ty niêm yết (CTNY). Khả năng sinh lời của các CTNY là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường. Trong Chương 4, TS. Trần Thị Thanh Tú đã xây dựng mô hình kinh tế lượng phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các CTNY, từ đó, đề xuất các giải pháp nhằm cải thiện cơ cấu vốn và khả năng sinh lời của các công ty này, góp phần nâng cao tính minh bạch và hiệu quả của TTCK.

Bài học từ cuộc khủng hoảng của Mỹ cho thấy hoạt động giám sát ngân hàng thương mại có vai trò quan trọng trong sự phát triển lành mạnh của hệ thống tài chính. Trong Chương 6, TS. Nguyễn Thị Minh Huệ nghiên cứu hoạt động giám sát ngân hàng thương mại (NHTM) ở Việt nam. Trên cơ sở nghiên cứu bài học kinh nghiệm của các nước trên thế giới và thông lệ quốc tế trong giám sát hoạt động ngân hàng, TS. Huệ đã đưa ra các giải pháp nhằm tăng cường hoạt động giám sát NHTM của Ngân hàng Nhà nước Việt nam.

Cũng đề cập đến sự phát triển lành mạnh của hệ thống ngân hàng, Th.S Phạm Bảo Khánh đã sử dụng một cách tiếp cận khác trong chương 6. Th.S Khánh đã phân tích mức độ an toàn của hệ thống NHTM Việt nam trên cơ sở các thông

lệ quốc tế về các chỉ tiêu đánh giá an toàn và hiệu quả hoạt động ngân hàng. Tác giả cũng đưa ra các khuyến nghị chính sách nhằm tăng cường hiệu quả và phát triển lành mạnh của hệ thống NHTM.

Cuốn sách là tập hợp các công trình nghiên cứu của các tác giả, đề cập đến nhiều lĩnh vực phức tạp và mang tính thời sự. Song, lần xuất bản đầu tiên không thể tránh khỏi thiếu sót. Chúng tôi rất mong muốn nhận được đóng góp ý kiến của Quý độc giả để hoàn thiện trong lần tái bản sau.

Xin trân trọng giới thiệu cùng Quý độc giả!

Chủ biên

TS. Trần Thị Thanh Tú và TS. Nguyễn Thị Minh Huệ

GIỚI THIỆU VỀ CÁC TÁC GIẢ

Trịnh Quang Long

Anh Trịnh Quang Long là chuyên gia nghiên cứu của Ban Hội Nhập và các vấn đề phát triển, Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế trung ương. Anh đã tốt nghiệp thạc sỹ và có hơn 10 năm kinh nghiệm nghiên cứu về các vấn đề phát triển, kinh tế vĩ mô và hoạch định chính sách.

Trần Bình Minh, MA

Chị Minh tốt nghiệp thạc sỹ Kinh tế phát triển, chương trình cao học Hà Lan năm 2006, hiện đang là chuyên gia nghiên cứu của Ban Hội Nhập và các vấn đề phát triển, Viện nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương. Chị đã có gần 10 năm kinh nghiệm nghiên cứu, tư vấn trong các lĩnh vực kinh tế vĩ mô, các dự án tài chính phát triển. Chị đặc biệt quan tâm đến các vấn đề nghiên cứu về tài chính quốc tế, khủng hoảng và hệ thống tài chính ngân hàng.

Lê Trung Thành, PHD

Anh Thành là Tiến sỹ chuyên ngành Kinh tế - Tài chính - Ngân hàng, với 10 năm kinh nghiệm giảng dạy trong lĩnh vực chứng khoán tại Khoa Ngân hàng – Tài chính, ĐH Kinh tế quốc dân, và hiện là Trưởng Khoa Tài chính- Ngân hàng, Học viện Nghiên cứu chính sách và phát triển. Anh Thành đã có nhiều công trình nghiên cứu liên quan đến thị trường chứng khoán, giám sát giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Trịnh Mai Vân, MSc

Anh Vân tốt nghiệp thạc sỹ và hiện đang là Nghiên cứu sinh chuyên ngành Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế quốc dân Hà nội, đang công tác tại Phòng quản lý khoa học, ĐH KTQD. Lĩnh vực nghiên cứu chính của anh là thị trường trái phiếu, trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu chính phủ. Anh cũng có một số công trình nghiên cứu đã được công bố trên các tạp chí chuyên ngành về lĩnh vực này.

Trần Thị Thanh Tú, PHD

Chị Tú là giảng viên Khoa Ngân hàng – Tài chính, ĐH KTQD. Chị đã hoàn thành chương trình đào tạo Tiến sỹ chuyên ngành Kinh tế - Tài chính - Ngân hàng năm 2006. Với hơn 10 năm kinh nghiệm trong nghiên cứu, giảng dạy và tư vấn, chị đã có nhiều công trình nghiên cứu liên quan đến cơ cấu vốn, tái cấu trúc doanh nghiệp và hệ thống ngân hàng tài chính đăng trên các tạp chí chuyên ngành và hội thảo quốc tế.

Nguyễn Thị Minh Huệ, PHD

Chị Huệ tốt nghiệp thạc sỹ chuyên ngành Ngân hàng – Tài chính năm 2006 tại trường NewSouth Wales, Úc và hiện là giảng viên Khoa Ngân hàng – Tài chính, ĐH KTQD. Luận án Tiến sỹ của chị Huệ nghiên cứu về Hoạt động giám sát ngân hàng. Lĩnh vực quan tâm chính của chị trong giảng dạy và nghiên cứu là thị trường tài chính và thị trường chứng khoán, đặc biệt là mô hình và hoạt động giám sát ngân hàng. Chị đã có nhiều công trình nghiên cứu đăng tải trên các tạp chí chuyên ngành và hội thảo quốc tế.

Phạm Bảo Khánh, MBA tài chính

Chị Khánh tốt nghiệp Thạc sỹ chuyên ngành Ngân hàng Tài chính tại Trường đại học Nottingham, Vương quốc Anh, hiện là Trưởng phòng giám sát từ xa các ngân hàng thương mại của Bảo hiểm tiền gửi Việt nam. Chị đã tham gia triển khai dự án hiện đại hóa ngân hàng do Ngân hàng Thế giới tài trợ và một số đề tài nghiên cứu ứng dụng tại Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam và đề tài nghiên cứu cấp ngành. Chị có một số bài viết đăng trên tạp chí, báo chuyên ngành. Lĩnh vực quan tâm chính là nghiên cứu về an toàn hệ thống tài chính, giám sát ngân hàng và quản trị ngân hàng.

LỜI CẢM ƠN

Để có được cuốn sách mà các bạn đang cầm trên tay, không thể không kể đến sự đóng góp to lớn của các nghiên cứu viên, tác giả của các bài nghiên cứu thuộc Diễn đàn Phát triển Việt Nam, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Bảo hiểm Tiền gửi Việt nam, Viện quản lý Kinh tế Trung Ương và Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Các bài nghiên cứu này đã được các tác giả trình bày tại các hội thảo khoa học trong nước và quốc tế. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn sự nỗ lực nghiên cứu rất tâm huyết của các tác giả, cảm ơn các tổ chức và cá nhân đã hỗ trợ nhiệt tình đối với các tác giả trong quá trình nghiên cứu và báo cáo. Sự hỗ trợ của các quý vị đã góp phần không nhỏ vào sự ra đời của cuốn sách này.

Nhân dịp xuất bản cuốn sách này, chúng tôi cũng xin chân thành cảm ơn Giáo sư Kenichi Ohno của Viện nghiên cứu Chính sách quốc gia (GRIPS), Tokyo và Giám đốc nghiên cứu phía Nhật Bản tại Việt Nam và PGS.TS Phạm Hồng Chương, Giám đốc điều hành Diễn đàn Phát triển Việt Nam, các đồng nghiệp trong Diễn đàn Phát triển Việt nam đã động viên, đóng góp những ý kiến quý báu trong quá trình nghiên cứu của chúng tôi. Từ đó, giúp chúng tôi có thể hoàn thiện bài nghiên cứu và tiến tới xuất bản cuốn sách này. Chúng tôi cũng đặc biệt cảm ơn bà Vũ Thu Hằng, trợ lý nghiên cứu của Diễn đàn, trong việc giúp chúng tôi đọc bản in lần cuối của cuốn sách.

Cuốn sách cũng không thể được xuất bản và phát hành rộng rãi nếu không có sự hỗ trợ của Viện nghiên cứu chính sách quốc gia (GRIPS). Chúng tôi xin chân thành cảm ơn ban lãnh đạo viện, các nghiên cứu viên và trợ lý của Diễn đàn phát triển GRIPS (GDF) và Diễn đàn phát triển Việt Nam tại Tokyo, đặc biệt là bà Azko Hayashida trong suốt quá trình chúng tôi chuẩn bị bản thảo cuốn sách cũng như các công việc hành chính liên quan.

Chủ biên

Trần Thị Thanh Tú và Nguyễn Thị Minh Huệ

CHƯƠNG I

TÁI LẬP CÂN ĐỐI VĨ MÔ

SAU KHỦNG HOẢNG –

KINH NGHIỆM VÀ BÀI HỌC

CHO VIỆT NAM

ThS. Trịnh Quang Long và đồng nghiệp

Viện nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương

1. Những vấn đề lý luận về cân đối vĩ mô và tái lập mất cân đối vĩ mô

Điều chỉnh kinh tế vĩ mô liên quan đến việc sửa chữa các bất cân đối trong nền kinh tế, thường được định nghĩa là sự khác biệt giữa cung và cầu hoặc những biến động lớn trong một hay vài ngành có ảnh hưởng tới toàn bộ nền kinh tế. Những điều chỉnh này bao gồm việc sử dụng các chính sách để cải thiện các kết quả của các chỉ số vĩ mô như tỷ lệ lạm phát, hay cân đối tài khoản vãng lai ngoại. Trong nhiều trường hợp, các điều chỉnh yêu cầu sự thay đổi các chính sách hiện tại như giảm thâm hụt ngân sách, tăng trưởng tiền tệ, phá giá đồng nguyên tệ, hay chuyển chính sách tỷ giá từ cố định sang linh hoạt

Mất cân đối vĩ mô được chia làm hai loại, mất cân đối trong nội tại nền kinh tế và mất cân đối trong quan hệ với các quốc gia khác. Mất cân đối bên trong thường phản ánh sự thiếu hụt nguồn lực ở trong nước hay là mất cân đối giữa tiết kiệm và đầu tư. Mất cân đối trong nước thường xảy ra khi nền kinh tế hoạt động hoặc là ở dưới hoặc là ở trên mức sản lượng tiềm năng, mức sản lượng ở đó toàn bộ nguồn lực được sử dụng mà không tạo ra những áp lực về lạm phát. Mất cân

đối nội có thể xảy ra khi mà tổng cầu vượt qua mức sản lượng tiềm năng, và lúc đó lạm phát có thể xảy ra. Mất cân đối ngoại như thế nào?

1.1. Mất cân đối vĩ mô - nội và ngoại

Với nhiều quốc gia đang phát triển, việc tài trợ cho các khoản thâm hụt tài khóa lớn bằng các biện pháp tiền tệ là một nguồn gốc quan trọng của mất cân đối nội, tạo ra lạm phát và đôi lúc sẽ làm tăng trưởng chậm lại. Tuy nhiên, mất cân đối nội cũng xảy ra khi tổng cầu quá thấp so với mức sản lượng tiềm năng. Trong trường hợp này, nền kinh tế có thất nghiệp cao, tăng trưởng chậm, thậm chí có thể là rơi vào suy thoái.

Bên cạnh mất cân đối trong nội tại nền kinh tế, một quốc gia có thể bị mất cân đối với các quốc gia khác. Phần lớn các nghiên cứu tập trung vào mất cân đối tài khoản vãng lai tức là tổng cán cân hàng hóa, dịch vụ và chuyển giao ròng không bằng không. Thâm hụt tài khoản vãng lai có nghĩa, tổng cán cân hàng hóa, dịch vụ và chuyển giao ròng là âm trong khi thặng dư tài khoản vãng lai dương và khi đó một quốc gia có thể làm tăng dự trữ ngoại tệ của mình. Mất cân đối với bên ngoài có thể là kết quả của việc trả nợ nước ngoài lớn.

Cả cân đối nội và cân đối với bên ngoài phụ thuộc vào hai biến quan trọng là cầu nội địa thực và tỷ giá thực, hai biến phản ánh các điều kiện kinh tế và các chính sách vĩ mô. Ví dụ thâm hụt tài khoản vãng lai xảy ra nếu tỷ giá thực được xác định ở mức quá cao và/hoặc cầu trong nước là quá lớn. Ngược lại, nếu tỷ giá bị đánh giá quá thấp và/hoặc cầu trong nước thực quá cao sẽ tạo ra những áp lực lạm phát và có thể làm sản lượng sụt giảm.

Cân đối nội và cân đối ngoại có thể đạt được (không đồng thời) bằng cách sử dụng các chính sách tác động đến tỷ giá thực và cầu nội địa. Tuy nhiên vì các quốc gia đều muốn đạt được các cân đối này một cách đồng thời nên việc sử dụng các chính sách tỷ giá và chính sách tác động đến cầu cần khác hơn so với các chính sách để đạt được cân bằng nội hoặc cân bằng ngoại.

1.2. Mối quan hệ giữa cân đối ngoại và sự chênh lệch nguồn lực nội địa

Kinh nghiệm của nhiều quốc gia đang phát triển bao gồm các quốc gia Châu Á đã chỉ ra một điểm thường bị bỏ qua trong việc phân tích tính mất cân đối kinh tế: mất cân đối ngoại thường phản ánh sự chênh lệch nguồn lực nội tại trong nền kinh tế - một sự mất cân đối giữa tiêu dùng nội địa và nguồn lực (như tiết kiệm

quốc gia, và đầu tư), những điều có thể được giải quyết bằng sự thay đổi trong các chính sách quốc nội. Điều này có thể được tiến hành bằng cách xem xét các mối quan hệ giữa tài sản quốc gia và tổng nguồn lực có sẵn với đầu tư và tiêu dùng của quốc gia đó.

$$GDP = C + I + (X - M)$$

Trong đó C là tiêu dùng, I là đầu tư, X là xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ và M là nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ. Nếu cộng thêm thu nhập từ nước ngoài Yf, ta sẽ có tổng thu nhập nội địa.

$$GDI = C + I + (X - M) + Yf$$

Nếu cộng thêm tổng chuyển giao ròng (từ thu nhập của người lao động làm việc ở nước ngoài hoặc quà biếu của cá nhân) và chuyển giao của nhà nước (như viện trợ chính thức) ta sẽ có tổng thu nhập khả dụng của quốc gia:

$$GNDI = C + I + (X - M) + Yf + Trf \quad (1)$$

Từ công thức trên, nếu trừ đầu tư và tiêu dùng, tức là tổng chi tiêu của nền kinh tế (A) ta có

$$GNDI - A = (X - M) + Yf + Trf = CAB \quad (2)$$

Như vậy, phần bên phải của công thức (2) là phần tài khoản vãng lai của cán cân thanh toán (CAB): tức là cán cân hàng hóa và dịch vụ cộng với chuyển giao ròng. Do vậy, một sự mất cân đối giữa tổng thu nhập khả dụng (tức là tổng nguồn lực của một quốc gia có thể dùng cho chi tiêu) và phần tổng chi tiêu của nền kinh tế phản ánh sự cân bằng của tài khoản vãng lai trong cán cân thanh toán.

Khi A vượt quá GNDI, thâm hụt tài khoản vãng lai sẽ xuất hiện. Do vậy để giải quyết tình hình này bằng các chính sách như chính sách tài khóa và chính sách tỷ giá để làm cho cân bằng giữa nguồn lực và chi tiêu, và thậm chí có thể sử dụng các biện pháp này để giải quyết các mất cân đối ngoại gây ra bởi các cú sốc từ bên ngoài.

Hơn nữa, vì tổng chi tiêu của quốc gia bao gồm cả tiêu dùng và đầu tư, nên khi cả tiêu dùng và đầu tư đều tăng cao thì sẽ dẫn đến tình trạng mất cân đối. Do vậy, mất cân đối tài khoản vãng lai quá lớn không chỉ xảy ra khi tiêu dùng tăng cao mà còn xảy ra khi chi cho đầu tư quá nhiều như ở các nước châu Á trong những năm 1990-1996.

Phương trình trên có thể được sử dụng để cho thấy mối quan hệ giữa tiết kiệm và đầu tư và tài khoản vãng lai. Từ phương trình (1), trừ C ở cả hai vế, ta có tiết kiệm (S) ở vế trái.

$$GNDI - C = I + (X - M) + Yf + Trf$$

$$S = I + (X - M) + Yf + Trf$$

Trừ tiếp đầu tư từ hai vế, ta có phương trình:

$$S - I = (X - M) + Yf + Trf \quad (3)$$

Về phải của phương trình (3) chính là cán cân tài khoản vãng lai. Như vậy, hiệu của tiết kiệm và đầu tư phải bằng với cán cân tài khoản vãng lai:

$$S - I = (X - M) + Yf + Trf = CAB \quad (3')$$

Nói một cách khác, thâm hụt cán cân vãng lai ngoại nổi lên khi một đầu tư của một quốc gia vượt quá tiết kiệm và đòi hỏi quốc gia đó phải thu hút nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các khoản thiếu hụt đó. Điều này đã xảy ra ở Thái Lan và một vài nước châu Á khác khi mà chi cho đầu tư vượt quá mức tiết kiệm trong nước.

1.3. Xây dựng chính sách điều chỉnh mất cân đối vĩ mô

Mục tiêu chính của chính sách kinh tế vĩ mô là ổn định giá cả, tăng trưởng và việc làm. Việc đạt được các mục tiêu này lại phụ thuộc vào mức giới hạn ngân sách, phản ánh tổng chi và tổng thu của ngân sách; sự khác biệt giữa các biến này phải cân bằng với tài khoản vãng lai trong cán cân thanh toán. Mức giới hạn này được xác định trên cơ sở mức nhất định của thâm hụt tài khoản vãng lai, trong đó nguồn tài trợ phải đạt được tính khả thi và tính bền vững.

Xác định nguồn gốc của mất cân đối vĩ mô

Tuy vậy, để có được các chính sách điều chỉnh vĩ mô đúng đắn, cần phải xem xét:

- ☐ Bản chất của sự mất cân đối.
- ☐ Nguồn gốc của sự mất cân đối.
- ☐ Sự nghiêm trọng của mất cân đối.

Điều chỉnh kinh tế vĩ mô có 3 bước. Bước thứ nhất liên quan đến điều chỉnh tổng cầu cân bằng với cung của nguồn lực. Điều này là cần thiết cho điều chỉnh vĩ mô trong ngắn hạn vì điều chỉnh tổng cầu để cân bằng với nguồn lực sẵn có thường dễ dàng hơn là tăng nguồn lực trong ngắn hạn. Bước thứ hai là đảm bảo mức giá tương đối trong nền kinh tế phản ánh các tín hiệu thị trường hợp lý cho các tác nhân tham gia vào thị trường qua việc thay đổi tỷ giá, lãi suất và giá cả của các loại hàng hóa bị kiểm soát. Bước này là quan trọng với các quốc gia có khu vực doanh nghiệp nhà nước lớn hoặc các quốc gia mà nhà nước có can thiệp mạnh tới hoạt động của nền kinh tế và nhà nước là một phần của quá trình cải cách và điều chỉnh. Bước thứ ba liên quan đến điều chỉnh tổng cung thông qua các biện pháp cải cách cơ cấu. Nhân tố này đặc biệt quan trọng để nền kinh tế có thể tăng trưởng, trong và sau khi thực hiện xong chương trình điều chỉnh vĩ mô.

1.4. Các biện pháp ổn định hóa chính

Có hai nhóm chính sách về ổn định hóa: giảm (hoặc tăng) chi tiêu và chuyển chi tiêu.

1.4.1. Chính sách tài khóa

Chính sách tài khóa bao gồm việc sử dụng thuế và chi tiêu của chính phủ để đạt được một kết quả nhất định trong việc cân bằng tài khóa. Việc làm cân bằng tài khóa sẽ dẫn đến tài khoản vãng lai được cải thiện (với giả thiết rằng cán cân trong khu vực tư nhân là không thay đổi) trong khi ngược lại khi cán cân tài khóa yếu đi tức là thâm hụt tài khóa tăng lên hoặc thặng dư tài khóa giảm đi – sẽ có ảnh hưởng tiêu cực đến cán cân tài khoản vãng lai.

Để tạo ra sự cân bằng bên trong, chính sách tài khóa có thể điều chỉnh tổng cầu bằng các biện pháp ảnh hưởng tới thuế và chi tiêu chính phủ. Chính sách tài khóa thắt chặt có thể làm giảm tổng cầu bằng cách giảm thu nhập khả dụng của người dân thông qua việc tăng thuế hoặc giảm các khoản chuyển giao.

Việc làm cân bằng tài khóa liên quan đến cả hai việc tăng thu và giảm chi. Mặc dù có nhiều biện pháp nhằm đạt được việc tăng thu và giảm chi, nhưng có một số biện pháp là kích thích tăng trưởng kinh tế nhiều hơn các chính sách khác (ví dụ tăng tiêu dùng hơn là tăng thuế hoặc cắt giảm chi phí quốc phòng không cần thiết trong khi vẫn giữ chi cho giáo dục và y tế).

1.4.2. Chính sách tiền tệ

Chính sách tiền tệ sử dụng nhiều công cụ khác nhau để tác động đến tăng cung tiền và lãi suất trong nền kinh tế. Vì lạm phát là một hiện tượng tiền tệ, nên việc giảm tăng cung tiền phải là một phần của chính sách chống lạm phát. Việc làm chậm tăng trưởng của tài sản nội địa ròng – tức là tổng cung tiền tệ nội địa – có thể có tác dụng cải thiện cán cân tài khoản vãng lai bằng cách cho phép gia tăng tài sản ngoại ròng. Lãi suất cao hơn, thường đi kèm với việc giảm mức tăng cung tiền, cũng làm giảm lạm phát và hạn chế thâm hụt tài khoản vãng lai do tổng cung giảm. Cầu giảm sẽ làm giảm đầu tư và nhập khẩu, và làm cải thiện cán cân tài khoản vãng lai. Lãi suất cao cũng làm gia tăng lượng vốn chảy vào và lợi tức của tài sản tài chính nội địa cũng tăng một cách tương đối so với các quốc gia khác. Do vậy lãi suất cao hơn có thể cải thiện được tài khoản vãng lai và tài khoản vốn của cán cân thanh toán.

Khi đánh giá chính sách tiền tệ, việc xác định tác động của tiền tệ tới thâm hụt tài khóa là rất quan trọng. Một quốc gia với chính sách tài khóa mở rộng, tức là thâm hụt của khu vực công là lớn, thậm chí trong điều kiện đạt được mức sản lượng tiềm năng hoặc toàn dụng lao động, thì cũng cần phải tài trợ ngân sách, hoặc bằng cách tăng lãi suất hoặc tăng cung tiền (phụ thuộc vào cách thâm hụt ngân sách được tài trợ thế nào). Trong điều kiện, các cơ quan quản lý tiền tệ có mục tiêu giảm lạm phát và giảm thâm hụt tài khoản vãng lai cần phải thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt hơn là cần phải giảm tổng cầu và tăng cung tiền.

Để phản ứng lại với mất cân đối vĩ mô, hiệu quả của chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ có thể được đánh giá dựa vào mối quan hệ của các nhân tố thể chế hoặc dựa vào mô hình Mundel-Fleming. Mô hình này cho phép sự di chuyển của vốn và mối liên kết của lãi suất trong cả nền kinh tế và do vậy cho phép đánh giá tính hiệu quả của chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ trong nền kinh tế mở.

1.4.3 Chính sách chuyển chi tiêu: điều chỉnh tỷ giá

Nhóm chính sách ổn định hóa thứ hai là nhóm chuyển mục chi tiêu, tức là nhóm chính sách giúp chuyển cầu giữa các loại hàng hóa sản xuất trong nước và hàng hóa nhập khẩu, hoặc chuyển sản xuất giữa thị trường trong nước và thị trường nước ngoài. Điều chỉnh tỷ giá là chính sách chính trong nhóm chính sách này, ngoài ra còn có chính sách thương mại và một số chính sách khác. Có nhiều loại chế độ tỷ giá khác nhau như đồng tiền chung, chế độ tỷ giá cố định, chế độ tỷ giá linh hoạt.

Chính sách tỷ giá có ba mục tiêu chính: làm tăng mức độ cạnh tranh và tính bền vững của tài khoản vãng lai; đạt sự cân bằng trên thị trường ngoại hối và chuyển mục chi tiêu giữa thị trường trong và ngoài nước. Mục đích thứ nhất và thứ ba là rất quan trọng cho ổn định hóa. Tuy nhiên, đạt được mức cân bằng trên thị trường ngoại hối cũng quan trọng để nhà sản xuất và người tiêu dùng có những tín hiệu đúng đắn về giá tương đối trên thị trường quốc tế và tránh tạo ra các thị trường song song (thị trường chợ đen).

Bằng cách thay đổi tỷ giá thực, chính sách tỉ giá có thể chuyển chi tiêu giữa hàng hóa sản xuất trong nước và hàng hóa nhập khẩu và thiết lập sự cân bằng tài khoản vãng lai.

Việc điều chỉnh tỷ giá danh nghĩa sẽ thay đổi tỷ giá thực, khi giá nội địa không thay đổi đủ để bù đắp những ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá danh nghĩa. Do vậy, một sự phá giá danh nghĩa sẽ dẫn đến giảm tỷ giá thực, mặc dù giảm tỷ giá thực thấp hơn vì tác động của phá giá danh nghĩa tới giá nội địa.

Việc thay đổi tỷ giá được tiến hành khi xuất hiện các tín hiệu thị trường như (i) xuất hiện của các thị trường chợ đen; (ii) thâm hụt cán cân vãng lai lớn và kéo dài và (iii) sự lên giá đáng kể và bền vững của tỷ giá thực hữu hiệu.

1.4.4 Kết hợp các chính sách điều chỉnh vĩ mô

Để các chính sách ổn định hóa có hiệu lực, các biện pháp chính sách cần phải được phối hợp đồng bộ. Chính sách tài khóa nới lỏng sẽ làm giảm tính hiệu quả của chính sách tiền tệ thắt chặt, làm tăng tổng cầu và tổng cung tiền tệ. Ngược lại các chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ làm giảm đi những lợi ích thực của phá giá do kích thích lạm phát, và cần một sự thay đổi mạnh về tỷ giá danh nghĩa để đạt được mức mất giá thực. Do vậy, khi xây dựng một chương trình điều chỉnh kinh tế vĩ mô, việc sử dụng các chính sách hỗ trợ cho nhau là rất quan trọng. Điều này đòi hỏi sự kết hợp của hai nhóm chính sách là nhóm cắt giảm chi tiêu và nhóm chuyển mục chi tiêu, cùng với các chính sách điều chỉnh các mặt hàng chính. Chỉ có như vậy thì các cân đối vĩ mô mới có thể đạt được.

1.5. Ảnh hưởng của chính sách ổn định vĩ mô tới luồng vốn

Trong một thế giới toàn cầu hóa cao và dịch chuyển vốn lớn, các chính sách ổn định hóa cũng có tác động đến luồng vốn ròng. Các cơ quan có chức năng cần phải xem xét những tác động này khi xây dựng một chương trình điều chỉnh.

Như vậy, có thể tóm tắt các biện pháp nhằm tái lập cân đối vĩ mô qua bảng sau.

	Chính sách	Luồng vốn lưu chuyển dễ dàng	Luồng vốn lưu chuyển khó khăn
Tỷ giá cố định	Tài khóa mở rộng - IS dịch sang trái - tăng sản lượng và lãi suất	Vốn vào lớn hơn cần thiết để bù đắp cán cân vãng lai - NHTW mua ngoại tệ - Cầu tiền tăng, dự trữ ngoại hối tăng - LS dịch sang phải - điểm cân bằng mới. Chỉ tiêu chính phủ có tác động lớn đến sản lượng và lãi suất	Vốn vào không đủ để bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai - Thâm hụt BoP - NHTW bán ngoại tệ - giảm cung tiền - LS dịch sang trái - điểm cân bằng mới. Sản lượng có thể tăng nhẹ (thấp hơn trong trường hợp luồng vốn lưu chuyển dễ)
Tỷ giá linh hoạt (tỷ giá tự động điều chỉnh cho tới khi BoP cân bằng)	Tiền tệ mở rộng - LM dịch sang phải, sản lượng tăng, lãi suất giảm - thâm hụt BoP - Bán ngoại tệ - giảm dự trữ - giảm cung tiền - triệt tiêu tác động của tiền tệ mở rộng. Trong trường hợp lưu chuyển vốn không hoàn hảo, NHTW có thể tái lập tính hiệu quả của tiền tệ mở rộng bằng các trung hòa hóa (tức là đỡ bỏ mối liên kết giữa dự trữ ngoại hối và cung tiền nội địa)	Tăng giá đồng nguyên tệ - BP dịch lên trên - XK giảm, IS dịch sang trái (trở lại) - Sản lượng tăng, nhưng thấp hơn mức tăng trong trường hợp tỷ giá cố định và lưu chuyển vốn khó	Vốn vào ít hơn, không đủ để bù đắp thâm hụt tk vãng lai, đồng nội tệ bị phá giá - XK tăng - IS dịch ra ngoài lớn hơn trường hợp lưu chuyển vốn dễ (tài khóa mở rộng tác động lớn hơn so với t/h lưu chuyển vốn dễ dàng)
	Tiền tệ mở rộng - LM dịch sang phải - sản lượng tăng, lãi suất giảm - thâm hụt BoP - Bán ngoại tệ - giảm dự trữ - giảm cung tiền - triệt tiêu tác động của tiền tệ mở rộng. Trong trường hợp lưu chuyển vốn không hoàn hảo, NHTW có thể tái lập tính hiệu quả của tiền tệ mở rộng bằng các trung hòa hóa (tức là đỡ bỏ mối liên kết giữa dự trữ ngoại hối và cung tiền nội địa)	Mức thâm hụt BoP cao - đồng nguyên tệ bị phá giá nhiều hơn để tái lập cán cân đối - IS dịch ra ngoài nhiều hơn - Sản lượng tăng cao hơn	Mức thâm hụt BoP thấp - đồng nguyên tệ bị phá giá ít hơn để tái lập cán cân đối - IS dịch ra ít nhiều hơn - Sản lượng tăng ít hơn
	Tiền tệ mở rộng - LM dịch sang phải - sản lượng tăng, lãi suất giảm - thâm hụt BoP - Bán ngoại tệ - giảm dự trữ - giảm cung tiền - triệt tiêu tác động của tiền tệ mở rộng. Trong trường hợp lưu chuyển vốn không hoàn hảo, NHTW có thể tái lập tính hiệu quả của tiền tệ mở rộng bằng các trung hòa hóa (tức là đỡ bỏ mối liên kết giữa dự trữ ngoại hối và cung tiền nội địa)	Tiền tệ mở rộng - LM dịch sang phải - sản lượng tăng, lãi suất giảm - thâm hụt BoP - Bán ngoại tệ - giảm dự trữ - giảm cung tiền - triệt tiêu tác động của tiền tệ mở rộng. Trong trường hợp lưu chuyển vốn không hoàn hảo, NHTW có thể tái lập tính hiệu quả của tiền tệ mở rộng bằng các trung hòa hóa (tức là đỡ bỏ mối liên kết giữa dự trữ ngoại hối và cung tiền nội địa)	Tiền tệ mở rộng - LM dịch sang phải - sản lượng tăng, lãi suất giảm - thâm hụt BoP - Bán ngoại tệ - giảm dự trữ - giảm cung tiền - triệt tiêu tác động của tiền tệ mở rộng. Trong trường hợp lưu chuyển vốn không hoàn hảo, NHTW có thể tái lập tính hiệu quả của tiền tệ mở rộng bằng các trung hòa hóa (tức là đỡ bỏ mối liên kết giữa dự trữ ngoại hối và cung tiền nội địa)

2. Các bài học cho chính sách kinh tế vĩ mô từ các cuộc khủng hoảng

2.1 Quản lý vốn

Việc hạn chế sự linh hoạt của dịch chuyển vốn mặc dù bị các nhà kinh tế học cho rằng sẽ cản trở nguồn lực tài chính được phân phối một cách tối ưu và làm cho một đất nước khó thu được lợi ích từ thương mại nhưng vẫn có nhiều lý do cho sự ủng hộ việc hạn chế mở cửa tài khoản vốn. Họ cho rằng việc mở cửa tài khoản vốn chỉ nên được tiến hành khi một số vấn đề của nội tại nền kinh tế được giải quyết. Hơn thế nữa, hiệu quả của việc hạn chế mở cửa tài khoản vốn cũng là một vấn đề vì tư nhân luôn có cách để vượt qua những rào cản đó.

Chính vì thế, bài học của các cuộc khủng hoảng gần đây liên quan đến cả hai vấn đề (i) động lực cho việc đóng cửa tài khoản vốn và (ii) tính hiệu quả của việc đóng cửa tài khoản vốn.

2.2. Chính sách tỷ giá

i. Sự chệch hướng của tỷ giá. Việc mở cửa tài khoản vốn trong một hệ thống tài chính yếu kém là nguy hiểm vì nếu xảy ra tình trạng đầu cơ lớn, chính phủ khó có thể chịu được một mức lãi suất lớn cần thiết để bảo vệ đồng nội tệ, và do vậy càng làm tình trạng đầu cơ mạnh mẽ hơn. Tuy nhiên một khu vực tài chính yếu kém bản thân nó không có nghĩa là việc neo tỷ giá là không bền vững. Neo tỷ giá chỉ sụp đổ khi có cuộc tấn công của các nhà đầu cơ.

ii. Sự tin cậy. Sự lệch hướng của tỷ giá và một hệ thống tài chính yếu kém sẽ làm gia tăng chi phí duy trì một chế độ tỷ giá cố định. Chế độ tỷ giá cố định thường sẽ bị bãi bỏ khi bị xảy ra hiện tượng đầu cơ. Chính vì thế, các cơ quan tiền tệ có thể tránh hiện tượng đầu cơ bằng cách đưa ra các dấu hiệu về một cam kết với chế độ tỷ giá cố định. Nếu cam kết này là đáng tin cậy thì khả năng xảy ra tình trạng đầu cơ là thấp.

2.3 Chính sách tiền tệ

Bài học lớn nhất từ các cuộc khủng hoảng gần đây cho thấy chính sách duy trì một mức tỷ giá mà không tuân thủ luật chơi (tức là chính sách trung hòa hóa) đã và tiếp tục là một chiến lược nguy hiểm.

Tại các cuộc khủng hoảng gần đây, các quốc gia không sẵn sàng từ bỏ các mục tiêu quốc nội cho các mục tiêu quốc tế và kết quả là sự sụp đổ ngay lập tức

của hệ thống tiền tệ. Chính sách tiền tệ thường rất khó một lúc đạt được hai mục tiêu cùng một lúc, chính vì thế hoặc là phải từ bỏ một mục tiêu hoặc là phải sử dụng thêm các công cụ khác.

Một bài học khác nữa là chính sách tiền tệ nói lỏng một cách quá mức có thể tạo ra khủng hoảng nhưng lại không thể ngăn chặn một cuộc khủng hoảng bằng chính sách tiền tệ thắt chặt.

Một bài học nữa là trong một nền kinh tế có lưu lượng vốn ra vào lớn, mức “đầy đủ” của dự trữ ngoại hối không thể được xác định bằng cách truyền thống, tức là dự trữ ngoại hối có thể thanh toán được bao nhiêu tháng nhập khẩu mà phải được xem xét bằng cách so sánh giữa M2 cộng với nợ ngắn hạn của chính phủ với dự trữ ngoại hối.

Một bài học liên quan đến việc sử dụng một công cụ khác là, trong một nền kinh tế có lưu chuyển vốn hoàn hảo, thì chính sách tiền tệ và chính sách tỉ giá là hai công cụ không độc lập với nhau vì chính sách tiền tệ phải phục vụ chính sách tỉ giá (tức là không có độc lập về tiền tệ trong một chế độ tỉ giá cố định) hoặc chính sách tỉ giá phải điều chỉnh tự động để thống nhất với chính sách tiền tệ, và làm cho chính sách tỉ giá là một phương trình của chính sách tiền tệ. Do vậy, để thực hiện chính sách tỉ giá và chính sách tiền tệ như là hai công cụ độc lập thì cần các biện pháp đóng cửa tài khoản vốn, khi mà các rào cản tự nhiên đối với dòng chảy vốn bị dỡ bỏ, tính độc lập tiền tệ bị giảm đi.

2.4. Chính sách tài khóa

Một công cụ nữa có thể được dùng trong tái lập cân đối vĩ mô là chính sách tài khóa. Theo Guillermo Calvo, chính sách tài khóa có tác dụng trong giai đoạn vốn chảy ra ngoài nhiều, vì nó có tác dụng giảm áp lực đến kinh tế vĩ mô và sự lên giá của đồng tiền trong khi cho phép lãi suất trong nước giảm và tạo cho khu vực công một vị thế để có thể hành động khi nền kinh tế đi xuống. Tuy nhiên, các chính sách tài khóa chống khủng hoảng không dễ thực hiện đối với một nước nhập khẩu vốn. Trong lúc kinh tế đang ổn định, việc sử dụng công cụ thắt chặt tài khóa khó khăn về mặt chính trị, trong khi trong thời gian có khủng hoảng, chính sách tài khóa chặt thường được coi là cách để điều chỉnh cán cân vãng lai và làm cho vốn chảy vào.

Tuy vậy, việc sử dụng chính sách tài khóa chặt trong giai đoạn khủng hoảng cũng có thể bị nghi ngờ nếu nguyên nhân của khủng hoảng không bắt nguồn từ tài khóa. Có hai khả năng có thể xảy ra. Vấn đề thứ nhất nổi lên khi mà hệ lụy tài

khóa của việc tái cấu trúc hệ thống ngân hàng sẽ làm tổn thương khu vực công. Trong trường hợp này, điều chỉnh tài khóa là cần thiết để tránh việc vốn chảy ra mạnh do khả năng tăng thuế. Khả năng thứ hai là khi sự chênh lệch đồng tiền đe dọa sự lành mạnh của các công ty và ngân hàng. Trong trường hợp này, thắt chặt tài khóa có thể hạn chế sự tăng giá quá mức của tỉ giá thực, một biện pháp cần thiết để điều chỉnh cán cân thanh toán.

2.5. Cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 và các chính sách kinh tế vĩ mô chống lại khủng hoảng

2.5.1. Khủng hoảng tài chính năm 2008

Cuộc khủng hoảng tài chính đã có dấu hiệu từ mùa hè năm 2007, khi dầu thô, lương thực và nguyên liệu cơ bản bị đầu cơ, đẩy giá lên cao (Thời kỳ cao nhất dầu thô 147 USD/thùng, thép 830USD/tấn, gạo 1.000USD/tấn...); giá bất động sản ở Mỹ giảm; sự rò rỉ thông tin về nguy cơ thua lỗ lớn của các ngân hàng đầu tư và thương mại Mỹ nắm giữ nhiều khoản cho vay bất động sản và các tài sản tài chính có nguồn gốc từ các khoản vay bất động sản dưới chuẩn; tháng 3/2008, Ngân hàng đầu tư Bear Stearns bị sáp nhập vào Ngân hàng JP.Morgan Chase; tháng 7/2008, Tập đoàn cho vay thế chấp thứ cấp Freddie Mac và Fannie Mae mất khả năng thanh toán. Ngày 15/9/2008, cuộc khủng hoảng tài chính bùng nổ ở Mỹ, với sự đổ vỡ của Ngân hàng đầu tư Lehman Brothers và Công ty bảo hiểm AIG, Ngân hàng tiết kiệm Washington Mutual Inc, đã nhanh chóng lan rộng sang thị trường tài chính châu Âu và khu vực khác. Để ngăn chặn sự sụp đổ của thị trường tài chính và suy thoái kinh tế, Chính phủ và ngân hàng trung ương (NHTW) các nước, Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF), Ngân hàng Thế giới (WB) và Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB) đã dốc sức, nhanh chóng thực hiện các biện pháp giải cứu, ổn định thị trường tài chính và kích thích kinh tế:

- IMF cam kết cho các nước đang phát triển vay 175 tỷ USD để ổn định thị trường tài chính (Iceland, Ukraina, Pakistan, Hungari...); ngày 02/4/2009, các nước G20 đồng ý cho IMF vay 750 tỷ USD để hỗ trợ các nước. WB, ADB tiếp tục cho vay hỗ trợ xóa đói giảm nghèo đối với các nước.

- NHTW các nước phát triển (Mỹ, Đức, Pháp, Anh, Nhật...) và nhiều nước đang phát triển đã thực hiện các biện pháp để tăng khả năng thanh khoản và mở rộng tín dụng, hỗ trợ tài chính cho các ngân hàng và công ty tài chính: (1) Thực thi chính sách tiền tệ nới lỏng bằng biện pháp giảm mạnh lãi suất chủ đạo, bơm

tiền ra lưu thông; (2) Trả lãi đối với tiền gửi dự trữ bắt buộc và vượt dự trữ bắt buộc; (3) Bảo lãnh cho các ngân hàng vay trên thị trường liên ngân hàng; (4) Phối hợp thực hiện hoán đổi tiền tệ để cung ứng USD cho thị trường ngoài nước Mỹ (FED đã hoán đổi ngoại tệ với 13 NHTW); (5) Cho phép một số ngân hàng đầu tư được huy động vốn như ngân hàng thương mại; (6) Cho các ngân hàng gặp khó khăn về tài chính vay dài hạn để mua cổ phiếu của chính các ngân hàng đó; (7) Phối hợp với Bộ Tài chính cơ cấu lại vốn cho các ngân hàng.

- Chính phủ các nước thực hiện nhiều biện pháp nhằm ổn định thị trường tài chính và kích thích kinh tế: (1) Mua lại cổ phiếu, nợ xấu của các ngân hàng mất khả năng thanh toán; (2) Đưa ra tuyên bố đảm bảo thanh toán các khoản tiền gửi tại hệ thống ngân hàng, tăng số tiền được bảo hiểm tiền gửi; (3) Rà soát lại khả năng tài chính của các ngân hàng để lập kế hoạch hỗ trợ tài chính cơ cấu lại; (4) Triển khai gói giải pháp kích thích kinh tế với tổng trị giá của các nước khoảng 12.500 tỷ USD, tương đương 20,6% GDP thế giới năm 2008.

2.5.2 Nguyên nhân gây ra khủng hoảng tài chính

Thứ nhất, tiết kiệm thấp hơn đầu tư, dẫn đến kinh tế Mỹ phụ thuộc vào nguồn vốn đầu tư nước ngoài (thời kỳ 1980 – 2008, tỷ lệ đầu tư so GDP luôn lớn hơn tỷ lệ tiết kiệm so GDP khoảng 1% – 5,5% và chênh lệch ngày càng tăng). Vốn đầu tư gián tiếp chiếm tỷ trọng lớn (khoảng 80%) vào thị trường tài chính, tạo ra nhu cầu lớn đối với tài sản tài chính, dẫn tới hiện tượng “bong bóng” giá tài sản tài chính và bất động sản, khi bị vỡ, xảy ra khủng hoảng tài chính.

Thứ hai, kinh tế Mỹ phụ thuộc nhiều vào chi tiêu của cá nhân và Chính phủ (chiếm 80% GDP), khiến cho thâm hụt “kép” ngày càng lớn (cán cân vãng lai và ngân sách Nhà nước); tiết kiệm thấp và nợ nước ngoài gia tăng, đẩy kinh tế Mỹ vào vị thế rủi ro cao khi đối phó với các cú sốc tài chính (nợ của khu vực tư nhân năm 1981 là 123% GDP, năm 2008 là 290%)¹.

Thứ ba, sự mâu thuẫn giữa một bên là tốc độ phát triển các công cụ và sản phẩm dịch vụ tài chính, điều kiện tín dụng “lỏng lẻo” và một bên là tình trạng quản lý và giám sát yếu kém hoặc chủ quan, sơ hở và thiếu minh bạch trong thời gian dài của FED và các cơ quan chức năng đã dẫn đến sự tích tụ rủi ro hệ thống đủ lớn để nổ ra khủng hoảng.

¹ Nguồn: Bài viết “Japan’s lessons for a world of balance-sheet deflation” trên tạp chí Financial Times

Thứ tư, trong giai đoạn năm 2000 - 2003, FED điều chỉnh giảm lãi suất cơ bản từ 6,5%/năm xuống còn 1%/năm nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Với lãi suất thấp, cầu về nhà đất cao, các ngân hàng đã mở rộng cho vay dưới chuẩn để mua bất động sản. Giai đoạn tháng 7/2004 - 7/2006, FED điều chỉnh tăng mạnh lãi suất cơ bản, làm cho lãi suất thị trường tăng lên, kéo theo giảm giá nhà đất, đầu tư nhà đất bị thua lỗ, nợ xấu ngân hàng tăng lên.

2.5.3. Các bài học từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008

Cuộc khủng hoảng tài chính hiện tại ở các nước phát triển đã tạo ra những cú sốc cho nhiều nước đang phát triển. Tăng trưởng chậm tại các quốc gia phát triển đã làm giảm cầu cho hàng xuất khẩu của các quốc gia đang phát triển, giảm lượng kiều hối và rồi ren trên thị trường tín dụng đã dẫn đến nguồn tài chính từ bên ngoài cho nhiều quốc gia mới nổi. Triển vọng của một cuộc suy thoái sâu của nền kinh tế thế giới đã làm các chính sách tài khóa trở thành một trong những công cụ có thể giúp các quốc gia này giảm thiểu sự khốc liệt của sự suy giảm toàn cầu.

Kinh nghiệm từ các cuộc khủng hoảng trước đã cho thấy khi thiết kế các chính sách tài khóa, các quốc gia cần chú ý các điểm sau:

- ☐ Bất kỳ phản ứng tài khóa nào cũng cần phải tương xứng với các cú sốc đến nền kinh tế.
- ☐ Cần phải xem xét phạm vi của các chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ.
- ☐ Việc mở rộng tài khóa cần phải được tài trợ một cách bền vững và tin cậy.
- ☐ Việc thực thi chính sách tài khóa mở rộng cần phải đúng thời điểm nhưng không được vội vã.
- ☐ Sự cân bằng về cắt giảm thuế và tăng chi tiêu cần phải phù hợp với tình hình kinh tế hiện tại của đất nước.
- ☐ Để chống lại sự yếu đi của tài chính công, việc tăng chi tiêu cần phải tập trung vào các lĩnh vực mà thu ngân sách có thể tăng hoặc tạo ra tăng trưởng trong tương lai.

2.5.4. Các nguyên tắc của một chiến lược rút lui (back ward strategy)

Nguyên tắc 1: Việc lựa chọn thời gian ngừng gói kích cầu nên cân nhắc tới tình trạng của nền kinh tế và hệ thống tài chính, và chỉ nên hỗ trợ kích cầu và

khắc phục hệ thống tài chính. Các chiến lược truyền thông và những tình huống bất ngờ cần công bố cho công chúng sẽ giúp lấy lại điểm tựa cho những kỳ vọng của thị trường và làm dịu bớt những bất ổn trên thị trường.

Nguyên tắc 2: Trong một vài trường hợp ngoại lệ, chính sách tài khóa ổn định nên là chính sách được ưu tiên thực thi hàng đầu, chính sách tiền tệ để có thể điều chỉnh để đạt được mức tổng cầu như mong muốn.

Nguyên tắc 3: Chính sách tài khóa sau khủng hoảng phải rõ ràng, minh bạch, cụ thể, và được công bố ngay, với mục tiêu giảm nợ công tới mức cần trọng cho phép trong một lộ trình cụ thể và rõ ràng.

Nguyên tắc 4: Nguyên tắc cân bằng trong thu chi ngân sách ban đầu là nguyên tắc cơ bản trong điều chỉnh tài khóa, các biện pháp kích cầu bằng ngân sách liên quan đến khủng hoảng vẫn được duy trì ở mức tạm thời.

Nguyên tắc 5: chính sách tiền tệ không chính tắc không nhất thiết phải báo trước khi tăng lãi suất.

Nguyên tắc 6: Các điều kiện kinh tế, sự ổn định của khu vực tài chính, cơ chế thị trường cần được khi những chính sách hỗ trợ đối với khu vực tài chính bị bãi bỏ.

Nguyên tắc 7: Phối hợp các chính sách sau khủng hoảng đồng bộ, cùng với việc truyền thông và công bố công khai, sẽ cải thiện nhận thức của mọi người.

3. Đánh giá các cân đối vĩ mô của Việt Nam

Sau một thời gian dài tăng trưởng tương đối nhanh và ấn tượng, Việt Nam trong một vài năm gần đây đã phải đối mặt với nhiều thách thức. Sau khi tăng trưởng nóng vào năm 2007, tình hình kinh tế đã có những dấu hiệu đi xuống vào năm nửa đầu năm 2008. Tốc độ tăng tín dụng cao do một lượng vốn đổ vào nền kinh tế, cộng với chi tiêu của khu vực công tăng mạnh và giá năng lượng và thực phẩm tăng cao đã dẫn đến lạm phát và thâm hụt thương mại lớn. Thêm vào đó, do nền kinh tế toàn cầu biến động phức tạp, nhất là cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bùng nổ vào tháng 9/2008, kinh tế Việt Nam càng gặp nhiều khó khăn hơn.

Trước tình hình lạm phát gia tăng từ quý III/2007, từ tháng 4/2008 Chính phủ đã có bước ngoặt chuyển hướng chính sách từ thúc đẩy tăng trưởng sang kiềm chế lạm phát bằng thắt chặt chính sách tiền tệ và đầu tư công, chấp nhận đánh đổi tăng trưởng-lạm phát trong ngắn hạn¹. Từ tháng 10/2008, nền kinh tế lại phải gồng mình chống đỡ tác động hết sức tiêu cực của cơn bão khủng hoảng và suy thoái toàn cầu. Một lần nữa, Chính phủ lại chuyển hướng chính sách, tập trung chống suy giảm kinh tế cùng tiếp tục duy trì ổn định kinh tế vĩ mô và an sinh xã hội. Chính sách tiền tệ được nới lỏng dần và từ tháng 12/2008, một gói 6 tỷ USD kích thích kinh tế được chính thức triển khai nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh (nhất là các doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNN&V)), phát triển kết cấu hạ tầng, kích thích tiêu dùng và giảm thiểu khó khăn xã hội.

3.1. Tăng trưởng kinh tế và tiết kiệm

Sau hai năm trở thành thành viên WTO, Việt Nam đã đạt được những thành tựu quan trọng về tăng trưởng kinh tế. Tốc độ tăng trưởng GDP năm 2007 tiếp tục đà tăng trưởng của những năm trước đó và đạt 8,5%. Đây là mức tăng cao nhất kể từ năm 1997. Cơ cấu kinh tế tiếp tục chuyển dịch theo hướng tăng tỷ trọng công nghiệp - xây dựng và giảm tỷ trọng khu vực nông nghiệp. Tuy nhiên, trong năm 2008, hoạt động kinh tế đã trở nên ngày càng khó khăn trong điều kiện bất ổn kinh tế vĩ mô, khủng hoảng tài chính và suy thoái toàn cầu. Tăng trưởng GDP năm 2008 chỉ đạt 6,2% và chậm lại đáng kể vào quý IV/2008 (ba quý đầu năm đạt 6,5%; quý IV chỉ đạt khoảng 5,8%).

Tuy nhiên, bắt đầu từ quý 2 năm 2009, Việt Nam đã bước đầu hồi phục tốc độ tăng trưởng kinh tế với mức tăng trưởng GDP quý II đạt 4,5%, và quý III là 5,8% là mức tăng trưởng quý cao nhất kể từ đầu năm (tăng trưởng quý I là 3,1%; nhờ vậy tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm đạt 4,6% so với cùng kỳ năm trước.

¹ Theo Nghị quyết 10/2008/NQ-CP ban hành ngày 17/4/2008 về các biện pháp kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội và tăng trưởng bền vững.

Bảng 1.1: Tăng trưởng GDP và cơ cấu kinh tế 2005-2008

	Đơn vị	2005	2006	2007	2008
Tăng trưởng GDP	%	8,4	8,2	2007	2008
Tỷ trọng trong GDP	%	100,0	100,0	100,0	100,0
Nông- lâm – thủy sản	%	21,0	20,4	20,3	22,0
Công nghiệp – xây dựng	%	41,0	41,6	41,6	39,9
Riêng công nghiệp chế biến	%	20,6	21,3	21,4	21,2
Dịch vụ	%	38,0	38,1	38,1	38,1

Nguồn: Tổng cục Thống kê.

Trong những năm vừa qua, tổng tiêu dùng trong GDP có xu hướng tăng lên (năm 2008, tổng tiêu dùng chiếm 72,2% GDP, con số này năm 2007 là 71,0%). Điều này đồng nghĩa với tiết kiệm nội địa giảm. Theo ước tính của IMF, tiết kiệm nội địa năm 2009 có thể chỉ chiếm 25.1% GDP, thấp hơn nhiều so với tỷ lệ này trong các năm 2008 và 2007 và các năm trước đó (năm 2008, tiết kiệm nội địa giảm còn 31.2% GDP, năm 2007 con số này là 31.8%, năm 2006 là 36.5% và 2005 là 34.5%). Ngược lại, tỷ lệ tổng đầu tư đều có xu hướng gia tăng, đặc biệt là vào hai năm 2007 và 2008 (năm 2007 tổng đầu tư tăng 41.6%, năm 2008 là 41.5%). Tuy năm 2009, tốc độ tăng tổng đầu tư giảm xuống còn khoảng 33.2% nhưng vẫn ở mức cao hơn tổng tiết kiệm. Như vậy, có thể nói nền kinh tế đang có xu hướng dựa nhiều hơn vào vốn nước ngoài để duy trì tăng trưởng. Bên cạnh sự cần thiết của vốn đầu tư nước ngoài, rủi ro bất ổn kinh tế vĩ mô cũng có thể tăng lên.

Bảng 1.2: Tăng trưởng GDP và cơ cấu kinh tế 2005-2008

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 sơ bộ	2009 dự tính
Tổng tiết kiệm	31.3	30.6	32	34.5	36.5	31.8	31.2	25.1
Khu vực tư nhân	23.9	23.3	23.6	26.7	28.1	26.2	26.1	23
Khu vực công	7.4	7.3	8.4	7.8	8.4	5.6	5.1	2.1
Tổng đầu tư	33.2	35.4	35.5	35.6	36.8	41.6	41.5	33.2
Khu vực tư nhân	21.5	20.8	22.9	24.1	26.4	30.3	32.2	24
Khu vực công	11.7	14.7	12.6	11.5	10.4	11.4	9.3	9.2
Tiết kiệm - đầu tư	-1.9	-4.8	-3.5	-1.1	-0.3	-9.8	-10.3	-8.1

Nguồn: Bộ TC và IMF (2009)

3.2. Đầu tư

Trong năm 2008, bất ổn kinh tế vĩ mô và các cú sốc giá, khủng hoảng tài chính từ bên ngoài đã có những tác động bất lợi đến nền kinh tế Việt Nam trên nhiều mặt, trong đó có đầu tư. Tổng vốn đầu tư xã hội đạt 610,9 nghìn tỷ đồng, bằng 41,3% GDP². Đây vẫn là một tỷ lệ đầu tư cao, tuy đã thấp hơn so với tỷ lệ 46,5% GDP năm 2007. Tổng vốn đầu tư theo giá thực tế tăng 14,8%, nhưng theo giá so sánh (giá 1994) chỉ tăng 6,4%.

Bảng 1.3. Cơ cấu vốn đầu tư xã hội theo sở hữu, 2004-2008 (%)

Sở hữu	2004	2005	2006	2007	2008
Khu vực nhà nước	48,1	47,1	45,7	37,2	28,5
Ngân sách	23,8	25,6	24,8	20,2	16,2
Tín dụng nhà nước	12,2	10,5	9,1	5,7	4,1
DNNN và các nguồn khác	12,0	11,0	11,8	11,3	8,2
Khu vực ngoài nhà nước	37,7	38,0	38,1	38,5	40,0
Khu vực có vốn FDI	14,2	14,9	16,2	24,3	31,5
Tổng số	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nguồn: TCTK (2008a, 2008b).

Nguồn: Bộ KHĐT

Khu vực FDI đã và đang đóng góp ngày càng tích cực hơn cho nền kinh tế. Tỷ trọng của khu vực này trong GDP tăng từ 13,3% năm 2000 lên 17,1% năm 2006, 18,0% năm 2007, và 19,2% năm 2008. Tỷ trọng khu vực doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài trong tổng kim ngạch xuất khẩu (không tính xuất khẩu dầu thô) đã tăng từ 22,2% năm 2000 lên 36,9% năm 2006, 39,7% năm 2007, nhưng năm 2008 giảm nhẹ xuống còn 38,8%.

Tuy vậy, việc thu hút vốn đầu tư FDI vẫn còn nhiều vấn đề cần giải quyết.

Trước hết, dòng vốn FDI tăng đột biến làm bộc lộ khả năng hấp thụ vốn chưa cao của nền kinh tế, chủ yếu do các yếu kém về thể chế (dù đã được cải thiện), kết cấu hạ tầng và nguồn nhân lực có kỹ năng. Đây đang là những “nút thắt cổ chai” đối với việc triển khai các dự án FDI.

² Nếu không nêu cụ thể, đầu tư trong Mục 3.2 là theo giá thực tế.

Cơ cấu FDI theo ngành có sự chuyển dịch đáng kể. Nếu trong 5 năm 2001-2005 FDI chủ yếu tập trung vào khu vực công nghiệp chế biến định hướng xuất khẩu và bưu chính viễn thông, thì từ năm 2006 trở lại đây, tỷ trọng FDI vào công nghiệp chế biến đã giảm dần; trong khi đó đầu tư vào một số lĩnh vực dịch vụ, đặc biệt là bất động sản và khách sạn, có xu hướng tăng mạnh.

Tuy quy mô dự án (tính theo vốn đăng ký) tăng nhanh, nhưng tỷ lệ vốn chủ sở hữu hay vốn điều lệ so với tổng số vốn đăng ký đã giảm so với trước. Nếu trong giai đoạn 1988-2005 tỷ lệ này là 45,7% thì gần đây chỉ còn khoảng 1/3. Hơn nữa, nếu đó chỉ là các cam kết không bị ràng buộc phải thực hiện với chủ đích để dự án được thông qua dễ dàng hơn thì lượng vốn FDI thực sự vào Việt Nam sẽ thấp hơn rất nhiều.

Năm 2008, đầu tư ra nước ngoài thực hiện là khoảng 700-800 triệu USD. Tính đến nay, Việt Nam có 317 dự án đầu tư ra nước ngoài còn hiệu lực với tổng vốn đăng ký là 2,5 tỷ USD, trong đó đã giải ngân được 1 tỷ USD. Về cơ cấu vốn, công nghiệp và xây dựng chiếm 42,9% số dự án và 69,4% tổng vốn, trong đó đáng kể có 12 dự án đang phát huy hiệu quả trong lĩnh vực dầu khí với tổng vốn là 705 triệu USD tại An-giê-ri, Ma-lai-xi-a, Ma-đa-gát-xca. Các con số tương tự đối với vốn đầu tư ra nước ngoài trong lĩnh vực dịch vụ là 38,2% và 15,4%, trong nông nghiệp là 18,9% và 15,2%.

3.3. Xuất nhập khẩu

Trong các năm từ 2000 đến nay, xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam đã trở thành một động lực quan trọng cho nền kinh tế. Tăng trưởng xuất khẩu luôn ở mức 2 con số. Đến năm 2007, kim ngạch xuất khẩu đạt 48,6 tỷ USD, tăng 21,9% so với năm 2006. Trong năm 2008, kim ngạch xuất khẩu ước đạt 62,9 tỷ USD, tăng tới 29,5% so với năm 2007. Tuy nhiên, trong năm 2009, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu đã giảm đi đáng kể do tác động của cuộc khủng hoảng toàn cầu. Đến tháng 11 năm 2009, kim ngạch xuất khẩu mới đạt 51,8 tỷ đô la, giảm 11.6% so với cùng kỳ năm trước. Sự suy giảm của xuất khẩu trong năm 2009 một phần là do suy thoái kinh tế tại các quốc gia Hoa Kỳ, EU và Nhật Bản (các thị trường này chiếm hơn 50% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam) đã làm giảm cầu hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam. Bên cạnh đó, một số sản phẩm xuất khẩu chủ lực như may mặc, giày da, thủy sản sang Mỹ, Nhật, EU, Australia đã bị hạn chế bởi sự gia tăng hàng rào bảo hộ đối với các sản phẩm nhập khẩu nói chung nhằm bảo vệ các doanh nghiệp trong nước.

Bảng 1.4. Tăng trưởng xuất nhập khẩu qua hàng năm, 2000-2008

	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Trung bình 2000- 2008
Xuất khẩu	25.5%	3.8%	11.2%	20.6%	31.4%	22.5%	22.7%	21.9%	29.5%	17.7%
Hàng thô	34.7%	-	3.5%	13.4%	33.6%	28.3%	19.4%	12.6%		
Hàng chế biến	15.5%	9.7%	19.9%	27.7%	29.6%	17.3%	26.0%	30.6%		
Nhập khẩu	33.2%	3.7%	21.8%	27.9%	26.6%	15.0%	22.1%	39.8%	28.1%	19.9%
Hàng thô	55.8%	4.5%	14.0%	25.8%	38.5%	27.2%	23.3%	34.3%		
Hàng chế biến	27.8%	3.6%	23.9%	27.4%	21.7%	10.6%	18.4%	46.0%		

Nguồn: GSO và tính toán của nhóm nghiên cứu

Mặc dù tỷ trọng hàng chế biến trong tổng giá trị xuất khẩu đã tăng lên từ 44.2% năm 2000 tới 55.4% năm 2008, nhưng xét về tổng thể, có thể thấy rằng, cho đến nay Việt Nam mới chỉ tận dụng được những lợi thế chính của mình (giá nhân công rẻ, xuất khẩu chủ yếu hàng nguyên nhiên liệu thô).

Tổng kim ngạch xuất khẩu dịch vụ năm 2008 là 7,1 tỷ USD, tăng 9,8% so với 2007. Đóng góp lớn và cũng có mức tăng trưởng cao là ba ngành: du lịch (đạt 4,0 tỷ USD, tăng 7,2%, chiếm 56,7% tổng kim ngạch xuất khẩu dịch vụ), vận tải hàng không (1,3 tỷ USD, tăng 23,7%, chiếm 18,6%); vận tải biển (1,0 tỷ USD, tăng 27,7%, chiếm 14,6%). Dịch vụ chính phủ có mức tăng trưởng khá cao (11,1%) nhưng còn rất nhỏ (0,7% kim ngạch xuất khẩu dịch vụ).

Tổng kim ngạch nhập khẩu hàng hóa năm 2008 ước đạt 80,7 tỷ USD, tăng 28,6% so với năm 2007. Nhiều mặt hàng nhập khẩu chủ yếu có kim ngạch tăng cao so với 2007. Kim ngạch nhập khẩu ô tô cao kỷ lục, lên tới 2,4 tỷ USD, tăng 62,8% so với năm 2007, trong đó nhập khẩu ô tô nguyên chiếc đạt hơn 1 tỷ USD, tăng 78,7%. Nhập khẩu sắt thép đạt 6,5 tỷ USD, tăng 28,5%, riêng phôi thép tăng 50,2%. Nhập khẩu xăng dầu đạt 12,9 triệu tấn với kim ngạch 10,9 tỷ USD, tăng 41,2%. Nhập khẩu vải và nguyên phụ liệu dệt may đạt 6,8 tỷ USD, tăng 11,5%, riêng bông tăng 75%. Kim ngạch nhập khẩu đá quý và kim loại quý tăng 200,9%, phân bón tăng 47,0%, thức ăn gia súc và nguyên liệu tăng 47,2%.

Tuy nhiên, do tác động của khủng hoảng kinh tế toàn cầu, tổng kim ngạch nhập khẩu hàng hóa năm 2009 đã giảm so với năm 2008. Đến tháng 11 năm 2009, tổng kim ngạch nhập khẩu hàng hóa đạt 61,7 tỷ USD, giảm 17.8% so với cùng kỳ năm 2009. Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa trong 11 tháng đầu năm của hầu hết

các mặt hàng phục vụ sản xuất và tiêu dùng trong nước đều giảm so với cùng kỳ năm trước.

Nhập siêu hàng hóa năm 2008 khoảng 18,0 tỷ USD, tăng tới 26,8% so với năm 2007. Năm tháng đầu năm nhập siêu tăng mạnh, cao gấp 3,4 lần so với cùng kỳ 2007, lên tới 14,4 tỷ USD. Các tháng cuối năm, nhập siêu được kiểm chế, giá cả hàng hóa thế giới giảm đồng thời các doanh nghiệp cũng tái xuất một số mặt hàng nhập nhiều vào đầu năm. Nhập siêu lớn tập trung vào các thị trường Châu Á, đứng đầu là Trung Quốc với 10,8 tỷ USD, cao hơn 1,7 tỷ USD so với 2007; tiếp đó là ASEAN khoảng 9,3 tỷ USD. Đài Loan, Hàn Quốc, Hồng Kông, và Ấn Độ cũng là những thị trường nhập siêu lớn.

Tuy nhiên, tình hình trở nên đảo chiều vào quý 1 năm 2009, khi mà lần đầu tiên sau nhiều năm, Việt Nam xuất siêu. Tuy vậy, sau khi chính phủ đã áp dụng các biện pháp kích thích kinh tế, tình trạng nhập siêu đã bắt đầu trở lại từ quý 2. Đến tháng 11 năm 2009, nhập siêu hàng hóa ước đạt 10,4 tỷ USD, bằng 20.3% tổng kim ngạch xuất khẩu và bằng 61,1% mức nhập siêu cùng kỳ năm trước.

Năm 2008 nhập khẩu dịch vụ đạt 7,9 tỷ USD, tăng 10,3% so với năm 2007. Thanh toán cước phí bảo hiểm và vận tải hàng nhập khẩu có giá trị lớn nhất và cũng tăng cao nhất trong nhập khẩu dịch vụ, đạt 4,2 tỷ USD, chiếm 52,8% tổng kim ngạch nhập khẩu dịch vụ, tăng 28,3% so với năm 2007. Dịch vụ du lịch có kim ngạch lớn thứ hai, đạt 1,3 tỷ USD, chiếm 16,4% tổng kim ngạch nhập khẩu dịch vụ, tăng 6,6%.

3.4. Ổn định kinh tế vĩ mô

Lạm phát

Lạm phát (tính theo chỉ số giá tiêu dùng CPI) năm 2007 lên tới 12,6%, mức cao nhất kể từ năm 1996. Lạm phát tăng mạnh từ cuối quý III/2007 và leo thang đến đỉnh điểm vào tháng 8/2008 (tới 21,7% so với tháng 12/2007 và 28,3% so với tháng 8 năm 2007). Trong quý IV/2008, chỉ số giá tiêu dùng lại giảm liên tục cho đến cuối năm. Kết quả là lạm phát năm 2008 dừng ở mức 22,97% (Hình 3.9). Kết quả này là ngoài các nguyên nhân là do chi phí đẩy và tăng mạnh đầu tư và tiêu dùng tăng cao và do việc Việt Nam gia nhập WTO (do tác động của biến động giá cả thế giới), còn có nguyên nhân là các lúng túng bất cập trong điều hành phối hợp chính sách kinh tế và giá cả các bộ ngành.

Năm 2007 lạm phát (tính theo tốc độ thay đổi chỉ số giá tiêu dùng (CPI)) đã lên tới 12,6%, mức cao nhất kể từ năm 1996. Lạm phát tăng mạnh từ cuối quý

III/2007 và leo thang đến đỉnh điểm vào tháng 8/2008 (21,7% so với tháng 12/2007). Trong quý IV/2008, lạm phát lại giảm liên tục cho đến cuối năm. Kết quả là lạm phát năm 2008 dừng ở mức 19,9%.

Tuy nhiên, trong năm 2009, lạm phát có xu hướng ổn định ở mức thấp. Chỉ số giá tiêu dùng tháng 11 năm 2009 so với tháng 12 năm 2008 tăng 5.07%, và so với cùng kỳ năm trước tăng 4.35%. Chỉ số giá trung bình trong 11 tháng đầu năm tăng 6.91% so với bình quân cùng kỳ năm 2009.

Các năm 2008 và 2009 chứng kiến sự biến động đáng kể của tỷ giá VND/USD (Hình 3.6), đặc biệt là trên thị trường tự do. Từ đầu năm 2008 đến tháng 3/2008, tỷ giá VND/USD ở xu hướng giảm (VND lên giá), tuy nhiên từ tháng 4/2008, tỷ giá VND/USD đổi chiều, có xu hướng tăng dần. Đến tháng 6/2008, USD trở nên khan hiếm và tỷ giá VND/USD đạt mức cao kỷ lục. Bắt đầu từ tháng 8/2008, tỷ giá USD đã ổn định trở lại, thậm chí giảm ít nhiều. Tuy nhiên trong tháng 11-12/2008, tỷ giá VND/USD lại có xu hướng tăng. Kết quả là tỷ giá VND/USD cả năm 2008 tăng 6,3%. Trong năm 2009, tỷ giá USD cũng tăng mạnh. Đến tháng 11 năm 2009, tỷ giá VND/USD đã tăng (VND mất giá) hơn 9% so với cùng kỳ năm trước.

Giá vàng năm 2008 và 2009 còn biến động mạnh hơn và không phải lúc nào cũng diễn biến cùng chiều với tỷ giá VND/USD. Diễn biến giá vàng trong nước một phần chịu ảnh hưởng trực tiếp của thị trường vàng thế giới, với biến động lớn và đột ngột trong suốt hai năm 2008 và 2009. Bên cạnh đó, sự biến động mạnh, thất thường của giá vàng trong nước năm 2008 còn xuất phát từ diễn biến tình hình kinh tế vĩ mô, nhất là sự bùng phát lạm phát và kỳ vọng lạm phát cao sẽ tiếp tục kéo dài cũng như sự đóng băng của thị trường BĐS và biến động tỷ giá mạnh.

Cán cân thương mại và cán cân thanh toán quốc tế

Khác biệt lớn nhất trong cán cân thanh toán quốc tế (BOP) trong các năm từ 2007 đến nay so với những năm trước là sự gia tăng mức độ thâm hụt thương mại, thâm hụt cán cân vãng lai và chu chuyển vốn, cả về số tuyệt đối và tỷ lệ theo GDP (Bảng 3...)

Cán cân tài khoản vãng lai năm 2007 thâm hụt gần 7,0 tỷ USD hay 9,9% GDP (so với 0,2 tỷ USD hay 0,3% GDP năm 2006). Thâm hụt cán cân vãng lai chủ yếu là do thâm hụt thương mại hàng hóa (theo giá FOB: 10,4 tỷ USD) và thâm hụt thu nhập từ đầu tư (2,2 tỷ USD hay 3,1% GDP) đều gia tăng đáng kể. Chính nhờ chuyển giao ròng (đặc biệt là chuyển giao tư nhân) đạt thặng dư cao, 6,4 tỷ USD (6,2 tỷ USD) hay 9,1% GDP (8,7% GDP), nên thâm hụt tài khoản

vãng lai, tuy lớn, song thấp hơn nhiều thâm hụt thương mại hàng hóa. Thâm hụt tài khoản vãng lai và thương mại hàng hóa năm 2008 trở nên trầm trọng hơn, tương ứng lên tới 10,7 tỷ USD (12,9% GDP) và gần 12,8 tỷ USD (16,8% GDP). Nhưng cũng như năm 2007, chuyển giao ròng tăng cao nên đã bù đắp một phần thâm hụt thương mại hàng hóa.

Năm 2009 tuy thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai giảm mạnh so với năm 2008 (xuống còn 7.3 tỷ USD). Mặc dù giống các năm 2007 và 2008, phần lớn thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai là do thâm hụt thương mại hàng hóa (ước khoảng 8.1 tỷ USD), nhưng do chuyển giao ròng trong năm 2009 thấp nên không bù đắp được nhiều cho thâm hụt thương mại.

Tuy nhiên các khoản thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai trong các năm 2007-2009 có thể được bù đắp bởi thặng dư tài khoản vốn. Các năm 2007-2009, cán cân tài khoản vốn có thặng dư lớn, tương ứng đạt 16,8 tỷ USD (26,4% GDP), 12.1 tỷ USD và 10.2 tỷ USD (so với 3,1 tỷ USD hay 5,1% GDP năm 2006). Giải ngân FDI của phía nước ngoài đạt 6,6 tỷ USD, 9.1 tỷ USD và 7.9 tỷ USD. Cơ cấu vay nợ nước ngoài vẫn chủ yếu là vay trung và dài hạn (thặng dư 2,0 tỷ USD năm 2007, 1 tỷ USD năm 2008 và 2.6 tỷ năm 2009). Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài tăng đột biến năm (6,2 tỷ USD hay 10,4% GDP so với 1,3 tỷ USD hay 2,2% GDP năm 2006), nhưng lại giảm mạnh vào năm 2008 (thâm hụt 0.6 tỷ USD) và gần như không có thặng dư năm 2009. Theo Viện NCQLKTTW, tình hình kinh tế vĩ mô xấu (lạm phát cao, thâm hụt cán cân thương mại lớn, thị trường tiền tệ thanh khoản có lúc gặp khó khăn) cùng với khủng hoảng tài chính toàn cầu đã khiến các nhà ĐTNN hạn chế đầu tư và thậm chí có lúc rút vốn khỏi Việt Nam.

Như vậy, trong hai năm 2007 và 2008 tuy thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai ở mức cao nhưng do thặng dư tài khoản vốn cũng cao nên, Việt Nam vẫn có thặng dư cán cân tổng thể. Rõ ràng, mức độ bền vững trong tài trợ cho thâm hụt lớn về thương mại và cán cân vãng lai đã trở nên mong manh hơn nhiều. Cùng với lạm phát cao, đây cũng là lý do gây áp lực mất giá VNĐ. Áp lực này còn mạnh hơn vào cuối năm 2008 khi đồng USD lên giá trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu lan rộng (NHNN đã điều chỉnh tỷ giá VNĐ/USD bằng cách nâng tỷ giá công bố 2% và biên độ dao động từ 2% lên 3% trong tháng 11-12/2008).

Dự trữ ngoại hối tăng cao, từ 8.6 tỷ USD năm 2005 lên tới 23 tỷ USD năm 2008. Tuy nhiên trong năm 2009, dự trữ ngoại hối giảm xuống còn 20.3 tỷ USD (theo IMF dự trữ ngoại hối giảm còn 17.6 tỷ USD vào tháng 7 năm 2009). Nợ

nước ngoài tuy tăng nhưng vẫn nằm trong tầm kiểm soát. Năm 2009, tỷ lệ dư nợ nước ngoài của Việt Nam so với GDP vào khoảng 32%, tỷ lệ nghĩa vụ trả nợ nước ngoài so với xuất khẩu vào khoảng 4,5% và khoảng gần 2/3 số nợ là nợ ưu đãi.

3.5. Chính sách tài khóa và tiền tệ

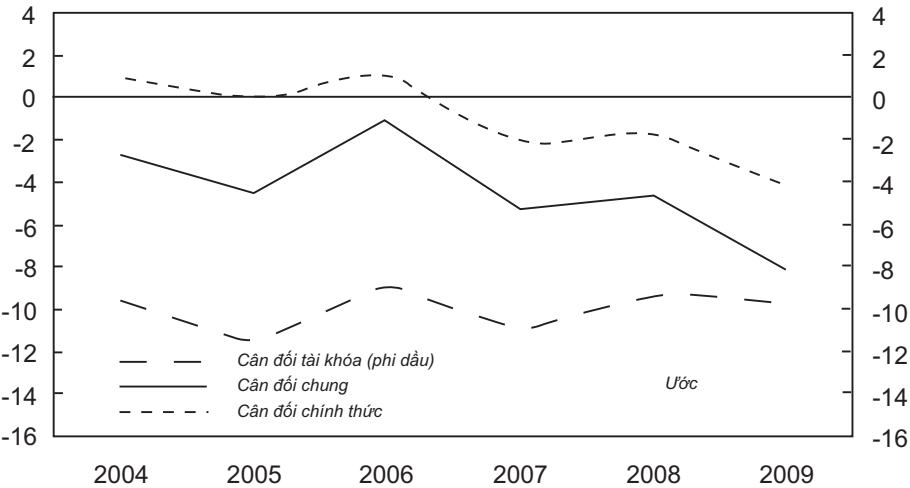
Ngân sách và chính sách tài khóa

Sau một giai đoạn tăng trưởng tương đối ổn định, từ năm 2008 tình hình kinh tế thế giới và trong nước có nhiều biến động, tác động mạnh tới thực hiện dự toán NSNN cũng như triển khai thực hiện các chính sách tài khóa. Nếu ngân sách nhà nước các năm trước năm 2008 tăng đều ở mức 23- 25%/năm, thì đến năm 2009, tổng thu ngân sách nhà nước giảm một cách rõ rệt. Việc giảm tổng thu ngân sách một phần do việc thực hiện chính sách kích thích kinh tế của chính phủ. Tuy nhiên, các khoản mục của tổng thu ngân sách cũng giảm so với các năm trước đó (thu nội địa: năm 2009 tăng 4.3% so với năm 2008, thấp hơn mức tăng 26.3% của năm 2008; thu từ dầu thô: năm 2009 giảm trong khi năm 2008 tăng mạnh; các khoản thu khác cũng tương tự). Đồng thời, theo phân cấp quản lý NSNN hiện hành, thu NSTW dự kiến sẽ hụt so với dự toán (khoảng 6.730 tỷ đồng), trong khi thu NSDP về tổng thể sẽ vượt so với dự toán (khoảng 7.480 tỷ đồng). Do không điều hoà được số tăng thu NSDP từ địa phương có số thu cao sang địa phương có số thu thấp, nên những địa phương hụt thu so với dự toán sẽ gặp khó khăn trong việc đảm bảo dự toán chi.

Tổng chi ngân sách trong các năm vừa qua cũng tăng mạnh so với dự toán và so với mức thực hiện của năm trước. Năm 2008, chi NSNN vượt 18,9% so với dự toán (474.280 tỷ VNĐ so với 398.980 tỷ VNĐ) và tăng 22,3% so với thực hiện năm 2007. Năm 2009, chi NSNN đạt 533.005 tỷ VNĐ vượt 8.5% dự toán trong đó, chi cho đầu tư phát triển vượt 20.1% so với dự toán).

Nhìn tổng thể, mặc dù có những diễn biến không thuận lợi và khó lường, bội chi ngân sách vẫn đạt được mức quốc hội chấp thuận ở mức 6.9% của GDP (tức khoảng 115.900 tỷ đồng). Với mức bội chi trên, thì đến 31/12/2009, dư nợ Chính phủ (bao gồm cả nợ Trái phiếu Chính phủ) khoảng 40% GDP, dư nợ nước ngoài của quốc gia khoảng 30,5% GDP, trong giới hạn đảm bảo an ninh tài chính quốc gia và ổn định các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô.

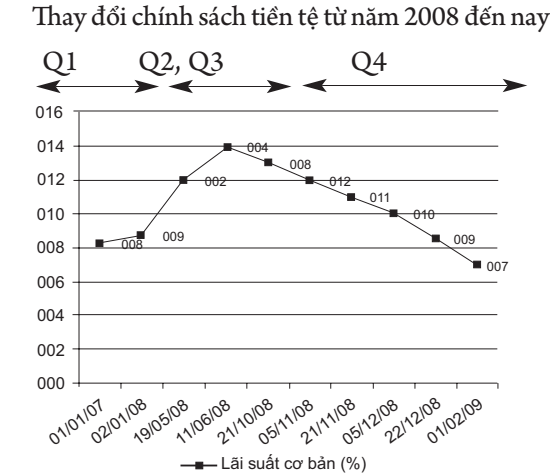
Hình 1.1. Bảng cân cân tài khóa, 2004-2009 (%GDP)



Chính sách tiền tệ

Trước tình hình lạm phát tăng cao vào đầu năm 2008, Chính phủ đã chuyển hướng từ chính sách thúc đẩy tăng trưởng cao sang chính sách vĩ mô thắt chặt, chấp nhận tốc độ tăng trưởng thấp hơn. Kinh tế vĩ mô dần ổn định hơn. Từ tháng 9/2008, tình hình kinh tế thế giới có xu hướng đảo chiều: khủng hoảng tài chính toàn cầu đi kèm suy thoái và xu hướng giảm đáng kể giá dầu và nhiều nguyên liệu khác. Một lần nữa, chính sách Chính phủ lại chuyển hướng sang tập trung chống suy giảm kinh tế. Chính sách tiền tệ (CSTT) được nói lòng dân một cách thận trọng.

Hình 1.2 Thay đổi chính sách tiền tệ từ năm 2008 đến nay



Nguồn Trần Bắc Hà

Q1 (Quý I/2008): CSTT bắt đầu thắt chặt. Lãi suất được điều chỉnh tăng nhẹ từ 8,25% lên 8,75%.

Q2, Q3 (Quý II và III/2008): CSTT tăng cường thắt chặt. Lãi suất tiếp tục điều chỉnh tăng mạnh lên tới 14% - mức cao nhất trong nhiều năm qua.

Q4 (Từ quý IV/2008 đến tháng 12/2009): CSTT nới lỏng. Lãi suất diễn biến ngược chiều, liên tục được điều chỉnh giảm theo từng tháng, đến nay là 7%.

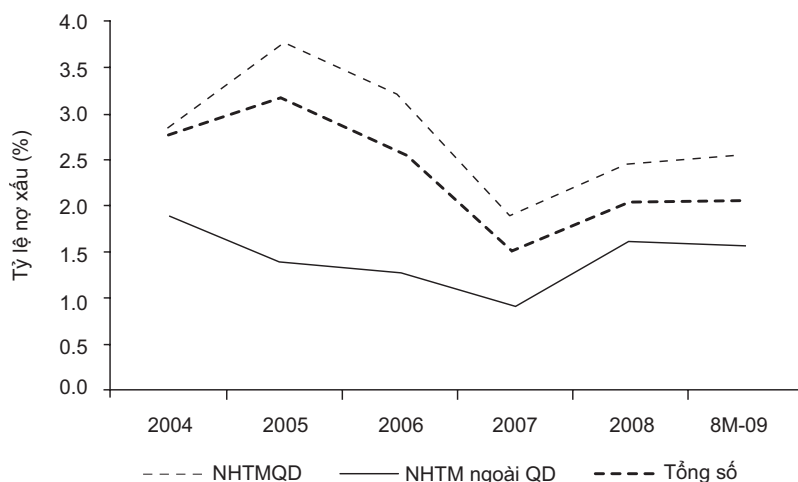
Các hoạt động thị trường mở được thực hiện một cách linh hoạt nhằm đảm bảo tính thanh khoản và an toàn của hệ thống và sự ổn định của thị trường tiền tệ. NHNN tổ chức đấu thầu trái phiếu ngân hàng nhằm ổn định thị trường. Ngoài ra, từ cuối tháng 7, NHNN đã tổ chức 3 phiên/tuần bán trái phiếu ngân hàng trung ương nhằm điều tiết một cách linh hoạt thanh khoản của các tổ chức tín dụng và ngăn chặn lạm phát quay trở lại.

Các công cụ tái cấp vốn và tái chiết khấu cũng được sử dụng tác động đến thị trường tiền tệ để đạt được các mục tiêu quản lý của chính sách tiền tệ. Lãi suất tái cấp vốn đã được cắt giảm từ 9.5%/năm xuống còn 7%/năm, trong khi lãi suất tái chiết khấu giảm từ 7%/năm xuống còn 5%/năm. Vào tháng 2/2009, lãi suất cơ bản đã giảm từ 10%/năm xuống 7%/năm, lãi suất dự trữ bắt buộc giảm từ 9%/năm xuống 3.6%/năm, lãi suất tín phiếu bắt buộc giảm từ 13%/năm xuống 4,5%/năm. Ngoài ra, dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngắn hạn và tiền gửi không kỳ hạn bằng VND đã giảm từ 6% xuống 3%, và cho loại trung dài hạn từ 2% xuống 1%.

Việc giám sát tăng trưởng tín dụng song song với việc nâng cao chất lượng tín dụng đã được củng cố nhằm đối phó với lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. NHNN đã ban hành các hướng dẫn cho các tổ chức tín dụng nhằm nâng cao chất lượng tín dụng và quản lý rủi ro.

Ngoài ra, để tạo sự bình ổn bền vững của thị trường, NHNN đã thực hiện đồng bộ nhiều giải pháp khác, như: tăng cường hỗ trợ vốn ngắn hạn cho các tổ chức tín dụng; tập trung ưu tiên vốn cho phát triển sản xuất, xuất khẩu, các dự án kinh tế trọng điểm quốc gia và cho phát triển sản xuất nông nghiệp, nông thôn; tăng cường giám sát thị trường tiền tệ, thiết lập hệ thống thông tin nhanh để đánh giá diễn biến thị trường nhằm có biện pháp can thiệp phù hợp; tăng cường thanh tra, giám sát hoạt động các tổ chức tín dụng.v.v.

Hình 1.3: Tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng, 2004-2009



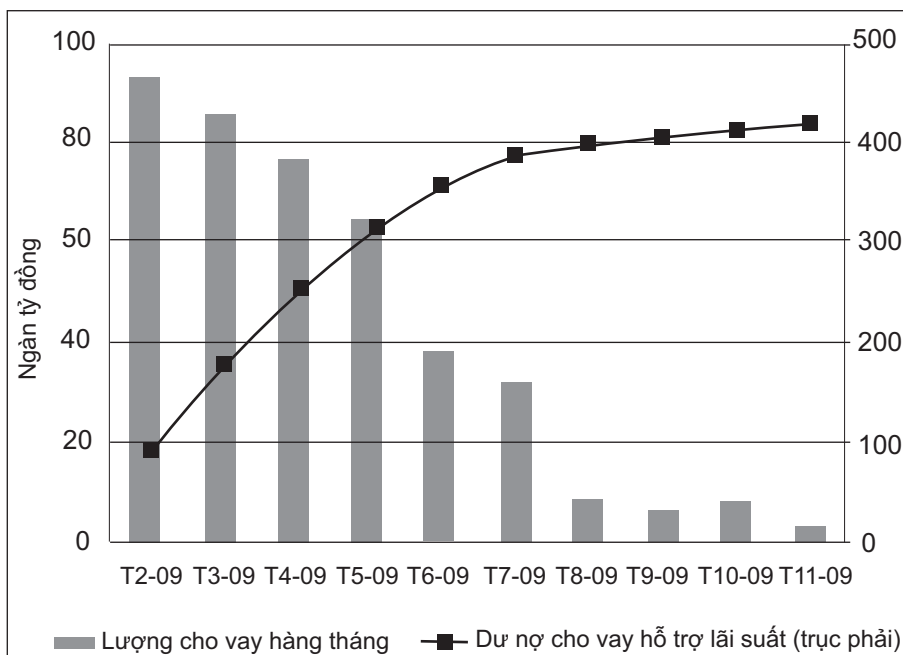
Nguồn: NHNN (qua WB 2009)

3.6. Chính sách kích cầu trong năm 2009

Trước tình hình kinh tế gặp nhiều bất lợi, chính phủ đã sử dụng nhiều biện pháp nhằm kích thích kinh tế, ổn định đời sống của nhân dân. Tháng 11/2008, “năm nhóm giải pháp” nhằm hỗ trợ hoạt động kinh tế được công bố. Gói kích thích kinh tế bao gồm miễn và hoãn nộp thuế, đặc biệt là thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế giá trị gia tăng, và đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa. Gói kích cầu này cũng bao gồm biện pháp trợ cấp tiền mặt cho các hộ nghèo nhân dịp Tết Nguyên đán, thời điểm những người lao động di cư trở về nhà đón Tết. Các biện pháp kích cầu tiếp theo được đưa ra vào tháng 2/2009, bao gồm chương trình hỗ trợ lãi suất ngắn hạn được áp dụng để tái cấp vốn cho các khoản nợ mà doanh nghiệp đã phải vay với các điều khoản khó khăn trong giai đoạn bình ổn.

Chương trình này giúp duy trì luồng vốn lưu thông trong nền kinh tế, và giảm bớt tình trạng khó khăn của doanh nghiệp. Việc tiếp tục chương trình kích cầu sau khi đã hết giai đoạn giảm nhiệt lạm phát và việc mở rộng sang lĩnh vực đầu tư xây dựng cơ bản không có những lý lẽ vững vàng về mặt kinh tế. Tuy nhiên, quy định về điều kiện được vay theo chương trình hỗ trợ lãi suất cho các dự án đầu tư cũng khá chặt chẽ, đủ để làm hoạt động cho vay theo hai chương trình này sẽ giảm đi trong một vài tháng tới.

Hình 1.4: Dư nợ cho vay theo chương trình hỗ trợ lãi suất.



Những thông báo chính sách liên tiếp về các biện pháp kích thích kinh tế làm thị trường dấy lên quan ngại về những tác động có thể có đối với ngân sách nhà nước và cán cân thanh toán. Những mối lo ngại này càng tăng lên do tình trạng thiếu hoặc không đồng bộ thông tin. Bên cạnh đó, nhiều biện pháp kích thích kinh tế do một số bộ ngành và cơ quan chỉ đạo thực hiện và ít có sự phối hợp với Bộ Tài chính, cũng làm tăng thêm sự không chắc chắn về chi phí thực sự của các biện pháp này, và ai sẽ là người gánh chịu chi phí đó trong ngắn hạn. Theo Ngân hàng Thế giới tại Việt Nam (2009), chi phí của một số biện pháp kích thích kinh tế đã bị ước tính quá cao, và phần chi phí sẽ phải lấy từ ngân sách cũng vậy. Cùng với việc một số nội dung bị tính toán hai lần (tính trùng), điều này dẫn tới những con số lớn một cách bất hợp lý được trích dẫn về tổng quy mô gói kích cầu của Việt Nam (Bảng 1.5).

Gói kích cầu năm 2009 cộng thêm với kế hoạch ngân sách vốn đã phình to, dẫn đến con số bội chi ngân sách chung lớn hơn nhiều so với những năm trước. Bên cạnh những biện pháp rõ rệt được áp dụng để kích cầu kinh tế, giá dầu giảm và hoạt động kinh tế trì trệ đã làm cho số thu ngân sách của chính phủ giảm. Số thu giảm một phần được bù đắp trong sáu tháng cuối năm, khi cả giá hàng hóa trên thị trường quốc tế và hoạt động kinh tế trong nước hồi phục trở lại. Bên cạnh đó còn có một xu hướng mang tính hệ thống thiên về việc đánh giá số thu ngân sách thấp hơn thực tế. Tuy nhiên, bất kể tất cả những yếu tố này, có thể dự báo mức thâm hụt ngân sách chung cho cả năm là khoảng 9,7% GDP.

Bảng 1.5: Quy mô gói kích thích kinh tế

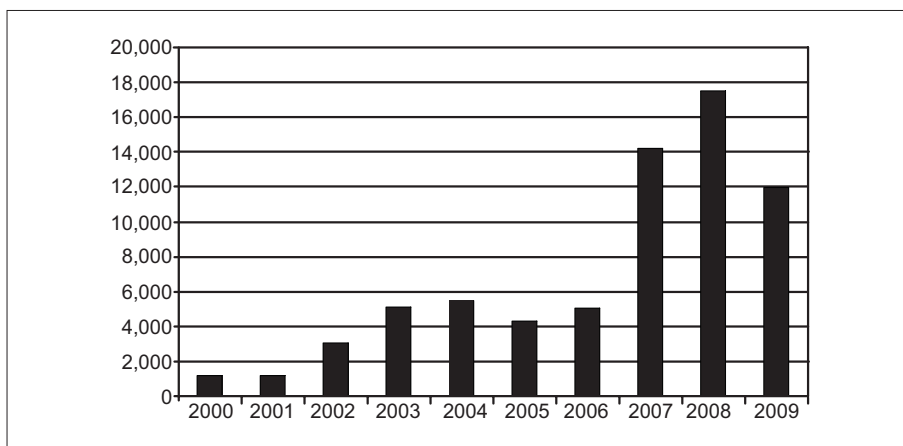
Ngàn tỷ VND	Gói kích thích kinh tế do Chính phủ đề xuất	Ước tính chi phí liên quan tới ngân sách nhà nước
Miễn giảm, giãn thuế (giảm thu ngân sách)	25,4	20,0
Thuế thu nhập doanh nghiệp	10,4	9,9
(PIT) Thuế thu nhập cá nhân	6,5	4,5
(VAT) Thuế giá trị gia tăng	7,4	4,5
(CIT) Thuế môn bài và lệ phí	1,1	1,1
Chi tiêu bổ sung (tăng chi ngân sách)	117,6	45,0
Hỗ trợ lãi suất	17,0	
Tạm ứng ngân sách KH 2010 cho một số	37,2	26,0

DA cấp bách	7,7	5,0
Trái phiếu CP chuyển nguồn từ KH 2008	20,0	14,0
Phát hành bổ sung trái phiếu CP	22,5	
Chuyển nguồn đầu tư từ KH 2008 sang KH năm 2009	3,4	
Hoàn thu hồi vốn đầu tư XDCB ứng trước năm 2009	9,8	
Các khoản chi tiêu đảm bảo an sinh xã hội...		7,1
Tăng vốn vay từ NH Phát triển Việt Nam(so với 2008)	143,0	72,1
Tăng quy mô gói kích thích kinh tế Tính theo % GDP	8,5	4,3

Nguồn: Ước tính của Ngân hàng Thế giới dựa trên số liệu của Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch và Đầu tư và IMF. Chỉ tiêu dựa trên con số dự kiến thực hiện.

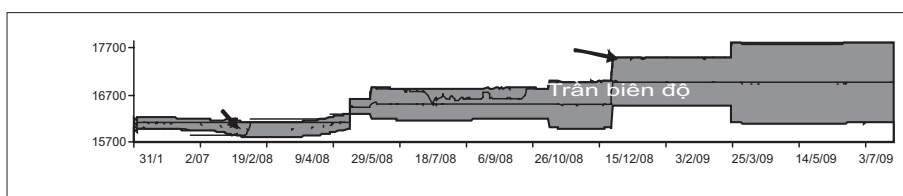
Chương trình kích thích kinh tế, mặc dù có hiệu quả trong việc thúc đẩy hoạt động kinh tế, cũng đã góp phần làm tăng mức độ dễ bị tổn thương với các yếu tố bên ngoài. Tăng trưởng tín dụng tăng nhanh cùng với chính sách tài khóa mở rộng dẫn đến việc gia tăng nhập khẩu đầu vào và do đó, nhập siêu cũng tăng (Hình 1.5)

Hình 1.5: Nhập siêu gia tăng



Nhu cầu ngoại tệ của các đơn vị nhập khẩu tăng lên, cùng với những kỳ vọng của thị trường là tiền đồng có thể bị phá giá đã dẫn đến tình trạng thiếu ngoại tệ đặc biệt trầm trọng vào tháng 5 -7, và một lần nữa vào tháng 11, làm cho chi phí của doanh nghiệp tăng lên rất nhiều. Sự không chắc chắn về mức dự trữ ngoại tệ cũng làm cho nhu cầu đối với vàng và đô la tăng cao do tâm lý phòng rủi ro. Những động thái này dẫn đến áp lực đáng kể đối với tỷ giá, tiền đồng luôn được giao dịch ở tỷ giá sàn của biên độ giao dịch trong một thời gian dài và chênh lệch giữa tỷ giá liên ngân hàng và tỷ giá thị trường tự do tăng lên từ 3-6 phần trăm tùy theo từng thời kỳ.

Hình 1.6: Tiền VNĐ yếu đi



Do nhập siêu tăng và kiều hối giảm, thâm hụt tài khoản vãng lai dự báo sẽ vào khoảng 7,4 tỷ đô la, tương đương 7,9% GDP trong năm 2009. Con số này rõ ràng thấp hơn con số 11,9% trong năm 2008. Khủng hoảng toàn cầu đã dẫn đến sự sụt giảm khối lượng dòng vốn FDI, trong khi dòng vốn đầu tư gián tiếp của các nhà đầu tư nước ngoài cũng không ổn định. Tuy nhiên, cán cân tài khoản vốn ước tính sẽ thặng dư khoảng 10,2 tỷ đô la và đủ để bù đắp thâm hụt tài khoản vãng lai.

Quyết định đầu tư danh mục của các nhà đầu tư trong nước cũng có tác động đến cán cân thanh toán do tình trạng đô la hóa của nền kinh tế và một lượng ngoại tệ lớn đang lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng. Trong sáu tháng đầu năm 2009, các quyết định đầu tư danh mục này đã bị ảnh hưởng bởi kỳ vọng phá giá tiền đồng của thị trường. Việc bố trí lại danh mục của các doanh nghiệp và đầu tư trong nước, chuyển sang các loại tài sản bằng ngoại tệ là căn nguyên của vấn đề “lỗi và sai sót” trong cán cân thanh toán trong ba quý đầu năm 2009. Tính cho cả năm, “lỗi và sai sót” có thể lên đến (âm) 9,4 tỉ USD. Hay nói một cách khác, nền kinh tế Việt Nam có đủ đồng đô la để bù đắp cho thâm hụt tài khoản vãng lai của năm 2009.

Tuy nhiên, không thể coi sự ổn định về giá cả là chuyện đương nhiên. Những hàng hóa được mua bán trên thị trường thế giới, đặc biệt là lương thực thực phẩm chiếm một tỷ trọng lớn trong chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam. Giá cả trong nước của các mặt hàng này rất nhạy cảm với những thay đổi của giá cả thế giới,

qua một trung gian là tỉ giá hối đoái. Sự hồi phục của nền kinh tế toàn cầu cũng đang làm cho giá cả hàng hóa tăng lên, và năm 2010 thậm chí còn tăng nhanh hơn nữa. Việc tiền đồng gần đây mất giá đồng nghĩa với việc là vẫn một mức giá ấy ở trên thị trường thế giới, đo bằng đồng đô la Mỹ, sẽ thể hiện bằng mức giá trong nước cao hơn. Đồng đô la suy yếu có thể làm cho xu hướng này đi nhanh hơn nữa. Chính vì vậy, kể cả khi dùng chính sách tiền tệ thắt chặt thì bước sang năm 2010 lạm phát vẫn có thể tăng nhanh hơn. Để xác định xem liệu sự tăng tốc này có phải là vấn đề đáng lo ngại đối với các nhà hoạch định chính sách hay không, cần phải theo dõi được lạm phát “cốt lõi”, tức là phần của chỉ số giá tiêu dùng nhạy cảm hơn với các áp lực về cầu ở trong nước, so với sự tăng giá đột biến trên thị trường thế giới.

4. Các bài học kinh nghiệm và một số khuyến nghị chính sách

Thực hiện chính sách kích thích tài khoá là một trong những giải pháp chính sách chủ đạo của Chính phủ Việt Nam nhằm đối phó với tác động của khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu. Ngay từ cuối năm 2008, Chính phủ Việt Nam đã ban hành một hệ thống giải pháp chính sách kịp thời nhằm hỗ trợ cho nền kinh tế vượt qua giai đoạn khó khăn, bao gồm: (i) đẩy mạnh đầu tư xây dựng cơ bản từ nguồn vốn ngân sách nhà nước (NSNN) và trái phiếu chính phủ (TPCP); (ii) thực hiện miễn, giảm, giảm thuế nhằm tháo gỡ khó khăn cho các doanh nghiệp và kích thích tiêu dùng tư nhân; (iii) hỗ trợ lãi suất và bảo lãnh của Chính phủ nhằm giúp doanh nghiệp tiếp cận các nguồn tín dụng phục vụ sản xuất, kinh doanh và giải quyết khó khăn phát sinh do khủng hoảng kinh tế; và (iv) thực hiện các khoản chi trực tiếp từ ngân sách nhà nước nhằm đảm bảo an sinh xã hội. Tổng giá trị của gói kích thích kinh tế dự kiến đạt khoảng 143.000 tỷ đồng

Tuy nhiên, bên cạnh đó việc thực hiện gói kích thích này và những vấn đề tồn tại trong nội tại kinh tế Việt Nam cũng có thể tạo ra những rủi ro và mất cân đối vĩ mô. Ở dưới đây, các rủi ro có thể dẫn đến tình trạng mất cân đối vĩ mô, và cuối cùng mất cân đối vĩ mô có thể gây ra những rủi ro lớn hơn đối với ổn định vĩ mô.

Kinh tế thế giới mặc dù còn rất nhiều khó khăn nhưng đã xuất hiện một số dấu hiệu cho thấy kinh tế đang chậm dần và có thể dần hồi phục sớm trong nửa đầu năm 2010. Sự phục hồi và tăng trưởng của một số nước trong nửa đầu năm 2009, điển hình là Trung Quốc và Ấn Độ, và sự ổn định dần của thị trường chứng

khoản toàn cầu nói riêng và hệ thống tài chính thế giới nói chung càng tăng thêm niềm tin về sự sớm phục hồi của kinh tế thế giới.

4.1. Hệ lụy có thể có của chính sách kích thích kinh tế 2009

Có thể nhận thấy, tăng trưởng trong năm 2009 chủ yếu là kết quả của chính sách kích thích kinh tế của chính phủ, những chính sách có tác dụng làm tăng tổng cầu trong nền kinh tế. Tuy nhiên cùng với sự không bền vững của các biện pháp kích thích kinh tế và sử dụng các chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt, thì những yếu kém nội tại trong nền kinh tế nói chung và của hệ thống nói riêng và sự sút giảm đầu tư nước ngoài sẽ khó làm cho Việt Nam có thể đạt được mức tăng trưởng cũ. Việc thanh khoản yếu hơn sẽ hạn chế tăng trưởng tín dụng trong các năm tới. Tuy vậy, Việt Nam vẫn có thể tận dụng được một số lợi thế để thu hút đầu tư nước ngoài như sự ổn định về chính trị, giá lao động rẻ, cơ cấu dân số trẻ và việc cải cách cơ cấu theo các cam kết gia nhập WTO.

Xuất khẩu của Việt Nam phụ thuộc khá lớn vào các thị trường như Mỹ, Nhật Bản và Châu Âu. Khi những tín hiệu hồi phục của các thị trường này còn tương đối yếu ớt thì khả năng gia tăng mạnh xuất khẩu của Việt Nam cũng hạn chế.

Đồng tiền dưới áp lực mất giá. Trong trường hợp không phá giá đồng tiền, khả năng mất thanh khoản trên thị trường ngoại hối và thị trường nội tệ sẽ làm tăng chi phí kinh doanh ở Việt Nam.

Mặc dù lạm phát đã được kiểm soát nhưng những thành tích tăng trưởng gần đây đã cho thấy một số dấu hiệu quay trở lại của lạm phát.

Cán cân thanh toán xấu đi do tình trạng thâm hụt cán cân vãng lai và do tình trạng rút dòng vốn ra lớn.

Dự trữ ngoại tệ không được công bố một cách công khai cũng có thể làm tình hình trở nên khó đoán định và có thể làm cán cân thanh toán càng xấu hơn.

Mặc dù việc tiếp cận với các khoản vay của các đối tác song và đa phương (ADB, Ngân hàng thế giới, Nhật Bản) đã góp phần làm giảm bớt gánh nặng nợ của chính phủ (khoảng 3/4 tổng số nợ của chính phủ là các khoản nợ hỗ trợ phát triển với mức lãi suất thấp) nhưng việc gia tăng nợ nước ngoài (từ 44.1% GDP năm 2007 lên khoảng 50% GDP năm 2010) có thể gây ra những rủi ro cho ổn định kinh tế vĩ mô trong trung và dài hạn.

Tỷ lệ nợ chính phủ cao có thể tạo ra mức thâm hụt tài khóa lớn hơn, và rủi ro về tỷ giá.

4.2. Các lựa chọn chính sách và hệ lụy của chúng đến các cân đối vĩ mô

4.2.1. Bẫy thanh khoản

Về bản chất, “bẫy thanh khoản” hay “bẫy tiền mặt” xảy ra khi đường LM trong mô hình IS-LM trở nên thoải và song song với trục hoành. Trong trường hợp này, bất kỳ biến động nào của lượng tiền cung ứng cũng không gây ảnh hưởng tới lãi suất hoặc ảnh hưởng rất nhỏ. Kết quả là việc nới rộng chính sách tiền tệ không có tác dụng làm dịch chuyển vị trí đường LM; lãi suất không giảm và nhu cầu vay không tăng. Tình trạng này xảy ra khi mặt bằng lãi suất danh nghĩa đã ở mức rất thấp, gần tới 0 khi nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái (trường hợp Nhật Bản thập kỷ 90). Chính sách mở rộng chi tiêu Chính phủ trong điều kiện này lại có tác động rất mạnh tới thu nhập mà ít bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng thoái lui đầu tư (do lãi suất tăng thấp hơn khi nhu cầu vốn của Chính phủ tăng).

Trong điều kiện của Việt Nam hiện nay, những dấu hiệu điển hình của “bẫy thanh khoản” có khác biệt khi lãi suất danh nghĩa chưa tiến tới 0 và lạm phát đang ở mức dưới 10%. Do vậy, việc mở rộng khối tiền cung ứng ban đầu có thể làm cho lãi suất giảm xuống nhưng sau đó tỷ giá tăng lên, hiện tượng di chuyển tiền gửi VND sang tài sản ngoại tệ sẽ xảy ra nhanh chóng và các ngân hàng buộc phải điều chỉnh lãi suất tiền gửi VND trở về mức cũ nhằm hạn chế tình trạng di chuyển tiền gửi (hiện tượng này đang diễn ra tại các NHTM) và ảnh hưởng tới toàn bộ mặt bằng lãi suất. Hiệu ứng kích cầu do mở rộng chính sách tiền tệ trong trường hợp này bị hạn chế.

Một biểu hiện khác của tình trạng “bẫy thanh khoản” là khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế và mức độ sẵn sàng cho vay của hệ thống NHTM.

Việc duy trì dài hạn một chính sách tiền tệ nới lỏng, tuy nhiên, có thể chứa đựng nguy cơ lạm phát và thâm hụt tài khoản vãng lai nếu như sự nới lỏng này không tạo nên động lực điều chỉnh hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp cũng như năng lực quản trị rủi ro cho hệ thống ngân hàng.

4.2.2. Áp lực bội chi ngân sách và hiệu ứng thoái lui đầu tư tư nhân

Cho đến tháng 7/2009, các đợt phát hành trái phiếu Chính phủ vẫn chưa thành công do sự chênh lệch giữa lãi suất thị trường yêu cầu với lãi suất chào thầu của trái phiếu Chính phủ nên các khoản vay nợ Chính phủ vẫn chưa có ảnh hưởng mạnh đối với thị trường vốn. Tuy vậy, việc các ngân hàng cố gắng huy động vốn cho yêu cầu giải ngân gói hỗ trợ lãi suất cũng như mở rộng cho vay tiêu dùng

đang gây sức ép đối với chính mặt bằng lãi suất tiền gửi, đặc biệt trong 3 tháng trở lại đây. Khi mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng, giá các khoản vay nợ của Chính phủ sẽ trở nên đắt hơn. Tình trạng này tạo nên vòng xoáy tăng lãi suất, dẫn tới suy giảm đầu tư tư nhân. Áp lực tăng lãi suất tiền gửi là rất cao khi khối lượng nợ công dự tính trong năm 2009 để bù đắp thiếu hụt ngân sách gần 64.000 tỷ đồng. Bên cạnh đó, Chính phủ Việt Nam cũng đang triển khai kế hoạch phát hành trái phiếu USD với giá trị 1 tỷ USD ở thị trường trong nước. Việc không thực hiện được kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ sau 7 tháng năm 2009 (tỷ lệ trúng thầu là 2469,7 tỷ đồng/19.000 tỷ đồng chỉ đạt 13%) một phần phản ánh sự thiếu hấp dẫn của trái phiếu Chính phủ do lãi suất trúng thầu thấp so với lãi suất đăng ký nhưng mặt khác, phản ánh phần nào tình trạng căng thẳng thanh khoản trên thị trường vốn hiện nay và cảnh báo sự thiếu hụt nguồn để cân bằng ngân sách. Chính sách mở rộng chi tiêu Chính phủ sẽ bị giới hạn ngay từ khâu tìm kiếm nguồn bù đắp.

4.2.3. Lạm phát và hiệu quả sử dụng vốn của nền kinh tế

Nếu nhìn toàn cục, tác dụng của lượng vốn kích cầu thời gian qua là giúp cho hệ thống doanh nghiệp (không phân biệt mức độ rủi ro, năng lực quản trị) không rơi vào đổ vỡ hàng loạt và tránh cho nền kinh tế rơi sâu vào chu kỳ suy thoái. Xu hướng mở rộng chi tiêu Chính phủ kèm theo các dấu hiệu nói lòng kiểm soát tiền tệ kéo dài sẽ gặp phải cản trở lớn là hiệu quả đầu tư của khu vực sản xuất vật chất của Việt Nam là tương đối thấp. Như vậy, giới hạn chính sách nằm ở chỗ: (i) Nguy cơ tái lạm phát là rõ ràng; (ii) Làm mất cơ hội sàng lọc và cơ cấu lại hệ thống doanh nghiệp; (iii) Rủi ro thu hồi vốn vay và sự giảm sút khả năng đáp ứng các nghĩa vụ nợ khác của doanh nghiệp.

4.2.4 Phối hợp các chính sách kinh tế vĩ mô

Tuy nhiên, trong chừng mực nào đó, còn thiếu sự phối hợp trong quá trình điều hành chính sách tài khóa và tiền tệ, chưa có sự nhất quán giữa việc xác định lãi suất trái phiếu Chính phủ với chính sách lãi suất của NHNN. Bên cạnh đó, NHNN cũng không nắm được các khoản thu chi lớn của ngân sách nhà nước, nên bị động trong việc kiểm soát cung tiền trước tác động của các dòng tiền trong khu vực Chính phủ.

Thực trạng CSTT và CSTK thời gian qua cho thấy, mặc dù hai chính sách này đã được tận dụng tối đa và phối hợp khá chặt chẽ, nhưng giới hạn chính sách đang cản trở những tác động tích cực và làm nảy sinh nhiều hệ lụy cho thời gian tới.

4.3. Một số gợi ý chính sách trong thời gian tới

Thứ nhất, về quy mô kích cầu và hướng sử dụng chính sách. Với quy mô kích cầu được tính toán có thể lên tới 10% GDP, gánh nặng nợ công đối với ngân sách Chính phủ đang tiến dần tới ngưỡng nguy hiểm khi xem xét đến các nguồn tài trợ thâm hụt truyền thống. Để giải quyết bài toán nguồn tài trợ ngân sách, có thể sử dụng phối hợp nguồn tài trợ ngân sách từ thị trường trong nước và từ thị trường nước ngoài. Sử dụng chính sách vay nợ nước ngoài nhằm tạo nguồn cho các khoản chi tiêu của Chính phủ sẽ giải quyết được các bài toán đặt ra: bù đắp thâm hụt ngân sách; hạ thấp mặt bằng lãi suất, cân bằng thị trường ngoại hối... Các chỉ tiêu giám sát nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam cho thấy Việt Nam vẫn còn khả năng vay nợ nước ngoài trong phạm vi an toàn. Vấn đề là các khoản nợ vay cấp bách trước mắt phải được sử dụng đúng mục đích và có hiệu quả, đảm bảo nguồn trả nợ trong tương lai. Bên cạnh đó, cũng cần tính tới những ảnh hưởng tiêu cực của chính sách vay nợ nước ngoài liên quan đến việc giảm tỷ giá, hạn chế hoạt động xuất khẩu, làm trầm trọng thêm tình trạng thâm hụt cán cân thương mại mặc dù trước mắt đây là nguồn bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai.

Thứ hai, áp dụng ngay các giải pháp nhằm hạn chế rủi ro tín dụng đối với gói hỗ trợ lãi suất. Hoàn thiện cơ chế quản trị rủi ro và nâng cao hiệu quả, quyền lực của thanh tra, giám sát ngân hàng. Tiếp tục duy trì hướng kích cầu nhưng cần tăng cường kiểm soát chất lượng tín dụng đối với các khoản tín dụng hỗ trợ lãi suất ngắn hạn sẽ đến hạn vào tháng 10/2009. Trong điều kiện này, cần có quan điểm linh hoạt khi thực hiện chủ trương thắt chặt tín dụng. Tuy nhiên, giới hạn tín dụng không nên áp dụng đồng loạt đối với tất cả các ngân hàng mà tùy thuộc vào quy mô ngân hàng và chất lượng tín dụng cụ thể của từng ngân hàng. Mức dư nợ khống chế 27% là áp dụng cho cả hệ thống NHTM. Hơn nữa, không nên quá coi trọng tỷ lệ và chỉ nhằm mục tiêu đạt được tỷ lệ tăng trưởng dư nợ tín dụng mà cần tập trung vào khâu kiểm soát sao cho vốn tín dụng được sử dụng hiệu quả nhất. Thứ ba, đối tượng sử dụng tín dụng cần được kiểm soát chặt chẽ, tránh tình trạng rủi ro đạo đức nảy sinh trong trường hợp nguồn tín dụng trở nên khan hiếm.

Thứ ba, xây dựng một ngân sách bền vững và cải thiện hiệu quả sử dụng vốn. Cải cách lại cơ chế cấp phát ngân sách và kiểm soát chặt chẽ khoản chi nhằm đảm bảo chi ngân sách hiệu quả là yêu cầu cấp thiết hiện nay.

Cải cách cơ chế cấp phát ngân sách và kiểm soát chặt chẽ các khoản chi tiêu, có biện pháp giảm thất thoát trong chi tiêu đối với các dự án và công trình lớn nhưng không hiệu quả, đảm bảo yêu cầu kiểm soát chi tiêu hiệu quả hơn là chỉ

nhằm mục tiêu kiểm soát việc chấp hành chế độ. Có biện pháp quyết liệt về cải cách doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp nhà nước (DNNN), nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đầu tư, đặc biệt là vốn ngân sách nhà nước. Rà soát lại hệ thống DNNN, xử lý kiên quyết các doanh nghiệp làm ăn thua lỗ. Cần tính đến ảnh hưởng tiêu cực của chính sách vay nợ nước ngoài liên quan đến tỉ giá, hoạt động xuất khẩu và cán cân thương mại, không để ảnh hưởng xấu đến cán cân vãng lai và cán cân thanh toán.

Thứ tư, NHNN thực hiện chủ trương điều hành chính sách tiền tệ theo hướng nới lỏng một cách thận trọng.

- Tiếp tục giảm lãi suất để khuyến khích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, chống suy thoái trên diện rộng.

- Thực hiện các cơ chế, chính sách khuyến khích đối với cho vay chứng khoán và cho vay bất động sản đồng thời kiểm tra chặt chẽ việc cho vay này

- Việc tăng trưởng tín dụng và cung tiền cần phải được giám sát chặt chẽ, vừa đảm bảo cung ứng đủ vốn phục vụ sản xuất kinh doanh, đồng thời duy trì tăng trưởng kinh tế bền vững. Phát huy vai trò của Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng (được thành lập ngày 30/07/2009) trong việc thanh tra, giám sát việc thực thi pháp luật về tiền tệ và hoạt động ngân hàng cũng như cảnh báo rủi ro trong hoạt động ngân hàng để từ đó kiến nghị biện pháp ngăn chặn và xử lý thích hợp.

- Tăng sự linh hoạt trong điều hành tỷ giá để hướng sản xuất từ khu vực ngoại thương (xuất khẩu) sang khu vực phi ngoại thương (thị trường trong nước) để giảm việc phụ thuộc vào XK, tăng cường kích thích tiêu dùng trong nước trong giai đoạn hiện nay

Thứ năm, Ngân hàng Nhà nước tiếp tục điều hành linh hoạt, đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ kết hợp với chính sách tài khoá nhằm ổn định thị trường tiền tệ, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý.

Thứ sáu, giảm giá dần VND có kiểm soát. Chính sách này sẽ giúp thúc đẩy xuất khẩu, làm giảm thâm hụt cán cân thương mại trong bối cảnh chi tiêu chính phủ đang rất lớn dẫn tới thâm hụt NSNN và cán cân thương mại cao.

Thứ bảy, thiết lập mạng lưới an sinh xã hội rộng khắp. Đây là một biện pháp có tính dài hạn mang lại xã hội ổn định làm nền tảng cho tăng trưởng kinh tế, đồng thời kích thích tiêu dùng nội địa, giảm sự phụ thuộc vào thị trường bên ngoài.

Thứ tám, tiếp tục đẩy mạnh cải cách DNNN, thúc đẩy quá trình cổ phần hoá DNNN.

Kết luận

Đã có nhiều nghiên cứu trên thế giới đã cho thấy mối quan hệ giữa cân đối kinh tế vĩ mô và tăng trưởng. Các nghiên cứu này đều cho rằng ổn định vĩ mô là điều kiện cần cho tăng trưởng bền vững. Đặc biệt, khi cân đối vĩ mô bị phá vỡ thì nền kinh tế có thể rơi vào khủng hoảng và suy thoái.

Trong giai đoạn đầu đổi mới, Việt Nam cũng đã từng bị khủng hoảng với lạm phát phi mã, thâm hụt ngân sách và cán cân vãng lai. Việt Nam đã thực hiện các chính sách cải cách và ổn định vĩ mô năm 1989 và 1992 tương đối thành công. Chính ổn định vĩ mô đã là một nhân tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm 1993-1996. Trong giai đoạn 1997-1999, Việt Nam chịu tác động từ cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á, cùng với sự chững lại của các cải cách cơ cấu đã dẫn đến tăng trưởng thấp hơn giai đoạn trước đó. Việt Nam đã thực hiện một số giải pháp chính sách như kích cầu, thúc đẩy cải cách hội nhập. Các chính sách này đã giúp Việt Nam tăng trưởng mạnh trở lại trong giai đoạn 2002-2007. Tuy nhiên, từ cuối năm 2007 đến nay, nền kinh tế Việt Nam trải qua những khó khăn nhất định. Những khó khăn này có một phần nguyên nhân là do những ảnh hưởng trực tiếp từ các cú sốc giá, sự suy thoái chung của nền kinh tế toàn cầu và một phần nguyên nhân chính là những vấn đề nội tại của nền kinh tế và phản ứng chính sách. Những điều này đã góp phần phá vỡ các cân đối vĩ mô của Việt Nam.

Giống như nhiều quốc gia khác, chính phủ Việt Nam cũng sử dụng nhiều chính sách kinh tế vĩ mô để tái tạo sự ổn định vĩ mô chung. Những chính sách này đã tạo ra những thành quả nhất định, mặc dù hệ lụy của những chính sách này tới sự bền vững của các cân đối vĩ mô còn là một dấu hỏi.

Để hạn chế tối đa những hệ lụy của các chính sách kích thích kinh tế, trong thời gian tới Việt Nam cần:

□ **Thứ nhất,** sử dụng phối hợp nguồn tài trợ ngân sách từ thị trường trong nước và từ thị trường nước ngoài. Với quy mô kích cầu được tính toán có thể lên tới 10% GDP, gánh nặng nợ công đối với ngân sách Chính phủ đang tiến dần tới ngưỡng nguy hiểm khi xem xét đến các nguồn tài trợ thâm hụt truyền thống. Để giải quyết bài toán nguồn tài trợ ngân sách, có thể sử dụng phối hợp nguồn tài trợ ngân sách từ thị trường trong nước và từ thị trường nước ngoài. Các chỉ tiêu giám sát nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam cho thấy Việt Nam vẫn

còn khả năng vay nợ nước ngoài trong phạm vi an toàn. Vấn đề là các khoản nợ vay cấp bách trước mắt phải được sử dụng đúng mục đích và có hiệu quả, đảm bảo nguồn trả nợ trong tương lai. Bên cạnh đó, cũng cần tính tới những ảnh hưởng tiêu cực của chính sách vay nợ nước ngoài liên quan đến việc giảm tỷ giá, hạn chế hoạt động xuất khẩu, làm trầm trọng thêm tình trạng thâm hụt cán cân thương mại mặc dù trước mắt đây là nguồn bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai.

□ **Thứ hai**, áp dụng ngay các giải pháp nhằm hạn chế rủi ro tín dụng đối với gói hỗ trợ lãi suất. Hoàn thiện cơ chế quản trị rủi ro và nâng cao hiệu quả, quyền lực của thanh tra, giám sát ngân hàng.

□ **Thứ ba**, NHNN thực hiện chủ trương điều hành chính sách tiền tệ theo hướng nói lỏng một cách thận trọng.

□ **Thứ tư**, Ngân hàng Nhà nước tiếp tục điều hành linh hoạt, đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ kết hợp với chính sách tài khoá nhằm ổn định thị trường tiền tệ, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý

□ **Thứ năm**, giảm giá dẫn VND có kiểm soát:

□ **Thứ sáu**, thiết lập mạng lưới an sinh xã hội rộng khắp

□ **Thứ bảy**, tiếp tục đẩy mạnh cải cách DNNN, thúc đẩy quá trình cổ phần hoá DNNN.

□ **Thứ tám**, xây dựng một ngân sách bền vững và cải thiện hiệu quả sử dụng vốn. Cải cách lại cơ chế cấp phát ngân sách và kiểm soát chặt chẽ khoản chi nhằm đảm bảo chi ngân sách hiệu quả là yêu cầu cấp thiết hiện nay.

Tài liệu tham khảo

Tiếng Anh

1. Arnold C. Harberger, 2000, Monetary Policy In Post-Crisis Period, Paper Presented at Jakarta, 2000

2. Aslı Demirgüç-Kunt, Luis Servén, 2009, Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro and Financial Policies, WB Working Paper No. 4807

3. Edwin M. Truman, 2009, How Quickly Can We Recover from the Global Financial Crisis?, Remarks at the Inaugural Symposium of the US-Japan Research Institute, Fitch Ratings, 2009, Vietnamese Banks: Focus on Asset Quality, a Special Report, IMF, 2009, Vietnam Country Report 2008 IMF, 2009, World Economic Outlook: Sustaining The Recovery, Nov. 2009

4. Leonardo Hernandez and Peter J. Montiel, 2001, Post-Crisis Exchange Rate Policy In Five Asian Countries: Filling in the “Hollow Middle”? Paper presented at the High Level Seminar iExchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?, organized by the IMF Institute, held in Washington DC, March 19-20, 2001 Moodys’ Global Banking, 2009, Vietnam: Banking System Outlook OECD, 2009, Financial Crisis: Reform and Exit Strategies, Paris, 2009

5. Paul Hilbers, 2004, Interaction of Monetary and Fiscal Policies: Why Central Bankers Worry about Government Budgets, presented at an IMF Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., May 24-June 4, 2004

6. Pier Carlo Padoan, 2009, Fiscal Policy in the Crisis: Impact, Sustainability, and Long-Term Implications, ADBi working paper No 178, Shinji Takagi, The Global Financial Crisis and Macroeconomic Policy Issues in Asia, ADBi

7. Policy Brief No 32.

8. World Bank Vietnam, 2009, Taking stock, mimeo for Consultative Group Meeting for Vietnam, 12/2009

9. Yuri SATO, 2003, Post-Crisis Economic Reform in Indonesia: Policy for Intervening in Ownership in Historical Perspective, IDE Research Paper No 04

Tiếng Việt

1. Dương Thu Hương, 2006, “Giải pháp xây dựng và phối hợp điều hành chính sách tiền tệ với các chính sách kinh tế vĩ mô khác giai đoạn 2000-2010 và giai đoạn 2010-2020”, trong kỷ yếu hội thảo Vai trò của hệ thống ngân hàng trong 20 năm đổi mới ở Việt Nam do Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Kinh tế và Ngân sách tổ chức tháng 1/2006

2. Hoàng Thế Thỏa và Phạm Đức Toàn, “Khái quát về chiến lược hội nhập kinh tế quốc tế của ngành ngân hàng Việt Nam đến 2010”, trong kỷ yếu hội thảo Vai trò của hệ thống ngân hàng trong 20 năm đổi mới ở Việt Nam do Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Kinh tế và Ngân sách tổ chức tháng 1/2006.

3. Lê Xuân Nghĩa, 2006, “Một số vấn đề về chiến lược phát triển ngành ngân hàng Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020”, trong kỷ yếu hội thảo Vai trò của hệ thống ngân hàng trong 20 năm đổi mới ở Việt Nam do Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Kinh tế và Ngân sách tổ chức tháng 1/2006.

4. Ngân hàng Nhà nước, 2009, Tóm tắt hội thảo “tăng cường hiệu quả phối hợp giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa nhằm đảm bảo ổn định và phát triển kinh tế ở Việt Nam” tổ chức tại Hà Nội, 2009

5. Nguyễn Đại Lai và đồng sự, 2006, “Nghiên cứu phân tích hệ thống các quy định về biện pháp thận trọng trong hoạt động ngân hàng tại Việt Nam và khả năng thay đổi để đảm bảo an toàn hệ thống phù hợp với các quy tắc thương mại mà Việt Nam ký kết” trong cuốn “nghiên cứu về dịch vụ ngân hàng trong bối cảnh hội nhập quốc tế” do Sứ quán Pháp tại Hà Nội, Ủy ban về Hợp tác kinh tế quốc tế phối hợp xuất bản, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội

6. Nguyễn Kim Thanh, 2006, “Đổi mới điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam từ năm 1990 đến nay”, trong kỷ yếu hội thảo Vai trò của hệ thống ngân hàng trong 20 năm đổi mới ở Việt Nam do Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Kinh tế và Ngân sách tổ chức tháng 1/2006

7. Nguyễn Ngọc Bảo, 2009, Một số vấn đề về cơ chế điều hành lãi suất hiện nay của Ngân hàng Nhà nước đối với ổn định thị trường tiền tệ, Tham luận tại hội thảo “Vai trò chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế Việt Nam sau thời kỳ suy giảm”, tại Đà Lạt, tháng 8, 2009

8. Nguyễn Quang Thép, 2006, “Đổi mới cơ cấu tổ chức của Ngân hàng Nhà nước, yếu tố quan trọng đảm bảo thành công của công cuộc đổi mới và phát triển ngành ngân hàng”, trong kỷ yếu hội thảo Vai trò của hệ thống ngân hàng trong

20 năm đổi mới ở Việt Nam do Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Kinh tế và Ngân sách tổ chức tháng 1/2006

9. Nguyễn Thị Hồng, 2006, “Hệ thống ngân hàng Việt Nam: khẳng định vai trò trung gian tài chính qua hơn 20 năm đổi mới”, trong kỷ yếu hội thảo Vai trò của hệ thống ngân hàng trong 20 năm đổi mới ở Việt Nam do Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Kinh tế và Ngân sách tổ chức tháng 1/2006

10. Nguyễn Văn Giàu, 2009, Chính sách tiền tệ đối với ổn định và phát triển kinh tế - xã hội trong bối cảnh khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế thế giới, Tham luận tại hội thảo “Vai trò chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế Việt Nam sau thời kỳ suy giảm”, tại Đà Lạt, tháng 8, 2009

11. Tô Kim Ngọc, Giới hạn của chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá trong kích cầu ở Việt Nam, tạp chí Ngân hàng, 10/2009

12. Trần Bắc Hà, 2009, Vai trò chính sách tiền tệ tại Việt Nam và một số khuyến nghị chính sách sau suy giảm kinh tế, Tham luận tại hội thảo “Vai trò chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế Việt Nam sau thời kỳ suy giảm”, tại Đà Lạt, tháng 8, 2009

13. Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung Ương, 2009, Báo cáo đánh giá tác động hai năm gia nhập WTO đến kinh tế Việt Nam (không xuất bản)

14. Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung Ương, 2009, Báo cáo kinh tế Việt Nam năm 2008, Nhà xuất bản Tài Chính, Hà Nội

15. Võ Trí Thành (chủ biên), Lê Xuân Sang (đồng chủ biên), Đinh Hiền Minh, Trịnh Quang Long, 2004, Thị trường tài chính Việt Nam: thực trạng, vấn đề và giải pháp chính sách, Nhà xuất bản Tài chính, Hà Nội

16. Công báo, nhiều kỳ

CHƯƠNG II

GIÁM SÁT GIAO DỊCH

CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

TS. Lê Trung Thành

Học viện Chính sách và Phát triển, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

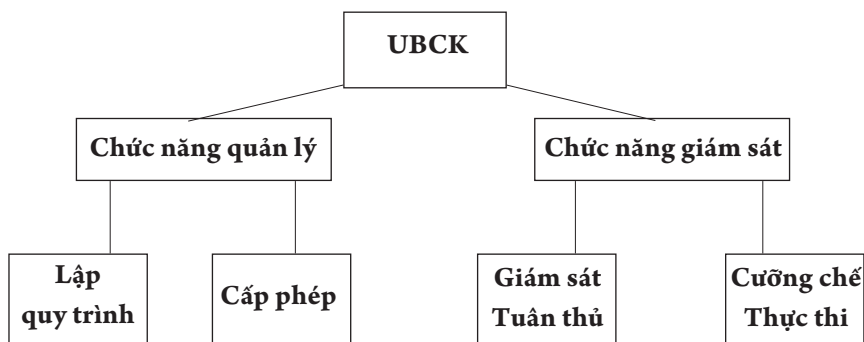
Thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán (TTCK) nói riêng đóng vai trò quan trọng cho việc thu hút vốn đầu tư cho phát triển kinh tế. Giống như các hoạt động tài chính khác, hoạt động của thị trường chứng khoán cũng chứa đựng đầy rủi ro tiềm ẩn cho các nhà đầu tư, trong một số trường hợp sự suy giảm hay sụp đổ của nó gây ra những hậu quả nghiêm trọng cho hệ thống tài chính và nền kinh tế. Vì vậy, khi thị trường chứng khoán càng phát triển thì các công cụ giám sát hoạt động của thị trường cũng ngày càng được hoàn thiện với sự nỗ lực rất lớn của Chính phủ cũng như các tác nhân khác tham gia thị trường.

Ở Việt Nam, Chính phủ trong nhiều năm qua đã thực hiện nhiều giải pháp nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán, nhờ đó mà hoạt động thị trường có nhiều khởi sắc với sự tham gia niềm yết ngày càng nhiều của nhiều doanh nghiệp và tham gia giao dịch của nhiều nhà đầu tư trong và ngoài nước. Thị trường chứng khoán Việt Nam không ngừng tăng trưởng và phát triển trong những năm vừa qua đã đóng góp nhất định trong việc thúc đẩy quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, thu hút vốn đầu tư cho phát triển kinh tế. Thế nhưng, cũng giống như thị trường chứng khoán khác ở các nước đang phát triển, hoạt động của thị trường chứng khoán ở Việt Nam cũng chứa đựng đầy rủi ro với những biểu hiện như: tình trạng thông tin không cân xứng, giao dịch nội gián, không tuân thủ các qui định ở cả nhà môi giới và nhà đầu tư. Tình trạng này nếu không được khắc phục, thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ khó có thể phát triển bền vững. Điều đó đặt ra yêu cầu cấp bách phải tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

1. Giám sát giao dịch chứng khoán

Giám sát thị trường chứng khoán là một trong hai chức năng của Ủy ban Chứng khoán (UBCK) hoặc các cơ quan giám sát tài chính có chức năng tương đương ở các TTCK trên thế giới, bên cạnh chức năng quản lý thị trường.

Sơ đồ 1: Chức năng của UBCK hoặc các cơ quan giám sát tài chính



Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước ¹)

Nội dung của giám sát thị trường chứng khoán bao gồm:

Một là, giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán. Đây là nội dung chính của giám sát TTCK, vì thực chất, TTCK là tập hợp của các quan hệ giao dịch mua bán, chuyển nhượng chứng khoán.

Hai là, giám sát các chủ thể hoạt động trên TTCK nhằm đảm bảo sự tuân thủ luật pháp và hạn chế rủi ro của những chủ thể này, không bao gồm sự tham gia của các chủ thể này trong giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán. Các nội dung giám sát đối với hoạt động của các chủ thể này có thể kể đến như giám sát hoạt động phát hành ra công chứng của các công ty đại chúng, giám sát hoạt động của công ty chứng khoán (CTCK), quỹ đầu tư (QĐT) và các trung gian tài chính khác.

Như vậy, *giám sát giao dịch chứng khoán* thuộc nội dung thứ nhất của giám sát thị trường chứng khoán. Trên cơ sở khái niệm chung về *giám sát thị trường chứng khoán*, khái niệm *giám sát giao dịch chứng khoán* có thể được tiếp cận theo nhiều cách khác nhau.

Theo Investopedia ², giám sát giao dịch chứng khoán là hoạt động điều tra và phòng ngừa các giao dịch thao túng, nội gián và các vi phạm pháp luật khác về giao dịch chứng khoán.

¹ Đề án thành lập Ban Giám sát, UBCKNN, 2007

² <http://www.investopedia.com>

Theo Securities Market³ in Japan , giám sát giao dịch chứng khoán là việc tổng hợp và phân tích thông tin thị trường nhằm phát hiện những giao dịch không công bằng, những hành vi vi phạm pháp luật và quy định.

Sự liên hệ mật thiết của những mục tiêu giám sát đảm bảo rằng thị trường tiếp tục được công khai hoàn toàn, nhà đầu tư được bảo vệ các quyền và lợi ích hợp pháp.

Những phân tích trên cho phép khái quát như sau: *giám sát giao dịch chứng khoán là việc chủ thể giám sát theo dõi, phân tích giao dịch, kiểm tra đối tượng giám sát nhằm ngăn ngừa, phát hiện và xử lý kịp thời các vi phạm, duy trì sự công bằng và tính hiệu quả của thị trường chứng khoán, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư.*

Hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán thực hiện với sự trợ giúp của hệ thống máy tính, phần mềm chuyên dùng, các tài liệu, báo cáo, cơ sở dữ liệu, các chỉ tiêu giám sát, trong khuôn khổ các quy định pháp luật về chứng khoán và TTCK.

2. Mô hình giám sát thị trường chứng khoán

Tại hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới, mô hình giám sát thị trường bao gồm hai cấp: cấp giám sát thứ nhất do các tổ chức tự quản thực hiện và cấp giám sát thứ hai do cơ quan quản lý thực hiện (UBCK hoặc cơ quan giám sát tài chính). Do các tổ chức tự quản có mục tiêu đầu tiên là bảo vệ lợi ích của các thành viên của tổ chức nên cơ quan quản lý là UBCK cần thực hiện việc giám sát ở cấp độ cao hơn nhằm thực hiện mục tiêu bảo vệ nhà đầu tư và duy trì sự ổn định của thị trường. Giám sát của tổ chức tự quản chủ yếu tập trung phát hiện và xử lý (trong phạm vi quyền hạn của tổ chức) những giao dịch và hành vi kinh doanh, đầu tư bất thường của các thành viên và nhà đầu tư tham gia thị trường. Trong khi đó, giám sát của UBCK bao trùm toàn bộ thị trường, hoạt động của các tổ chức tự quản, các trung gian tài chính, thành viên thị trường cũng như người hành nghề và nhà đầu tư. Hai cấp giám sát này cần được liên kết và phối hợp chặt chẽ để tạo nên hiệu quả của công tác giám sát và thực thi luật pháp. Mô hình giám sát hai cấp của TTCK Mỹ⁴ là một ví dụ điển hình (Sơ đồ 3.1).

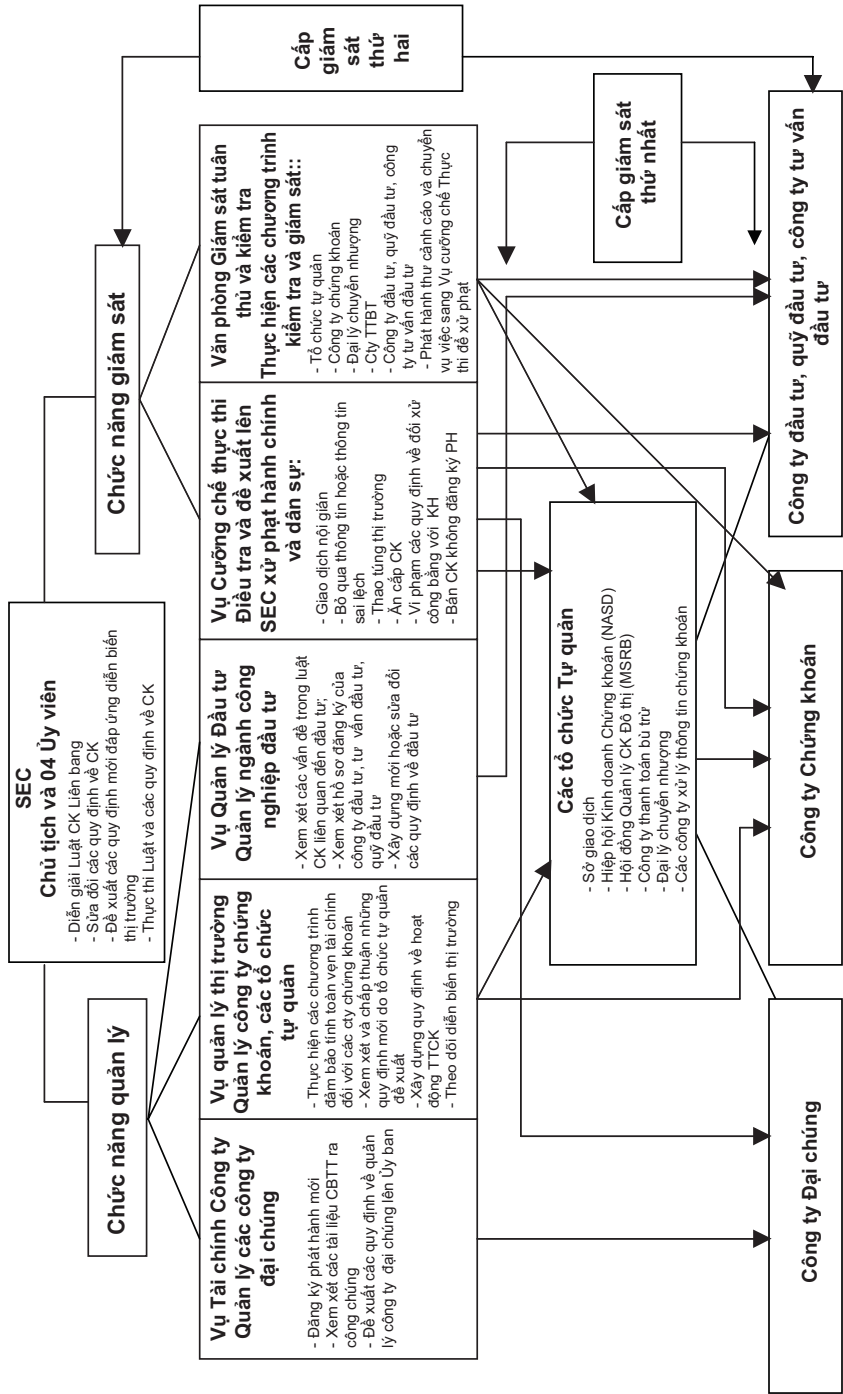
Để thực hiện tốt hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán, tại một số thị trường phát triển, UBCK đã thực hiện việc chuyên biệt hóa các cơ quan giám sát và cơ quan cưỡng chế thực thi luật pháp.

Nhật Bản là một trường hợp cho thấy rõ nhất sự đề cao vai trò của công tác giám sát khi UBCK của Nhật là SESC (Securities and Exchange Surveillance Commission) chỉ thực hiện riêng chức năng giám sát và cưỡng chế thực thi luật pháp trên thị trường chứng khoán. Các đơn vị trực thuộc SESC đảm nhiệm hai mảng công tác: giám sát tuân thủ do Phòng Giám sát Thị trường và Phòng Giám sát tuân thủ thực hiện; thanh tra, xử phạt do Phòng Cưỡng chế Thực thi luật pháp thực hiện.

³ Securities Market in Japan (2005), Securities Institute

⁴ Annual 2008 - www.sec.gov

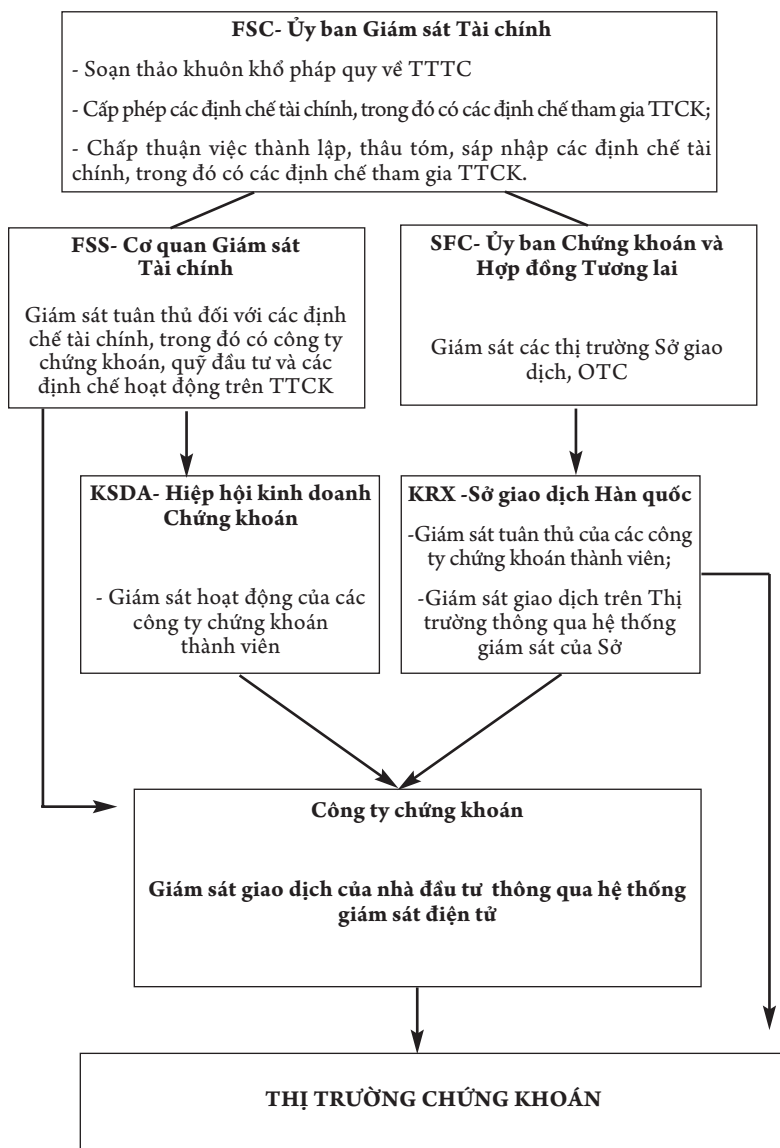
Sơ đồ 2: Mô hình giám sát của thị trường chứng khoán Mỹ



Tại TTCK Hàn Quốc, chức năng giám sát cũng được chuyên biệt hóa:

- Ủy ban Giám sát Tài chính (FSC - Financial Supervisory Commission) là cơ quan trực thuộc Chính phủ, thực hiện quản lý ở cấp cao nhất đối với thị trường chứng khoán. Để thực hiện nhiệm vụ giám sát thị trường chứng khoán, FSC thành lập hai tổ chức trực thuộc, được gọi là hai “cánh tay giám sát” chuyên biệt là Cơ quan Giám sát Tài chính (FSS – Financial Supervisory Services) và Ủy ban Chứng khoán và Hợp đồng tương lai (SFC – Securities and Future Commission).

Sơ đồ 3: Mô hình giám sát của thị trường chứng khoán Hàn Quốc



(Nguồn: SGDCCK Hàn Quốc – www.kse.or.kr)

FSS (Financial Supervisory Services) trực thuộc FSC, là cơ quan thừa hành, kiểm tra và giám sát các định chế tham gia thị trường tài chính.

- SFC (Securities and Future Commission) thực hiện việc giám sát các hành vi vi phạm trên thị trường chứng khoán và hợp đồng tương lai, giám sát việc thực hiện các quy định về kiểm toán, kế toán.

Tại Hồng Kông, trong cơ cấu của SFC có Vụ Cường chế Thực thi Luật pháp (Enforcement Department) thực hiện việc điều tra và xử phạt và Vụ Giám sát Thị trường (Supervision of Markets Department) thực hiện công tác giám sát các trung gian tài chính trên TTCK và các tổ chức tự quản⁵.

Kinh nghiệm cho thấy để đảm bảo hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán, quan hệ giữa các chủ thể giám sát cần được xác lập một cách khoa học, phù hợp với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Nghiên cứu mối quan hệ trong giám sát giao dịch chứng khoán của UBCK và các tổ chức tự quản để hiểu rõ hơn các nguyên tắc của mô hình giám sát. Mối quan hệ này cần được xem xét dưới hai góc độ:

- Các tổ chức tự quản là đối tượng giám sát của UBCK
- Các tổ chức tự quản là chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán.

Qua nghiên cứu các mô hình giám sát của một số TTCK trên thế giới, có thể thấy 2 mô hình đặc trưng là mô hình của TTCK Nhật Bản và TTCK Mỹ. Với mô hình của Nhật Bản, chức năng giám sát của UBCK được chú trọng, phạm vi giám sát của UBCK bao trùm toàn bộ thị trường, bao gồm giám sát công ty đại chúng, giám sát thị trường, giám sát CTCK và Quỹ đầu tư, giám sát tổ chức tự quản. Trong khi đó, mô hình của Mỹ cho thấy sự phân quyền đáng kể cho các tổ chức tự quản trong việc giám sát thị trường và giám sát công ty đại chúng, UBCK Mỹ chỉ làm nhiệm vụ giám sát các CTCK, các Quỹ đầu tư và các tổ chức tự quản.

3. Kiểm định tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam

Theo Michael J Aitken và James H Berry mục tiêu giám sát thực chất là để duy trì một thị trường chứng khoán công bằng và hiệu quả⁶. Mặc dù có rất nhiều cách hiểu về sự công bằng và hiệu quả, nhưng có thể hiểu một cách khái quát:

⁵ <http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/aboutsfc/structure/structure.html>

⁶ Michael J Aitken and James H Berry, NSW 2006, MARKET SURVEILLANCE AT THE AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE: AN OVERVIEW

- Thị trường công bằng là thị trường mà mọi nhà đầu tư tham gia phải đối mặt với các điều kiện giao dịch như nhau. Ví dụ, lệnh được khớp dựa trên thời gian được chuyển tới hệ thống, không có người tham gia giao dịch hợp pháp nào đạt được quyền ưu tiên (ví dụ như người nắm thông tin ở các cơ quan nhà nước hoặc trong các công ty), vì vậy, không có nhà đầu tư tham gia giao dịch dựa trên những thông tin đặc quyền (giao dịch nội gián).

- Thị trường hiệu quả là thị trường mà người tham gia không thể can thiệp vào sức mạnh cung và cầu của thị trường tự do như giá của chứng khoán niêm yết. Nếu sự can thiệp diễn ra thì nó được ví như sự thao túng thị trường.

Như vậy, nếu giám sát giao dịch chứng khoán được thực hiện thì thị trường chứng khoán sẽ đạt được một mức hiệu quả nào đó. Đây là cơ sở lý thuyết quan trọng để kiểm định tính hiệu quả của TTCKVN nhằm đánh giá mức độ tác động của hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán đối với thị trường.

Lý thuyết thị trường hiệu quả là một trong những lý thuyết chính thống và nền tảng của ngành tài chính, là cơ sở cho các nghiên cứu và phân tích chứng khoán. Đầu thế kỷ 20, các nghiên cứu về thị trường hiệu quả bắt đầu được công bố, sau nhiều năm, lý thuyết thị trường hiệu quả chính thức và chi tiết được tác giả E.F.Fama công bố năm 1969.

Theo E.F.Fama, *thị trường hiệu quả⁷ là thị trường được điều chỉnh tức thời bởi các thông tin mới*. Một thị trường được coi là hiệu quả phải thỏa mãn các giả định của lý thuyết thị trường hiệu quả, đó là:

Thứ nhất, phải có một số lượng lớn các đối thủ cạnh tranh trên thị trường, với mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận, tiến hành phân tích và định giá chứng khoán độc lập với nhau.

Thứ hai, thông tin mới được công bố hoàn toàn ngẫu nhiên và tự động.

Thứ ba, các nhà đầu tư trên thị trường luôn điều chỉnh lợi nhuận kỳ vọng thông qua giá chứng khoán khi thông tin được công bố, giá chứng khoán phản ứng tức thời với các thông tin mới được công bố.

Theo F. Mishkin⁸, một thị trường được coi là thị trường hiệu quả theo nghĩa thông tin phải thỏa mãn các điều kiện:

⁷ E.F.Fama, "Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics* (September 1998)

⁸ F.Mishkin, 2004, *The economics of money, banking, and financial markets*, 7th ed, Pearson Addison Wesley

Một là, thị trường không có “ma sát”, hay những rào cản về thuế và phí đối với nhà đầu tư là thấp nhất.

Hai là, chi phí tích tụ, tập trung và phân phối vốn là nhỏ nhất.

Ba là, phân phối vốn một cách hiệu quả thông qua cơ chế xác lập giá và thầu tóm trên TTCK.

Bốn là, thị trường phải là thị trường hoàn hảo, tức là thông tin phải hoàn hảo, cạnh tranh phải hoàn hảo và sự can thiệp của Nhà nước là thấp nhất có thể.

Các nghiên cứu về thị trường hiệu quả đều cho rằng, có 3 cấp độ hay 3 dạng hiệu quả, đó là thị trường hiệu quả dạng yếu, thị trường hiệu quả dạng trung bình và thị trường hiệu quả dạng mạnh. Nếu một thị trường không đạt được mức hiệu quả dạng yếu thì đương nhiên không đạt được mức hiệu quả cao hơn, tức là dạng trung bình và dạng mạnh.

Chuỗi số liệu dùng để kiểm định

Việc kiểm định thực hiện với chuỗi số liệu chỉ số VN-Index⁹ của Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (SGDCK TPHCM), chia thành các chuỗi ở những giai đoạn trước và sau khi Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội (TTGDCKHN) chính thức khai trương sàn giao dịch cổ phiếu niêm yết tháng 7/2005.

- Chuỗi VN-Index 1 được xác định trong toàn bộ thời kỳ vận hành của SGDCK TPHCM, tức là từ 28/7/2000 đến ngày 31/12/2008.

- Chuỗi VN-Index 2 được xác định trong giai đoạn đầu, khi TTGDCKHN chưa bắt đầu hoạt động, tức là từ ngày đầu giao dịch đến tháng 7/2005.

- Chuỗi VN-Index 3 được xác định trong giai đoạn sau khi TTGDCKHN bắt đầu hoạt động, tức là từ tháng 7/2005 đến ngày 31/12/2008.

Việc chia chuỗi VN-Index thành các thời kỳ khác nhau để đảm bảo việc đánh giá khách quan hơn, chính xác hơn khi điều kiện thị trường thay đổi.

Phương pháp kiểm định

Tính hiệu quả của TTCKVN được kiểm định bằng phương pháp kiểm định tham số thông qua mô hình hồi quy. Mô hình này xem xét sự thay đổi giá trong quá khứ có ngẫu nhiên hay không, đánh giá sâu hơn về độ hiệu quả của thị trường thông qua tính đối xứng của giá.

⁴ www.hsx.org.vn

Mô hình được Werner F.M. De Bondt, Richard Thaler đưa ra năm 1985¹⁰, và sau đó Sheng-shyr Cheng nghiên cứu năm 2004¹¹.

Các giả thuyết của mô hình:

$$\Delta P_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^r \alpha_{1,i} \Delta P_{t-i}^{up} + \sum_{j=1}^s \alpha_{2,j} \Delta P_{t-j}^{down} + \varepsilon_t$$

H0 : $\alpha_{1i} = \alpha_{2j} = 0$ Với mọi i, j – Mô hình tuân theo bước ngẫu nhiên, tức là thị trường đạt hiệu quả dạng yếu

H1 : Tồn tại $\alpha_{1i} \neq 0$ hoặc $\alpha_{2j} \neq 0$ – Mô hình không tuân theo bước ngẫu nhiên, tức là thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu.

Đối với chuỗi VN-Index 1

Thực hiện hồi quy mô hình xem xét tác động đến xu hướng giá hiện tại của hai xu hướng tăng và xu hướng giảm giá, ta có bảng dưới đây:

Dependent Variable: DELTA_P				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/09 Time: 09:07				
Sample(adjusted): 5 1942				
Included observations: 1938 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	-5.39E-16	2.08E-17	-25.84674	0.0000
DELTA_L_3	2.39E-16	1.97E-17	12.13784	0.0000
DELTA_L_4	-1.88E-16	1.30E-17	-14.51916	0.0000
DELTA_U_2	7.21E-17	1.92E-17	3.746980	0.0002
DELTA_U_3	-2.60E-16	1.98E-17	-13.11731	0.0000
DELTA_U_4	2.03E-16	1.26E-17	16.11192	0.0000
C	5.93E-16	9.56E-17	6.210340	0.0000
R-squared	0.689163	Mean dependent var		0.108576
Adjusted R-squared	0.647123	S.D. dependent var		9.441960
S.E. of regression	3.31E-15	Sum squared resid		2.11E-26
F-statistic	1.97E+33	Durbin-Watson stat		2.483083
Prob(F-statistic)	0.000000			

¹⁰ Werner F.M. De Bondt, Richard Thaler (1985), Does the Stock Market Overreact?, Journal of Finance, 40 (3), pp.793-805

¹¹ Sheng-shyr Cheng (2004), Weak form market efficiency hypothesis testing, Chang Jung Christian University

Do các hệ số α đều khác 0 nên bác bỏ giả thuyết H_0 , chấp nhận giả thuyết H_1 , tức là **thị trường trong khoảng thời gian từ tháng 7/2000 đến 31/12/2008 không đạt hiệu quả dạng yếu.**

Đối với chuỗi VN-Index 2

Thực hiện hồi quy tương tự đối với chuỗi VN-Index1, ta có bảng sau:

Dependent Variable: DELTA_P				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/09 Time: 09:13				
Sample(adjusted): 5 1292				
Included observations: 1288 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	-1.33E-16	1.32E-17	-10.10240	0.0000
DELTA_L_3	1.10E-16	1.23E-17	8.985667	0.0000
DELTA_L_4	-5.20E-17	7.88E-18	-6.604377	0.0000
DELTA_U_2	-2.97E-16	1.47E-17	-20.13555	0.0000
DELTA_U_3	2.39E-16	1.56E-17	15.34821	0.0000
DELTA_U_4	7.58E-18	9.09E-18	0.833561	0.4047
C	-2.47E-16	3.36E-17	-7.339416	0.0000
R-squared	0.531124	Mean dependent var		0.352795
Adjusted R-squared	0.514289	S.D. dependent var		5.618831
S.E. of regression	1.02E-15	Sum squared resid		1.33E-27
F-statistic	4.88E+33	Durbin-Watson stat		1.793467
Prob(F-statistic)	0.000000			

Hệ số α tương ứng DELTA_U_4 bằng 0 vì P-value = 0.4047 > 0.05, các hệ số α khác đều khác 0, vì vậy, bác bỏ giả thuyết H_0 , chấp nhận giả thuyết H_1 . Như vậy, **trong giai đoạn từ tháng 7/2005, thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu.**

Thực hiện việc điều chỉnh mô hình, ta có mô hình sau khi bác bỏ các hệ số bằng 0 như sau:

Dependent Variable: DELTA_P				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/09 Time: 09:13				
Sample(adjusted): 5 1292				
Included observations: 1288 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	-1.33E-16	1.32E-17	-10.13868	0.0000
DELTA_L_3	1.10E-16	1.23E-17	8.983489	0.0000
DELTA_L_4	-5.20E-17	7.85E-18	-6.626878	0.0000
DELTA_U_2	-3.01E-16	1.35E-17	-22.25452	0.0000
DELTA_U_3	2.50E-16	8.41E-18	29.79545	0.0000
C	-2.44E-16	3.34E-17	-7.289736	0.0000
R-squared	0.453278	Mean dependent var		0.352795
Adjusted R-squared	0.423892	S.D. dependent var		5.618831
S.E. of regression	1.02E-15	Sum squared resid		1.33E-27
F-statistic	5.57E+33	Durbin-Watson stat		1.825434
Prob(F-statistic)	0.000000			

Quan sát mô hình, có thể thấy chuỗi chỉ số VN-Index trong giai đoạn này bất đối xứng về mặt thời gian do trễ của xu hướng giá tăng (2) ít trễ hơn của xu hướng giá giảm (3), mức độ bất đối xứng không đáng kể, **thị trường bị thao túng khá mạnh, các nhà đầu tư trên thị trường hoặc là không tiếp cận được với thông tin, hoặc là phản ứng rất chậm với thông tin được công bố.**

Đối với chuỗi VN-Index 3

Thực hiện hồi quy tương tự đối với các chuỗi VN-Index như ở phần trên, ta có bảng sau:

Dependent Variable: DELTA_P				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/09 Time: 09:15				
Sample: 1293 1942				
Included observations: 650				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	7.52E-17	1.61E-17	4.668779	0.0000
DELTA_L_3	-1.21E-16	1.53E-17	-7.885025	0.0000
DELTA_L_4	6.29E-17	1.03E-17	6.103180	0.0000
DELTA_U_2	6.68E-18	1.43E-17	0.467765	0.6401
DELTA_U_3	6.92E-18	1.46E-17	0.475496	0.6346
DELTA_U_4	6.83E-18	9.47E-18	0.721271	0.4710
C	-1.12E-15	1.47E-16	-7.584528	0.0000
R-squared	0.280014			-0.375354
Adjusted R-squared	0.253712	Mean dependent var		14.25194
S.E. of regression	2.23E-15	S.D. dependent var		3.18E-27
F-statistic	3.32E+33	Sum squared resid		1.171140
Prob(F-statistic)	0.000000	Durbin-Watson stat		

Hệ số α tương ứng DELTA_U_2, DELTA_U_3, DELTA_U_4 bằng 0 vì P-value > 0.05, các hệ số α khác đều khác 0, vì vậy, bác bỏ giả thuyết H_0 , chấp nhận giả thuyết H_1 . Như vậy, **trong giai đoạn từ tháng 7/2005 đến 31/12/2008, thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu.**

Thực hiện việc điều chỉnh mô hình, ta có mô hình sau khi bác bỏ các hệ số bằng 0 như sau:

Dependent Variable: DELTA_P				
Method: Least Squares				
Date: 04/09/09 Time: 09:16				
Sample: 1293 1942				
Included observations: 650				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	7.52E-17	1.49E-17	5.061829	0.0000
DELTA_L_3	-1.51E-16	1.41E-17	-10.74613	0.0000
DELTA_L_4	9.44E-17	9.28E-18	10.16997	0.0000
C	-9.79E-16	1.28E-16	-7.663616	0.0000
R-squared	0.231578	Mean dependent var		-0.375354
Adjusted R-squared	0.211793	S.D. dependent var		14.25194
S.E. of regression	2.06E-15	Sum squared resid		2.75E-27
F-statistic	6.18E+33	Durbin-Watson stat		1.480261
Prob(F-statistic)	0.000000			

Quan sát mô hình, có thể thấy chuỗi chỉ số VN-Index trong giai đoạn này bất đối xứng về mặt thời gian, mức độ bất đối xứng lớn, tức là khả năng suy luận về sự thay đổi giá là khó khăn. Vì vậy, tuy **thị trường không hiệu quả nhưng mức độ thao túng không quá mạnh.**

Tóm lại, kết quả kiểm định tính hiệu quả của TTCKVN cho thấy, trong toàn bộ thời gian hoạt động hoặc chia ra các thời kỳ khác nhau khi các điều kiện của thị trường thay đổi, TTCKVN không đạt hiệu quả dạng yếu, tác động của hoạt động giám sát tới TTCK nhằm tăng tính hiệu quả của thị trường là rất nhỏ, các nhà đầu tư không được bảo vệ trước những vi phạm không ngừng gia tăng. Kết quả kiểm định còn cho thấy các giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM có hiện tượng trục lợi từ tính không hiệu quả của thị trường thông qua các giao dịch nội gián, thao túng và các hành vi vi phạm khác. Một phát hiện thú vị khi thực hiện kiểm định này là, trước tháng 7/2005, thị trường bị thao túng khá mạnh, sự can thiệp để thao túng giá trên thị trường khá dễ dàng. Từ khi TTGDCKHN

khai trương sàn giao dịch cổ phiếu thứ cấp vào tháng 7/2005 đến 31/12/2008, thị trường bị thao túng nhưng mức độ không mạnh, sự can thiệp để thao túng giá không dễ dàng như trước đó. Có thể giải thích điều này qua quy mô vốn hóa thị trường tăng lên (năm 2005 là 6,1% GDP, năm 2006 là 22,7% GDP, năm 2007 là 43% GDP, năm 2008 là 14,86% GDP) làm hạn chế khả năng can thiệp giá, nhà đầu tư trên TTCKVN cũng tinh táo và khôn ngoan hơn sau 5 năm tham gia thị trường, các biện pháp quản lý và giám sát thị trường của cơ quan quản lý nhà nước và SGDCK TPHCM ngày càng được tăng cường hơn.

4. Ba điểm yếu trong giám sát giao dịch chứng khoán ở Việt Nam

Một là, hoạt động giám sát của UBCKNN và SGDCK đối với các đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM tuy có gia tăng nhưng mức độ gia tăng còn thấp và chưa tương xứng với yêu cầu cấp thiết giám sát giao dịch.

Trong 8 năm đầu hoạt động của TTCK, thực chất, UBCKNN không có cơ quan chuyên trách thực hiện việc giám sát giao dịch trên TTCK. Hoạt động này hoàn toàn ủy quyền cho SGDCK, nhưng SGDCK thì thiếu cơ chế và điều kiện giám sát, vì vậy, hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán gần như bỏ ngỏ trong một thời gian dài. Trong giai đoạn này, Thanh tra UBCKNN thực hiện việc tiếp nhận báo cáo và đơn thư khiếu nại, tổ chức thanh tra, kiểm tra và xử lý vi phạm, chức năng giám sát nằm rải rác trong chức năng quản lý nhà nước của các Ban thuộc UBCKNN. Mặc dù các chủ thể giám sát đã cố gắng thực hiện trách nhiệm của mình nhưng kết quả là hoạt động giám sát giao dịch được thực hiện một cách rời rạc, không có tính hệ thống, báo cáo tổng kết TTCK hàng năm hầu như không nhắc đến giám sát giao dịch trên thị trường chứng khoán, báo cáo giám sát thị trường lồng ghép với báo cáo của Thanh tra hầu như không có số liệu giám sát cụ thể, SGDCK TPHCM hàng năm không công bố công khai trên website và các phương tiện thông tin đại chúng về số liệu tổng hợp, phân loại vi phạm và xử lý vi phạm liên quan đến giao dịch chứng khoán.

Trong năm 2008, Ban Giám sát được thành lập (tháng 3) và Quy chế Giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK được ban hành (31/12/2008) bước đầu

xác lập cơ chế giám sát, bao gồm việc xác lập mô hình, mối quan hệ giữa UBCKNN và SGDCK trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán. Tuy nhiên, do hiện tại vẫn đang trong giai đoạn triển khai, những vấn đề cụ thể để thực hiện tốt hơn hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán như phương thức tổ chức thực hiện giám sát, hệ thống các chỉ tiêu giám sát và các điều kiện để thực hiện giám sát như phần mềm, hệ thống cơ sở dữ liệu, đội ngũ nhân lực có khả năng thực hiện công việc giám sát... còn đang trong giai đoạn chuẩn bị, vì vậy, chưa có cơ sở để đánh giá được hiệu quả đối với việc thực hiện các mục tiêu giám sát.

Hai là, các giao dịch nghi vấn có dấu hiệu giao dịch nội gián và thao túng thị trường chưa được phát hiện sớm và chính xác.

Trong hơn 9 năm hoạt động của TTCKVN, các vi phạm được phát hiện và xử lý hầu hết là vi phạm về tuân thủ quy định của pháp luật trong phát hành chứng khoán ra công chúng của công ty đại chúng, quy trình giao dịch chứng khoán trên SGDCK, công bố thông tin của các công ty niêm yết, CTCK và các đối tượng phải công bố thông tin theo quy định. Ngay cả các vi phạm về tuân thủ quy định cũng chưa được phát hiện kịp thời và chính xác, chẳng hạn hiện tượng các CTCK không ưu tiên lệnh của khách hàng trước lệnh của CTCK hoặc ưu tiên thứ tự nhập lệnh cho các khách hàng “VIP” khá phổ biến nhưng chưa được phát hiện nhanh và xử lý kiên quyết. Đây là vi phạm nghiêm trọng về quy trình giao dịch cũng như đạo đức nghề nghiệp của người hành nghề chứng khoán. Các vi phạm về tuân thủ quy trình giao dịch và vi phạm về công bố thông tin được phát hiện chủ yếu dựa vào báo cáo của các thành viên thị trường hoặc đơn thư khiếu nại, sự chủ động theo dõi, phát hiện của SGDCK thường giới hạn trong những vi phạm đơn giản được quy định tại quy chế giao dịch tại SGDCK và quy định về công bố thông tin như hủy lệnh giao dịch trong cùng đợt khớp lệnh, cùng mua bán một mã chứng khoán trong một phiên giao dịch, thay đổi tỷ lệ sở hữu.

Trong số các vi phạm bị xử lý được công bố năm 2008, đã phát hiện một vài vi phạm về giao dịch thao túng và giao dịch nội gián. Đây là một tín hiệu đáng mừng về sự nỗ lực của hệ thống giám sát trong việc phát hiện và xử lý vi phạm. Tuy nhiên, những trường hợp bị phát hiện còn rất ít so với thực tế. Năm 2009, số vi phạm thao túng thị trường bị xử lý là 4 và giao dịch nội gián là 3 trường hợp¹².

¹² www.ssc.gov.vn

Bảng 2.1: Các trường hợp vi phạm trên TTCKVN đã bị xử phạt

Hành vi vi phạm	2007		2008		2009	
	Số vi phạm bị xử lý	Tỷ lệ	Số vi phạm bị xử lý	Tỷ lệ	Số vi phạm bị xử lý	Tỷ lệ
1. Giao dịch giả tạo; thao túng thị trường; thực hiện giao dịch chứng khoán mà không báo cáo của các cổ đông nội bộ công ty niêm yết	21	25,61%	19	15,3%	34	20%
2. Vi phạm các quy định về công ty đại chúng, chào bán chứng khoán ra công chúng chế độ báo cáo và công bố thông tin của công ty đại chúng, công ty niêm yết	52	63,41%	94	75,8%	136	80%
3. Vi phạm các quy định về hoạt động kinh doanh chứng khoán của các CTCK, chế độ báo cáo và công bố thông tin của CTCK	8	10,98%	11	8,9%		
Tổng số	82	100%	124	100%	170	100%

(Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Thanh tra UBCKNN)

Qua phần phân tích thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCCK TPHCM, có thể thấy, các vi phạm loại này được phát hiện do có khiếu nại hoặc hành vi vi phạm quá lộ liễu, tức là nhà đầu tư sử dụng một tài khoản giao dịch liên tục trong nhiều ngày, với khối lượng và giá giao dịch bất thường, thực hiện giao dịch khi thông tin hoàn toàn chưa được công bố. Những hành vi giao dịch nội gián và thao túng tinh vi hơn, chẳng hạn, dùng nhiều tài khoản khác nhau, giao dịch ở những thời điểm khác nhau, thời gian thực hiện giao dịch đúng tại thời điểm công bố thông tin hoặc ngay sau khi công bố thông tin rất khó có khả năng bị phát hiện nếu không có đơn thư khiếu nại, tố cáo. Bên cạnh đó, phương thức giám sát thông qua cập nhật và xử lý tin đồn hầu như chưa được thực hiện. Mặt khác, thời gian kiểm tra, điều tra và ra quyết định xử phạt còn kéo dài, tác dụng răn đe bị hạn chế, dễ nảy sinh tiêu cực.

Ba là, mức độ đạt được của mục tiêu giám sát giao dịch tuy có được cải thiện nhưng so với yêu cầu thì còn ở mức rất thấp. Các phân tích, đánh giá ở trên cho thấy, nhiều chủ thể tham gia quá trình giao dịch chưa tuân thủ các quy định của pháp luật, điều kiện giao dịch của các nhà đầu tư không như nhau. Với sự bùng nổ của TTCKVN, có thể thấy, không có gì đảm bảo chắc chắn rằng số lượng các vi phạm về giao dịch nội gián và thao túng không gia tăng mạnh và số vi phạm bị phát hiện chiếm tỷ lệ bao nhiêu phần trăm trên tổng số các vi phạm đã xảy ra trên thực tế.

Các kết luận của phần kiểm định tính hiệu quả của thị trường, kết hợp với những phân tích ở phần thực trạng, cho thấy tính công bằng và tính hiệu quả ở SGDCCK TPHCM nói riêng, TTCKVN nói chung đã được cải thiện, song còn ở mức độ thấp. Như vậy, hiệu quả của giám sát giao dịch chứng khoán chưa đạt được mục tiêu cần hướng tới.

5. Những “lỗ hổng” từ phía các cơ quan giám sát

Mô hình giám sát giao dịch chứng khoán chưa được xác lập rõ

Một trong những nguyên nhân quan trọng nhất dẫn đến tình trạng hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN thấp như hiện nay là do mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN chưa được xác lập rõ.

Như đã phân tích ở những phần trước, giám sát TTCK nói chung, giám sát giao dịch chứng khoán nói riêng, thuộc về chức năng, nhiệm vụ của nhiều cơ quan như Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, UBCKNN và các tổ chức tự quản.

Tuy nhiên, cũng do có nhiều cơ quan có chức năng giám sát nhưng mô hình không rõ nên hiệu quả giám sát rất thấp. Một số biểu hiện của sự không hoàn thiện của mô hình giám sát là:

- Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia là cơ quan có chức năng tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ, cơ chế hoạt động trong mối quan hệ với các cơ quan quản lý, giám sát thị trường tài chính nói chung, TTCK nói riêng, không rõ ràng và thiếu các điều kiện đảm bảo.

- Cơ cấu tổ chức và sự hình thành bộ máy giám sát của UBCKNN thiếu sự ổn định và còn nhiều bất cập. Trước thời điểm thành lập Ban Giám sát thuộc UBCKNN (tháng 3/2008) và ban hành Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK (31/12/2008), chức năng giám sát giao dịch chứng khoán chủ yếu nằm ở Thanh tra UBCK. Chức năng giám sát được quy định tại các Quyết định của Thủ tướng, Bộ Tài chính, UBCKNN về chức năng, nhiệm vụ các đơn vị thuộc UBCKNN. Tuy nhiên, hiện tại, chức năng giám sát còn thuộc nhiều đơn vị như các Ban chức năng của UBCK, Ban Giám sát và Thanh tra UBCK.

- Sự tham gia của Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán (HHKDCK) với tư cách là tổ chức tự quản liên quan đến giao dịch chứng khoán trên TTCKVN chưa được xác lập rõ. Tại TTCKVN, xét trên giác độ chủ thể giám sát, SGDCK là tổ chức tự quản duy nhất có vai trò giám sát các giao dịch chứng khoán trong phạm vi các hoạt động của SGDCK. Đồng thời, SGDCK cũng là đối tượng giám sát của UBCKNN trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán. Như vậy, HHKDCK không được coi là một phần của chủ thể giám sát.

- Trong mô hình giám sát giao dịch chứng khoán, SGDCK có thẩm quyền rất hạn chế, chỉ được kiểm tra theo sự ủy quyền bằng văn bản của UBCKNN, không được chủ động tiến hành các biện pháp mang tính nghiệp vụ như ghi âm điện thoại, theo dõi trao đổi qua e-mail. Khi có kết luận về vi phạm, nếu là vi phạm của nhà đầu tư thì phải chuyển hồ sơ vụ việc lên UBCKNN, nếu là vi phạm của thành viên thị trường thì cũng chỉ có quyền nhắc nhở, cảnh cáo, huỷ bỏ niêm yết chứng khoán của Công ty niêm yết (CTNY) hoặc huỷ bỏ tư cách thành viên giao dịch của CTCK thành viên, SGDCK không được ra quyết định xử phạt bằng tiền. Theo kết quả khảo sát 30 thành viên của Liên đoàn các SGDCK trên thế giới, phạm vi trách nhiệm của các SGDCK như sau ¹³:

+ Giám sát giao dịch chứng khoán:

29/30

¹³ Market surveillance workshop, Hanoi, 4/2002

+ Điều tra các hành vi nghi ngờ vi phạm: 27/30

+ Cường chế thực thi và ra quyết định xử phạt: 24/30

Năng lực của chủ thể giám sát chưa đáp ứng yêu cầu

Trước khi thành lập Ban Giám sát thuộc UBCKNN (3/2008) và ban hành Quy chế giám sát giao dịch trên TTCK (31/12/2008), chủ thể giám sát TTCKVN cũng gồm 2 cấp là SGDCK, TTGDCK và các đơn vị chuyên môn của UBCKNN (Ban Quản lý Phát hành, Phát triển Thị trường, Quản lý Kinh doanh và Thanh tra Chứng khoán). Tuy nhiên, cơ chế này theo các chuyên gia quốc tế đánh giá là chống chéo và thiếu hiệu quả, không đáp ứng được nhu cầu giám sát thị trường¹⁴.

Thực tế, công tác giám sát tại UBCKNN trong giai đoạn này chỉ dựa trên những báo cáo định kỳ và bất thường mang nặng tính hành chính của SGDCK, TTGDCK, chỉ có thể xử lý được những vi phạm đơn giản như vi phạm chế độ công bố thông tin. Trong khi đó, hoạt động giám sát không phát hiện được những vi phạm tinh vi hơn như giao dịch thao túng và giao dịch nội gián.

Như đã nêu trong phần thực trạng, hoạt động giám sát được thực hiện một cách dàn trải theo từng khu vực và đối tượng quản lý, chưa mang tính chất tập trung và chuyên môn hóa. Sự dàn trải này khiến các đơn vị chức năng rơi vào tình trạng quá tải và không đảm bảo chất lượng, hiệu quả công việc. Các đơn vị chuyên môn chỉ có đủ nguồn lực và kỹ năng để thực hiện việc soạn thảo văn bản pháp quy liên quan và thực hiện các thủ tục thẩm định hồ sơ cấp phép. Sự phân mảnh này đồng thời tạo ra sự cục bộ trong hoạt động quản lý, giám sát và không đảm bảo được sự giám sát tổng thể hoạt động của thị trường.

Như vậy, trong giai đoạn này, UBCKNN chưa có đơn vị thực hiện chức năng giám sát chuyên biệt, Thanh tra Chứng khoán vừa thực hiện công tác giám sát, thanh tra, điều tra và xử phạt. Chức năng kép này khiến cho những rủi ro đạo đức dễ dàng xảy ra. Bên cạnh đó, cũng giống như tình trạng của các đơn vị thực hiện chức năng quản lý, việc đảm nhiệm thêm công tác giám sát tuân thủ bên cạnh nhiệm vụ chính là điều tra và xử phạt khiến các nguồn lực không được phân bổ một cách hợp lý, không thể thực hiện nguyên tắc chuyên môn hóa trong xây dựng các kỹ năng và thực hiện các nghiệp vụ điều tra chuyên biệt để tăng cường hiệu quả thanh tra, xử phạt.

¹⁴ ADB (2007), Báo cáo đánh giá của chuyên gia tư vấn ADB- Hỗ trợ Kỹ thuật Tăng cường Năng lực cho UBCKNN

Hiện nay, với việc thành lập Ban Giám sát và ban hành Quy chế 127, sự phân định trách nhiệm giữa các đơn vị thuộc UBCKNN đã rõ ràng hơn, trong đó, Ban Giám sát là đơn vị chịu trách nhiệm chính trong giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK. Tuy nhiên, chức năng giám sát một phần vẫn thuộc các Ban khác thuộc UBCKNN, vì vậy, rất cần sự phối hợp chặt chẽ giữa các đơn vị này. Đến tháng 4/2009, Ban Giám sát của UBCKNN có 19 cán bộ, trong đó có 3 lãnh đạo và 16 nhân viên. Với lực lượng nhân sự hiện tại, việc tổng hợp thông tin báo cáo, soạn thảo văn bản hướng dẫn thực hiện Quy chế giám sát đã chiếm hết thời gian làm việc, điều này là bất cập so với yêu cầu giám sát giao dịch chứng khoán đối với 2 SGDCK, trên 340 Công ty niêm yết, 100 Công ty chứng khoán, 42 công ty quản lý quỹ, 30 Quỹ đầu tư chứng khoán và nhiều tổ chức, cá nhân cung cấp dịch vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán khác.

Tại SGDCK TPHCM, hoạt động giám sát vẫn còn thụ động trên cơ sở các báo cáo định kỳ của các đối tượng có liên quan và chưa có sự phối hợp đồng bộ giữa các đơn vị nội bộ. Việc xử lý thông tin trên cơ sở giám sát giao dịch thực tế không đảm bảo yêu cầu về thời gian, thông tin liên quan không đầy đủ. Hiện tại, SGDCK TPHCM chưa thực hiện giám sát theo tin đồn một cách hệ thống. Thông thường, nếu xuất hiện một tin đồn nào, cán bộ phụ trách giám sát sẽ tiến hành thu thập và chuyển trực tiếp tới các phòng liên quan (phòng Quản lý đăng ký giao dịch, Phòng Thành viên) xác minh. Các thông tin thu thập được không được lưu trữ trong hệ thống giám sát thành một cơ sở dữ liệu phục vụ cho công tác phân tích.

Nhân sự làm công tác giám sát tại SGDCK TPHCM hiện chỉ đáp ứng yêu cầu về theo dõi giao dịch và giám sát về tuân thủ quy định của pháp luật liên quan đến giao dịch chứng khoán. Với số lượng 7 cán bộ vào năm 2004 và 12 cán bộ vào thời điểm cuối năm 2008, hưởng thu nhập theo lương ngạch bậc và chưa được đào tạo chuyên sâu về nghiệp vụ giám sát, hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán của SGDCK TPHCM còn thấp là tất yếu.

Chưa xây dựng được hệ thống chỉ tiêu giám sát và phần mềm giám sát

Thực tế, hoạt động giám sát được thực hiện một cách thủ công, không có hệ thống cảnh báo tự động. Hệ thống giám sát giao dịch chứng khoán chưa chặt chẽ do thiếu các tham số cảnh báo hữu hiệu, thiếu các giá trị ngưỡng hay các mẫu giao dịch trong từng thời kỳ. Đồng thời, hệ thống chỉ tiêu đang sử dụng hiện nay bộc lộ nhiều sự trùng lặp và không bám sát đòi hỏi thực sự của hoạt động giám sát. Việc tính bình quân khối lượng giao dịch, giá trị giao dịch và mức chênh lệch giá đặt mua/ chào bán trong một khoảng thời gian nhất định trong ngày hay trong khoảng thời gian nhất định (nhiều ngày) rồi đem so sánh với kỳ trước để

tính giá trị tuyệt đối hay phần trăm sẽ chưa đủ là cơ sở để phân tích một chứng khoán biến động hay một hành vi giao dịch bất thường.

Không tích hợp được dữ liệu giao dịch, dữ liệu công bố thông tin và dữ liệu đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán

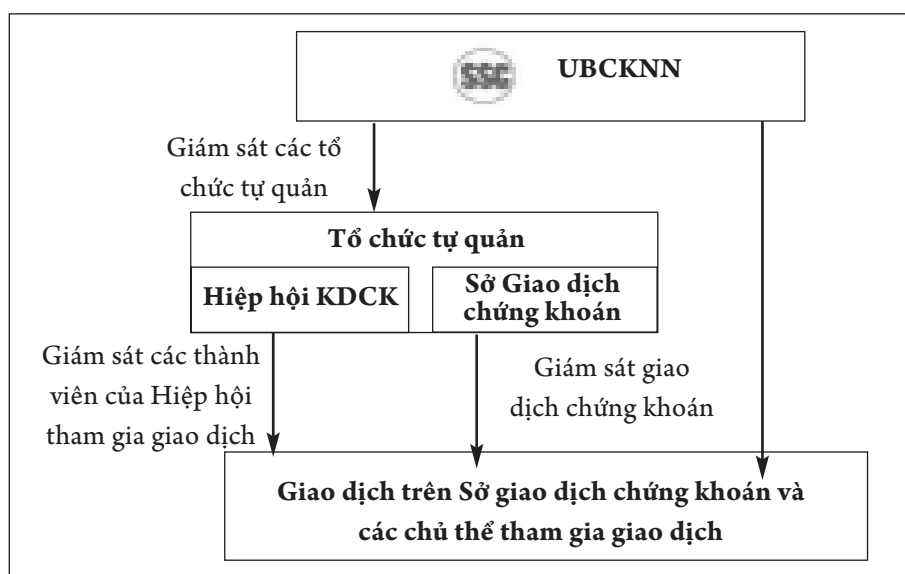
Hệ thống thông tin về lưu ký chứng khoán mới chỉ có thể phối hợp giám sát giao dịch về tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài, các tài khoản vừa đặt bán vừa đặt mua trong cùng một đợt giao dịch. Vì vậy, việc giám sát trong ngày và phân tích nhiều ngày rất thủ công. Hệ thống lưu ký hai cấp của Trung tâm lưu ký chứng khoán (TTLKCK) cũng ảnh hưởng đến khả năng giám sát của SGDC, do TTLKCK chỉ quản lý chứng khoán lưu ký theo CTCK mà chưa quản lý đến tài khoản của từng nhà đầu tư, khi tiến hành kiểm tra phải qua CTCK để kiểm tra thông tin lưu ký và sổ lệnh.

6. Tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán ở Việt Nam

6.1. Hoàn thiện mô hình giám sát giao dịch chứng khoán

Trên cơ sở đánh giá những hạn chế của mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN trong giai đoạn 8 năm đầu hoạt động và giai đoạn từ khi thành lập Ban Giám sát thuộc UBCKNN đến nay, mô hình giám sát giao dịch chứng khoán tại TTCKVN được đề xuất theo mô hình 2 cấp.

Sơ đồ 2.1: Mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN



Nguồn: UPCKNN

Trong mô hình này, chủ thể giám sát bao gồm UBCKNN và các tổ chức tự quản. Điểm đáng lưu ý trong mô hình này là có sự tham gia của HHKDCK với tư cách là chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán, điều này chưa được quy định về mặt pháp lý tại Việt Nam, vì vậy, mô hình này cần được luận giải rõ về chức năng của từng cấp giám sát, cũng như những điều kiện để áp dụng mô hình vào thực tiễn.

Đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Trong mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, đối với chủ thể giám sát là UBCKNN, cần chú trọng năm vấn đề sau:

Một là, chuyển UBCKNN thành Ủy ban thuộc Chính Phủ. Thực tiễn phát triển của TTCKVN và kinh nghiệm thế giới cho thấy, việc quản lý, phát triển và giám sát thị trường đòi hỏi một bộ máy UBCKNN có cơ chế mạnh trong việc ra quyết định và ban hành văn bản pháp quy. Vì vậy, cần sớm tách UBCKNN ra khỏi Bộ Tài chính, chuyển thành Ủy ban thuộc Chính phủ.

Hai là, phân định rõ nhiệm vụ, quyền hạn các đơn vị thuộc UBCKNN.

Ba là, UBCKNN cần thành lập các Văn phòng Giám sát của UBCKNN tại các SGDCK và cử cán bộ giám sát đến làm việc tại các Văn phòng này. Việc thành lập và vận hành các Văn phòng này sẽ đáp ứng được các yêu cầu về kết nối thông tin, kết nối quan hệ phối hợp giám sát chặt chẽ và hiệu quả, giảm chi phí và đảm bảo tính bảo mật của thông tin trong hoạt động giám sát.

Bốn là, UBCKNN cần thiết lập quan hệ chặt chẽ với các cơ quan tư pháp và an ninh trong việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp lý về giám sát giao dịch và xử lý những hành vi phạm tội. Hiện tại, Luật hình sự chưa quy định tội danh trong lĩnh vực chứng khoán, vì vậy, việc đánh giá “gây hậu quả nghiêm trọng” để kết tội là vô cùng khó khăn. Sự phối hợp chặt chẽ với các cơ quan tư pháp và an ninh sẽ có tác dụng răn đe, làm giảm đi các vi phạm trên TTCK.

Năm là, UBCKNN cần đẩy mạnh hợp tác quốc tế trong lĩnh vực giám sát.

Đối với các tổ chức tự quản

Trong mô hình giám sát giao dịch chứng khoán được đề xuất ở phần trên, các tổ chức tự quản vừa là đối tượng giám sát, vừa là chủ thể giám sát, bao gồm SGDCK và HHKDCK. Với tư cách là chủ thể giám sát, các SGDCK và HHKDCK thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường trong khuôn khổ chức năng, nhiệm vụ, theo quy định của pháp luật và sự phân quyền của UBCKNN.

Đối với SGDCK, chức năng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN của các SGDCK đã được quy định khá rõ ràng về mặt pháp lý. Trong mô hình giám sát, vấn đề cần quan tâm đối với SGDCK là sự phối hợp trong hoạt động giám sát với UBCKNN, HHKĐCK. Bên cạnh đó, sự hợp tác và phối hợp giữa HOSE và HNX làm tăng hiệu quả giám sát, giảm chi phí và tránh rủi ro do thông tin bất cân xứng. Trên thực tế, các giao dịch trên HOSE và HNX là khác nhau đáng kể về chứng khoán niêm yết và đăng ký giao dịch, hệ thống khớp lệnh. Tuy nhiên, sự khác nhau này chỉ mang tính kỹ thuật, việc tổ chức hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán của HOSE và HNX cơ bản là giống nhau. Vì vậy, một số nội dung như xây dựng quy chế thành viên, quy trình giám sát, nội dung và phương thức giám sát, xây dựng cơ sở dữ liệu, phần mềm và tiêu chí giám sát...có thể kết hợp để triển khai. Điều này sẽ làm cho sự kết nối giữa UBCKNN và các SGDCK được chuẩn hóa hơn, giảm chi phí nghiên cứu và triển khai thực hiện, nâng cao hiệu quả giám sát.

Bên cạnh đó, sự phân quyền của UBCKNN cho SGDCK trong xử lý vi phạm cũng là vấn đề cần sớm được giải quyết, sự phân quyền đến mức có thể cho các SGDCK là yếu tố quan trọng góp phần nâng cao hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán. Về nguyên tắc, các SGDCK có xu hướng bảo vệ thành viên của mình, đồng thời, cũng là bảo vệ lợi ích của SGDCK. Vì vậy, cần khuyến khích việc phân quyền đến mức có thể trong khuôn khổ quy định của pháp luật.

Đối với HHKĐCK, hiện tại chưa có chế tài để HHKĐCK thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán. Trong mô hình giám sát được đề xuất ở phần trên, HHKĐCK là chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán với tư cách là tổ chức tự quản.

HHKĐCK cần chủ động xây dựng Điều lệ Hiệp hội, ban hành các quy chế tự quản trên cơ sở đồng thuận của các thành viên và buộc thành viên phải tuân thủ, ban hành quy định về chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp, giám sát sự tuân thủ pháp luật của các thành viên và phối hợp với UBCKNN, SGDCK, TTLKCK trong giám sát sự tuân thủ của các thành viên thị trường. Sự phối hợp này phải rõ ràng và cụ thể, chẳng hạn, UBCKNN và SGDCK ra quy định để đáp ứng điều kiện trở thành thành viên của SGDCK, CTCK nhất thiết phải là thành viên của HHKĐCK.

Đối với mô hình giám sát giao dịch chứng khoán

Mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN nếu tách rời hoặc có quan hệ không đồng bộ, không chặt chẽ với tổng thể hoạt động giám sát thị

trường tài chính thì vẫn có những hạn chế trong hoạt động giám sát. Điều này xuất phát từ thực tế là các tập đoàn tài chính và công nghiệp không chỉ giới hạn hoạt động của họ trên một thị trường, họ vừa tham gia TTCK, vừa kinh doanh ngân hàng và bảo hiểm.

Để khắc phục vấn đề này, mô hình giám sát đối với tổng thể thị trường tài chính, bao gồm cả ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, tương tự như mô hình Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc và nhiều quốc gia khác trên thế giới cần được nghiên cứu và thực hiện theo lộ trình tại Việt Nam. Theo đó, thành lập Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia theo mô hình mới là cơ quan giám sát thị trường tài chính, trên cơ sở Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia là cơ quan tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ hiện nay, kết hợp với các cơ quan giám sát hiện tại của Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, UBCKNN.

Nếu thực hiện theo mô hình này, cấu trúc tổ chức, nhất là chức năng, nhiệm vụ của Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước và UBCKNN sẽ thay đổi theo hướng phù hợp hơn với mô hình của các nước trên thế giới. Hệ thống giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK khi đó sẽ trở thành một bộ phận của hệ thống giám sát thị trường tài chính.

6.2. Hoàn thiện phương thức giám sát giao dịch chứng khoán

Hoàn thiện phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của UBCKNN và SGDCK

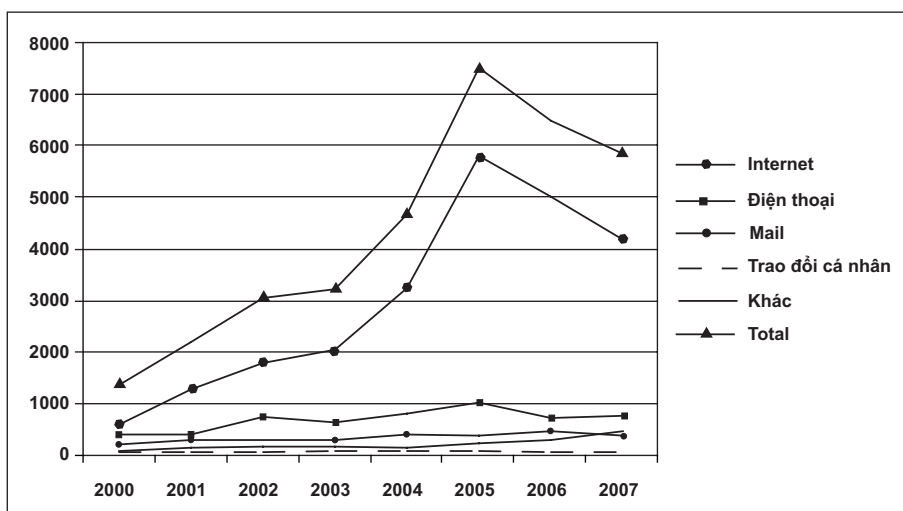
Một là, giám sát trực tuyến các giao dịch hàng ngày của các chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch chứng khoán để phát hiện các giao dịch bất thường. Để thực hiện phương thức giám sát này, chủ thể giám sát cần thông qua phần mềm giám sát hiện đại, được cài đặt tự động hệ thống chỉ tiêu giám sát, được tích hợp cơ sở dữ liệu từ các hệ thống thông tin giao dịch, công bố thông tin và lưu ký chứng khoán.

Hai là, giám sát giao dịch chứng khoán nhiều ngày dựa trên cơ sở dữ liệu giao dịch chứng khoán; các báo cáo, phản ánh thông tin của các CTCK, công ty niêm yết, các tổ chức, cá nhân tham gia thị trường chứng khoán; các bản công bố thông tin của các nhà đầu tư theo quy định của pháp luật; các nguồn tin trên các phương tiện thông tin đại chúng, tin đồn và các nguồn thông tin khác.

Nhằm thu thập thông tin từ công chúng cho việc theo dõi, phân tích, kiểm tra, UBCKNN và SGDCK phải tạo ra những kênh cung cấp thông tin một cách dễ dàng, chẳng hạn tại website của UBCKNN và SGDCK có phần cung cấp thông tin hoặc tạo đường link từ nhiều trang web nổi tiếng khác nhau dẫn vào

mục cung cấp thông tin nói trên. Chủ thể giám sát cũng cần có những địa chỉ để nhận phản ánh của các thành viên tham gia thị trường qua đường bưu điện, điện thoại, fax, email hoặc tổ chức các hội nghị gặp gỡ các nhà đầu tư, qua đó tiếp nhận thông tin phản ánh của nhà đầu tư. Quan sát biểu đồ 2.1, có thể thấy xu hướng tăng lên của thông tin phản ánh từ các thành viên tham gia thị trường tại Nhật Bản, thông tin nhận được nhiều nhất là qua Internet¹⁵.

Biểu đồ 2.1: Số thông tin nhận được hàng năm tại SESC – Nhật Bản



(Nguồn: SESC Annual Report 2007/2008)

Qua nghiên cứu kinh nghiệm các nước, việc thu thập thông tin để giám sát qua tin đồn cũng có vai trò quan trọng và chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong các nguồn tin. Chủ thể giám sát cần lập ra các nhóm thu thập tin đồn, các nhóm này có thể không phải là nhân viên giám sát làm việc cơ hữu cho UBCKNN hay SGĐCK mà có thể là các nhóm cộng tác viên hoặc làm việc theo hợp đồng.

Ba là, thực hiện kiểm tra định kỳ hoặc bất thường các thành viên giao dịch của SGĐCK về nội dung giao dịch chứng khoán.

Bốn là, UBCKNN giám sát SGĐCK trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán dựa trên báo cáo định kỳ, bất thường hoặc theo yêu cầu.

Hoàn thiện phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán

HHKDCK thực hiện giám sát thông qua các phương thức sau:

- Đưa ra các quy định về người hành nghề và thành viên Hiệp hội. Thành viên của Hiệp hội (các CTCK) và người hành nghề chứng khoán (tư vấn, môi giới) phải tuân thủ các quy định do Hiệp hội đưa ra. Những quy định này thường bao gồm hai nhóm: nhóm các quy định về tiêu chuẩn người hành nghề, tiêu chuẩn làm thành viên và những nhóm các quy định về thông lệ và quy tắc giao dịch.

- Duy trì các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp đối với CTCK và người kinh doanh chứng khoán. Để giám sát các thành viên, HHKDCK sẽ tiến hành kiểm tra đầu vào, đăng ký và huỷ bỏ tư cách người hành nghề kinh doanh chứng khoán cũng như công nhận hay huỷ bỏ tư cách Hội viên của các CTCK khi các công ty này vi phạm quy định pháp luật có liên quan hoặc không còn đáp ứng đủ các tiêu chí và chuẩn mực do Hiệp hội đưa ra. Thông thường, các HHKDCK ban hành các bộ tiêu chuẩn về đạo đức nghề nghiệp để quản lý các thành viên của mình và giám sát việc thực hiện những quy tắc đó.

- Phối hợp với các SGDCCK trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán. Trong phương thức này, HHKDCK chủ yếu giám sát các thành viên của Hiệp hội trong việc thực hiện các quy định liên quan đến giao dịch chứng khoán.

6.3. Nâng cao năng lực nhân sự thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán

Nâng cao năng lực nhân sự thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán là cốt lõi của nâng cao năng lực chủ thể giám sát, bên cạnh hoàn thiện về thể chế và các điều kiện khác, bao gồm cả việc tăng về số lượng và chất lượng.

Với khối lượng công việc rất lớn, số lượng người làm công tác giám sát giao dịch chứng khoán ở các cấp giám sát phải đủ để đáp ứng yêu cầu. Với số lượng 19 người làm việc tại Ban Giám sát thuộc UBCKNN (tháng 4/2009) và 12 người làm việc ở bộ phận giám sát SGDCCK TPHCM (cuối năm 2008) là không đủ để có thể thực hiện tốt công việc. Tại SESC (Nhật Bản), số người làm việc tại cơ quan giám sát thị trường chứng khoán này là 640¹⁶. Như vậy, UBCKNN và các SGDCCK cần có sự quy hoạch và lộ trình phát triển về nhân sự cho công tác giám sát giao dịch chứng khoán.

Về chất lượng, do tính chất đặc thù của công việc, người làm công tác giám sát giao dịch chứng khoán ở các cấp phải hội đủ hai yếu tố là tinh thần trách nhiệm và trình độ chuyên môn.

¹⁶ Annual Report 2008 - SESC

Tinh thần trách nhiệm của người làm công tác giám sát giao dịch chứng khoán được thể hiện qua sự khách quan, công tâm, liêm chính và cương quyết, nếu thiếu một trong các đức tính này, rủi ro đạo đức có thể xảy ra và tác động tiêu cực đến thị trường. Để tránh những rủi ro đạo đức có thể xảy ra, cần kết hợp việc tuyển chọn nhân sự, quán triệt vấn đề đạo đức nghề nghiệp và xây dựng quy trình, thủ tục giám sát một cách hệ thống, tạo điều kiện phát huy tính chủ động của công việc nhưng cũng đảm bảo sự minh bạch.

Để đảm bảo nhân sự thực hiện giám sát giao dịch có trình độ chuyên môn cao, cần chú trọng cả khâu tuyển dụng, đào tạo và bồi dưỡng. Do đặc thù của công tác, thông tin về hoạt động giám sát luôn là vấn đề nhạy cảm và bí mật, vì vậy, khó có thể học tập kỹ năng và kinh nghiệm giám sát của nước ngoài qua việc tham quan khảo sát ngắn ngày. Việc đào tạo và bồi dưỡng rất cần gắn với thực hành, thực tập tại cơ quan giám sát của các TTCK phát triển trên thế giới, trong những khoảng thời gian dài hợp lý, tránh lãng phí và không hiệu quả. Đây là nội dung rất quan trọng cần phải đẩy mạnh trong các hoạt động hợp tác song phương và đa phương với các tổ chức và các TTCK trên thế giới.

Cơ sở để duy trì số lượng nhân sự, phát huy tinh thần trách nhiệm và trình độ chuyên môn, cần có sự đầu tư về kinh phí, đặc biệt là cơ chế thu nhập đặc thù cho người làm công tác giám sát. Nếu chỉ duy trì cơ chế tài chính trong khuôn khổ ngân sách nhà nước và cơ chế lương theo ngạch bậc công chức hiện nay, khó có thể tuyển chọn, duy trì và phát huy hết khả năng và tâm huyết của những người có đạo đức nghề nghiệp và trình độ chuyên môn cao ở các bộ phận giám sát giao dịch chứng khoán.

6.4. Xây dựng cơ sở dữ liệu và phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán

Theo kinh nghiệm giám sát giao dịch tại các TTCK phát triển, một trong những bí quyết để giám sát một cách hiệu quả là tổ chức hoạt động giám sát sao cho việc thu thập thông tin là nhanh nhất và đơn giản nhất. Điều này có liên quan đến chỉ tiêu đánh giá hiệu quả của giám sát giao dịch chứng khoán bao gồm khả năng phát hiện sớm và chính xác các giao dịch nghi vấn. Để thực hiện mục tiêu này, cần phải thiết lập và ứng dụng phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán hiện đại, đồng thời, phát triển hệ thống cơ sở dữ liệu giám sát. Phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán sẽ cho phép cài đặt tự động các chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán, có khả năng kết nối hệ thống cơ sở dữ liệu được tích hợp từ hệ thống giao dịch, hệ thống công bố thông tin và hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ chứng khoán. Đây là yêu cầu rất quan trọng nhằm hướng tới mục tiêu nâng cao khả năng phát hiện sớm và chính xác các giao dịch nghi vấn.

Với việc xây dựng cơ sở dữ liệu và ứng dụng phần mềm giám sát, việc xác minh, xử lý vi phạm cũng dễ dàng hơn do thông tin được lưu giữ và truy xuất nhanh chóng, kèm theo đó là khả năng bảo mật dữ liệu cũng được đảm bảo.

Cơ sở dữ liệu là hệ thống được tích hợp bởi ba hệ thống là hệ thống giao dịch, hệ thống công bố thông tin và hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán. Việc xây dựng cơ sở dữ liệu thuộc trách nhiệm của các SGDC, có sự phối hợp với TTLKCK.

Hệ thống giao dịch và công bố thông tin có mối quan hệ mật thiết đối với hệ thống giám sát do vai trò của nó trong việc cung cấp toàn bộ các dữ liệu về giao dịch và công bố thông tin phục vụ cho công tác giám sát giao dịch chứng khoán.

Do TTCKVN được xây dựng và phát triển sau các TTCK phát triển trên thế giới hàng trăm năm, vì vậy, cách tốt nhất để có phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán hiện đại, kết nối tốt với hệ thống cơ sở dữ liệu là mua phần mềm của nước ngoài và thuê chuyên gia tư vấn quốc tế. Tuy nhiên, để làm được điều này, cơ quan quản lý thị trường phải đối mặt với hai vấn đề:

Một là, định hướng phát triển của TTCKVN sẽ theo chuẩn mực nào. Mỗi TTCK phát triển trên thế giới đều đi theo những chuẩn mực riêng biệt. Theo đó, sự khác nhau chủ yếu là về tổ chức của hệ thống quản lý thị trường và giám sát giao dịch, chuẩn mực của hệ thống giao dịch tương ứng với mỗi cấu trúc của TTCK như SGDC, thị trường OTC, kèm theo đó là chuẩn mực của hệ thống cơ sở dữ liệu tích hợp của nhiều hệ thống liên quan. Điều này còn liên quan đến khả năng kết nối giao dịch và giám sát giao dịch chứng khoán với các TTCK trong khu vực và trên thế giới.

Hai là, nguồn kinh phí để trang bị các hệ thống phần mềm và thuê chuyên gia tư vấn quốc tế.

6.5. Điều kiện thực hiện giải pháp

**** Điều chỉnh chiến lược phát triển Thị trường Chứng khoán***

Để án chiến lược phát triển Thị trường vốn, trong đó nội dung cơ bản là phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010, tầm nhìn đến năm 2020 được Thủ tướng Chính Phủ ký ban hành tại Quyết định số 128/QĐ-TTg ngày 02/8/2007. Đến nay, những nội dung cơ bản của Đề án vẫn phù hợp và là khuôn khổ mang tính chiến lược cho sự phát triển của TTCKVN. Tuy nhiên, do

những yếu tố trong nước và quốc tế, TTCKVN đã diễn biến vượt khỏi những dự báo và chiến lược phát triển. Điều đó dẫn đến sự cần thiết phải điều chỉnh *chiến lược phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2020*, ở cả một số mục tiêu chiến lược và lộ trình thực hiện chiến lược.

Trong tâm định hướng chiến lược phát triển TTCKVN giai đoạn 2010-2020 cần được điều chỉnh là:

Thứ nhất, định hướng quy mô vốn hóa thị trường. Với sự phát triển mạnh mẽ về quy mô vốn hóa thị trường trong thời gian qua, cần định hướng đến năm 2015, quy mô vốn hóa khoảng 50%GDP và đến năm 2020, quy mô vốn hóa khoảng 65%GDP.

Thứ hai, hoàn thiện cấu trúc thị trường. Theo thông lệ quốc tế và đặc thù Việt Nam, cần xác định rõ cấu trúc TTCKVN. Theo đó, TTCKVN sẽ bao gồm SGDCK TPHCM, SGDCK Hà Nội, Thị trường OTC, Thị trường trái phiếu chuyên biệt.

Thứ ba, việc chuyển đổi sở hữu cần có lộ trình. Việc chuyển đổi từ các DNNN hoặc các mô hình thuộc sở hữu nhà nước khác sang sở hữu tư nhân, sở hữu cổ phần thời gian qua có phần thiếu lộ trình, khi thì “ồ ạt”, khi thì “hạn chế”. Những mô hình có thể xem xét chuyển đổi theo lộ trình là công ty TNHH nhà nước một thành viên, CTCP, CTCP đại chúng. Thời gian chuyển đổi cần theo lộ trình tăng quy mô vốn hóa thị trường và sự phát triển của TTCK.

Thứ tư, phát triển hệ thống công nghệ thông tin ứng dụng trong giao dịch chứng khoán một cách đồng bộ, theo tiêu chuẩn quốc tế. Trong đó, đồng thời quy trình giao dịch có sẵn, kết hợp giao dịch từ xa, phát triển giao dịch trực tuyến, chuyển đổi hệ thống đăng ký, lưu ký chứng khoán sang một cấp.

Thứ năm, phát triển các trung gian tài chính theo hướng nâng cao năng lực. Theo hướng này, các CTCK cần được tăng quy mô vốn, nâng cao tính chuyên nghiệp trong hoạt động. Cần đa dạng hóa các loại hình QĐT như quỹ đóng, quỹ mở, quỹ mạo hiểm. Bên cạnh đó, đã đến lúc phải thành lập các tổ chức phụ trợ, nhất là các tổ chức định mức tín nhiệm.

Thứ sáu, định hướng rõ ràng về sự tham gia của các loại hình nhà đầu tư tổ chức, nhất là các tổ chức có quy mô vốn lớn như ngân hàng, công ty bảo hiểm. Đồng thời, thu hút các nhà đầu tư cá nhân đầu tư vốn thông qua các QĐT đại chúng, ở các loại hình khác nhau.

Việc điều chỉnh chiến lược phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2020 sẽ tạo ra khuôn khổ mang tính định hướng cho các hoạt động của TTCKVN một cách lâu dài và hệ thống, đồng thời, cũng định hướng tốt hơn cho việc tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN trong tương lai.

*** Hoàn thiện khung pháp lý cho giám sát giao dịch chứng khoán**

Khung pháp lý cho giám sát giao dịch chứng khoán là hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật, bao gồm nhiều Bộ Luật và Luật điều chỉnh một phần hoặc toàn bộ hoạt động của nhiều đối tượng khác nhau trên thị trường chứng khoán, kể cả chủ thể giám sát và đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán.

Sửa đổi Luật Chứng khoán

Trong thời gian qua, có nhiều ý kiến về việc sửa đổi Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn thực hiện Luật Chứng khoán, tuy nhiên, liên quan đến vấn đề giám sát giao dịch chứng khoán, cần quan tâm đến những nội dung sau:

- Chính phủ cần nhanh chóng trình Quốc Hội việc tách UBCKNN ra khỏi Bộ Tài chính, chuyển thành Ủy ban thuộc Chính phủ, đây cũng là mô hình được thực hiện ở hầu hết các TTCK trên thế giới.

- Sửa đổi, bổ sung một số nội dung liên quan đến công bố thông tin, theo hướng mở rộng đối tượng công bố thông tin, kiểm duyệt chất lượng thông tin công bố.

Ngoài các đối tượng phải công bố thông tin theo quy định của Luật chứng khoán, cần mở rộng sang đối tượng là cá nhân liên quan (cổ đông nội bộ và người liên quan theo quy định), trong các quan hệ kinh tế của cá nhân liên quan với chính CTNY nếu có hợp đồng.

Về kiểm duyệt chất lượng thông tin công bố, các báo cáo tài chính hàng quý cần có sự soát xét của công ty kiểm toán để đảm bảo tính chính xác của những nội dung chính, các báo cáo tài chính định kỳ 6 tháng phải được kiểm toán thay vì quy định kiểm toán báo cáo hàng năm như hiện nay. Tính đến hết ngày 27/3/2009, có 88 doanh nghiệp niêm yết đã công bố báo cáo tài chính năm 2008 kiểm toán, trong đó 69 doanh nghiệp (chiếm 75%) có sự chênh lệch về lợi nhuận sau thuế giữa báo cáo tài chính kiểm toán và báo cáo tài chính sơ bộ công bố trước đó¹⁷.

¹⁷ www.ssc.gov.vn

Về lâu dài, báo cáo tài chính tại Việt Nam cần thực hiện theo Chuẩn Mục Báo cáo tài chính Quốc Tế (IFRS), như vậy, chuẩn mực báo cáo tài chính theo chế độ kế toán của Việt Nam cũng phải sửa đổi cho phù hợp thông lệ quốc tế.

Bảng 2.1: Một số doanh nghiệp có chênh lệch lợi nhuận sau thuế năm 2008

Đơn vị: Tỷ đồng

Mã CK	LNST đã kiểm toán	LNST chưa kiểm toán	Chênh lệch	
			Tỷ đồng	%
STB	954,8	1.069,1	-114,4	-12,0
ABT	22,6	41,6	-18,9	-84,0
CII	132,8	147,3	-14,5	-10,9
TDH	212,0	199,1	12,9	6,1
VTV	34,2	24,6	9,6	28,2
KHA	38,4	46,0	-7,6	-19,8
SFT	53,9	48,3	5,6	10,4
DRC	51,8	46,5	5,3	10,2
IMP	58,3	62,2	-3,9	-6,8
TCT	22,8	20,0	2,7	12,0

(Nguồn: Đầu tư Chứng khoán, 3/2009)

Hoàn thiện quy định về chức năng, nhiệm vụ các đơn vị thuộc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Bộ Tài chính cần sớm ban hành Quyết định thay thế Quyết định 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/1/2008 và Qđịnh 49/2008/QĐ-BTC sửa đổi một số điều của Quyết định 02/2008/QĐ-BTC. Theo đó, cần quy định rõ Ban Giám sát là đơn vị có chức năng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, các Ban khác có chức năng phối hợp trong giám sát giao dịch, đặc biệt là phối hợp trong xây dựng văn bản quy phạm pháp luật, cung cấp thông tin phục vụ giám sát giao dịch. Thanh tra UBCKNN thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi luật pháp, tức là khi bộ phận giám sát đã phát hiện và có kết luận về vi phạm, những vi phạm nặng thuộc diện phải xử phạt sẽ được chuyển sang Thanh tra UBCKNN thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi luật pháp theo quy định của pháp luật.

Hoàn thiện Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên Thị trường Chứng khoán Việt Nam

Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán ban hành tại Quyết định 127/QĐ-BTC ngày 31/12/2008 cần được nghiên cứu, sửa đổi, với một số nội dung như sau:

- Hoàn thiện quy định về nội dung và phương thức giám sát của mỗi chủ thể giám sát. Hiện tại, Quy chế 127 quy định những nội dung và phương thức giám sát giống nhau, song lại diễn đạt khác nhau, điều đó có thể gây khó khăn trong việc triển khai thực hiện. Mặt khác, có những nội dung giám sát không được quy định nhưng phương thức giám sát lại có quy định, chẳng hạn nội dung và phương thức giám sát của UBCKNN.

- Cần phân quyền đến mức có thể cho SGDCK trong khuôn khổ quy định của pháp luật.

- Một số nội dung như ban hành và giám sát thực hiện chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp nên chuyển cho HHKĐCK, như vậy, sẽ phù hợp hơn về chức năng.

- HHKĐCK cần được quy định tại Quy chế với tư cách là tổ chức tự quản có đóng vai trò là chủ thể giám sát cùng với SGDCK.

Tăng mức xử phạt vi phạm

Nghị định 36 của Chính phủ về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK hiện đang có hiệu lực, UBCKNN là cơ quan thuộc Bộ Tài chính, theo quy định của Luật tổ chức Chính phủ ngày 25/12/2001, bị giới hạn về thẩm quyền xử lý vi phạm. Vì vậy, mức phạt 500 triệu đồng (Quy định tại Pháp lệnh sửa đổi, bổ sung một số điều của Pháp lệnh xử lý vi phạm hành chính, 02/4/2008, Ủy ban Thường vụ Quốc Hội), chưa có chế tài cụ thể để UBCKNN vận dụng trong việc xử phạt các vi phạm trong khuôn khổ các hoạt động mà UBCKNN quản lý.

Để nâng cao hơn tính răn đe đối với các vi phạm trên TTCK, Chính phủ cần sửa đổi Nghị định 36 theo tinh thần Pháp lệnh sửa đổi, bổ sung một số điều của Pháp lệnh xử lý vi phạm hành chính, theo đó, tăng mức xử phạt lên đến mức cao nhất là 500 triệu đồng. Tại TTCK Nhật Bản, mức xử phạt cho hành vi giao dịch nội gián có thể lên tới 3 triệu Yên (tương đương 600 triệu VNĐ), hành vi giao dịch thao túng có thể lên tới 5 triệu Yên (tương đương 1 tỷ VNĐ)¹⁸, đồng

¹⁸ Market surveillance workshop, Hanoi, 4/2002

thời, phải nộp lại toàn bộ số tiền thu được từ các giao dịch này.

Đồng thời với tăng mức xử phạt bằng tiền, cần tăng cường các hình thức xử phạt khác như tạm ngừng hoạt động, đình chỉ hoặc rút giấy phép kinh doanh đối với các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ trên TTCK.

Bộ Luật Hình sự năm 1999 chưa có quy định cụ thể về tội phạm và hình phạt đối với hoạt động trên thị trường chứng khoán. Luật Hình sự năm 2009 (sửa đổi) vừa được Quốc Hội thông qua cũng không đưa cụ thể tội danh vi phạm pháp luật trên TTCK vào, trừ một số quy định về gây hậu quả nghiêm trọng. Để đảm bảo tính nghiêm minh của pháp luật, các hành vi bị cấm (quy định tại Luật Chứng khoán) với mức độ nghiêm trọng, dù đã khắc phục hoặc đền bù vẫn cần được đưa vào các tội danh quy định tại Luật Hình sự vì những tổn thất gây ra cho thị trường rất khó lường hóa. Tại TTCK Nhật Bản, ngoài việc bị phạt tiền, hành vi giao dịch nội gián có thể bị xử phạt tới 3 năm tù, hành vi giao dịch thao túng có thể bị xử phạt tới 5 năm tù.

**** Nâng cao vai trò của Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán trong giám sát giao dịch chứng khoán***

Như đã phân tích ở các phần trên, HHKDCK chưa phải là một tổ chức tự quản có chức năng giám sát giao dịch chứng khoán. Điều 2 Quyết định của Bộ Nội vụ về việc thành lập HHKDCK (Quyết định 23/2003 ngày 11/6/2003) quy định HHKDCK hoạt động theo Điều lệ được Bộ Nội Vụ phê duyệt, chịu sự quản lý của UBCKNN. Như vậy, để nâng cao vai trò của HHKDCK trong giám sát giao dịch chứng khoán, cần thực hiện đồng thời một số nội dung sau:

- Điều lệ của HHKDCK cần tạo cơ sở cần thiết để HHKDCK tham gia giám sát giao dịch chứng khoán với tư cách chủ thể giám sát.

- Các cơ quan hữu quan, trước tiên là UBCKNN, tạo hành lang pháp lý, với cơ chế mạnh hơn cho HHKDCK:

+ Luật chứng khoán cần bổ sung quy định về HHKDCK trong các hoạt động trên TTCK, chẳng hạn, một trong các điều kiện để trở thành thành viên của SGDCK là CTCK phải là thành viên của HHKDCK.

+ UBCKNN cần cho phép HHKDCK tham gia cùng UBCKNN trong việc đào tạo, sát hạch cấp chứng chỉ chuyên môn và tham gia tổ chức thi cấp chứng chỉ hành nghề chứng khoán; hỗ trợ UBCK trong việc phổ cập và hướng dẫn thực hiện luật và các quy định về chứng khoán có liên quan tới các thành viên.

+ HHKDCK cần ban hành các quy định về chuẩn mực hành nghề của các CTCK và nhân viên hành nghề chứng khoán, ban hành quy chế thành viên HHKDCK, quy chế kiểm soát nội bộ các thành viên của Hiệp hội và buộc thành viên phải tuân thủ, phối hợp với UBCKNN, SGDCK, TTLKCK trong giám sát sự tuân thủ của các thành viên thị trường.

+ HHKDCK cần hướng đến quyền lợi của thành viên: bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các thành viên và báo cáo lên UBCK các đề xuất và kiến nghị của thành viên; thu thập và xử lý các thông tin về chứng khoán và cung cấp dịch vụ cho các thành viên; làm trung gian hoà giải cho các thành viên hoặc cho thành viên và khách hàng của các tổ chức này;

+ HHKDCK tổ chức nghiên cứu về phát triển, vận hành và các vấn đề khác liên quan đến thị trường chứng khoán.

+ HHKDCK cần tăng cường hoạt động hợp tác với các HHKDCK ở các TTCK nước ngoài, tham gia vào các tổ chức và diễn đàn các HHKDCK quốc tế.

*** Quản lý chặt chẽ các hoạt động của tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán**

Các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán hiện nay bao gồm rất nhiều loại hình doanh nghiệp, trong đó, UBCKNN chỉ có thẩm quyền quản lý hoạt động của CTCK, QĐT và một số hoạt động của các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán khác.

Trước mắt, khi mô hình giám sát hiện nay vẫn được duy trì, Bộ Tài chính cần phối hợp với NHNN quản lý chặt chẽ hoạt động của các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán như NHTM, Công ty Bảo hiểm. Kinh nghiệm thế giới và thực tiễn tại Việt Nam cho thấy, sự chi phối của các NHTM và các công ty bảo hiểm đối với hoạt động của TTCK là rất lớn, không chỉ bởi các NHTM và các công ty bảo hiểm là những nhà phát hành chứng khoán và là nhà đầu tư có quy mô rất lớn, mà còn thông qua việc cung cấp các dịch vụ của các tổ chức này cho TTCK. Nếu không được quản lý chặt chẽ, nguy cơ khủng hoảng có thể xảy ra, TTCKVN sẽ không duy trì được sự ổn định và phát triển bền vững.

*** Xây dựng cơ chế tài chính cho giám sát giao dịch chứng khoán**

Kinh nghiệm các TTCK phát triển cho thấy, để tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán, kinh phí chi đầu tư và chi thường xuyên phải rất lớn. Tuy nhiên, với cơ chế tài chính hiện tại, nguồn kinh phí cho giám sát giao dịch chứng khoán là rất hạn hẹp và không đảm bảo việc thực hiện các mục tiêu giám sát.

Kinh phí cho giám sát giao dịch chứng khoán là bài toán về vấn đề chi phí – lợi ích. Nếu chỉ xem xét số tiền thu được từ xử phạt vi phạm thì lợi ích của giám sát giao dịch là không đáng kể. Tuy nhiên, nếu nhìn xa hơn, lợi ích của giám sát giao dịch là rất lớn, đứng cả trên giác độ lợi ích của cơ quan quản lý và lợi ích của mọi đối tượng tham gia thị trường, đó là một TTCK công bằng, công khai, hiệu quả, bảo vệ lợi ích nhà đầu tư.

Cơ chế tài chính cho giám sát giao dịch chứng khoán bao gồm cơ chế huy động nguồn kinh phí và cơ chế chi tiêu.

Cơ chế huy động nguồn kinh phí

Nguồn kinh phí cho giám sát giao dịch cần được huy động từ nhiều nguồn khác nhau:

- Đứng trên giác độ lợi ích quốc gia, Chính phủ cần ưu tiên thỏa đáng cho việc phân bổ NSNN để thực hiện những mục tiêu của giám sát giao dịch chứng khoán. Nguồn thu NSNN từ các hoạt động của TTCK cũng không nhỏ, vì vậy, đầu tư NSNN cho giám sát giao dịch chứng khoán cần được chú trọng.

- Đồng thời, Chính phủ cần ưu tiên những dự án đầu tư cho giám sát giao dịch chứng khoán khi kêu gọi tài trợ từ nguồn Hỗ trợ phát triển chính thức (ODA). Với việc thực hiện các dự án ODA trong lĩnh vực giám sát TTCKVN, các nguồn vốn đầu tư trực tiếp (FDI) và gián tiếp (FII) sẽ đổ vào Việt Nam và duy trì hoạt động lâu dài.

- Đứng trên giác độ lợi ích lâu dài của các thành viên tham gia thị trường, UBCKNN cần có đề án thu phí giám sát. Điều này xuất phát từ việc các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và nhà đầu tư đóng góp kinh phí giám sát, tức là họ được hưởng lợi từ hoạt động giám sát thị trường chứng khoán.

Cơ chế chi tiêu

Kinh phí giám sát được chi chủ yếu cho 2 nội dung là chi đầu tư cơ sở vật chất và chi cho con người. Hoạt động giám sát giao dịch trên TTCK cần một lượng kinh phí lớn đầu tư mua sắm trang thiết bị, phần mềm giám sát được cài đặt tự động hệ thống chỉ tiêu giám sát, tích hợp cơ sở dữ liệu từ hệ thống giao dịch, hệ thống công bố thông tin, hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ chứng khoán. Đồng thời, cần một lượng kinh phí lớn hàng năm để thuê chuyên gia tư vấn cho hoạt động đào tạo, chuyển giao công nghệ.

CHƯƠNG III

THỊ TRƯỜNG PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ VIỆT NAM

ThS. Trịnh Mai Vân

Phòng Quản lý khoa học, NEU

1. Một số vấn đề cơ bản về thị trường phát hành trái phiếu chính phủ

1.1. Mối quan hệ giữa thị trường phát hành trái phiếu chính phủ với sự phát triển kinh tế - xã hội

Xét trong mối quan hệ tương quan với các bộ phận của thị trường tài chính, bao gồm thị trường tiền tệ, thị trường hối đoái và thị trường vốn thì thị trường chứng khoán trong đó có thị trường trái phiếu đóng một vai trò rất quan trọng bởi lẽ nó là một bộ phận cơ bản của thị trường vốn trung và dài hạn cho Chính phủ và doanh nghiệp. Trái phiếu Chính phủ là loại hàng hoá chiếm một khối lượng đáng kể trong thị trường trái phiếu. Do vậy, sự tạo lập và phát triển thị trường Trái phiếu Chính phủ có một ý nghĩa vô cùng quan trọng đối với sự phát triển của thị trường tài chính cũng như đối với sự phát triển kinh tế của mỗi quốc gia. Thị trường Trái phiếu Chính phủ thực hiện các vai trò chủ yếu sau:

a. Đối với nền kinh tế quốc dân

Bất cứ quốc gia nào, việc thực hiện các mục tiêu của chiến lược phát triển kinh tế – xã hội phụ thuộc các nguồn vốn. Do vậy, họ luôn phải khai thác và sử dụng một cách có hiệu quả mọi tiềm năng về tài nguyên, lao động, đất đai để phát triển sản xuất kinh doanh nhằm thực hiện thành mục tiêu phát triển kinh tế xã hội đặt ra. Ở hầu hết các nước, nhất là các nước đang phát triển, vấn đề thâm hụt ngân sách và nợ nước ngoài luôn luôn hiện hữu và là một gánh nặng. Vì vậy, khi Chính phủ tập trung đầu tư vào các công trình cơ sở hạ tầng để tạo môi trường thuận lợi kích thích kinh tế phát triển cũng như tạo ra lợi thế cạnh tranh để thu

hút nguồn vốn đầu tư từ nước ngoài cần phải có nguồn vốn tương đối lớn, ổn định, việc huy động vốn để đầu tư thông qua phát hành trái phiếu là một tất yếu khách quan. Do đó, thông qua thị trường trái phiếu, Chính phủ có thể trực tiếp huy động vốn của công chúng để phục vụ cho các mục đích chi tiêu, cũng như đầu tư với thời gian sử dụng vốn đáp ứng đúng như mong muốn của mình, đồng thời góp phần điều hoà, phân phối nguồn vốn trong nền kinh tế.

b. Đối với Chính phủ

Với tư cách vừa là nhà phát hành, vừa là người quản lý Nhà nước, Chính phủ mà cụ thể là các cơ quan quản lý Nhà nước phải có nhiệm vụ tạo lập được một thị trường Trái phiếu Chính phủ ngày càng phát triển, cũng như thực hiện được các mục đích về điều hành các chính sách tài chính của mình. Như vậy, thông qua hoạt động của thị trường Trái phiếu Chính phủ đã giúp cho Chính phủ giải quyết được một số vấn đề sau:

**** Nhu cầu về vốn của Chính phủ***

Vay nợ của Chính phủ là biện pháp tài chính, tín dụng để bù đắp thiếu hụt về vốn của Chính phủ. Đối với các quốc gia có điều kiện nền kinh tế còn gặp nhiều khó khăn, tích lũy từ nội bộ nền kinh tế quốc dân còn thấp, nguồn thu của ngân sách Nhà nước (chủ yếu là thuế) có hạn; trong khi đó nhu cầu chi cho đầu tư phát triển kinh tế rất lớn dẫn đến nảy sinh những mất cân đối trong nền kinh tế mà điển hình là mất cân đối thu chi của Chính phủ. Để cân đối, Chính phủ có nhiều biện pháp như vay nước ngoài (chủ yếu là nguồn ODA), phát hành tiền, vay trong nước thông qua phát hành trái phiếu. Trong đó, việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu Chính phủ là biện pháp hữu hiệu nhất để bù đắp thiếu hụt, đồng thời còn tập trung được lượng vốn nhàn rỗi trong xã hội để tăng nguồn chi cho phát triển kinh tế - xã hội.

Biện pháp này được sử dụng tại hầu hết các quốc gia trên thế giới, ngay cả những nước phát triển có nguồn thu tương đối lớn do nó không lệ thuộc vào vay nợ nước ngoài dễ gây nên sự mất ổn định về kinh tế. Tuy nhiên cần phải nắm vững nhu cầu vay vốn, mục đích sử dụng vốn, khả năng cung ứng nguồn vốn để từ đó xây dựng chiến lược và kế hoạch huy động vốn một cách có hiệu quả. Mặt khác cần phải thấy rằng khi vay nợ quá lớn sẽ tạo gánh nặng cho Chính phủ trong việc trả gốc và lãi, vì vậy cần quản lý công tác vay nợ tốt để tránh gây nên sự bất ổn định về tài chính.

** Phát triển thị trường vốn và thị trường chứng khoán*

Phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán là một trong những nhân tố quyết định tốc độ phát triển kinh tế của một quốc gia trong nền kinh tế thị trường. Sự phát triển của thị trường vốn sẽ tạo điều kiện giao lưu giữa người có vốn muốn đầu tư và người có nhu cầu sử dụng vốn trên thị trường từ đó giải phóng nguồn lực tài chính để phát triển kinh tế. Trái phiếu có ưu điểm đặc biệt hơn so với các hình thức vay nợ khác là nó có khả năng trao đổi, nên trái phiếu mà điển hình là trái phiếu Chính phủ có vị trí quan trọng trên thị trường chứng khoán; vai trò của trái phiếu Chính phủ đối với việc hình thành và phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán thể hiện trên các giác độ sau:

Một là, tạo ra chứng khoán ban đầu cho thị trường hoạt động; kinh nghiệm của các nước cho thấy, trong giai đoạn đầu mới thành lập của thị trường chứng khoán thì trái phiếu Chính phủ là hàng hoá chủ đạo của thị trường, do độ rủi ro của trái phiếu Chính phủ thấp nên không gây nên sự đổ vỡ và bất ổn của thị trường khi khuôn khổ pháp lý chưa hoàn thiện và trình độ am hiểu về hoạt động chứng khoán của xã hội còn thấp. Hơn nữa do khối lượng trái phiếu chính phủ lớn, có tính thanh khoản cao nên lãi suất của trái phiếu Chính phủ được dùng làm lãi suất chuẩn trên thị trường

Hai là, góp phần tăng cường chức năng định hướng phát triển và điều tiết thị trường của Nhà nước: Thông qua việc sử dụng công cụ lãi suất đối với trái phiếu Chính phủ, Nhà nước có thể điều tiết và định hướng thị trường theo mục tiêu của mình. Hoạt động của thị trường vốn lại có tác động rất lớn đến nền kinh tế nói chung, do vậy thông qua hoạt động của thị trường này, Chính phủ có thể sử dụng để quản lý vĩ mô nền kinh tế.

Ba là, góp phần kiềm chế lạm phát, góp phần giảm tình trạng phát hành tiền để cân đối ngân sách.

** Đa dạng hoá các nguồn vốn đầu tư và hội nhập thị trường vốn quốc tế*

Với việc phát hành trái phiếu ra nước ngoài (gọi là trái phiếu quốc tế), Chính phủ đã thực hiện hình thức huy động vốn trực tiếp của các nhà đầu tư nước ngoài để phục vụ mục đích phát triển kinh tế của mình. Thông qua việc phát hành trái phiếu ra quốc tế, Chính phủ sẽ có được những thuận lợi sau:

Một là, mở rộng quan hệ và nâng cao uy tín trên thị trường vốn quốc tế, đồng thời tạo thêm một kênh huy động vốn mới để bổ sung nguồn vốn phục vụ đầu tư phát triển. Đặc biệt đối với các nước đang phát triển việc phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế tạo điều kiện cho việc học hỏi nghiên cứu kinh nghiệm

trên thị trường vốn quốc tế để từng bước xây dựng và phát triển thị trường vốn trong nước.

Hai là, khi phát hành trái phiếu, Chính phủ được độc lập về tài chính, sử dụng vốn vay mà không phải thực hiện các điều kiện ràng buộc và sự kiểm soát của những người đầu tư.

Ba là, Trái phiếu quốc tế tạo cho Chính phủ có khả năng huy động vốn dài hạn với khối lượng lớn. Đây là yếu tố rất quan trọng góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đầu tư cũng như tạo sự chủ động trong việc phân bổ nguồn lực tài chính. Là loại trái phiếu hấp dẫn đối với các nhà đầu tư vì nó có thể mua bán trên thị trường thứ cấp và không bị rủi ro.

Bốn là, chi phí huy động vốn qua trái phiếu quốc tế thông thường thấp hơn so với vay thương mại cùng kỳ hạn (tuy nhiên, đợt phát hành đầu tiên lãi suất trái phiếu có thể cao hơn)

c. Đối với nhà đầu tư

Thị trường trái phiếu Chính phủ có chức năng chuyển các khoản tiết kiệm thành vốn đầu tư, một mặt huy động nguồn vốn nhàn rỗi để phục vụ tài trợ cho nền kinh tế. Đây là một công cụ đầu tư quan trọng đối với các nhà đầu tư có tổ chức mặc dù khả năng sinh lời không cao, song Trái phiếu Chính phủ là bước đệm để tránh được rủi ro, nhất là rủi ro phá sản do tính thanh khoản và độ an toàn cao, hơn nữa đối với các tổ chức tín dụng đây là công cụ đầu tư đang được khuyến khích và hưởng nhiều ưu đãi.

1.2. Đặc điểm của thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ

Thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ có các đặc điểm sau:

- **Là thị trường tạo vốn cho Chính Phủ** và đồng thời cũng tạo ra hàng hóa cho thị trường giao dịch. Trên bình diện toàn bộ nền kinh tế, thị trường phát hành trái phiếu Chính Phủ làm tăng vốn đầu tư dài hạn.

- **Thị trường phát hành chỉ được tổ chức một lần cho một loại chứng khoán nhất định**, trong thời gian hạn định và khác với phát hành trái phiếu và cổ phiếu công ty, việc phát hành trái phiếu Chính phủ không phải xin phép của Ủy ban Chứng khoán quốc gia.

Trên thế giới có các hình thức phát hành trái phiếu Chính phủ như: bảo lãnh phát hành, đấu thầu, đại lý phát hành, phát hành qua tổ hợp ngân hàng đầu tư và

bán lẻ qua hệ thống kho bạc. Trong đó phương thức bảo lãnh phát hành và đấu thầu là những hình thức quan trọng và chủ yếu để phát hành Trái phiếu Chính phủ với khối lượng lớn ra thị trường.

1.3. Các thành viên của thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ

- Cơ quan quản lý Nhà nước

Thông qua một số cơ quan như Bộ Tài chính, NHTW, Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) ..., Chính Phủ tham gia thị trường với tư cách là nhà tổ chức và quản lý thị trường. Ủy ban chứng khoán Nhà nước là cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán, có chức năng quản lý và giám sát các thị trường chứng khoán, trong đó có thị trường trái phiếu, đồng thời, soạn thảo văn bản pháp luật liên quan đến trái phiếu và thị trường trái phiếu để trình các cấp có thẩm quyền xem xét quyết định, cũng như tổ chức và hướng dẫn thực hiện các văn bản đó; Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính, các Bộ chủ quản cũng có vai trò quan trọng trong hoạt động quản lý đối với các thành viên tham gia thị trường.

- Cơ quan quản lý thị trường

Bao gồm: Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) và Trung tâm giao dịch phi tập trung (OTC). Sở giao dịch chứng khoán là địa điểm giao dịch có tổ chức để giao dịch các chứng khoán (trong đó có trái phiếu) được niêm yết. Sở giao dịch thực hiện vận hành thị trường thông qua bộ máy tổ chức bao gồm nhiều bộ phận khác nhau phục vụ các hoạt động trên thị trường chính thức. Ngoài ra, Sở giao dịch cũng ban hành những quy định điều chỉnh các hoạt động giao dịch chứng khoán ở Sở, phù hợp với các quy định luật pháp về chứng khoán và giao dịch chứng khoán. Đối với trung tâm giao dịch phi tập trung - OTC, tùy theo mỗi quốc gia mà trung tâm này do Nhà nước thành lập và quản lý hoặc dưới hình thức tự quản do các hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán thành lập và quản lý. Hoạt động giao dịch trên thị trường OTC có quy chế chặt chẽ và chịu sự quản lý giám sát hoạt động của thị trường từ phía các cơ quan quản lý Nhà nước. Hoạt động của thị trường OTC làm cho hoạt động của thị trường trái phiếu sôi động hơn, trái phiếu được luân chuyển, giao dịch thuận lợi và nâng cao tính thanh khoản của các loại trái phiếu.

- Hiệp hội kinh doanh trái phiếu

Đây là tổ chức được thành lập bởi các công ty chứng khoán và một số thành viên khác hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán. Hiệp hội hoạt động nhằm mục đích chia sẻ thông tin, bảo vệ quyền lợi cho các thành viên nói riêng và cho tất cả các nhà đầu tư nói chung. Hiệp hội các nhà kinh doanh trái phiếu thường là một tổ chức tự quản.

- Tổ chức phát hành

Bao gồm: Chính Phủ tham gia thị trường như một tổ chức phát hành. Với tư cách là một chủ thể phát hành, trái phiếu Chính Phủ là một trong những loại trái phiếu được phát hành nhiều nhất trên thị trường. Điều này có thể lý giải được vì không phải lúc nào Chính Phủ cũng có thể ngay lập tức bù đắp sự thiếu hụt vốn xảy ra khá thường xuyên trong chi tiêu của mình bằng cách yêu cầu Ngân hàng Trung ương in thêm tiền mặt để đưa vào lưu thông. Giá phải trả cho việc in thêm tiền mặt để đưa vào lưu thông là lạm phát tăng cao dẫn đến sự bất ổn về kinh tế. Do đó, việc huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu là việc làm phổ biến nhất và là cách thức tài trợ tối ưu nhất cho Ngân sách thâm hụt hiện nay của các quốc gia trên thế giới nhằm tài trợ cho thâm hụt Ngân sách cũng như đầu tư cho các dự án phục vụ chiến lược phát triển kinh tế - xã hội.

- Các nhà đầu tư

Nếu coi người phát hành trái phiếu là đối tượng tạo ra sức cung hàng hoá thì các nhà đầu tư chính là những người tạo ra sức cầu hàng hoá trên thị trường trái phiếu. Nói một cách khác, nếu người phát hành bán các trái phiếu của mình thì chủ thể đầu tư là những đối tượng trực tiếp mua chúng. Có thể chia thành hai loại chủ thể đầu tư: Các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân. Họ có thể là người bản địa cũng có thể là người nước ngoài. (i) *Các nhà đầu tư tổ chức*: Đây là các nhà đầu tư đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động của thị trường trái phiếu. Họ là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, thường xuyên mua bán trái phiếu với số lượng lớn trên thị trường. Một số các nhà đầu tư chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán là các quỹ đầu tư, các công ty bảo hiểm, các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại.... và đây là những tổ chức có nghiệp vụ chuyên môn cao về đầu tư chứng khoán. (ii) *Các nhà đầu tư cá nhân*: là các hộ gia đình với số vốn không nhiều, các nhà đầu tư cá nhân luôn phải lựa chọn cho mình những hình thức đầu tư phù hợp với khả năng cũng như mức độ chấp nhận rủi ro của

mình. Trong các loại trái phiếu, trái phiếu Chính Phủ là loại hàng hoá có uy tín nhất trên thị trường và không có rủi ro trong vấn đề thanh toán và như vậy họ có thể tin tưởng ở mức lợi nhuận mà mình nhận được khi mua bán trái phiếu này.

- *Các tổ chức trung gian tài chính và hỗ trợ giao dịch*

Thị trường trái phiếu Chính Phủ phát triển luôn đòi hỏi phải cần có nhiều tổ chức trung gian tài chính và hỗ trợ giao dịch, họ là cầu nối giữa người mua và người bán trái phiếu với nhau. Họ bao gồm:

+ *Tổ chức bảo lãnh phát hành*: là việc tổ chức bảo lãnh giúp Chính Phủ thực hiện các thủ tục trước khi phát hành trái phiếu ra thị trường, phân phối trái phiếu cho các nhà đầu tư và có trách nhiệm mua một phần hay toàn bộ trái phiếu Chính Phủ còn lại chưa phân phối hết. Bảo lãnh phát hành gồm hai nội dung cơ bản: tư vấn tài chính và phân phối trái phiếu. Các tổ chức bảo lãnh phát hành được hưởng phí bảo lãnh hoặc một tỷ lệ hoa hồng nhất định trên số tiền thu được từ đợt phát hành. Phí bảo lãnh phát hành là phần trăm số tiền theo thoả thuận với tổ chức phát hành mà nhà tổ chức bảo lãnh nhận được khi bán trái phiếu cho nhà đầu tư.

+ *Các tổ chức kinh doanh trái phiếu*: bao gồm các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại và các tổ chức khác được phép kinh doanh theo quy định của pháp luật (các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ...). Các tổ chức này chủ yếu hoạt động trên thị trường thứ cấp, có chức năng làm trung gian môi giới cho các tổ chức, cá nhân có nhu cầu mua bán trái phiếu để hưởng phí môi giới và thực hiện các giao dịch mua bán cho chính bản thân mình để kiếm lợi nhuận.

+ *Các nhà tạo lập thị trường*: hoạt động của các nhà tạo lập cũng giống như các tổ chức kinh doanh trái phiếu. Tuy nhiên, nhà tạo lập thị trường là những người tạo ra thị trường có tính thanh khoản cao bằng cách thường xuyên yết lên các mức giá chào mua, chào bán, qua đó, đảm bảo một thị trường hai chiều (mua bán liên tục. Do đó trong hoạt động tạo lập thị trường chứng khoán, nhà tạo lập luôn phải nắm giữ một lượng chứng khoán đủ lớn để sẵn sàng bán khi có yêu cầu đặt mua, đồng thời phải dự trữ ngân quỹ để mua chứng khoán khi nhà đầu tư có yêu cầu bán. Còn khi hoạt động tạo lập thị trường chứng khoán bằng hình thức môi giới hay đại lý (tổ chức trung gian), các nhà tạo lập thị trường chỉ là người đại diện, thay mặt khách hàng thực hiện giao dịch và hưởng hoa hồng.

+ *Tổ chức lưu ký chứng khoán và thanh toán chứng khoán*: là pháp nhân thành lập và hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc công ty cổ

phần; Trung tâm có chức năng tổ chức và giám sát hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán (trong đó có trái phiếu) cho khách hàng, giúp khách hàng thực hiện các quyền liên quan đến sở hữu chứng khoán.

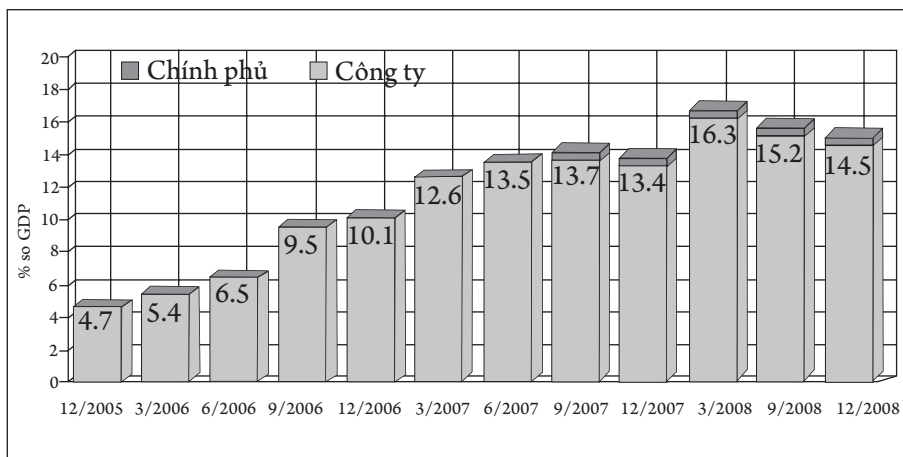
+ *Tổ chức định mức tín nhiệm*: là tổ chức được hình thành nhằm mục đích đánh giá mức độ tín nhiệm của tổ chức phát hành và xếp hạng chúng theo mức độ rủi ro mất khả năng thanh toán để các nhà đầu tư có những thông tin cần thiết, trên cơ sở đó có thể đưa ra các quyết định đầu tư. Đối với trái phiếu Chính Phủ thì mức độ tín nhiệm được đánh giá là cao nhất và hầu như không có rủi ro và như vậy phụ phí phát hành sẽ thấp và lãi suất của nó cũng sẽ không thể cao so với các loại trái phiếu khác có tính rủi ro cao. Đây là một tổ chức không thể thiếu khi tiến hành phát hành trái phiếu, đặc biệt là phát hành ra thị trường vốn quốc tế.

2. Thực trạng thị trường phát hành trái phiếu chính phủ Việt Nam từ năm 2000 đến nay

2.1. Khái quát thị trường trái phiếu ở Việt Nam

Tại Việt Nam hiện nay, hàng hoá trên thị trường trái phiếu bao gồm: trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh, trái phiếu doanh nghiệp. Tính đến năm 2009, tổng giá trị trái phiếu lưu hành trên thị trường Việt Nam là trên 250 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng

Biểu đồ 3.1. Tỷ lệ giá trị trái phiếu so với GDP của Việt Nam từ 2005 - 2008



(Nguồn: Asian Bond Online, 2009)

gần 14 tỷ USD chiếm khoảng gần 17% GDP (tại SGDCK có khoảng 500 loại trái phiếu được niêm yết, chủ yếu là trái phiếu Chính phủ với giá trị niêm yết là gần 160 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng trên 65% giá trị toàn thị trường). Tuy nhiên tỷ lệ giá trị trái phiếu so với GDP của Việt Nam vẫn còn thấp so với bình quân các nước trong khu vực có thị trường trái phiếu (nước thấp nhất trong khối ASEAN là Indonesia đạt khoảng 18% và nước cao nhất là Malaysia đạt trên 80%).

Các trái phiếu của Việt Nam hiện nay phần lớn là các loại trái phiếu Chính Phủ với thời hạn từ 1 – 15 năm, trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm một tỷ lệ còn quá nhỏ bé (khoảng trên 12%). Trong khi đó cơ cấu ở các nước trong khu vực là rất cân đối: Trung Quốc: 35% - 65%; Hàn Quốc: 51% - 49%; Singapore: 44% - 56%; Malaysia: 50% - 50%; Thái Lan: 33% - 67%.

2.2. Thực trạng thị trường phát hành trái phiếu Chính Phủ

2.2.1. Bán lẻ trái phiếu qua Kho Bạc Nhà nước

Tháng 6/1999 cho đến 2006, Kho bạc Nhà nước đã chuyển hẳn sang tổ chức phát hành loại trái phiếu có thời hạn 2 năm có ghi tên và không in trước mệnh giá, bán cho các đối tượng là người Việt Nam và người nước ngoài đang làm việc và sinh sống ở Việt Nam; Các tổ chức tín dụng hoạt động theo Luật Các tổ chức tín dụng; Các công ty bảo hiểm, Quỹ đầu tư hoạt động hợp pháp tại Việt Nam, các chi nhánh đầu tư nước ngoài tại Việt Nam; Các doanh nghiệp, các tổ chức kinh tế của Việt Nam thuộc mọi thành phần kinh tế; Các tổ chức nước ngoài hoạt động hợp pháp tại Việt Nam. Điều này đã cho phép Kho bạc Nhà nước có thể huy động một khối lượng vốn với thời gian hợp lý hơn và tạo điều kiện cho việc sử dụng vốn của Ngân sách nhà nước được kéo dài.

Tính từ năm 2000 – 2006, Kho bạc Nhà nước đã huy động được 34.245 tỷ đồng với kỳ hạn là 2 năm với lãi suất năm 2000: 8,9 – 10,5%/năm; 2001: 6,8 – 7,0%/năm; 2002: 7,1 – 7,4%/năm; 2003 – 2004: 8,2 – 8,4%/năm và năm 2005 – 2006 trong khoảng 8,4 – 8,8%. Bắt đầu từ năm 2007, nhằm thực hiện việc phát triển thị trường, Kho bạc Nhà nước đã chấm dứt huy động bằng hình thức bán lẻ và thực hiện toàn bộ việc huy động thông qua hình thức đấu thầu và bảo lãnh phát hành.

Bảng 3.1. Kết quả huy động trái phiếu Kho bạc bằng hình thức bán lẻ giai đoạn 2000 – 2006

Năm	Lãi suất (%)	Giá trị huy động (tỷ đồng)
2000	8,9 – 10,5	4.316
2001	6,8 – 7,0	2.667
2002	7,1 – 7,4	4.117
2003	8,2 – 8,4	6.790
2004	8,2 – 8,4	5.804
2005	8,4 – 8,6	7.736
2006	8,4 – 8,8	2.815
Tổng cộng		34.245

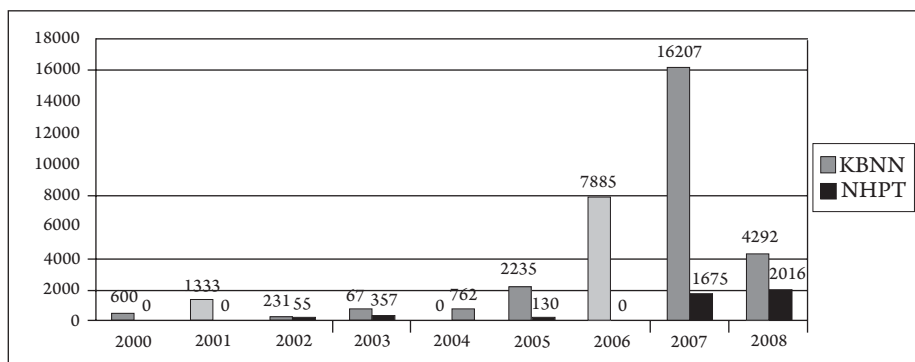
(Nguồn: Kho bạc Nhà nước)

2.2.2. Đấu thầu trái phiếu Chính Phủ

Trái phiếu Chính phủ được đấu thầu theo hình thức cạnh tranh lãi suất hoặc kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh lãi suất với đấu thầu không cạnh tranh lãi suất, trong phạm vi lãi suất chỉ đạo của Bộ Tài chính. Trong trường hợp kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh lãi suất với đấu thầu không cạnh tranh lãi suất, khối lượng trái phiếu đấu thầu không cạnh tranh lãi suất không vượt quá 30% tổng khối lượng trái phiếu thông báo phát hành của đợt đó. Số trái phiếu trúng thầu được niêm yết và giao dịch tại Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) và bắt đầu từ 2/6/2008 tập trung niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (nay là Sở giao dịch chứng khoán HN – HNX).

Biểu đồ 3.2. Kết quả đấu thầu trái phiếu Chính Phủ giai đoạn 2000 – 2008

Đơn vị: tỷ đồng



(Nguồn: Kho bạc Nhà nước và NHPTVN)

Do quá trình hình thành và hoàn thiện, phương thức đấu thầu trái phiếu Chính phủ được chia làm hai giai đoạn: Giai đoạn từ năm 2000 – 30/06/2006: việc đấu thầu trái phiếu được thực hiện ở TTGDCK thành phố HCM và TTGDCK Hà Nội (bắt đầu từ năm 2005) và Giai đoạn từ sau 30/06/2006 – nay: việc đấu thầu trái phiếu được thực hiện tập trung tại Sở giao dịch Hà Nội. Phần tiếp theo sẽ phân tích tình hình thị trường phát hành thông qua hình thức đấu thầu trái phiếu Chính Phủ

Trong giai đoạn đầu (khoảng cuối năm 2000 và đầu năm 2001), thị trường đấu thầu trái phiếu Chính Phủ đã gặp nhiều khó khăn. Sau một số phiên đấu thầu đầu đạt kết quả tốt, thị trường đấu thầu trái phiếu Chính Phủ trở nên "vắng khách" trong thời gian khá dài. Nhiều phiên liên tục không có đơn vị trúng thầu, thậm chí có phiên không có đơn vị đặt thầu. Nguyên nhân là do số thành viên tham gia thị trường còn ít, chủ yếu là các ngân hàng thương mại Nhà nước còn các chủ thể khác vào thời điểm đó không có nhiều nguồn vốn để đầu tư dài hạn vào trái phiếu Chính Phủ, cộng thêm cơ chế lãi suất do Bộ Tài chính còn áp đặt một cách cứng nhắc (quy định lãi suất trần) chưa theo lãi suất của thị trường, không đáp ứng kỳ vọng của các nhà đầu tư, do vậy lãi suất của các thành viên tham gia đấu thầu đưa ra thường cao hơn khung lãi suất chỉ đạo của Bộ Tài chính quy định. Trước tình hình đó, tháng 7/2001, Bộ Tài chính đã tiến hành nới lỏng

cơ chế phát hành, nhất là cơ chế lãi suất (khung lãi suất). Mặc dù vậy, giá trị huy động vốn còn rất thất thường. Kết quả các đợt đấu thầu không ổn định, nhiều phiên không đạt được mức dự kiến huy động. Mỗi phiên chỉ có từ 2 -3 đơn vị tham gia nhưng hầu hết các phiên đều có thành viên trúng thầu.

Trong thời gian từ năm 2000 đến năm 2005, được nhận định là thời kỳ bắt đầu hình thành và “tập dượt” của thị trường chứng khoán Việt Nam. Do vậy, việc phát hành trái phiếu cũng như tham gia đấu thầu còn là điều mới mẻ và mang tính nghiên cứu, thăm dò. Trong giai đoạn này lãi suất bình quân trúng thầu nằm trong khoảng từ 6,5 – 8,7%/ năm đối với các kỳ hạn từ 5 năm trở xuống và từ 8,8% - 9,8%/năm đối với kỳ hạn 10 và 15 năm. Bắt đầu từ năm 2002, trái phiếu Chính Phủ có thêm một đơn vị huy động vốn bên cạnh Kho bạc Nhà nước, đó là Quỹ Hỗ trợ phát triển (đến 2006 đổi thành Ngân hàng Phát triển). Nhiệm vụ của Quỹ là phát hành trái phiếu đầu tư để huy động vốn cho nhiệm vụ tín dụng đầu tư phát triển của Chính Phủ. Vì vậy, ngay sau khi được Bộ trưởng Bộ Tài chính cho phép phát hành trái phiếu Chính Phủ tại Quyết định số 135/2001/QĐ-BTC ngày 14/12/2001, Quỹ Hỗ trợ phát triển đã thực hiện triển khai huy động vốn. Tuy nhiên, nguồn vốn huy động của NHPT thời gian này là không nhiều và tỷ lệ thành công là chưa cao. Tính đến hết năm 2005, KBNN đã huy động được 5.818,4 tỷ đồng và NHPT huy động được 1.274 tỷ đồng.

Giai đoạn từ 2006 đến 2009, cùng với sự bùng nổ của TTCK và thực hiện Quyết định 2276/QĐ-BTC ngày 20/6/2006 của Bộ Tài chính, hoạt động đấu thầu đã có những thành công đột biến trong năm 2006, giá trị trái phiếu Chính phủ trúng thầu khoảng 7.885 tỷ gấp 3,3 lần so với năm 2005 (trong đó TTGDCK Hà Nội huy động được 4.268 tỷ đồng). Trong thời gian này, đã có nhiều phiên đấu thầu trái phiếu Chính phủ có kết quả mời thầu từ 200 tỷ đồng trở lên và dành cho trái phiếu Chính phủ có cùng kỳ hạn nhưng ngày đáo hạn khác nhau. Phiên đấu thầu ngày 09/06/2006 có giá trị mời thầu 700 tỷ đồng, giá trị trúng thầu là 650 tỷ. Các phiên đấu thầu từ tháng 9/06 đến tháng 12/2006 chỉ có một phiên đạt tỷ lệ 90% còn lại tất cả đều đạt 100%. Những kết quả thành công trong năm 2006, tạo tiền đề cho việc thực hiện kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ

theo lộ lớn trong những năm tiếp theo. Tuy nhiên trong năm 2006, do chuyển đổi từ Quỹ sang thành Ngân hàng Phát triển (NHPT) nên Quỹ không thực hiện đấu thầu mà chỉ tập trung huy động vốn bằng hình thức bảo lãnh phát hành.

Năm 2007, thực hiện việc tập trung phát hành trái phiếu Chính phủ theo lộ lớn để tạo tính thanh khoản cho thị trường. KBNN đã phát hành thành công trái phiếu Chính phủ theo lộ lớn đầu tiên có tổng khối lượng tính theo mệnh giá là 1.000 tỷ đồng, được phát hành thành ba đợt vào các ngày 19/03/2007, 27/04/2007 và 17/05/2007, có cùng ngày đến hạn thanh toán là 19/03/2012, lãi suất thanh toán hằng năm (7,8%/năm). Lô thứ hai năm 2007, có tổng khối lượng gọi thầu là 2.000 tỷ, khối lượng trúng thầu 1.570 tỷ, đạt 78,5%, lô này cũng được phát hành thành ba đợt. Hoạt động đấu thầu trái phiếu Chính phủ tiếp tục tạo ấn tượng mạnh đến sáu tháng đầu năm 2007. Tuy nhiên, theo thống kê của TTGDCK HN dấu hiệu của những phiên đấu thầu thất bại đã xuất hiện. Cụ thể, quý I/2007 tỉ lệ thành công đạt 99%; quý II/2007 giảm xuống 82,46%, quý III/2007 giảm còn 58,39%, quý IV/2007 67,3%.

Trong năm 2008, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (nay là SGDCK) đã tổ chức được 44 phiên đấu thầu trái phiếu, huy động được 7.008 tỷ đồng đạt 22,1% kế hoạch gọi thầu, bằng gần 37% tổng huy động của năm 2007 với mức lãi suất đưa ra trong các phiên đấu thầu những tháng đầu năm và cuối năm 2008 xoay quanh mức 7,6 - 10%/năm. Riêng từ tháng 6 đến tháng 10, lãi suất trần bình quân khoảng 15%/năm và những tháng cuối năm khoảng 9,0% với loại trái phiếu từ 2 đến 5 năm. Còn đối với các loại trái phiếu có thời gian 10 và 15 năm khoảng 8% những tháng đầu năm và 15% vào nửa cuối năm. Mặc dù với mức lãi suất được xem là khá hấp dẫn, tuy nhiên do biến động kinh tế vĩ mô và chính sách tiền tệ thắt chặt, lạm phát làm cho khối lượng trúng thầu thành công là thấp, có nhiều phiên không thành công trong đó có nhiều phiên phát hành theo lộ lớn đặc biệt là đối với loại trái phiếu có thời hạn từ 2 – 5 năm (đây là loại trái phiếu được các tổ chức tài chính nước ngoài khuyến nghị để sử dụng trong việc xây dựng đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu Việt Nam), bên cạnh đó là số lượng thành viên tham gia đấu thầu cũng rất ít.

Bảng 3.2: Một số mức lãi suất đấu thầu trái phiếu 2 năm, 3 năm và 5 năm trên Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội năm 2008

Thời gian đấu thầu	Kỳ hạn trái phiếu	Lãi suất trần	Lãi suất đăng ký thấp nhất	Lãi suất cao nhất	Lãi suất trúng thầu	Khối lượng trúng/ tổng khối lượng (tỷ đồng)
11/01/2008	3 năm	7,9	7,80	8,6	7,9	300/300
	5 năm	8,5	8,5	9,0	8,5	250/700
28/02/2008	2 năm	7,68	7,68	7,7	7,68	700/700
	3 năm	8,0	8,05	8,05	Không có	0/300
28/03/2008	5 năm	8,5	8,9	9,5	Không có	0/1.500
25/04/2008	5 năm	8,5	9,0	9,0	Không có	0/1.000
16/05/2008	5 năm	8,9	10,5	15,0	Không có	0/500
27/06/2008	2 năm	11,0	11,0	11,0	11,0	2/300
31/07/2008	5 năm	15,0	21,0	22,0	Không có	0/200
08/08/2008	3 năm	17,5	17,0	19,0	17,5	500/500
	5 năm	16,0	15,0	19,0	16,0	55/500
19/09/2008	5 năm	15,0	15,0	15,0	15,0	50/400
24/10/2008	3 năm	15,0	15,0	15,0	15,0	40/300
	5 năm	15,0	15,0	15,0	15,0	50/300
28/11/2008	2 năm	9,5	9,3	13,0	9,5	20/500
	5 năm	10,0	10,5	13,5	Không có	0/300
26/12/2008	3 năm	8,5	8,8	11,0	Không có	0/200
	5 năm	8,5	8,9	11,0	Không có	0/300

(Nguồn: Tổng hợp dựa trên số liệu của HNX năm 2008)

Năm 2009, là năm khó khăn trong việc huy động vốn bằng việc phát hành trái phiếu Chính phủ, đã có hơn 100 đợt gọi thầu trái phiếu Chính Phủ được tổ chức tại SGDCK Hà Nội (HNX). Tuy nhiên, rất nhiều phiên đấu thầu thất bại, thậm chí có nhiều phiên không có NĐT nào tham gia (nếu tính số phiên đủ điều kiện thực hiện tại HNX chỉ là 60 và trong đó chỉ có 14 phiên là có kết quả trúng thầu). Số vốn huy động được đạt rất thấp, chỉ khoảng 2.595,7 tỉ đồng/70.300 tỷ đồng gọi thầu với các kỳ hạn 2, 3, 5 và 10 năm. Lãi suất trong 6 tháng đầu năm từ 6,7% - 9,2%/năm và 6 tháng cuối năm là 10,0% - 11,0%/năm. Tỷ lệ trúng thầu trái phiếu bằng VND so với gọi thầu tại HNX đạt khoảng 3,7%, rất thấp so với năm 2007 và 2008 với các tỷ lệ tương ứng là 65,4% và 22,1%.

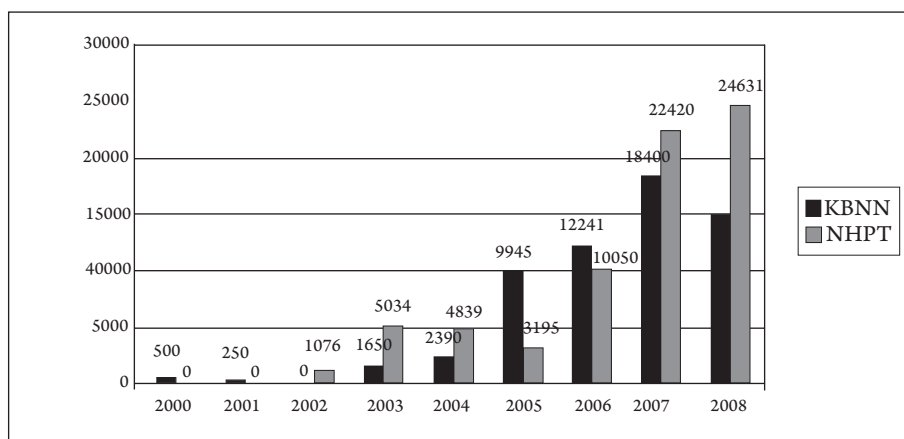
2.2.3. Bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính phủ

Song song với việc triển khai phương thức đấu thầu trái phiếu qua Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP. HCM, tháng 9/2000, Bộ Tài chính thực hiện việc phát hành trái phiếu theo phương thức bảo lãnh, thông qua các tổ chức bảo lãnh là các công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, công ty tài chính phân phối rộng rãi trái phiếu Chính Phủ đến các nhà đầu tư tạo một kênh huy động vốn trung và dài hạn cho NSNN và đầu tư phát triển.

Bảo lãnh phát hành là phương thức bán trái phiếu mà người phát hành không trực tiếp bán các loại trái phiếu cho các nhà đầu tư mà uỷ quyền cho các tổ chức đủ khả năng về vốn và trình độ nghiệp vụ, uy tín và có mối quan hệ tốt với các nhà đầu tư.

Với đặc trưng của phương thức bảo lãnh phát hành, lãi suất trái phiếu được hình thành trên cơ sở thỏa thuận giữa tổ chức phát hành và tổ chức bảo lãnh phát hành chủ động trong việc quyết định đầu tư, do vậy kết quả phát hành theo phương thức bảo lãnh thường đạt được tỷ lệ thành công rất cao và thu hút các nhà đầu tư lớn tham gia.

Biểu đồ 3.3. Giá trị trái phiếu (tỷ đồng) huy động thông qua hình thức bảo lãnh phát hành giai đoạn 2000 – 2008



(Nguồn: Kho bạc Nhà nước và NHPTVN)

Tính đến 31/12/2008, Kho bạc Nhà nước đã tiến hành tổ chức được hơn 150 đợt bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính Phủ, đạt giá trị là 60.446 tỷ đồng với lãi suất giai đoạn 2000 – 2004 là 6,6%/năm – 8,5%/năm và từ 2005 – 2008 khoảng 8,5 – 9,7%/năm, phí bảo lãnh phát hành là 0,15%. Mỗi đợt có từ 3 - 5 thành viên tham gia đàm phán để thống nhất lãi suất và khối lượng trái phiếu bảo lãnh. Giá trị các bảo lãnh phát hành nhìn chung là khá quan đặc biệt là từ năm 2003 luôn có xu hướng tăng và đạt ở mức cao.

Đối với Ngân hàng Phát triển, hình thức bảo lãnh phát hành trái phiếu là nghiệp vụ được ngân hàng sử dụng nhiều nhất để huy động vốn. Do vậy, giá trị và tỷ lệ so với dự kiến phát hành luôn đạt ở mức cao. Nguồn vốn huy động từ phát hành trái phiếu Chính Phủ (đặc biệt là từ bảo lãnh phát hành) đang dần trở thành nguồn vốn quan trọng và chiếm tỷ trọng cao của NH. Tính đến hết năm 2008, NHPT đã tiến hành tổ chức được 243 đợt bảo lãnh phát hành, thu được 71.245 tỷ đồng với các mức lãi suất trung từ 7,5 – 8,5%/năm đối với loại trái phiếu từ 2 – 5 năm (năm 2008 là 7,7 – 15%/năm) và từ 8,8 – 9,25% đối với loại trái phiếu kỳ hạn 10 và 15 năm (năm 2008 là 15%/năm) .

Bên cạnh những kênh huy động trên, trong giai đoạn từ 2003 – 2008, KBNN đã thực hiện việc bán trái phiếu Chính phủ cho Bảo hiểm xã hội Việt Nam với tổng số tiền 22.500 tỷ đồng. Đây là một nguồn vốn tương đối lớn và ổn định, đáp ứng được được yêu cầu sử dụng chủ động của Chính Phủ.

Tính hết năm 2008, trên HNX có 46 đơn vị được công nhận là thành viên bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính Phủ. Trái phiếu Chính Phủ được phát hành dưới hình thức ghi sổ hoặc chứng chỉ, chứng chỉ trái phiếu không ghi tên và in sẵn mệnh giá với các thời hạn: 2 năm, 3 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm và 15 năm. Thông qua kênh phát hành này, KBNN và NHPT đã tạo ra được một khối lượng hàng hoá có chất lượng, đáp ứng đủ các yêu cầu kỹ thuật để được niêm yết và giao dịch tại SGDCK.

Năm 2009, Hoạt động huy động vốn thông qua hình thức bảo lãnh, bán lẻ của Kho bạc Nhà nước thời hạn 3, 5, 10 năm và bảo lãnh của NHPT thời hạn 2, 3, 10 năm với mức lãi suất 8,9% - 11%/năm cũng đạt ở con số khiêm tốn vào khoảng 12.300 tỷ đồng so với khoảng 40.000 tỷ đồng năm 2008.

Có thể thấy, bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính phủ là kênh đang chiếm giá trị vốn huy động lớn nhất so với các hình thức khác. Với hình thức này, KBNN và NHPT đã huy động được hàng trăm nghìn tỷ đồng nguồn vốn dài hạn cho NSNN và cho đầu tư phát triển, góp phần bổ sung một lượng hàng hoá lớn cho thị trường. Thị trường bảo lãnh phát hành ngày càng được hoàn thiện và phát triển, trở thành nơi thu hút nhà đầu tư.

2.2.4. Phát hành trái phiếu Chính Phủ bằng ngoại tệ

Bắt đầu từ 2003, Chính Phủ cũng đã thực hiện phát hành trái phiếu bằng đồng ngoại tệ. Trong năm 2003 và 2004, Bộ Tài chính (KBNN) đã phát hành trái phiếu Chính Phủ có mệnh giá bằng USD. Kết quả huy động trái phiếu như sau: Từ ngày 15/10/2003 đến ngày 15/12/2003, tổng giá trị trái phiếu phát hành bằng đô la Mỹ thời hạn 5 năm là 32.794.000 USD với lãi suất 3,4 – 3,5%/năm; Vào năm 2004, từ ngày 15/4/2004 đến ngày 15/6/2004. Tổng khối lượng trái phiếu phát hành bằng đô la Mỹ là 44.358.000 USD với lãi suất 3,5%/năm (đợt phát hành năm 2003 và 2004 được thực hiện thông qua hình thức bán lẻ và đấu thầu).

Ngày 27/10/2005, lần đầu tiên sau 10 năm chuẩn bị, trái phiếu Chính Phủ Việt Nam đã được phát hành ra thị trường vốn quốc tế. 750 triệu USD trái phiếu đã được các nhà đầu tư đặt mua hết ngay trong vòng 30 giây sau khi phát hành với lãi suất là 7,125%/năm. Trong đó các quỹ đầu tư chiếm 51%; các NH quốc tế 25%, Các công ty BH 17% và các tổ chức đầu tư khác là 7%. Đợt trái phiếu này sẽ được giao dịch trên tất cả các trung tâm chứng khoán lớn như Hongkong, Singapore, London, New York, Boston... liên tục đến năm 2016. Điều này cho thấy sự quan tâm của các nhà đầu tư quốc tế đối với trái phiếu Chính phủ Việt Nam.

Toàn bộ số tiền huy động được chuyển giao cho Vinashin thực hiện hoạt động đầu tư sản xuất kinh doanh nhằm mục đích nâng cao khả năng cạnh tranh trong lĩnh vực kinh doanh vận tải biển của Việt Nam. Tuy nhiên với mức lãi suất cao như vậy nếu không có sự quản lý và sử dụng hiệu quả vốn sẽ là một gánh nặng lớn cho Chính Phủ trong việc trả nợ sau này.

Trong năm 2009, Chính Phủ cũng đã tiến hành huy động vốn bằng USD với 4 đợt phát hành (trong đó có 3 đợt thông qua đấu thầu tại HNX và 1 đợt do KBNN bảo lãnh phát hành). Tổng số tiền huy động qua đấu thầu đạt là 460,110 triệu USD/750 triệu USD gọi thầu đạt 61,35% (đợt 1/2009 diễn ra vào cuối tháng 3/2009, qua 3 lần đấu thầu đã huy động được 230,11 triệu USD/300 triệu USD giá trị trái phiếu kỳ hạn 2 và 3 năm được đưa ra đấu thầu, đạt 76,7% với lãi suất là 3,3 – 3,6%; đợt 2/2009 diễn ra vào cuối tháng 8/2009, qua 3 lần đấu thầu với các kỳ hạn 1,2 và 3 đã huy động được 157 triệu USD với lãi suất khoảng 3,9% trên tổng số 250 triệu USD giá trị trái phiếu đưa ra gọi thầu, đạt 62,8%; đợt 4 vào tháng 12/2009, với trái phiếu thời hạn 1 năm, kết quả huy động được 73 triệu USD trong tổng số 200 triệu USD giá trị trái phiếu gọi thầu, đạt 36,5%. Lãi suất trúng thầu là 4%/năm; Riêng việc phát hành trái phiếu đợt 3/2009 được Kho bạc Nhà nước bảo lãnh phát hành với số vốn là 83 triệu USD). Tính cả 4 đợt huy động trái phiếu Chính Phủ bằng ngoại tệ, Kho bạc Nhà nước đã huy động được 543,11 triệu USD. Tất cả các trái phiếu bằng ngoại tệ được niêm yết và giao dịch trên hệ thống giao dịch trái phiếu Chính phủ tại HNX.

Phát hành trái phiếu Chính Phủ có mệnh giá bằng ngoại tệ, là một bước đi mới trong công tác phát hành trái phiếu Chính Phủ, tạo sự đa dạng về nguồn vốn, đặc biệt là huy động được một lượng vốn lớn trên thị trường quốc tế, mở ra thêm một cơ hội đầu tư, giúp người dân làm quen với hình thức đầu tư trái phiếu có mệnh giá bằng ngoại tệ.

2.3. Hạn chế và của thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ Việt Nam

Mặc dù đã đạt được những kết quả đáng khích lệ, tuy nhiên thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam vẫn chưa thực sự phát triển. Cụ thể như sau:

Một là, quy mô thị trường còn nhỏ, chưa tương xứng với tiềm năng, mức độ ảnh hưởng của thị trường trái phiếu Chính phủ đến các hoạt động kinh tế vĩ mô của nền kinh tế nói chung còn nhỏ. Mức độ tài trợ vốn cho nền kinh tế từ khu vực ngân hàng hiện nay chiếm xấp xỉ 40% GDP thì mức độ tài trợ của trái phiếu Chính

phủ ở Việt Nam mặc dù đã tăng lên nhưng nhìn chung vẫn ở mức thấp, trong khi đó ở các nước khác thì lớn hơn nhiều: Mỹ (50%), Trung Quốc (40%), Thái Lan, Malaysia, Indônêsi-a (20 – 30%). Do vậy, so với các nước trong khu vực thì quy mô thị trường trái phiếu Chính phủ Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng.

Hai là, trái phiếu phát hành chưa có tính chuẩn mực. Hiện nay, trái phiếu Chính phủ được phát hành có quá nhiều loại mệnh giá, kỳ hạn, do đó cung cầu về trái phiếu cũng khác nhau, tính thanh khoản và tính rủi ro khác nhau, từ đó giá của các trái phiếu cũng khác nhau, gây nhiều khó khăn cho hoạt động giao dịch. ở các nước phát triển, tính chuẩn mực của các trái phiếu được phát hành rất cao.

Ba là, thiếu sự đa dạng về kỳ hạn cũng để có thể tạo cơ sở hình thành lãi suất thị trường. Hầu hết trái phiếu phát hành qua hình thức đấu thầu là trái phiếu trung, dài hạn (kỳ hạn 5, 10 và 15 năm) thiếu các trái phiếu có kỳ hạn ngắn hơn như 2 năm, 3 năm. Vì vậy lượng vốn đầu tư của thành viên đấu thầu là tổ chức tín dụng vào trái phiếu vẫn còn hạn chế do chưa có trái phiếu kỳ hạn ngắn phù hợp với nguồn vốn. Bên cạnh đó, cơ chế xác định lãi suất trái phiếu Chính phủ vẫn còn mang nặng tính chủ quan, lãi suất chưa thực sự do thị trường quyết định mà vẫn còn sự can thiệp của chủ thể phát hành thông qua cơ chế lãi suất chỉ đạo. Điều này làm cho lãi suất trái phiếu Chính phủ chưa thực sự trở thành chuẩn mực để các tổ chức tài chính, tín dụng tham chiếu trong hoạt động kinh doanh tiền tệ. .

Bốn là, cơ chế phát hành và thanh toán chưa hoàn thiện. Các trái phiếu của mỗi đợt phát hành có nhiều mức lãi suất khác nhau, không có thời gian đáo hạn thống nhất. Lịch trình, kế hoạch phát hành trái phiếu còn chưa rõ ràng. Điều làm khó khăn trong việc xây dựng đường cong lãi suất chuẩn cũng như không tạo sự hấp dẫn cho các nhà đầu tư.

Năm là, đối tượng tham gia thị trường còn ít, thiếu các nhà đầu tư chuyên nghiệp đặc biệt là các quỹ đầu tư. Trên thị trường trái phiếu hiện nay, tại SGDCK Hà Nội có 88 thành viên tham gia đấu thầu, song số lượng thành viên tham gia thường xuyên không nhiều (nhiều phiên đấu thầu chỉ có 1 – 2 thành viên tham dự) là dẫn đến nhiều phiên thất bại, gây lãng phí cho hoạt động tổ chức đấu thầu, thậm chí là mất uy tín của trái phiếu Chính phủ.

Đối với trái phiếu Chính phủ được phát hành thông qua hình thức bảo lãnh phát hành đều được các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm... nắm giữ cho tới khi đáo hạn. Các tổ chức này mua trái phiếu Chính phủ nhằm mục đích giải quyết tình trạng ứ đọng vốn và cũng như để đầu tư dài hạn. Do vậy, khi chưa cần

nguồn vốn cho những phương án đầu tư có hiệu quả hay các mục đích khác, thì các tổ chức này không có nhu cầu bán lại trái phiếu Chính phủ.

2.4 Nguyên nhân sự chưa phát triển thị trường trái phiếu chính phủ

Môi trường kinh tế vĩ mô vẫn chưa thuận lợi cho thị trường trái phiếu Chính phủ phát triển. Mặc dù nền kinh tế trong giai đoạn từ khi đổi mới đến nay đã có được sự tăng trưởng khá, tuy nhiên Việt Nam vẫn nằm trong nhóm những nước nghèo, có nền kinh tế kém phát triển, thu nhập bình quân đầu người còn thấp, nguồn vốn đầu tư cho phát triển chưa cao nên không nói là rất thấp, còn rất nhiều nguy cơ tiềm ẩn như tốc độ tăng trưởng còn thiếu ổn định; sự bất ổn trong chính sách tài chính tiền tệ, lạm phát và tỷ giá, vấn đề sử dụng chưa hiệu quả và giải ngân chậm số vốn đã huy động khiến cho sự thiếu mặn mà của các nhà đầu tư lớn tham gia vào thị trường trái phiếu Chính phủ. Điều này càng làm cho thị trường trái phiếu Chính phủ còn kém phát triển dẫn đến hạn chế trong việc thu hút vốn để phục vụ đầu tư phát triển của Chính phủ.

Thị trường chưa phát triển. Các loại trái phiếu còn đơn điệu, hình thức thiếu phong phú; kỳ hạn thiếu đa dạng; việc phát hành trái phiếu chưa được kế hoạch hóa một cách chặt chẽ, chưa tạo điều kiện chủ động cho các nhà đầu tư; phương thức phát hành trái phiếu còn chưa khoa học và đơn điệu, thiếu hiệu quả; việc xác định lãi suất của trái phiếu chưa khoa học, chưa hình thành được lãi suất chuẩn cho thị trường.

Việc quy định lãi suất trần tạo một rào cản khá lớn trong các hoạt động đầu thầu trái phiếu do mức Chính phủ đưa ra thường thấp hơn yêu cầu thực tế trên thị trường và không hề thu hút nhà đầu tư, khi nhà đầu tư vẫn tiếp tục trả giá với mức ở thị trường thứ cấp. Đây là nguyên nhân chính dẫn đến việc tỷ lệ trúng thầu thấp trong thời gian vừa qua.

Công tác xây dựng kế hoạch chưa tốt, dẫn đến hiệu quả thu hút vốn còn thấp. Một trong những công việc hết sức quan trọng, có ảnh hưởng rất lớn đến sự thành công của chiến lược huy động vốn, đó là công tác kế hoạch hoá; song công tác này hiện nay còn chưa được quan tâm đúng mức, mới chỉ xây dựng kế hoạch hàng năm, quý, tháng chưa có chiến lược tổng thể về huy động vốn thông qua hình thức trái phiếu Chính phủ. Từ đó không xây dựng được kế hoạch huy động vốn về thời điểm cũng như thời hạn, lãi suất, không có lịch phát hành rõ ràng. Do công tác kế hoạch hoá ngân sách Nhà nước còn chưa tốt nên dẫn tới phát hành trái phiếu còn thụ động, thời điểm phát hành còn có lúc trùng lặp giữa các đơn vị phát hành và đôi khi chưa phù hợp đối với khả năng cung ứng vốn của

nền kinh tế dẫn đến lãi suất chưa thật chuẩn, đôi lúc còn khá cao không sát với tình hình thực tế. Việc xây dựng phương án trả nợ và thu hồi vốn đầu tư còn chưa được chú trọng đúng mức, nên dễ dẫn tới bị động khi trả nợ.

Sự tham gia của các trung gian tài chính còn có nhiều hạn chế. Các công ty chứng khoán tuy đông về số lượng, song quy mô nhỏ và chất lượng hoạt động cũng như mức độ chuyên nghiệp kém; quy mô hoạt động đầu tư trái phiếu nhỏ; chất lượng hoạt động môi giới thấp. Phần lớn các giao dịch của nhà đầu tư trong nước là của các CTCK thuộc các ngân hàng thương mại lớn; Một số ngân hàng thương mại mua trái phiếu Chính phủ làm dự trữ bắt buộc nên gần như không tham gia thị trường giao dịch; số lượng các thành viên tham gia đấu thầu và bảo lãnh mỗi đợt còn ít, do vậy hoạt động bảo lãnh và đấu thầu không thành công. Các đối tượng khác như các công ty bảo hiểm, công ty tài chính và các quỹ đầu tư chưa quan tâm tới hoạt động đầu tư trái phiếu. Thêm vào đó hiện nay theo quy định chỉ có các công ty chứng khoán mới được phép thực hiện vai trò tạo lập thị trường trái phiếu, còn các ngân hàng thương mại chỉ được tham gia với tư cách nhà đầu tư tích cực. Điều này làm cho thị trường chưa thực sự phát triển vì chính các ngân hàng mới là đối tượng có nguồn lực về tài chính đủ lớn để tạo ra sự sôi động của thị trường trái phiếu

Chính sách phát triển thị trường còn thiếu hiệu quả. Chưa có chính sách khuyến khích và tạo điều kiện cho các nhà đầu tư có tổ chức tham gia thị trường sơ cấp, như: lãi suất còn bị khống chế; phí bảo lãnh thấp; chính sách phát triển nhà tạo lập thị trường trái phiếu còn thiếu; thiếu vắng các tổ chức định mức tín nhiệm; vai trò của các nhà đầu tư lớn, các nhà đầu tư có tổ chức dường như vẫn còn bị mờ nhạt...

Hoạt động quản lý phát hành trái phiếu Chính phủ còn nhiều bất cập. Mặc dù đã có Luật chứng khoán và các Nghị định làm khung pháp lý chuẩn cho việc phát hành và giao dịch trái phiếu Chính phủ trên thị trường, nhưng việc tổ chức quản lý thị trường trái phiếu Chính phủ và sự phối hợp giữa các cơ quan liên quan trong quá trình hoạch định chính sách còn nhiều vấn đề bất cập. Công tác xây kế hoạch huy động vốn và thời gian phát hành trái phiếu Chính phủ hàng năm chưa được công khai và chuẩn hoá. Về điều hành lãi suất, lãi suất trái phiếu Chính phủ chưa phải là lãi suất chuẩn để tham chiếu. Lãi suất trái phiếu Chính phủ là do Bộ Tài chính công bố cho từng đợt phát hành cụ thể, thường là thấp hơn lãi suất huy động vốn cùng kỳ hạn của các NHTM; lãi suất trái phiếu Chính phủ đấu thầu

qua trung tâm giao dịch chứng khoán vẫn áp dụng cơ chế lãi suất chỉ đạo, đây là lý do làm giảm tính thị trường và tính cạnh tranh của trái phiếu Chính phủ so với các loại hình tín dụng khác.

3. Một số giải pháp nhằm phát triển thị trường phát hành trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam trong giai đoạn tới

3.1. Kết hợp hài hòa các mục đích của chính sách kinh tế vĩ mô nhằm ổn định nền kinh tế Việt Nam

Trong giai đoạn hiện nay, Chính Phủ đang thực hiện các công cụ áp chế tài chính để vượt qua khủng hoảng, đó là áp dụng hạn mức tín dụng, dự trữ bắt buộc và trần lãi suất, do vậy làm cho thị trường trái phiếu không phản ánh đúng bản chất thực vốn có của nó. Trong hai năm 2008- 2009, thị trường phát hành trái phiếu Chính Phủ được đánh giá là không thành công, trong khi đó, năm 2009 thị trường trái phiếu doanh nghiệp lại có phần sôi động. Hiện tượng này có thể được giải thích bởi nguyên nhân từ chính sách tiền tệ mở rộng trong năm 2006 và 2007. Giai đoạn này các dòng vốn nước ngoài đổ vào Việt Nam khiến thị trường chứng khoán nóng lên cùng với chính sách mở rộng cung tiền của Chính Phủ. Một hệ quả tất yếu là lạm phát đã diễn ra trong năm 2008. Để giảm lạm phát Chính Phủ thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ và áp chế tài chính. Chính những điều này làm giảm đầu tư công nên lượng tiền từ phát hành trái phiếu Chính Phủ trong giai đoạn trước không được giải ngân hết. Vì vậy, có thể nói Chính Phủ không có áp lực phát hành trái phiếu trong thời gian vừa qua. Trong khi đó với việc áp dụng trần lãi suất và hạn mức tín dụng của Chính Phủ, các doanh nghiệp cần vốn đầu tư đã thực hiện việc phát hành trái phiếu để “lách” hạn mức tín dụng. Vì thực tế cho thấy, đối tượng mua trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu là các ngân hàng. Tuy nhiên khi nền kinh tế phục hồi, cần cân nhắc dự báo một cách khoa học về nhu cầu phát hành trái phiếu Chính Phủ để tài trợ bội chi ngân sách do đầu tư cho tăng trưởng phục hồi. Việc lựa chọn các nguồn khác để bù đắp cho bội chi ngân sách như: mở rộng cung tiền, vay nợ nước ngoài bên cạnh phát hành trái phiếu cũng cần cân nhắc đến những nguy cơ lạm phát cao, tỷ giá hối đoái biến động sẽ tạo áp lực lên nền kinh tế. Như vậy để tạo lập môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, cần có chính sách kinh tế, chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa phù hợp trong từng giai đoạn phát triển.

3.2. Giảm bớt mức độ phụ thuộc vào vốn nước ngoài bằng cách tạo ra tỷ lệ tiết kiệm nội địa cao hơn

- Có chiến lược cụ thể cho từng giai đoạn nhằm thực hiện tốt chính sách tài chính – tiền tệ nhằm thực hiện mục tiêu thúc đẩy sản xuất phát triển, huy động và sử dụng hiệu quả các nguồn lực, tăng tích lũy từ nội bộ nền kinh tế để tạo vốn cho đầu tư phát triển, đáp ứng những nhu cầu chi thường xuyên thật sự cần thiết, cấp bách; bảo đảm quản lý thống nhất nền tài chính quốc gia, giảm bội chi ngân sách, khống chế và kiểm soát lạm phát.

- Xây dựng và phát triển đồng bộ các loại thị trường hàng hóa – dịch vụ, mở rộng thị trường lao động, tổ chức thị trường khoa học – công nghệ, phát triển nhanh và bền vững thị trường vốn. Cải thiện cán cân thanh toán quốc tế và tăng cường tích lũy ngoại tệ cho nền kinh tế để ổn định tỷ giá hối đoái, tăng sức mua của đồng tiền trong nước, nâng cao mức độ tín nhiệm của nền kinh tế quốc dân.

- Tiếp tục hoàn thiện, nâng cao năng lực, hiệu quả quản lý kinh tế của nhà nước trên cơ sở thiết lập khuôn khổ luật pháp, khắc phục hạn chế và kiểm soát toàn bộ hoạt động kinh tế - xã hội; triển khai thực hiện kế hoạch tổng thể về cải cách hành chính nhà nước, phân định rõ chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của các Bộ, ngành, các cấp chính quyền từ trung ương đến địa phương, tránh tình trạng can thiệp quá sâu vào chức năng quản trị kinh doanh và quyền tự chủ hạch toán của các chủ thể kinh doanh trong nền kinh tế.

3.3. Hoàn thiện khung pháp lý

Xây dựng một hệ thống các quy định pháp luật thống nhất là điều kiện tiên quyết để thực hiện các giải pháp nhằm hoàn thiện thị trường trái phiếu. Việc xây dựng khung pháp lý cho thị trường trái phiếu Chính Phủ, trong thời gian tới cần tập trung vào việc hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về thị trường chứng khoán, phát hành và giao dịch chứng khoán; xây dựng hành lang pháp lý cho thị trường chứng khoán hoạt động là nhân tố quan trọng tạo nên sự ổn định của thị trường, tránh những bất ổn và gian lận trong hoạt động giao dịch chứng khoán nói chung và trái phiếu nói riêng. Mặc dù Luật Chứng khoán đã ra đời nhưng vẫn cần tiếp tục phải hoàn thiện trong thời gian tới. Hiện tại các vấn đề về pháp lý liên quan đến thị trường vẫn còn bất cập cần giải quyết cụ thể như sau:

Một là, một số văn bản dưới luật liên quan tới trái phiếu được ban hành thời gian trước vẫn còn hiệu lực (như nghị định 141/2003/NĐ-CP) do vậy để đảm bảo tính thống nhất cần có sự bổ sung và sửa đổi cho phù hợp với điều kiện mới;

Hai là, tại Việt Nam các NHTM hoạt động theo mô hình đa năng một phần, do vậy, các NHTM không được tham gia đầy đủ vào thị trường, trong khi đó, để thị trường trái phiếu Việt Nam phát triển cần tăng cường hoạt động của các NHTM trên thị trường. Do vậy, cần xem xét lại quy định về mô hình kinh doanh chứng khoán nhằm cho phép các NHTM được tham gia đầy đủ vào thị trường trái phiếu, đặc biệt là hoạt động tạo lập thị trường và bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp...

Ba là, để thị trường từng bước hoàn thiện và phát triển cần phải ban hành các văn bản quy phạm pháp luật về các nhà tạo lập thị trường, các tổ chức xếp hạng tín nhiệm từ đó tạo điều kiện cho các công ty định mức tín nhiệm trong nước ra đời, vừa tạo điều kiện để thu hút sự tham gia của các công ty, tổ chức uy tín trên thế giới tham gia vào thị trường Việt Nam. Hoàn thiện khung pháp lý cho các hoạt động repo và phái sinh khác...

Bốn là, trong quá trình hoàn thiện hệ thống các quy định pháp luật cần có sự phân định rõ trách nhiệm của các cấp, các ngành đối với việc quản lý, giám sát hoạt động vay nợ của Nhà nước thông qua phát hành trái phiếu Chính Phủ: ví dụ như trách nhiệm của Quốc hội trong việc giám sát tổng mức nợ quốc gia, phê chuẩn mức vay nợ hàng năm và quyết định các công trình trọng điểm quốc gia cần huy động vốn bằng nguồn phát hành trái phiếu; trách nhiệm của Chính Phủ trong việc thống nhất quản lý các khoản vay nợ của Nhà nước; trách nhiệm của Bộ Tài chính trong việc tổ chức phát hành, sử dụng vốn và thanh toán trái phiếu khi đến hạn, thẩm định phương án phát hành trái phiếu; trách nhiệm của NHNN trong việc quản lý hoạt động của các tổ chức tài chính; trách nhiệm của UBCKNN trong việc quản lý hoạt động của TTCK; trách nhiệm của các tổ chức định mức tín nhiệm; các tổ chức kiểm toán...; trách nhiệm của các Bộ, ngành liên quan trong việc phối hợp phát triển thị trường trái phiếu nói riêng và thị trường vốn nói chung.

3.4. Nâng cao chất lượng công tác kế hoạch hoá trong công tác huy động vốn thông qua hình thức phát hành trái phiếu

Đối với Chính Phủ, công tác kế hoạch hoá cần được hiểu là sự kết hợp của công tác dự báo, xây dựng kế hoạch chiến lược trong huy động các nguồn vốn và thành lập cơ quan quản lý nợ quốc gia. Cơ quan này sẽ có nhiệm vụ phối hợp với các Bộ, ngành có liên quan (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tài chính, Bộ Tư pháp, Ngân hàng Nhà nước,...) trong việc xây dựng kế hoạch huy động vốn cho đầu tư

phát triển, phù hợp với nhu cầu đầu tư của Nhà nước và khả năng thị trường, bảo đảm sử dụng vốn hiệu quả, tiết kiệm chi phí cho ngân sách nhà nước.

Công tác dự báo và xây dựng kế hoạch chiến lược cần dựa trên các căn cứ sau:

Một là, chiến lược phát triển kinh tế xã hội của từng giai đoạn. Dựa trên tiêu chí này, xác định tổng thể nhu cầu về vốn của toàn bộ nền kinh tế quốc dân trong giai đoạn đó; trên cơ sở này cần phân định rõ cơ cấu của từng nguồn vốn trong nước cũng như ngoài nước; đồng thời dự báo tình hình tiết kiệm, đầu tư trong xã hội cũng như quy mô của thị trường từ đó tính toán khối lượng vốn huy động qua trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu Chính Phủ.

Hai là, tình hình thực hiện và cân đối ngân sách Nhà nước. Huy động vốn qua trái phiếu Chính Phủ có nhiệm vụ hết sức quan trọng là thực hiện các kế hoạch chi cho đầu tư theo mục đích của Chính Phủ, do vậy việc lập kế hoạch, dự báo phải căn cứ vào kế hoạch và tình hình thực hiện thu, chi ngân sách để đáp ứng nhu cầu của ngân sách dành cho đầu tư phát triển của Chính Phủ qua từng giai đoạn cho phù hợp.

Ba là, nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển. Trái phiếu Chính Phủ ngoài nhiệm vụ bù đắp thiếu hụt ngân sách còn dùng để đầu tư cho một số công trình của quốc gia, vì vậy khi lập kế hoạch phải căn cứ vào nhu cầu vốn đầu tư cho các công trình đó để huy động trái phiếu đầu tư, ngoài ra còn căn cứ vào kế hoạch sử dụng vốn tín dụng của Chính Phủ để xây dựng kế hoạch phát hành trái phiếu Chính Phủ.

Bốn là, tình hình hoạt động của thị trường. Căn cứ vào các chỉ số hoạt động của thị trường vốn, thị trường chứng khoán cũng như khả năng cung ứng vốn đầu tư và tình hình kinh tế xã hội để dự báo quy mô giao dịch và khả năng huy động của trái phiếu Chính Phủ.

Năm là, nhu cầu vốn thanh toán trái phiếu Chính Phủ trong năm kế hoạch. Căn cứ vào nhu cầu thanh toán trái phiếu Chính Phủ, ngân sách Nhà nước cần bố trí vốn hoặc tiếp tục phát hành mới trái phiếu để thanh toán.

Trên cơ sở các căn cứ trên, kế hoạch huy động vốn được xây dựng bao gồm: Kế hoạch huy động vốn theo khối lượng và từng loại kỳ hạn trái phiếu cho các nhu cầu khác nhau của Chính Phủ; Kế hoạch huy động vốn theo phương thức phát hành: bao gồm kế hoạch huy động vốn qua hình thức đấu thầu tại Sở GD&ĐT Hà Nội và qua bảo lãnh phát hành.

Vấn đề đặt ra đối với Chính Phủ là kế hoạch huy động vốn phải gắn với kế hoạch sử dụng và phương án trả nợ, bảo đảm sử dụng vốn hiệu quả và có khả năng hoàn trả nợ. Hiện nay, việc quản lý nợ của Việt Nam nằm rải rác ở nhiều cơ quan khác nhau: Bộ Kế hoạch và đầu tư được giao nhiệm vụ đàm phán, quản lý, ký kết các hiệp định vay ODA, Bộ Tài chính quản lý nợ trong nước, nước ngoài của Chính Phủ và doanh nghiệp được Chính Phủ bảo lãnh, Ngân hàng Nhà nước quản lý nợ nước ngoài của doanh nghiệp theo phương thức tự vay, tự trả. Việc lập kế hoạch, đàm phán, tính toán kế hoạch vay và nghĩa vụ trả nợ quốc gia thường bị phân tán, không thống nhất; chức năng, nhiệm vụ giữa các cơ quan bị chồng chéo. Vì vậy, trong thời gian tới, để quản lý việc vay nợ có hiệu quả, bảo đảm an toàn, Việt Nam cần thành lập cơ quan Quản lý nợ quốc gia. Cơ quan này có thể trực thuộc Chính Phủ, hoặc Bộ Tài chính có nhiệm vụ thống nhất quản lý nợ trong nước và nước ngoài quốc gia. Các thành viên của Hội đồng quản lý cơ quan quản lý nợ quốc gia bao gồm thành viên chuyên trách và thành viên kiêm nhiệm. Trong số các thành viên kiêm nhiệm có đại diện của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Ngoại giao, Bộ Tư pháp. Cơ quan này có nhiệm vụ nghiên cứu, xây dựng kế hoạch vay nợ trong nước và nước ngoài của Việt Nam, bảo đảm phù hợp với kế hoạch phát triển kinh tế- xã hội trong từng thời kỳ.

Đối với các chính quyền địa phương và doanh nghiệp khi tiến hành phát hành trái phiếu cũng cần phải xác định nhu cầu vốn cho từng thời kỳ để có thể xây dựng tốt kế hoạch huy động vốn một cách có hiệu quả nhất đáp ứng được chiến lược và kế hoạch đề ra.

3.5. Hoàn thiện mô hình tổ chức thị trường

a. Hàng hoá của thị trường

Cần tập trung phát triển mạnh thị trường trái phiếu Chính Phủ. Sở dĩ như vậy là do, thị trường trái phiếu Chính Phủ có quy mô rất lớn, lớn hơn nhiều so với các thị trường còn lại, đồng thời, trái phiếu Chính Phủ có độ an toàn cao, hiện chủ yếu do các trung gian tài chính nắm giữ, do vậy, dễ hơn trong việc tổ chức các hoạt động giao dịch, thanh toán, lưu ký và công bố thông tin. Thị trường này cũng dễ dàng hơn trong việc lựa chọn phát triển các thành viên của thị trường. Mặt khác, lãi suất trái phiếu Chính Phủ thường được xem là lãi suất chuẩn cho các đối tượng phát hành khác, do vậy, phát triển thị trường trái phiếu Chính Phủ cũng là điều kiện hình thành đường cong lãi suất chuẩn, từ đó, hỗ trợ cho các đối

tượng khác huy động vốn. Khi đã vận hành tốt thị trường trái phiếu Chính Phủ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ là bước tiếp theo của mô hình phát triển.

b. Hoạt động phát hành

- Thị trường phát hành trái phiếu cần được hoạch định phát triển gắn với phát triển của thị trường giao dịch thứ cấp, tránh hiện tượng găm giữ trái phiếu cho tới đáo hạn như thời gian qua. Việc phát hành trái phiếu Chính Phủ cần được kế hoạch hoá chặt chẽ để đảm bảo ổn định thu chi ngân sách, đồng thời tạo điều kiện cho các thành viên, các nhà đầu tư chủ động tham gia, cũng như dễ dàng hơn trong việc thiết lập đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường. Dựa trên kế hoạch trả nợ gốc, lãi trái phiếu phát hành những năm trước và nhu cầu chi tiêu của ngân sách, Bộ Tài chính mà cụ thể là Kho Bạc Nhà nước và đơn vị có liên quan cần xây dựng một cách chi tiết, cố định lịch biểu phát hành các loại trái phiếu Chính Phủ và lịch biểu này phải được công bố công khai cho các nhà đầu tư vào cuối năm trước để các nhà đầu tư có sự chủ động và có kế hoạch trong việc bố trí vốn đầu tư vào trái phiếu Chính phủ.

- Thực hiện phương thức phát hành qua bảo lãnh phát hành với trái phiếu dài hạn trên 10 năm và thực hiện đấu thầu các loại trái phiếu trung hạn. Trước mắt, chú trọng phát triển loại trái phiếu kỳ hạn 3 và 5 năm để xây dựng lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu. Khi thị trường đã phát triển, trái phiếu Chính Phủ loại 10 năm có thể sử dụng để tạo lãi suất chuẩn cho thị trường. Tiếp theo đó, tăng dần hình thức đấu thầu cạnh tranh lãi suất kết hợp với đấu thầu không cạnh tranh, đấu thầu theo giá; tăng cường hình thức phát hành lô lớn; giảm phương thức bán lẻ trái phiếu Chính Phủ tạo sự chuẩn hoá cho trái phiếu. Để tạo điều kiện cho giao dịch sau này, trái phiếu Chính Phủ cần thống nhất mệnh giá, trái phiếu nên được phát hành theo hình thức ghi sổ và được lưu ký tập trung.

- Thực hiện tập trung đầu mối phát hành trái phiếu thông qua Bộ Tài chính. Để tăng khả năng phát hành và đảm bảo khả năng giao dịch thứ cấp, áp dụng kinh nghiệm của các nước, cần có quy định rõ cho các thành viên về mức và tỷ lệ các nhà kinh doanh trái phiếu – các thành viên nghĩa vụ tham gia thị trường sơ cấp trái phiếu Chính Phủ, đồng thời có các chính sách hỗ trợ cần thiết về thuế, phí, lệ phí; về đầu tư cơ sở vật chất kỹ thuật; bồi dưỡng nguồn nhân lực; cho phép sử dụng trái phiếu Chính Phủ làm dự trữ tại tài khoản bắt buộc, hoặc làm tài sản thế chấp trong vay vốn tại cửa sổ chiết khấu và các hỗ trợ khác. Mặt khác, cần quy định tỷ lệ bắt buộc tham gia thị trường sơ cấp đối với các tổ chức tài chính như

các công ty bảo hiểm, các ngân hàng thương mại, công ty tài chính, quỹ hưu trí (Bảo hiểm xã hội) và các quỹ đầu tư khác.

- Chính Phủ nên áp dụng lãi suất thả nổi đối với trái phiếu Chính phủ. Để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu Chính phủ nên áp dụng lãi suất điều chỉnh theo lạm phát và áp dụng phương thức trả lãi linh hoạt như trả lãi trước, trả lãi định kỳ... để nhà đầu tư có thể giảm thiểu rủi ro và đa dạng hoá danh mục đầu tư. Xây dựng một cơ chế lãi suất thực sự hấp dẫn nhà đầu tư kể cả trong điều kiện lạm phát hay thiếu phát nhằm tối đa lợi nhuận của nhà đầu tư trên cơ sở dung hòa với lợi ích của Chính Phủ.

3.6. Phát triển hệ thống các nhà tạo lập thị trường trái phiếu

Việc phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu phụ thuộc rất lớn vào mô hình tổ chức và hoạt động của thị trường. Mỗi mô hình thị trường khác nhau, thành viên và hoạt động tạo lập thị trường là khác nhau. Thành viên của thị trường trái phiếu bao gồm các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán, các công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư chứng khoán, quỹ hưu trí, các công ty tài chính và các trung gian tài chính khác. Tuy nhiên, xét về năng lực tài chính và khả năng tham gia thị trường, cần đặc biệt lưu ý hai nhóm đối tượng:

Thứ nhất, do hiện tại các NHTM đang hoạt động theo mô hình đa năng một phần, do vậy, các ngân hàng thương mại mới chỉ là các thành viên đặc biệt. Tuy nhiên có thể thấy họ mới chính là các nhà đầu tư chủ yếu thị trường trái phiếu có tiềm lực cả về vốn lẫn cơ sở vật chất. Do vậy, cần cho phép các ngân hàng thương mại dần trở thành thành viên thông thường và được lựa chọn trở thành nhà tạo lập thị trường trái phiếu cũng như cần được khuyến khích là thành viên chính tham gia thị trường đấu thầu và bảo lãnh trái phiếu. Các ngân hàng thương mại cũng là nhà phát hành lớn và các tổ chức cung cấp dịch vụ cho thị trường.

Thứ hai, các công ty chứng khoán, là nhà kinh doanh chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán, có chức năng thực hiện hoạt động môi giới và có khả năng liên kết cao giữa các nhà đầu tư, kể cả các nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư cá nhân. Năng lực về vốn của nhóm trung gian tài chính không cao, do vậy, hạn chế trong hoạt động đầu tư trái phiếu, song có ý nghĩa quan trọng trong việc thu hút các nhà đầu tư và tạo tính thanh khoản cho trái phiếu. Đồng thời, các công ty

chứng khoán sẽ có vai trò quan trọng trong hoạt động đại lý, bảo lãnh phát hành trái phiếu ra công chúng của các doanh nghiệp.

Các trung gian tài chính còn lại là các nhà đầu tư tiềm năng đối với thị trường do tính chất trung gian tài chính, quy mô đầu tư lớn và tính chuyên môn hóa, tập trung hóa cao trong hoạt động đầu tư, do vậy, cần có chính sách khuyến khích tham gia thị trường trái phiếu.

Như vậy, có thể nói, các ngân hàng thương mại sẽ được lựa chọn là đối tượng chính trong phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu ở Việt Nam. Bên cạnh đó, có thể lựa chọn các trung gian tài chính khác như các công ty bảo hiểm, các công ty chứng khoán khi đủ điều kiện. Cơ quan cấp phép đối với hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu là Bộ Tài chính, song cần được sự chọn lựa và chấp thuận của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Mặt khác, Ủy ban Chứng khoán Nhà Nước và Sở giao dịch chứng khoán cũng có vai trò quan trọng trong việc lựa chọn thành viên của thị trường. Chính vì thế, việc thành lập một bộ phận chuyên trách nhằm phát triển thị trường trái phiếu nói chung và phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu nói riêng là cần thiết. Cơ quan này có trách nhiệm nghiên cứu và tư vấn cho các cơ quan quản lý Nhà Nước, cơ quan quản lý thị trường trong việc hoạch định chiến lược phát triển, đề xuất hoàn thiện các vấn đề về pháp luật và chính sách, đề xuất các giải pháp về kỹ thuật và nghiệp vụ, v.v... Thành viên của Ban này bao gồm đại diện Bộ Tài chính, đại diện Ngân hàng Nhà nước, Ủy ban Chứng khoán Nhà Nước, Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, Hiệp hội kinh doanh trái phiếu và thành viên của một số trung gian tài chính. Hoạt động của Ban sẽ hỗ trợ đặc lực cho phát triển thị trường trái phiếu nói riêng và phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu nói riêng.

Trước mắt, có thể lựa chọn các ngân hàng thương mại lớn như: Ngân hàng Công thương Việt Nam; Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam; Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam; Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam là nhà tạo lập thị trường trái phiếu. Các ngân hàng này có quy mô lớn, hệ thống chi nhánh rộng khắp, có quan hệ với nhiều doanh nghiệp lớn, các tổng công ty Nhà nước, có hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật khá tốt. Sau thời kỳ thực hiện đề án tái cơ cấu, các ngân hàng này về cơ bản đã lành mạnh hóa về tài chính, hoàn thiện cơ cấu tổ chức và điều hành, hiệu quả hoạt động được cải thiện. Các ngân hàng trên đều có mục tiêu trở thành tập đoàn tài chính, đồng thời, các tổ chức này hiện đang là nhà đầu tư trái phiếu lớn nhất, đã và đang triển khai thực hiện hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu, là thành viên của hệ thống thanh toán liên ngân hàng và là thành viên chủ chốt của Hiệp hội Ngân hàng Việt Nam.

Với quy mô tổng tài sản lớn, các tổ chức này có thể dành được một lượng vốn đáng kể cho hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu, đồng thời, là nhà đầu tư tích cực nhất trên thị trường trái phiếu hiện nay. Khi thị trường đã phát triển cao hơn, có thể chấp nhận các ngân hàng thương mại cổ phần và các ngân hàng nước ngoài đủ điều kiện tham gia hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu.

3.7. Tạo tính thanh khoản cho trái phiếu

Thực hiện việc tái phát hành các chứng khoán có tính thanh khoản cao. Tiến hành cơ cấu lại các mã trái phiếu hiện có trên HNX. Trên thế giới có rất nhiều nước sử dụng không quá 20 mã trái phiếu Chính Phủ. Việc cơ cấu lại các mã trái phiếu Chính Phủ Việt Nam sẽ được thực hiện bằng cách mua lại hoặc hợp nhất các mã trái phiếu nhỏ lẻ trên thị trường. Điều này sẽ đáp ứng tối đa nhu cầu của thị trường và là tiền đề để xây dựng đường cong lãi suất chuẩn.

Đa dạng các loại kỳ hạn trái phiếu để phù hợp với nhu cầu của các nhà đầu tư. Việc đa dạng hoá không phải là việc phát hành nhiều loại trái phiếu Chính phủ với nhiều kỳ hạn khác nhau mà còn phải kết hợp việc đa dạng hóa về lãi suất, loại hình và phương thức thanh toán vốn gốc và lãi trái phiếu Chính phủ. Bên cạnh những loại trái phiếu Chính phủ truyền thống, Chính Phủ cần triển khai thêm một số một số loại trái phiếu như: trái phiếu chiết khấu, trái phiếu đa thời hạn; trái phiếu thanh toán từng phần; trái phiếu quyền chọn, trái phiếu có lãi suất thay đổi.

Đẩy mạnh phát hành trái phiếu Chính phủ qua phương thức đấu thầu và bảo lãnh phát hành, tuy nhiên nên có sự phân chia khối lượng phát hành cho mỗi phương thức theo kỳ hạn trái phiếu, tránh tình trạng các đợt phát hành diễn ra quá gần nhau làm giảm hiệu quả của các đợt phát hành. Mặt khác, khi phát hành trái phiếu Chính phủ theo phương thức đấu thầu qua TTCK, cần hạn chế áp đặt lãi suất một cách chủ quan.

3.8. Tăng cường đầu tư cơ sở vật chất kỹ thuật

Để tạo hiệu quả cho hoạt động của thị trường trái phiếu, cần đầu tư mạnh để phát triển cơ sở hạ tầng kỹ thuật giao dịch và hệ thống thông tin. Những khoản đầu tư này là rất lớn, lại đòi hỏi đồng bộ về kỹ thuật, do vậy, không thể yêu cầu các nhà tạo lập thị trường tự đầu tư. Trung tâm giao dịch chứng khoán cần thực hiện đầu tư nâng cấp bảng giao dịch trái phiếu hiện tại, nâng cấp phần mềm giao dịch nhằm thực hiện giao dịch từ xa của các thành viên, bổ sung chức năng giao

dịch thỏa thuận trong hệ thống và báo cáo kết quả giao dịch cũng như hỗ trợ thanh toán cho các thành viên.

Nâng cấp hệ thống thông tin trái phiếu như: Phần mềm thông tin cho các thành viên giao dịch (Cung cấp thông tin và các công cụ phân tích); nâng cấp Website của SGDCK theo hướng tạo hệ thống thông tin riêng cho thị trường trái phiếu, hỗ trợ kỹ thuật và tư vấn hoàn thiện Website cho các thành viên thị trường; tăng cường đầu tư trang thiết bị phần cứng cũng như hệ thống an ninh, bảo mật, hạ tầng mạng nhằm đáp ứng yêu cầu giao dịch mới. Nghiên cứu khả năng tích hợp hệ thống giao dịch trái phiếu tại SGDCK với các hệ thống giao dịch với khả năng có thể thanh toán với nhiều loại ngoại tệ, hướng tới kết nối được với hệ thống thông tin trên thế giới.

3.9. Hoàn thiện hệ thống thanh toán và lưu ký

Tách biệt hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ trái phiếu với hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ cổ phiếu: Cũng như hệ thống của các SGDCK, hệ thống của Trung tâm lưu ký nên tách biệt giữa cổ phiếu và trái phiếu. Thời gian thanh toán giao dịch trái phiếu hoàn toàn có khả năng rút ngắn dưới T+1 trong khi đó thời gian thanh toán giao dịch cổ phiếu khó rút ngắn xuống dưới T+2. Việc bù trừ giao dịch chung giữa cổ phiếu và trái phiếu sẽ dẫn đến rủi ro thị trường rất cao khi bù trừ đa phương vì nếu như chỉ một thanh toán tiền của giao dịch trái phiếu có vấn đề là có thể mất khả năng thanh toán chung do vốn của Quỹ hỗ trợ thanh toán hiện nay của Trung tâm lưu ký chỉ khoảng trên 15 tỷ VNĐ.

Tạo cơ chế huy động nguồn lực cho quỹ hỗ trợ thanh toán giao dịch trái phiếu: Việc quỹ hỗ trợ thanh toán quy mô nhỏ là khó khắc phục trong thời gian ngắn vì quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhỏ. Việc Ngân hàng chỉ định thanh toán duy nhất là ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) cho cả giao dịch cổ phiếu và trái phiếu có thể tiềm ẩn rủi ro cao vì khả năng của BIDV còn hạn chế. Để đảm bảo an toàn Ngân hàng Nhà nước nên là Ngân hàng thanh toán và là đối tác thanh toán trung tâm cho toàn bộ thị trường. Vì với vai trò của mình, khi rủi ro thanh toán xảy ra, Ngân hàng Nhà nước có thể huy động rất nhiều nguồn tiền khác nhau để bù đắp giao dịch tạm thời.

Chuyển mô hình lưu ký từ hai cấp sang một cấp: Để phát triển hoạt động giao dịch trái phiếu. Các loại Trái phiếu Chính Phủ nên được lưu ký tập trung tại Trung tâm lưu ký Việt Nam. Mô hình tổ chức lưu ký nên là mô hình một cấp bởi vì đây là điều kiện cần để có thể rút ngắn thời gian giao dịch xuống dưới T+1. Mô

hình này cũng cho phép thống kê được hoạt động giao dịch của các nhà đầu tư khác nhau như CTCK, NHTM và tổ chức tín dụng trong nước và nước ngoài.

Để làm được điều này Trung tâm lưu ký Việt Nam phải phát triển hệ thống công nghệ thông tin hiện đại. Ngoài ra năng lực hạ tầng CNTT chung của ngành chứng khoán, bao gồm hệ thống của các TTGDCK, các CTCK, các thành viên thị trường cũng phải phát triển tương đối.

Đa dạng hóa các phương thức thanh toán: Về phương thức thanh toán, hệ thống giao dịch của các TTGDCK, hệ thống thanh toán của Trung tâm lưu ký Việt Nam có thể cho phép nhà đầu tư lựa chọn một hoặc song song hai phương thức bù trừ, thanh toán như sau: Phương thức bù trừ đa phương hoặc song phương. Các đơn vị chỉ nên áp dụng một trong hai phương thức này, không nên áp dụng đồng thời cả hai; Phương thức thanh toán trực tiếp: Áp dụng với các giao dịch lô lớn. Phương thức này sẽ cho phép rút ngắn thời gian giao dịch khi áp dụng song song với một trong hai phương thức giao dịch trên.

Xây dựng mới hệ thống giao dịch vay nợ cho thành viên (SBL- system of borrowing and lending). Hệ thống sử dụng cho thành viên vay tiền, chứng khoán lẫn nhau khi có mất khả năng thanh toán. Điều kiện triển khai hệ thống này là mô hình lưu ký một cấp.

3.10. Tiếp tục xem xét phát hành trái phiếu quốc tế

Bên cạnh việc tập trung phát hành trái phiếu bằng đồng nội tệ, Việt Nam cũng cần phải chú ý tới việc xây dựng kế hoạch phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế. Đối với Việt Nam, việc tiếp cận với thị trường vốn quốc tế ngoài ý nghĩa kinh tế tìm kiếm nguồn vốn cho nền kinh tế, còn là việc phát hành trái phiếu còn có nhiều ý nghĩa quan trọng khác như: thể hiện chính sách hội nhập vào thị trường tài chính quốc tế; trái phiếu quốc tế của Chính Phủ phát hành sẽ tạo ra điểm chuẩn để các doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu quốc tế trong tương lai,... Tuy nhiên khi thực hiện phát hành trái phiếu quốc tế cần phải đánh giá đến tính khả thi của việc trả nợ vì nếu không sẽ làm ảnh hưởng tới uy tín quốc gia. Để làm được điều này, Việt Nam cần phải thực hiện việc nâng cao hệ số tín nhiệm quốc gia (theo đánh giá của S&P tháng 2/2009 hệ số tín nhiệm của VN là BB) thông qua các tiêu chí như: nâng cao chỉ tiêu GDP/người, thu nhập bình quân/đầu người, nâng cao hệ số tiết kiệm, giảm thâm hụt NSNN, tăng dự trữ ngoại hối, nâng cao tính hiệu quả quản lý của chính phủ, tính minh bạch của nền kinh tế, tăng cường vai trò của khu vực kinh tế tư nhân trong phát triển kinh tế...

3.11. Xác định rõ và nâng cao vai trò của các cơ quan tham gia quản lý thị trường trái phiếu

Việc xác định rõ vai trò của các cơ quan quản lý thị trường trái phiếu là điều vô cùng quan trọng, nó sẽ tránh được sự quản lý chồng chéo hoặc hiện tượng “vừa đá bóng vừa thổi còi”. Cụ thể là:

- Bộ Tài chính là cơ quan hoạch định chính sách, đưa ra các đề xuất nhằm xây dựng và phát triển thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng. Căn cứ vào tổng nợ được Quốc hội phê duyệt, Bộ Tài chính thực hiện việc xây dựng kế hoạch phát hành và thời gian phát hành trái phiếu dựa trên dự báo thị trường để có thể phân bổ lượng cung một cách hợp lý và hiệu quả tránh tình trạng có nhiều đợt phát hành bị thất bại trong thời gian qua.

- Ngân hàng Nhà nước là cơ quan quản lý các hoạt động của các tổ chức tài chính trong việc phát hành trái phiếu Chính Phủ, cấp phép cho các hoạt động thuộc lĩnh vực ngân hàng..., giám sát và quản lý hoạt động giao dịch của trái phiếu Chính Phủ, chấp thuận cho phép các tổ chức tài chính phát hành trái phiếu.

- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước: Hiện nay, đơn vị này đang nằm trong Bộ Tài chính, tuy nhiên đây là điều chưa hợp lý trong việc quản lý và giám sát thị trường. UBCKNN cần phải là một cơ quan độc lập trực thuộc Chính Phủ với đầy đủ các chức năng giám sát, quản lý hoạt động của các doanh nghiệp trong thị trường chứng khoán Việt Nam. Vai trò của UBCK đối với thị trường trái phiếu sẽ là: Quản lý các hoạt động phát hành và giao dịch; Giám sát hoạt động phát hành; Quản lý khối lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành đúng với hạn mức theo quy định hàng năm; Giám sát và quản lý hoạt động của các công ty chứng khoán, các tổ chức lưu ký và các tổ chức thanh toán...; Xây dựng các tiêu chuẩn niêm yết và cấp phép phát hành trái phiếu; Tổ chức giám sát hoạt động của thị trường giao dịch tập trung.

- Sở giao dịch chứng khoán: Thực hiện việc kiểm soát hoạt động của các công ty thành viên và các công ty niêm yết nhằm duy trì trật tự và tạo ra sự công bằng. Quản lý các hoạt động niêm yết và giao dịch trái phiếu, đảm bảo các thông tin một cách kịp thời và chính xác nhằm bảo vệ các nhà đầu tư; Kiểm soát các hoạt động liên quan tới đầu tư trái phiếu, giải quyết các tranh chấp giữa các thành viên và các nhà đầu tư; Thực hiện việc thanh tra thị trường để hạn chế gian lận có thể xảy ra.

- Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam là tổ chức làm diễn đàn, cầu nối để trao đổi, cập nhật thông tin, tăng cường sự hợp tác, hiểu biết lẫn nhau giữa các hội viên và giữa hội viên với các cơ quan quản lý Nhà nước cũng như các tổ chức thị trường quốc tế. Đóng góp ý kiến phản biện và tham gia hỗ trợ các cơ quan quan chức năng trong việc hoàn thiện chính sách, khung pháp lý cho thị trường trái phiếu tại Việt Nam; Hỗ trợ cho các nhà đầu tư trái phiếu trong việc chuẩn hoá tập quán thương mại và thông lệ thị trường đối với các giao dịch trái phiếu và công cụ nợ khác tại thị trường trái phiếu Việt Nam; Thiết lập các quy tắc ứng xử, hành nghề và đạo đức nghề nghiệp để điều chỉnh mối quan hệ giữa các đối tác trên thị trường trái phiếu Việt Nam nhằm đảm bảo sự bình đẳng cho các thành viên tham gia thị trường; Tổ chức các hoạt động tổng hợp, phân tích thông tin, tư vấn, đào tạo, cung cấp các dịch vụ hỗ trợ cho các hội viên và những đối tượng liên quan khác về giao dịch trái phiếu và công cụ nợ khác trên thị trường; Tiến hành cập nhật, tổng hợp, lưu trữ, xây dựng các cơ sở dữ liệu thông tin thị trường, góp phần nâng cao tính minh bạch của thị trường trái phiếu Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bộ Tài Chính (2008), Phê duyệt Đề án xây dựng thị trường giao dịch Trái phiếu Chính Phủ (trái phiếu Chính phủ) chuyên biệt”, Hà Nội.
2. Đảng Cộng sản Việt Nam (2000), Văn kiện đại hội Đảng cộng sản Việt Nam lần thứ IX, NXB Sự thật, Hà Nội.
3. Kho bạc Nhà nước (2000 – 2009), Báo cáo hoạt động huy động vốn, Hà Nội.
4. Lương Xuân Quỳ (2009), Vai trò của Nhà nước Việt Nam trong quá trình chuyển sang nền kinh tế thị trường định hướng XHCN và hội nhập kinh tế quốc tế. Đề tài cấp Nhà nước KX01.12/06-10, Hà Nội.
5. Ngân hàng Phát triển Việt Nam (2005 - 2009), Báo cáo kết quả phát hành trái phiếu Chính Phủ, Hà Nội.
6. Nguyễn Sơn (2009), Giải pháp phát triển ổn định thị trường chứng khoán Việt Nam sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, nhằm tạo kênh huy động vốn trung và dài hạn cho doanh nghiệp”. Kỷ yếu hội thảo “Tài trợ vốn cho doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh hậu lạm phát và suy giảm kinh tế”. Hà Nội.
7. Nguyễn Văn Nam (2009), Hướng tới nền kinh tế thị trường hiện đại ở Việt Nam và các giải pháp hoàn thiện, Đề tài cấp Nhà nước KX01.11/06-10, Hà Nội.
8. Nguyễn Văn Nam và Vương Trọng Nghĩa (2002), Giáo trình Thị trường Chứng khoán, Nhà xuất bản Tài chính, Hà Nội.
9. Phạm Anh Thư (2008), Phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2008 - 2020. Luận văn thạc sĩ, TP HCM
10. Quốc Hội (2006), Luật chứng khoán, Hà Nội.
11. Thủ tướng Chính Phủ (2007), Quyết định về việc phê duyệt đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020, Hà Nội.
12. Trần Hải Đăng (2006), Phát triển hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, Luận văn thạc sĩ kinh tế, Hà Nội.

13. Trịnh Mai Vân (2005), Phát triển thị trường trái phiếu Chính Phủ ở Việt Nam, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Hà Nội.

14. Trịnh Mai Vân (2009), Một số giải pháp phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam, Số Đặc san, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.

15. Trương Thái Phương (2002), Cơ sở lý luận và thực tiễn phát hành trái phiếu Chính Phủ ra quốc tế, Đề tài cấp Bộ, Hà Nội.

16. Viện Chiến lược phát triển (2009), Báo cáo tổng hợp đề án Xây dựng chiến lược phát triển đất nước thời kỳ đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2045”, Hà Nội.

17. www.gso.gov.vn

18. www.hnx.org.vn

19. www.hose.org.vn

20. www.mpi.gov.vn

21. www.ssc.gov.vn

22. www.thesaigontimes.vn

23. www.tinnhanhchungkhoan.vn

24. www.vneconomy.com.vn

CHƯƠNG IV

TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI – PHÂN TÍCH KIỂM CHỨNG VỚI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ts. Trần Thị Thanh Tú,

Nghiên cứu viên VDF

Giảng viên, Khoa Ngân hàng – Tài chính, NEU

1. Nghiên cứu mô hình phân tích cơ cấu vốn trên thế giới

Các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đều cho thấy khả năng sinh lời, các tài sản cố định, thuế, qui mô, cơ hội tăng trưởng, tính linh hoạt v.v. đều tác động đến cơ cấu vốn. Harris and Raviv (1990), tóm tắt một số nghiên cứu thực nghiệm về các doanh nghiệp Mỹ, gợi ý rằng hệ số nợ tăng theo tài sản cố định, các khoản “không phải nợ vay”, cơ hội đầu tư và qui mô doanh nghiệp và giảm theo khả năng biến động, chi phí quảng cáo, khả năng phá sản, khả năng sinh lời và tính độc quyền của sản phẩm. Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây đã cập nhật những hiểu biết của chúng ta về các yếu tố quyết định đến cơ cấu vốn. Chẳng hạn, Wald (1999) chỉ ra rằng hệ số nợ giảm nhiều hơn tăng đối với tiền không vay nợ không tính thuế. Các biến độc lập của mô hình đã được các nhà nghiên cứu trên thế giới đề xuất như sau:

Khả năng sinh lời

Mặc dù nhiều tính toán về mặt lý thuyết đã được thực hiện từ Modigliani and Miller (1958), vẫn chưa có dự đoán hợp lý nào cho mối quan hệ giữa khả năng sinh lời và hệ số nợ. Các mô hình dựa trên cơ sở thuế gợi ý rằng giả thiết các yếu tố khác không thay đổi thì các doanh nghiệp có khả năng sinh lời sẽ vay nợ nhiều hơn, do họ có nhu cầu lớn hơn trong việc giữ thu nhập của mình tránh phải đóng thuế doanh nghiệp. Tuy nhiên, lý thuyết phân hạng cho rằng đầu tiên các doanh nghiệp sẽ sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư sau đó mới phát hành trái phiếu và cổ phần mới nếu thấy cần thiết. Trong trường hợp này, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời sẽ có xu hướng vay nợ ít hơn. Các mô hình trên lý thuyết về đại lý cũng cho chúng ta các dự đoán đối lập nhau. Một mặt, Jensen (1986) và Williamson (1988) định nghĩa nợ là một công cụ nghiêm ngặt nhằm đảm bảo rằng các nhà quản lý sẽ thanh toán lợi nhuận nhiều hơn là tăng cường quyền lực. Với các doanh nghiệp có các dòng tiền tự do, hay khả năng sinh lời cao, tỉ lệ vay nợ cao có thể khiến các nhà quản lý phải quyết định thận trọng. Mặt khác, Chang (1999) chỉ ra rằng sự kết hợp tối ưu giữa các chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư bên ngoài có thể được giải thích là sự kết hợp giữa vay nợ và vốn cổ phần, và các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao có xu hướng vay nợ ít hơn.

Trái ngược với các nghiên cứu dựa trên lý thuyết, hầu hết các nghiên cứu trên thực nghiệm đều chỉ ra rằng hệ số nợ tỉ lệ nghịch với khả năng sinh lời. Friend and Lang (1988), và Titman and Wessels (1988) đều có chung những nhận xét trên đối với các công ty Mỹ. Kester (1986) thấy rằng hệ số nợ tỉ lệ nghịch với khả năng sinh lời ở cả Mỹ và Nhật Bản. Gần đây cũng ngày càng có nhiều nghiên cứu sử dụng dữ liệu quốc tế khẳng định quan điểm trên, Rajan and Zingales (1995), và Wald (1999) đối với các nước phát triển, Booth et al. (2001) và Wiwattanakantang (1999) đối với các nước đang phát triển. Long and Maltiz (1985) cho rằng hệ số nợ tỉ lệ thuận với khả năng sinh lời, tuy nhiên mối quan hệ này không được tính toán cụ thể. Wald (1999) thậm chí còn cho rằng khả năng sinh lời có ảnh hưởng lớn nhất đến tỉ lệ nợ/tài sản.

Tài sản hữu hình

Về mối quan hệ giữa tài sản hữu hình và cơ cấu vốn, các học thuyết thường cho rằng tài sản hữu hình tỉ lệ thuận với đòn bẩy. Trong những tài liệu đầu tiên nghiên cứu về chi phí doanh nghiệp, quyền sở hữu và cơ cấu vốn, Jensen and Meckling (1976) lưu ý tới chi phí nợ của doanh nghiệp xuất hiện khi doanh nghiệp chuyển sang các dự án đầu tư rủi ro cao hơn sau khi phát hành nợ, và

chuyển khả năng mang lại thu nhập từ các chủ nợ sang các cổ đông nhằm tận dụng khai thác quyền chọn của vốn cổ phần. Nếu tỉ lệ tài sản hữu hình của một doanh nghiệp cao, những tài sản này sẽ được sử dụng như tài sản thế chấp, giảm dần rủi ro thiệt hại của người cho vay như chi phí nợ của doanh nghiệp. Do đó, tỉ lệ tài sản hữu hình cao được dự đoán sẽ đi kèm với đòn bẩy tài chính cao. Ngoài ra, giá trị của tài sản hữu hình cũng cao hơn giá trị của tài sản vô hình trong trường hợp phá sản. Harris and Raviv (1990) và Williamson (1988) gợi ý rằng hệ số nợ tăng cùng với giá trị thanh lý và tất cả đều cho rằng hệ số nợ tỷ lệ thuận với tài sản hữu hình. Các nghiên cứu dựa trên thực nghiệm đã xác nhận các dự đoán về mặt lý thuyết ở trên gồm Long and Maltiz (1985), Friend and Lang (1988), Marsh (1982), Rajan and Zingales (1995), và Wald (1999). Trong nghiên cứu này, tài sản hữu hình được tính bằng tài sản cố định tỉ lệ với tổng tài sản

Thuế

Tác động của thuế đối với cơ cấu vốn là chủ đề chính trong nghiên cứu đầu tiên của Modigliani and Miller (1958). Hầu hết tất cả các nhà nghiên cứu hiện nay đều tin rằng thuế đóng vai trò quan trọng đối với cơ cấu vốn của các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có thuế suất cao hơn sẽ sử dụng nhiều nợ để tăng phần tiết kiệm thuế. Tuy nhiên, MacKie-Mason (1990) bình luận rằng lý do nhiều nghiên cứu thất bại trong việc tìm ra những ảnh hưởng chính xác và hợp lý của thuế đối với các quyết định tài trợ, đã được đề cập đến trong lý thuyết của Modigliani và Miller, là do tỉ lệ nợ hay vốn cổ phần là kết quả tích lũy từ các quyết định tài chính một cách độc lập qua các năm, và hầu hết số tiền không phải nộp thuế đều có ảnh hưởng không đáng kể tới thuế suất của các doanh nghiệp. Trái ngược với các nhà nghiên cứu khác, MacKie-Mason giải thích cho các quyết định tài trợ bởi nợ bằng việc sử dụng các phân tích lựa chọn riêng rẽ. Ông đặc biệt nhấn mạnh tới ảnh hưởng của thuế (do kết chuyển lỗ để giảm thuế và thuế được hoàn lại do đầu tư) đối với lựa chọn nợ hay vốn cổ phần có điều kiện ra công chúng, và nhận thấy rằng sự mong đợi tài trợ bằng nợ tỉ lệ thuận với thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, điều này cũng phù hợp với lý thuyết của MM.

Qui mô doanh nghiệp

Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng có một mối quan hệ tỉ lệ thuận giữa hệ số nợ và qui mô doanh nghiệp. Marsh (1982) nhận thấy các doanh nghiệp lớn thường lựa chọn vay nợ dài hạn, trong khi các doanh nghiệp nhỏ lại chọn nợ ngắn hạn. Các doanh nghiệp lớn có thể tận dụng lợi thế về qui mô trong phát hành nợ dài hạn, và thậm chí có thể “thương lượng” đối với các chủ nợ. Do đó chi phí phát

hành nợ và vốn cổ phần sẽ tỉ lệ nghịch với qui mô doanh nghiệp. Mặt khác, qui mô cũng thể hiện thông tin mà các nhà đầu tư bên ngoài có. Fama và Jensen (1983) lập luận rằng các doanh nghiệp lớn hơn có xu hướng cung cấp nhiều thông tin cho chủ nợ hơn là các doanh nghiệp nhỏ. Rajan và Zingales (1995) cũng cho rằng các doanh nghiệp lớn cũng cung cấp nhiều thông tin cho các nhà đầu tư bên ngoài hơn là các doanh nghiệp nhỏ. Tóm lại, các doanh nghiệp lớn có ít vấn đề hơn về thông tin không tương xứng sẽ có xu hướng sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu hơn nợ, và do đó hệ số nợ thấp hơn. Tuy nhiên, các doanh nghiệp lớn thường đa dạng hoá hơn và có các dòng tiền mặt ổn định hơn; khi các điều kiện khác không thay đổi, khả năng phá sản của các doanh nghiệp lớn cũng thấp hơn so với các doanh nghiệp nhỏ. Tất cả các lập luận đều cho rằng qui mô tỉ lệ thuận với hệ số nợ. Ngoài ra, nhiều nghiên cứu về lý thuyết bao gồm Harris and Raviv (1990), Narayanan (1988), Noe (1988), Poitevin (1989), và Stulz (1990), cho rằng hệ số nợ tăng theo giá trị của công ty.

Các nghiên cứu dựa trên thực tế như Booth et al. (2001), Marsh (1982), Rajan và Zingales (1995), và Wald (1999), thường chỉ ra rằng hệ số nợ tỉ lệ thuận với qui mô doanh nghiệp. Trong khi đó cả Rajan và Zingales (1995) và Wald (1999) đều nhận thấy rằng các doanh nghiệp ở Đức có xu hướng vay nợ ít hơn, Wald (1999) phát hiện ra rằng, tại Đức, một số nhỏ nhà quản lý chuyên nghiệp nắm giữ một tỉ lệ cổ phiếu khá cao của các doanh nghiệp lớn trong ngành (ví dụ như Siemens và Daimler-Benz) và có thể áp đặt việc quản lý đối với lợi ích của các cổ đông. Dựa vào điều này, ông lập luận rằng việc quản lý doanh nghiệp theo nguyên tắc tập trung như trên phải chịu trách nhiệm về hệ số tương quan âm giữa hệ số nợ và qui mô trong trường hợp của Đức.

Các khoản tiết kiệm thuế không phải là nợ

Khấu trừ thuế do khấu hao và đầu tư được gọi là các khoản tiết kiệm thuế không phải nợ (NDTS). DeAngelo và Masulis (1980) cho rằng khoản tiết kiệm thuế không phải nợ được dùng để thay thế cho phần tiết kiệm thuế do tài trợ bằng nợ, và khi các điều kiện khác không đổi thì một doanh nghiệp có các khoản tiết kiệm thuế không phải nợ được dự đoán là sẽ vay nợ ít hơn. Các nghiên cứu dựa trên kiểm định thường khẳng định dự đoán trên. Bradley et al. (1984) sử dụng phép tính tổng chi phí khấu hao hàng năm và hoàn thuế từ đầu tư chia cho tổng thu nhập hàng năm trước khấu hao, lãi vay, và thuế (EBIT) để tính NDTS. Họ nhận thấy rằng hệ số nợ tỉ lệ thuận với NDTS. Wald (1999) sử dụng tỉ lệ khấu hao trên tổng tài sản và Chaplinsky và Niehaus (1993) sử dụng tỉ lệ chi phí

khấu hao cộng với hoàn thuế do đầu tư trừ đi tổng tài sản để tính NDTs. Tất cả các nghiên cứu đều nhận thấy rằng hệ số nợ tỉ lệ nghịch với NDTs.

Cơ hội phát triển

Các nghiên cứu lý thuyết thường gợi ý rằng cơ hội phát triển tỉ lệ nghịch với hệ số nợ. Một mặt, như Jung, Kim and Stulz (1996) chỉ ra, nếu các nhà quản lý theo đuổi mục tiêu tăng trưởng, lợi ích của người quản lý và các cổ đông sẽ có xu hướng đồng nhất với các cơ hội đầu tư lớn cho doanh nghiệp. Nhưng đối với các doanh nghiệp ít cơ hội đầu tư, nợ sẽ giúp giảm chi phí đại lý (agency cost) của những doanh nghiệp theo đuổi chính sách quản lý thận trọng như quan điểm của Jensen (1986) và Stulz (1990). Phát hiện của Berger, Ofek, and Yermack (1997) cũng khẳng định vai trò quyết định của nợ. Mặt khác, nợ cũng có chi phí đại lý riêng. Myers (1977) cho rằng các doanh nghiệp có tỉ lệ tăng trưởng cao có thể nắm giữ cơ hội đầu tư thực sự trong tương lai nhiều hơn các doanh nghiệp tăng trưởng thấp. Nếu các doanh nghiệp tăng trưởng cao cần bổ sung đầu tư bằng vốn cổ phần để thực hiện các quyết định đầu tư trong tương lai, trong khi đó, một doanh nghiệp có nợ đáo hạn có thể bỏ qua cơ hội này vì sự đầu tư như vậy sẽ chuyển khả năng mang lại thu nhập từ những người nắm giữ cổ phần sang các chủ nợ. Do vậy, các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao có thể sẽ không phát hành trái phiếu và hệ số nợ được dự đoán sẽ tỉ lệ nghịch với các cơ hội tăng trưởng. Berens and Cuny (1995) cũng cho rằng tăng trưởng sẽ kéo theo việc tăng đầu tư bằng vốn cổ phần và hệ số nợ thấp.

Các nghiên cứu kiểm định như Booth et al. (2001), Kim và Sorensen (1986), Rajan và Zingales (1995), Smith và Watts (1992), và Wald (1999) đa phần ủng hộ các dự đoán dựa trên lý thuyết. Chỉ duy nhất một ngoại lệ là Kester (1986). Có nhiều chỉ số thể hiện cho cơ hội phát triển. Wald (1999) sử dụng tỉ lệ tăng doanh số trung bình của 5 năm. Titman và Wessels (1988) sử dụng tỷ số tổng vốn đầu tư trên tổng tài sản cũng như tỷ số chi phí nghiên cứu và phát triển trên doanh thu để đại diện cho cơ hội phát triển. Booth et al. (2001) sử dụng tỉ lệ thị trường trên sổ sách của vốn cổ phần để tính cơ hội phát triển.

Khả năng biến động

Khả năng biến động hay rủi ro kinh doanh cho biết khả năng có thể xảy ra khủng hoảng tài chính và thường được tính là tỉ lệ nghịch với hệ số nợ. Tuy nhiên, Hsia (1981), dựa trên các tính chất nhu cầu ngẫu nhiên của vốn, kết hợp mô hình giá trị sản tài chính (CAMP), và định lý Modigliani-Miller đã chỉ ra rằng sai số về giá trị tài sản của doanh nghiệp tăng thì rủi ro về vốn đối với toàn hệ thống sẽ giảm. Do đó rủi ro kinh doanh được tính toán tỉ lệ thuận với tỉ số chi phí vốn vay.

Một số tính toán khả năng biến động đã được sử dụng trong các nghiên cứu thực tiễn, như độ lệch chuẩn của lợi nhuận trên doanh số (Booth et al., 2001), độ lệch chuẩn của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản (ví dụ, Bradley et al., 1984; Chaplinsky & Niehaus, 1993; Wald, 1999), và độ lệch chuẩn của thu nhập kinh doanh (ví dụ, Titman & Wessels, 1988). Tất cả các nghiên cứu đều chỉ ra rằng rủi ro kinh doanh tỉ lệ nghịch với hệ số nợ.

Cơ cấu sở hữu và nắm giữ cổ phần quản lý

Học thuyết doanh nghiệp (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986, v.v...) cho rằng cơ cấu vốn tối ưu giữa nợ và vốn cổ phần có thể được sử dụng để giảm thiểu tổng chi phí doanh nghiệp. Họ đưa ra hai hình thức xung đột về lợi ích: xung đột giữa các cổ đông và người quản lý, và xung đột giữa cổ đông và chủ nợ. Do đó dự đoán rằng có sự tỉ lệ giữa cơ cấu quyền sở hữu (bao gồm cả quyền sở hữu điều hành) và hệ số nợ. Leland and Pyle (1977) lập luận rằng về mặt lý thuyết, hệ số tỉ lệ thuận với cơ cấu sở hữu. Berger et al. (1997) đã xác nhận tỉ lệ thuận này. Mặt khác, Friend and Lang (1988) lại đưa ra kết quả trái ngược.

So sánh với một số nước trên thế giới, có thể thấy, hệ số nợ của các công ty Nhật là cao nhất, xấp xỉ 53%, thứ hai là các công ty Hàn Quốc, gần 50%, và thấp nhất là Brazil, có 10%. Trong khi đó, khả năng thanh toán lãi vay của các công ty Mỹ là cao nhất, khoảng 5.6 lần, tiếp đến là Trung Quốc 4.4 lần. Hệ số nợ của các công ty này ở mức trung bình, lần lượt là 37% và 33%. Các công ty Brazil mặc dù có hệ số nợ thấp nhất nhưng khả năng thanh toán lãi vay cũng thấp nhất, chỉ khoảng 1.55 lần. Như vậy, có thể thấy, trong giai đoạn nghiên cứu, các công ty Brazil có hệ số nợ thấp là do tác động của nền kinh tế suy thoái, vay nợ ít, khả năng sinh lời thấp. Còn ngược lại, các công ty Mỹ và Trung quốc biết tận dụng tác động tích cực của đòn bẩy tài chính để gia tăng khả năng sinh lời.

Bảng 4.1. Sử dụng đòn bẩy tài chính của các công ty niêm yết Trung quốc và các nước

Nước	Số CTy	Thời- gian	Tổng nợ vay trên tổng tài sản		Nợ trên Tổng tài sản		Nợ trên TS ròng		Nợ trên tổng vốn		Khả năng t.toán lãi vay	
			TB S.sách	TB T.Trg	TB S.sách	TB T.Trg	TB S.sách	TB T.Trg	TB S.sách	TB T.Trg	EBIT/ LV	EBITD A/LV
Trung Quốc	1216	2003	0.51	0.27	0.25	0.14	0.32	0.16	0.33	0.16	4.4	6.68
Mỹ	2580	1991	0.58	0.44	0.27	0.20	0.34	0.24	0.37	0.28	5.57	9.27
Nhật	514	1991	0.69	0.45	0.35	0.22	0.48	0.27	0.53	0.29	2.41	4.05
Đức	191	1991	0.73	0.60	0.16	0.12	0.21	0.15	0.38	0.23	2.46	4.66
Pháp	225	1991	0.71	0.64	0.25	0.21	0.39	0.32	0.48	0.41	3.2	6.81
Italia	118	1991	0.70	0.70	0.27	0.29	0.38	0.38	0.47	0.46	2.64	4.35
Anh	608	1991	0.54	0.40	0.18	0.14	0.26	0.18	0.28	0.19	1.81	3.24
Canada	318	1991	0.56	0.49	0.32	0.28	0.37	0.32	0.39	0.35	4.79	6.44

Chương 4: Tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời

Brazil	49	85-91	0.3										0.1	Na	1.55	3.05
Mexico	99	84-90	0.35										0.14	Na		
Ấn độ	99	90-90	0.67										0.34	0.35		
Hàn Quốc	93	90-90	0.73										0.49	0.64		
Jordan	38	83-90	0.47										0.12	0.19		
Malaysia	96	83-90	0.42										0.13	0.07		
Pakistan	96	90-87	0.66										0.26	0.19		
Thái Lan	64	83-90	0.49										Na	Na		
Thổ Nhĩ Kỳ	45	83-90	0.59										0.24	0.11		
Zim-babwe	48	80-88	0.42										0.13	0.26		

Có thể nói, hầu hết các mô hình kinh tế lượng đã được nghiên cứu, phát triển đều tập trung vào phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Song, chưa có mô hình nào phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, trong khi đó, đây lại là mục tiêu để lựa chọn, xây dựng cơ cấu vốn tối ưu theo lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu của M.Miller (1959). Do vậy, tác giả tập trung nghiên cứu, xây dựng mô hình hồi qui hai giai đoạn theo phương pháp bình phương nhỏ nhất (TSOLS) để phân tích theo 2 lớp mô hình: (i) lớp mô hình thứ nhất phân tích tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các CTNY và (ii) lớp mô hình thứ hai phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các CTNY.

2. Xây dựng mô hình phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt nam

2.1. Xử lý số liệu

Số liệu về các chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn giao dịch thị trường chứng khoán TP.HCM và Hà Nội theo năm (từ 2005 đến 2008) được thu thập. Bộ số liệu bao gồm 142 quan sát với các CTNY ở Sở giao dịch chứng khoán TPHCM (HOSE) và 107 quan sát với các CTNY ở Sở giao dịch chứng khoán Hà nội (HNX).

Bộ số liệu bao gồm các chỉ tiêu tài chính của các CTNY:

- ☐ Nợ/Tổng Vốn (đơn vị:%)
- ☐ Nợ Dài Hạn/Tổng Vốn (đơn vị:%)
- ☐ Giá Vốn Hàng Bán/Doanh Thu (đơn vị:%)
- ☐ TSCĐ/Tổng Tài Sản (đơn vị:%)
- ☐ Tỷ lệ VCSH nhà nước/Tổng Vốn (đơn vị:%)
- ☐ ROE (đơn vị:%)
- ☐ EPS
- ☐ Ngành kinh doanh của DN (các DN được chia thành 11 ngành kinh doanh)

Chương 4: Tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời

Tạo các biến giả mô tả cho ngành kinh doanh và năm kinh doanh (các biến ngành: D1 đến D11 và các biến thời gian: Y2005 đến Y2008)

Y2005	nhận giá trị bằng 1 ứng với quan sát năm 2005, 0 ứng với các quan sát năm khác
Y2006	nhận giá trị bằng 1 ứng với quan sát năm 2006, 0 ứng với các quan sát năm khác
Y2007	nhận giá trị bằng 1 ứng với quan sát năm 2007, 0 ứng với các quan sát năm khác
Y2008	nhận giá trị bằng 1 ứng với quan sát năm 2008, 0 ứng với các quan sát năm khác
D1	nhận giá trị bằng 1 với ngành điện nước, 0 với các ngành khác
D2	nhận giá trị bằng 1 với ngành công nghệ, 0 với các ngành khác
D3	Tiêu dùng, 0 với các ngành khác
D4	Công nghiệp, 0 với các ngành khác
D5	Năng lượng, 0 với các ngành khác
D6	Sản xuất nguyên liệu, 0 với các ngành khác
D7	Xây dựng và Bất động sản, 0 với các ngành khác
D8	Tài chính, 0 với các ngành khác
D9	Vận tải, 0 với các ngành khác
D10	Dược và y tế, 0 với các ngành khác
D11	Thương mại dịch vụ, 0 với các ngành khác

2.2. Xây dựng mô hình

2.2.1. Lựa chọn các biến của mô hình

Tên biến	Giải thích	Quan hệ với biến phụ thuộc
Biến phụ thuộc	Đo lường cơ cấu vốn của các công ty niêm yết	
LTDR	Nợ Dài hạn/Tổng vốn: Nợ dài hạn (nợ vay ngân hàng dài hạn và phát hành trái phiếu) trên tổng vốn	
DR	Hệ số nợ (bao gồm cả nợ ngắn và dài hạn) trên tổng vốn. Do các CTNY trên thị trường chứng khoán Việt nam sử dụng nợ dài hạn rất ít nên hệ số này được sử dụng bổ sung cho hệ số Nợ dài hạn/Tổng vốn	
Biến độc lập	Giải thích	Quan hệ với biến phụ thuộc
PoverTR	Giá vốn hàng bán/Doanh thu. Các doanh nghiệp kinh doanh ở những ngành nghề khác nhau thì hệ số này rất khác nhau, biến này được sử dụng như biến giả cho rủi ro kinh doanh	+/-
FAoverTA	Tài sản cố định/ Tổng tài sản	+
ER	Vốn chủ sở hữu Nhà nước /Tổng vốn	+
Di ROE	Ngành thứ i, i chạy từ 1 đến 11 do các công ty niêm yết được chia thành 11 nhóm ngành	+/-
Yj	Thu nhập sau thuế/Tổng vốn chủ sở hữu	-
	j chạy từ 2005 -2008 để kiểm định xem các năm khác nhau thì hệ số nợ của các CTNY có thay đổi không	+/-

2.2.2. Xây dựng mô hình

Lớp mô hình 1: Phân tích các yếu tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp

Những yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu nợ của các doanh nghiệp (cơ cấu nợ của doanh nghiệp sẽ được đại diện bằng chỉ tiêu **Nợ/Tổng Vốn** hoặc **Nợ dài hạn/Tổng Vốn**)

$$DR = F(\text{PoverTR}, \text{FAoverTA}, ER, ROA, Di, Yj)$$

$$LTDR = G(\text{PoverTR}, \text{FAoverTA}, ER, ROA, Di, Yj)$$

Cả hai biến phụ thuộc là hệ số nợ trên tổng vốn và nợ dài hạn trên tổng vốn đều được kiểm định trong 2 mô hình để phân tích xem biến nào bị ảnh hưởng nhiều nhất bởi các biến độc lập. Nói cách khác, mô hình F sẽ kiểm định xem việc sử dụng nợ dài hạn hay tổng nợ của doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi những yếu tố nào, có phù hợp với lý thuyết không.

Lớp mô hình 2: Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các CTNY

Định lượng mức độ ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp (khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ được đại diện bằng các chỉ tiêu **ROE** và **EPS**). Qua đó kiểm tra lại giả thuyết kinh tế: trong nền kinh tế ổn định thì khi doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ thì các chỉ số **ROE** và **EPS** tăng, đòn bẩy tài chính có tác động tích cực.

$$ROE = H(DR, LTDR)$$

$$EPS = K(DR, LTDR)$$

Các phân tích sẽ được tách riêng với 2 Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) riêng biệt do Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội ra đời sau.

2.3. Kết quả chạy mô hình

2.3.1. Phân tích với các CTNY ở HOSE

Phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn

Hệ số nợ ngắn hạn trung bình của các CTNY trên HOSE là 47% trong khi đó hệ số nợ dài hạn trên tổng vốn khoảng 12%. Điều này cho thấy các CTNY trên HOSE, đã dùng một tỷ lệ rất lớn vốn ngắn hạn để tài trợ dự án dài hạn. Do vậy, rủi ro thanh khoản là rất cao.

Hệ số Nợ/Tổng vốn của các doanh nghiệp ít thay đổi theo thời gian từ năm 2005 đến 2007 (Các biến Y2005, Y2006, Y2007 không có ảnh hưởng thực sự đến biến DoverTE). Năm 2007 hệ số nợ có giảm nhưng không đáng kể. Tuy nhiên, đến năm 2008, hệ số nợ giảm mạnh do tác động của lạm phát và chi phí lãi vay tăng cao. Đây là một trong những tác động tiêu cực của chính sách tiền tệ trong giai đoạn này ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn vay của các doanh nghiệp nói chung và các CTNY nói riêng.

Các công ty có hệ số Vốn chủ sở hữu nhà nước trên Tổng vốn tăng thì hệ số nợ càng tăng. Điều này cho thấy, đối với các CTNY trên HOSE, là những công ty có qui mô (vốn nhà nước, tổng tài sản, mức độ vốn hoá) lớn hơn các CTNY trên HNX, khi tỷ lệ vốn chủ sở hữu của nhà nước lớn sẽ khuyến khích các công ty này vay nợ nhiều hơn để mở rộng đầu tư, sản xuất. Tuy nhiên, việc vay nợ này có hiệu quả hay không còn phụ thuộc vào hiệu quả đầu tư của các dự án. Điều này sẽ được kiểm chứng ở mô hình hồi qui thứ hai.

Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các CTNY trên HOSE

Khả năng sinh lời của các CTNY trên HOSE là khá cao, ROE là 18.4% còn EPS là 3081 VND/cổ phiếu. So với các loại hình doanh nghiệp khác như SOE hay SME thì đây là kết quả rất đáng khích lệ. Song, kết quả chạy mô hình lại cho thấy giữa cơ cấu vốn và khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các CTNY trên HOSE có mối quan hệ tỷ lệ nghịch.

Từ kết quả chạy mô hình hồi qui, có thể thấy đối với các CTNY trên HOSE, khả năng sinh lời (qua chỉ tiêu ROE) dường như không phụ thuộc vào cơ cấu nợ của các doanh nghiệp (hồi quy với cả chỉ tiêu Nợ/Tổng Vốn và Nợ dài hạn/Tổng Vốn đều cho kết quả này). Tuy nhiên chỉ tiêu EPS thì lại chịu tác động của cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Điều này có thể được giải thích như sau: chính sách trả cổ tức của các CTNY là một yếu tố ảnh hưởng đến EPS của các công ty này, do vậy, sẽ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn. Ví dụ, một công ty theo đuổi chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt, sẽ ảnh hưởng đến giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, do vậy, cơ cấu vốn sẽ hướng sang việc sử dụng nợ hay phát hành thêm cổ phiếu mới.

Khi Nợ/Tổng Vốn tăng thêm 1% thì thu nhập trên một cổ phần sẽ giảm xuống 0.49404% và ngược lại (trong điều kiện các yếu tố khác không đổi). Ảnh hưởng của cơ cấu vốn tới chỉ tiêu này là ngược chiều, điều này có thể giải thích là do các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE hoạt động chưa hiệu quả, khi sử dụng nhiều nợ/tổng vốn., chỉ tiêu EPS vẫn không tăng, thậm chí giảm, có nghĩa là việc sử dụng đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực.

2.3.2. Phân tích các CTNY trên HNX

Phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các CTNY trên HNX, cho thấy:

Hệ số nợ ngắn hạn trung bình của các CTNY trên HNX là 57% trong khi đó hệ số nợ dài hạn trên tổng vốn khoảng 15%. Điều này cho thấy các CTNY trên HNX, tương tự như HOSE, đã dùng một tỷ lệ rất lớn vốn ngắn hạn để tài trợ dự án dài hạn. Do vậy, rủi ro thanh khoản là rất cao.

Khác với HOSE, các doanh nghiệp ngành điện nước ở HNX đã thế chỗ của các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp. Các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất điện có hệ số nợ cao hơn các doanh nghiệp khác khoảng 0.2% và các doanh nghiệp xây dựng bất động sản có hệ số nợ cao hơn các doanh nghiệp khác 0.13913%.

Đặc trưng các ngành kinh doanh khác nhau không ảnh hưởng nhiều đến cơ cấu vốn, thể hiện ở hệ số tương quan giữa chỉ tiêu giá vốn hàng bán/doanh thu và hệ số nợ của doanh nghiệp rất thấp. Tuy nhiên mức độ tác động của chỉ tiêu này trong các năm 2006 và 2007 đã ảnh hưởng mạnh hơn đến cơ cấu nợ của doanh nghiệp so với các thời gian trước đó. Đặc biệt là trong năm 2007, ảnh hưởng này tăng 0.36555%.

Cũng có một điểm khác biệt với các CTNY ở HOSE, đó là chiều tác động của Vốn chủ sở hữu nhà nước/Tổng vốn đến chỉ tiêu Nợ/Tổng Vốn. Dấu của hệ số tương ứng với biến này < 0 . Kết quả ủng hộ cho giả thuyết về sự khác nhau trong phương thức kinh doanh của các CTNY ở hai Sở giao dịch. Điều này cho thấy, ở các CTNY trên HNX khi chủ sở hữu nhà nước/Tổng vốn tăng thêm 1% thì Nợ/Tổng Vốn sẽ giảm 0.36555% và ngược lại, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi.

Tương tự như HOSE, trong năm 2007, cơ cấu vốn của các CTNY ở HNX cũng giảm xuống tương đối đáng kể so với thời gian trước đó. Tỷ lệ giảm xuống này là 0.31344%. Đến năm 2008, hệ số nợ của các CTNY trên HNX giảm mạnh hơn nữa, xuống 3.5234% do tác động của lạm phát và chi phí lãi vay tăng cao.

Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các CTNY trên HNX

Khả năng sinh lợi trung bình của các CTNY trên HNX là ROE 17%, EPS là 2750 VND/cổ phiếu. So với các CTNY ở HOSE, khả năng sinh lợi của các CTNY ở HNX có thấp hơn một chút. Song, kết quả chạy mô hình cho thấy, khi các

CTNY trên HNX tăng hệ số nợ lên 1% thì khả năng sinh lợi tăng 0.12825%, trong khi đó các CTNY ở HOSE lại có khả năng sinh lợi giảm khi hệ số nợ tăng. Điều này cho thấy các CTNY trên HNX đã sử dụng có hiệu quả nợ, đòn bẩy tài chính có tác động tích cực, hơn nữa, tác động tích cực này lại khá mạnh.

3. Khuyến nghị và kết luận

3.1. Khuyến nghị

Cần giảm hệ số nợ của CTNY trên HOSE

Có thể nói, các CTNY trên HOSE đều có hệ số nợ khá cao và có xu hướng gia tăng. Tuy nhiên, việc sử dụng nợ lại có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của các công ty này. Cả phân tích thống kê và kết quả chạy mô hình hồi qui đều cho thấy hệ số nợ có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các CTNY.

Do vậy, trong giai đoạn phân tích (2005-2008), việc sử dụng nợ là bất lợi, do vậy, các CTNY cần xem xét việc giảm nợ để giảm gánh nặng lãi vay trong thời gian tới.

Có thể tăng hệ số nợ của CTNY trên HNX, trong bối cảnh hỗ trợ cho vay trợ lãi suất

Tuy nhiên, sang năm 2009 - 2010, với chính sách kích thích kinh tế của chính phủ, gói cho vay hỗ trợ lãi suất trị giá 45.000 tỷ đã hỗ trợ trực tiếp các doanh nghiệp, thì việc vay vốn ngân hàng lại có lợi. Một mặt, làm giảm chi phí lãi vay xuống 4%, nhiều doanh nghiệp chỉ phải vay với lãi suất khoảng 1-2%. Mặt khác, hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất, tiếp cận thị trường gia tăng doanh thu và từ đó, gia tăng khả năng sinh lợi. Hệ số nợ của các CTNY đến quý 2 năm 2009 đã tăng mạnh, từ 15-30%, cao nhất là ngành xây dựng và bất động sản tăng đến gần 55% và thấp nhất là ngành dược phẩm cũng tăng đến 26%. Con số này tuy thấp hơn giai đoạn thị trường chứng khoán phát triển (lần lượt là 75% và 35% tương ứng) nhưng là khá cao so với năm 2008 (lần lượt là 40% và 14% tương ứng).

Do vậy, trong giai đoạn 2009, nếu chính phủ vẫn tiếp tục thực hiện HTLS cho các doanh nghiệp với mức hỗ trợ là 2% lãi suất, các CTNY cần tranh thủ tối đa nguồn vốn với chi phí thấp, ổn định này đa dạng hoá cơ cấu vốn và tăng khả năng sinh lợi cho mình.

Cần giảm tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà nước trên tổng vốn để khuyến khích các CTNY sử dụng nợ

Có thể thấy, ở hầu hết các CTNY đều có tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà nước trên tổng vốn khá cao, thấp nhất là nhóm ngành xây dựng và bất động sản là 33% và cao nhất là nhóm ngành công nghệ cũng lên đến 67%. Hiện tượng này cũng giống các CTNY ở Trung Quốc, khi tỷ lệ VCSH nhà nước nắm giữ biến động từ 30%-40%, do vậy, quyền can thiệp của nhà nước (đại diện vốn nhà nước) vẫn có ý nghĩa quyết định đến hoạt động tài chính doanh nghiệp. Phân tích kiểm định bằng mô hình hồi qui ở phần trên cũng cho thấy ở các CTNY có tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng vốn tỷ lệ nghịch với hệ số nợ. Nếu tỷ lệ nợ trên VCSH giảm sẽ khuyến khích các CTNY tăng sử dụng nợ và tận dụng tác động tích cực của đòn bẩy tài chính. Do vậy, để các CTNY có thể tự chủ trong việc lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu, cần giảm bớt tỷ lệ sở hữu của nhà nước tại các CTNY.

Các CTNY cần tính toán và lập kế hoạch cơ cấu vốn để đòn bẩy tài chính phát huy tác động tích cực

Qua khảo sát các CTNY trên cả HOSE và HNX, hầu hết các công ty chưa thực sự quan tâm đến việc xây dựng và lựa chọn một cơ cấu vốn tối ưu. Việc lập kế hoạch quản lý vốn chủ yếu phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng. Việc đa dạng hoá các nguồn vốn bằng cách phát hành trái phiếu hay các công cụ nợ khác chưa được quan tâm. Do vậy, cơ cấu vốn của các công ty không có nhiều phương án để lựa chọn. Đòn bẩy tài chính có tác động tích cực hay tiêu cực hoàn toàn phụ thuộc vào biến động của thị trường, chứ không do công ty chủ động lập kế hoạch trước. Vì thế, trong giai đoạn nền kinh tế suy thoái, năm 2008 thì việc sử dụng nợ gia tăng làm giảm sút khả năng sinh lời của các công ty, còn trong giai đoạn thị trường chứng khoán phát triển mạnh (2006-2007), các CTNY càng sử dụng nhiều nợ thì khả năng sinh lợi càng cao.

Chính vì thế, các CTNY cần chủ động lập kế hoạch xây dựng cơ cấu vốn tối ưu trong từng chu kỳ kinh doanh, từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế. Các cơ sở tính toán cơ cấu vốn tối ưu như chi phí vốn, chi phí phát hành cần phải được xem xét đầy đủ, nhằm giúp các CTNY có thể chủ động lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu nhằm gia tăng khả năng sinh lời, tối đa hoá giá trị cho chủ sở hữu.

3.2. Kết luận

Kết quả kiểm định bằng mô hình kinh tế lượng cho thấy, cơ cấu vốn của các CTNY trên thị trường chứng khoán Việt nam bị tác động bởi nhiều nhân tố, đến lượt mình, cơ cấu vốn lại tác động đến khả năng sinh lời của các công ty. Tuy nhiên, tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời là khác nhau giữa các CTNY trên HOSE và HNX. Trong khi các CTNY trên HOSE sử dụng đòn bẩy tài chính

có tác động tiêu cực thì các CTNY trên HNX lại tận dụng được tác động tích cực của đòn bẩy tài chính. Trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng mạnh vào năm 2006-2007, các CTNY tận dụng thặng dư vốn khi phát hành cổ phiếu nên hệ số nợ rất thấp. Nhưng đến năm 2008, khi lạm phát gia tăng, chi phí lãi vay tăng cao thì ngược lại, hệ số nợ của các công ty đều giảm mạnh. Và đến năm 2009, khi nền kinh tế bắt đầu rơi vào tình trạng suy thoái, chính sách cho vay HTLS của Chính phủ lại khuyến khích các CTNY sử dụng nợ nhiều hơn.

Để có thể chủ động xây dựng và lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu, các CTNY cần nhận thức đầy đủ về vai trò cũng như tác động cả tích cực lẫn tiêu cực của đòn bẩy tài chính. Bên cạnh đó, cần giảm tỷ lệ sở hữu của nhà nước tại các CTNY nhằm tăng quyền chủ động hơn nữa cho các công ty trong việc lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu. Đây cũng là xu thế chung của các nước đang trong giai đoạn chuyển đổi như Trung Quốc hay các nước Trung Đông, một mặt vừa thúc đẩy các DNNN cổ phần hoá thực hiện niêm yết, tạo điều kiện cho thị trường chứng khoán phát triển, mặt khác giúp các CTNY chủ động xây dựng cơ cấu vốn tối ưu để tối đa hoá giá trị cho chủ sở hữu.

PHỤ LỤC

Kết quả chạy mô hình bằng Stata

[1] Phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của CTNY trên HOSE

Dependent variable is DOVERTE

461 observations used for estimation from 1 to 461

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
INPT	.25957	.048479	5.3543[.000]
POVERTR	.12757	.056498	2.2579[.024]
FAOVERTA	.089425	.048317	1.8508[.065]
ER	.57820	.083258	6.9447[.000]
D4	.12619	.039396	3.2032[.001]
D7	.15462	.036687	4.2146[.000]
PTRY2005	.14668	.045691	3.2103[.001]
PTRY2006	.10256	.039447	2.6000[.010]
OETHEY2005	-.53353	.18263	-2.9214[.004]
OETHEY2006	-.47633	.17379	-2.7409[.006]
OETHEY2007	-.52596	.14613	-3.5993[.000]

R-Squared	.20253	R-Bar-Squared	.18481
S.E. of Regression	.23891	F-stat. F(10, 450)	1.4285[.000]
Mean of Dependent Variable	.47556	S.D. of Dependent Variable	.26460
Residual Sum of Squares	25.6843	Equation Log-likelihood	11.4425
Akaike Info. Criterion	.44253	Schwarz Bayesian Criterion	22.2912
DW-statistic	2.0493		

Diagnostic Tests

* Test Statistics * LM Version * F Version *

* * * *

* A: Serial Correlation *CHSQ(1)= .31170[.577] *F(1,449)=.30379[.582]*

* * * *

* B: Functional Form *CHSQ(1)= 21.0994[.000] *F(1,449)=21.5358[.000]*

* * * *

* C: Normality *CHSQ(2)= 1113.1[.000]* Not applicable *

* * * *

* D: Heteroscedasticity *CHSQ(1)= 1.8983[.168] *F(1,459)=1.8979[.169]*

[2] Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến ROE của các CTNY trên HOSE

Dependent variable is ROE

461 observations used for estimation from 1 to 461

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
INPT	.11917	.067211	1.7731[.077]
DR	.14469	.12353	1.1712[.242]

R-Squared	.0029798	R-Bar-Squared	.8076E-3
S.E. of Regression	.70106	F-stat. F(1, 459)	1.3718[.242]
Mean of Dependent Variable	.18798	S.D. of Dependent Variable	.70135
Residual Sum of Squares	225.5939	Equation Log-likelihood	-489.4012

Akaike Info. Criterion -491.4012 Schwarz Bayesian Criterion -495.5346
DW-statistic 1.9985

Diagnostic Tests

* Test Statistics *	LM Version	* F Version *

*	*	*
* A:Serial Correlation*CHSQ(1)= .2094E-3[.988]*F(1,458)= .2080E-3[.988]*		
*	*	*
* B:Functional Form*CHSQ(1)= .85594[.355]*F(1,458)= .85195[.356]*		
*	*	*
* C:Normality *CHSQ(2)= 3540850[.000]* Not applicable *		
*	*	*
* D:Heteroscedasticity*CHSQ(1)= .62132[.431] *F(1,459)= .61946[.432]*		

[3]Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến EPS của các CTNY trên HOSE

Dependent variable is EPS

461 observations used for estimation from 1 to 461

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
INPT	3677.0	345.9410	10.6290[.000]
DR	-1251.8	635.8337	-1.9688[.050]

R-Squared	.0083737	R-Bar-Squared	.0062133
S.E. of Regression	3608.4	F-stat. F(1, 459)	3.8760[.050]

Mean of Dependent Variable 3081.7 S.D. of Dependent Variable 3619.7
 Residual Sum of Squares 5.98E+09 Equation Log-likelihood 4429.2
 Akaike Info. Criterion -4431.2 Schwarz Bayesian Criterion -4435.3
 DW-statistic 1.7586

Diagnostic Tests

* Test Statistics * LM Version * F Version *

* * *

* A:Serial Correlation*CHSQ(1)= 6.7682[.009]*F(1,458)= 6.8243[.009]*

* * *

* B:Functional Form *CHSQ(1)= .057232[.811]*F(1,458)= .056866[.812]*

* * *

* C:Normality *CHSQ(2)= 10632.2[.000]* Not applicable *

* * *

* D:Heteroscedasticity*CHSQ(1)= .020345[.887]*F(1,459)= .020258[.887]*

[4] Phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của CTNY trên HNX

Dependent variable is DR

326 observations used for estimation from 1 to 326

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
INPT	.58610	.020480	28.6188[.000]
D1	.20077	.059737	3.3608[.001]
D7	.13913	.024071	5.7800[.000]

Chương 4: Tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời

Y2007	-.31344	.12626	-2.4825[.014]
Y2008	-3.2534	.23145	- 2.153[.026]
ER	-.63379	.10274	-6.1690[.000]
PTRY2006	.076479	.032816	2.3305[.020]
PTRY2007	.36555	.15516	2.3559[.019]

R-Squared	.26002	R-Bar-Squared	.24610
S.E. of Regression	.19119	F-stat. F(6, 319)	18.6817[.000]
Mean of Dependent Variable	.57810	S.D. of Dependent Variable	.22020
Residual Sum of Squares	11.6612	Equation Log-likelihood	80.3189
Akaike Info. Criterion	73.3189	Schwarz Bayesian Criterion	60.0648
DW-statistic	1.8628		

Diagnostic Tests

* Test Statistics	* LM Version	* F Version	*

*	*	*	*
* A:Serial Correlation*CHSQ(1)= 1.3384[.247]*F(1,318)= 1.3110[.253]*			
*	*	*	*
* B:Functional Form *CHSQ(1)= 1.0212[.312]*F(1,318)= .99925[.318]*			
*	*	*	*
* C:Normality *CHSQ(2)= 16.9079[.000]* Not applicable			
*	*	*	*
* D:Heteroscedasticity*CHSQ(1)= 2.7505[.097]*F(1,324)= 2.7569[.098]*			

[5] Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến ROE của các CTNY trên HNX

Dependent variable is ROE

326 observations used for estimation from 1 to 326

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
INPT	.10333	.027827	3.7134[.000]
DR	.12665	.044059	2.8746[.004]

R-Squared	.046879	R-Bar-Squared	.040959
S.E. of Regression	.17270	F-stat.	F(2, 322) 7.9187[.000]
Mean of Dependent Variable	.17616	S.D. of Dependent Variable	.17620
Residual Sum of Squares	9.6037	Equation Log-likelihood	111.1168
Akaike Info. Criterion	108.1168	Schwarz Bayesian Criterion	102.4364
DW-statistic	2.0224		

Parameters of the Autoregressive Error Specification

U= .14718*U(-1)+E
(2.6706)[.008]

T-ratio(s) based on asymptotic standard errors in brackets

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

Atman.E (1968) “Financial Ratio, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *Journal of Finance* 23, pp 589-609

2. M.Aoki, B.Gustaffsson and O.Williamson, Sage Publication, “Capital Structure as Mechanism of Control: a Comparison of Financial Systems”, *Journal of Political Economy* 32, pp 234-241

3. Bolton, Patrick and Scharfstein, David (1996), “Optimal debt structure and number of creditor”, *Journal of Political Economy* 24, pp104.

4. Craig,Ben, Richardson, Christophe (1996), The reduces form as an empirical tool: A cautionary tale from the financial veil, *Economic Review-Federal Reserve Bank of Cleveland*, First Quarter 1996. Vol.32.Iss 1,p.16

5. Frederick Harris (1994), “Asset Specificity, Capital Intensity and capital Structure: An Empirical Test”, *Managerial and decision Economics*, (1986-1988:Nov/Dec 1994,ABI/Inform Research, page 563

6. Gordon.R and J.Mackie Jackson (1990), *Effect of the Tax reform Act of 1986 on Corporate Financial Policy and Organisation Form*, MIT Press, pp91-131

7. Guo. Shuqing and Han.Wenxiu, Beijing (1991), “Distribution and the use of GNP in China”, *China’s People’s University Press*, China.

8. Gou Ying Luo, Ivan brick, Michael Friedman (2002), “Strategic Decision Making of the firm Under Asymmetric Information”, *Review of Quantitative Finance Accounting*, pp 124-127.

9. Ivo Welch (2004), “Capital Structure and Stock Return”, *The Journal of Political Economy*, Chicago, Vol 112, Part 1 p 106-131

10. Li.Yinin (1986), “A proposal of Ownership reform for China”, *People’s Daily*, September 26.

11. Liu.Li (1996), “An analysis of Capital Structure of SOEs”, *Economic Science*, Vol 56, p 105-109

12. MacGraw Hill Inc (1995), *Basic Econometrics*,Third Edition, US.

13. Mayer.C.(1990), *Financial System, Corporate Finance and Economic Development*, University of Chicago Press.

14. Mayer.S and N.Majluf (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions when firmshave information that investor do not have”, Journal of Financial Economics 13, p187-221
15. Miller.M.(1977), “Debt abd Taxes”, Journal of Finance 24, 261-257
16. Perotti, Enrico.C, Spier, Kathryn.E (1993), “Capital Structure as a bargaining tool: the role of Leverage in the contract renegotiation”, The American review Nashville, Vol 83, Iss.5, p 1131(11pp)
17. Ha Nguyen Son (2000), Lessons learnt for Vietnam from Renovation of Chinese SOEs, Thesis, Vietnam Netherland Project, National Economics University.
18. Richard A.Brealey and Stewart C.Myers (1996), Principles of Corporate Finance, McGraw Hill, Inc.
19. Reinte Gropp 2002), “Local Taxes and Capital Structure Choice”, Journal of International Tax and Public Finance, 9, p 51-57.
20. Rune Stenbacka,Mihkel Tombak (2002), “Investment, capital structure, and complementateries between debt and new equity”, Management Science Linthicum: Feb 2002.Vol 48, p 257-272(16pp)
21. Stephen A.Ross (2003), Fundamental of Corporate Finance, Mc Graw Hill, Australia.
22. Trần Thị Thanh Tú (2006), “Đổi mới cơ cấu vốn của các DNNN hiện nay”. LATS, Đại học Kinh tế quốc dân.
23. William Sackley (1993), Fundamental of Corporate Finance, Mc Graw Hill, Inc,Australia.
24. Wiggins James B (1990), “The relation between Risk and Optimal Debt Maturity and the Value of Leverage”, Journal of Financial and Quantitative Analysis Settle, Vol 23, p 119-132.
25. Wu.Xiaolin (1997), “Research report on debt restructuring of China’s State sector”, China Financial Press.
26. www.vnexpress.com.vn, www.vneconomy.com.vn, www.sbv.gov.vn, www.mof.gov.vn, www.worldbank.org.vn, www.ciem.org.vn, www.hose.com, www.hnx.com

CHƯƠNG V

GIÁM SÁT NGÂN HÀNG THỰC TRẠNG Ở VIỆT NAM VÀ KINH NGHIỆM QUỐC TẾ

ThS. Nguyễn Thị Minh Huệ

Nghiên cứu viên, VDF

Giảng viên NEU

1. Các nguyên tắc giám sát ngân hàng hiệu quả của Ủy ban Basel

Ủy ban Basel về giám sát ngân hàng (Basel Committee on Banking Supervision) là một trong 5 ủy ban quan trọng của Ngân hàng thanh toán quốc tế (BIS_Bank for International Settlements). Ngân hàng thanh toán quốc tế (BIS) với mục đích thành lập ban đầu vào năm 1930 nhằm hỗ trợ và điều phối việc chuyển khoản thanh toán bồi thường Chiến tranh thế giới thứ nhất giữa các ngân hàng trung ương các quốc gia. Cho đến nay, ngoài vai trò truyền thống đó, BIS đang tiến hành các hoạt động nhằm hỗ trợ các ngân hàng trung ương của các quốc gia trong xây dựng và quản lý chính sách tiền tệ, đảm bảo sự ổn định của hệ thống tài chính trong phạm vi một quốc gia cũng như sự hợp tác trong quản lý tài chính tiền tệ quốc tế. Do vậy, đảm bảo sự ổn định tiền tệ và hệ thống tài chính là một trong những mục tiêu quan trọng của BIS, trong đó bao gồm hoạt động giám sát các ngân hàng thương mại.

Ủy ban Basel được thành lập vào năm 1974 bao gồm các thành viên là thống đốc của 10 nước công nghiệp phát triển (G10). Cùng với sự phát triển mang tính toàn cầu của hệ thống tài chính tiền tệ quốc tế, các nước khác không thuộc khối G10 cũng đã tích cực tham gia vào hoạt động của Ủy ban Basel nhằm xây dựng các chuẩn mực quốc tế về hoạt động quản lý tài chính tiền tệ. Vào năm 1997, Ủy ban Basel đã xây dựng “Các nguyên tắc cơ bản cho hoạt động giám sát ngân hàng hiệu quả” nhằm tăng cường sự ổn định cho hệ thống tài chính quốc tế sau những sự kiện khủng hoảng tài chính trong những năm của thập kỷ 80s và 90s.

25 nguyên tắc cơ bản trong giám sát hoạt động ngân hàng là những chuẩn mực tối thiểu được thống nhất mang tính toàn cầu bao gồm việc cấp phép hoạt động ngân hàng, các quy định về chủ sở hữu của ngân hàng, mức đảm bảo an toàn vốn cho hoạt động ngân hàng, quản trị rủi ro trong hoạt động ngân hàng, phối hợp giám sát hoạt động ngân hàng, ... Cụ thể là:

Nguyên tắc 1 - Chức năng, nhiệm vụ, sự độc lập, sự minh bạch và hợp tác: Một hệ thống giám sát ngân hàng hiệu quả phải quy định trách nhiệm và mục tiêu rõ ràng cho từng tổ chức tham gia vào việc giám sát ngân hàng. Mỗi tổ chức cần có sự độc lập trong hoạt động và có đầy đủ nguồn lực. Một khuôn khổ pháp lý phù hợp cho hoạt động giám sát ngân hàng là điều kiện cần thiết, bao gồm các quy định liên quan đến việc cấp phép cho hoạt động ngân hàng; giám sát liên tục đối với các ngân hàng; quyền hạn của Cơ quan giám sát đối với giám sát tuân thủ; những yêu cầu về sự an toàn và lành mạnh; sự bảo vệ mang tính pháp lý đối với các cơ quan giám sát. Cần có các cơ chế chia sẻ thông tin giữa các cơ quan giám sát và đảm bảo tính bảo mật của những thông tin giám sát.

Nguyên tắc 2 – Phạm vi hoạt động ngân hàng: Các hoạt động của các tổ chức như ngân hàng cần được quy định rõ ràng và được giám sát chặt chẽ. Việc sử dụng cụm từ “Ngân hàng” phải được kiểm soát ở mức chặt chẽ nhất có thể.

Nguyên tắc 3 – Các tiêu chí cấp phép: Các cơ quan cấp phép phải có quyền đưa ra các tiêu chí cấp phép và từ chối cấp phép cho các tổ chức không đáp ứng được các tiêu chí này. Tối thiểu, quá trình cấp phép cần bao gồm việc đánh giá cơ cấu sở hữu của ngân hàng, hoạt động quản trị của ngân hàng và các thành viên mở rộng, bao gồm sự phù hợp của các thành viên hội đồng quản trị và của ban giám đốc; chiến lược phát triển, kế hoạch hoạt động; kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro và các điều kiện tài chính dự kiến, bao gồm cả nguồn vốn. Nếu chủ sở hữu ủy quyền hoặc công ty mẹ là một ngân hàng nước ngoài thì cần có sự đồng ý trước của cơ quan giám sát tại quốc gia của ngân hàng mẹ hoặc người chủ sở hữu.

Nguyên tắc 4 – Chuyển đổi quyền sở hữu lớn: Các cơ quan giám sát ngân hàng cần có quyền xem xét và từ chối bất cứ đề nghị nào nhằm chuyển một lượng quyền kiểm soát hoặc quyền sở hữu đáng kể, trực tiếp hoặc gián tiếp của ngân hàng sang các bên khác.

Nguyên tắc 5 – Các sáp nhập cơ bản: Các cơ quan giám sát phải có quyền xem xét việc mua lại hoặc đầu tư của các ngân hàng với các tiêu chí bắt buộc bao gồm việc thiết lập các hoạt động xuyên quốc gia, đảm bảo là việc mua lại hay thay đổi cơ cấu đó không làm ngân hàng phải chịu rủi ro quá mức hoặc ngăn cản việc giám sát đối với ngân hàng.

Nguyên tắc 6 – An toàn vốn: Các cơ quan giám sát ngân hàng phải ấn định các yêu cầu về mức độ vốn tối thiểu thích hợp và cần trọng cho tất cả các ngân hàng. Những yêu cầu này cần phản ánh được mức độ rủi ro mà ngân hàng phải đối mặt, và phải xác định những thành phần vốn, trên cơ sở tính tới khả năng chịu đựng tổn thất của ngân hàng. Ít nhất là đối với các ngân hàng có hoạt động quốc tế, những yêu cầu về vốn không được thấp hơn những tiêu chuẩn về vốn của Basel.

Nguyên tắc 7 – Quy trình quản trị rủi ro: Các cơ quan giám sát cần đánh giá các ngân hàng hoặc nhóm ngân hàng có thiết lập các quy trình quản trị rủi ro một cách đầy đủ (bao gồm cả giám sát hoạt động của Hội đồng quản trị và Ban giám đốc) nhằm xác định, đo lường, kiểm tra, kiểm soát tất cả các loại rủi ro và đánh giá mức độ đảm bảo vốn chung tương ứng với các mức rủi ro của ngân hàng. Các quy trình này cần được xây dựng phù hợp với quy mô và mức độ phức tạp của từng tổ chức

Nguyên tắc 8 – Rủi ro tín dụng: Các cơ quan giám sát ngân hàng phải đảm bảo là các ngân hàng xây dựng quy trình quản trị rủi ro tín dụng tương ứng với các mức độ rủi ro của ngân hàng, đồng thời có các chính sách và quy trình nhằm xác định, đánh giá, theo dõi và kiểm soát rủi ro tín dụng (bao gồm cả rủi ro của đối tác). Điều này cũng bao gồm cả việc phê duyệt các khoản cho vay và đầu tư, đánh giá chất lượng của những khoản cho vay và đầu tư này cũng như việc quản trị liên tục những danh mục cho vay và đầu tư chung của ngân hàng.

Nguyên tắc 9 – Các tài sản có vấn đề, dự trữ và dự phòng: Các cơ quan giám sát cần đảm bảo là các ngân hàng xây dựng và xác định các chính sách và quy trình đầy đủ cho việc quản lý các tài sản có vấn đề, đánh giá sự đầy đủ của các khoản dự trữ và dự phòng.

Nguyên tắc 10 – Giới hạn tín dụng với khách hàng lớn: Các cơ quan giám sát cần đảm bảo các ngân hàng có chính sách và quy trình cho việc quản lý và xác định sự tập trung tín dụng trong danh mục đầu tư, đồng thời cơ quan giám sát ngân hàng cũng cần đưa ra các mức giới hạn tín dụng an toàn nhằm hạn chế ngân hàng tập trung cho vay hoặc đầu tư cho một khách hàng hoặc một nhóm khách hàng có liên quan đến nhau.

Nguyên tắc 11 – Nguy cơ rủi ro đối với các bên liên quan: Để phòng tránh các nguy cơ rủi ro (bao gồm cả nội bảng và ngoại bảng) đối với các bên liên quan và xác định các lợi ích đối lập, các cơ quan giám sát cần có những yêu cầu đối với các ngân hàng trong việc xác định và lường trước các rủi ro đối với các khách hàng, các công ty hay các cá nhân. Các rủi ro này cần được kiểm soát chặt chẽ, có quy trình phù hợp, nhằm kiểm soát và giảm bớt các rủi ro, đồng thời xử lý các rủi ro theo các chính sách và quy trình thống nhất.

Nguyên tắc 12 – Rủi ro quốc gia và rủi ro chuyển đổi: Các cơ quan giám sát ngân hàng phải đảm bảo là các ngân hàng có các chính sách và quy trình đầy đủ cho việc xác định, theo dõi và kiểm soát rủi ro quốc gia và rủi ro chuyển đổi trong các giao dịch đầu tư và cho vay quốc tế, và duy trì mức dự trữ phù hợp để đối phó với các rủi ro này.

Nguyên tắc 13 – Rủi ro thị trường: Các cơ quan giám sát ngân hàng phải đảm bảo là các ngân hàng có các hệ thống đo lường, theo dõi và kiểm soát đầy đủ các rủi ro thị trường; các cơ quan giám sát có quyền ấn định những hạn mức cụ thể và/hoặc những yêu cầu về vốn cụ thể đối với các rủi ro thị trường, nếu được đảm bảo.

Nguyên tắc 14 – Rủi ro thanh khoản: Các cơ quan giám sát phải đảm bảo là các ngân hàng có chiến lược quản lý thanh khoản tương ứng với chiến lược rủi ro của ngân hàng, với các chính sách và quy trình nhằm xác định, đánh giá, theo dõi và kiểm soát rủi ro thanh khoản trên cơ sở quản trị rủi ro thanh khoản hàng ngày. Cơ quan giám sát cũng cần yêu cầu ngân hàng có các kế hoạch thích hợp nhằm xử lý với các vấn đề thanh khoản nảy sinh.

Nguyên tắc 15 – Rủi ro hoạt động: Cơ quan giám sát cần đảm bảo các ngân hàng có các chính sách và quy trình nhằm xác định, đánh giá và kiểm soát rủi ro hoạt động. Các chính sách và quy định này cũng cần được đánh giá theo quy mô và mức độ hoạt động của ngân hàng.

Nguyên tắc 16 – Rủi ro lãi suất trong hệ thống sổ sách của ngân hàng: Cơ quan giám sát cần đảm bảo các ngân hàng có một hệ thống hiệu quả trong việc xác định, đánh giá, kiểm soát và xử lý được rủi ro lãi suất trong hệ thống sổ sách ngân hàng, bao gồm các chiến lược lãi suất rõ ràng được phê duyệt bởi ban giám đốc và được thực hiện bởi các nhà quản lý có kinh nghiệm. Điều này cũng cần đánh giá phù hợp với quy mô và mức độ hoạt động của ngân hàng.

Nguyên tắc 17 – Kiểm toán và kiểm soát nội bộ: Các cơ quan giám sát phải xác định là các ngân hàng có hệ thống kiểm soát nội bộ phù hợp với tính chất và phạm vi hoạt động của ngân hàng. Hệ thống kiểm soát nội bộ cần bao gồm cơ chế rõ ràng trong việc giao quyền và trách nhiệm; phân định chức năng trong các hợp đồng cam kết của ngân hàng, trong việc chi trả và trong trách nhiệm về tài sản và nguồn vốn; sự phối hợp trong công việc; bảo vệ tài sản của ngân hàng; kiểm toán nội bộ độc lập cũng như việc tuân thủ luật pháp.

Nguyên tắc 18 – Rủi ro trong dịch vụ tài chính: Các cơ quan giám sát ngân hàng phải xác định là các ngân hàng có các chính sách, thông lệ và quy trình đầy đủ, bao gồm cả những quy tắc nghiêm ngặt về “hiếu khách hàng của mình”, nâng cao tiêu chuẩn đạo đức và nghề nghiệp trong khu vực tài chính và ngăn chặn các phần tử tội phạm sử dụng ngân hàng một cách vô tình hay cố ý.

Nguyên tắc 19 – Phương pháp giám sát: Một hệ thống giám sát ngân hàng hiệu quả cần đảm bảo hoạt động giám sát có thể phát triển và duy trì việc nắm rõ hoạt động của từng ngân hàng, nhóm ngân hàng cũng như của cả hệ thống ngân hàng, tập trung vào việc đảm bảo sự an toàn, lành mạnh và ổn định của toàn hệ thống ngân hàng.

Nguyên tắc 20 – Kỹ thuật giám sát: Hệ thống giám sát ngân hàng hiệu quả cần được tiến hành trên cả cách thức giám sát từ xa và thanh tra tại chỗ

Nguyên tắc 21 – Thông tin báo cáo giám sát: Các cơ quan giám sát ngân hàng cần có phương tiện thu thập, xem xét và phân tích các báo cáo và các số liệu thống kê từ ngân hàng trên cả hai khía cạnh: cụ thể và tổng hợp. Cơ quan giám sát cũng cần có phương tiện để xác minh một cách độc lập các báo cáo này thông qua việc thanh tra trực tiếp hoặc sử dụng các chuyên gia từ bên ngoài.

Nguyên tắc 22 – Chế độ kế toán và công bố thông tin: Các cơ quan giám sát ngân hàng cần đảm bảo là từng ngân hàng lưu giữ sổ sách đầy đủ phù hợp với các chính sách và thông lệ hạch toán nhất quán cho phép cơ quan giám sát có được cái nhìn đúng đắn và công bằng về điều kiện tài chính và khả năng sinh lời

của ngân hàng, đảm bảo ngân hàng thường xuyên công bố báo cáo tài chính phản ánh khách quan về điều kiện tài chính của mình.

Nguyên tắc 23 – Thực hiện yêu cầu và kết luận thanh tra giám sát: Các cơ quan giám sát cần có trong tay những biện pháp và quyền lực giám sát đủ lớn để có những hành động chấn chỉnh kịp thời đối với một ngân hàng. Điều này bao hàm cả quyền được thu hồi giấy phép hoạt động của ngân hàng hoặc có quyền kiến nghị trong việc thu hồi giấy phép.

Nguyên tắc 24 – Giám sát tổng thể: Một yêu cầu rất quan trọng của hệ thống giám sát ngân hàng là các cơ quan giám sát phải có khả năng giám sát toàn bộ ngân hàng trên cơ sở tổng hợp, có các kiểm soát đầy đủ và thích hợp, áp dụng các chuẩn mực an toàn cho mọi khía cạnh hoạt động được thực hiện bởi các ngân hàng hoặc các nhóm ngân hàng.

Nguyên tắc 25 – Phối hợp giám sát trong và ngoài nước: Hoạt động giám sát tổng hợp xuyên quốc gia cần có sự trao đổi thông tin giữa các cơ quan giám sát trong nước và các cơ quan giám sát nước ngoài có liên quan, nhất là cơ quan giám sát của nước chủ quản của ngân hàng. Cơ quan giám sát ngân hàng cần yêu cầu các hoạt động của các ngân hàng nước ngoài tại sở tại cũng phải chịu sự giám sát giống như đối với các ngân hàng trong nước.

2. Các quy định pháp lý về hoạt động giám sát

Trên cơ sở 25 nguyên tắc giám sát ngân hàng hiệu quả của Ủy ban Basel, hoạt động giám sát ngân hàng thương mại khi được thực hiện bởi Ngân hàng trung ương thì cần có các quy định pháp lý rõ ràng. Cụ thể như:

Đối với Ngân hàng trung ương

- Luật pháp cần quy định một cách thống nhất, khả thi và rõ ràng trách nhiệm của Ngân hàng trung ương và các cơ quan giám sát khác có liên quan trong hoạt động giám sát đối với Ngân hàng thương mại. Ngân hàng trung ương cần có sự độc lập trong hoạt động để không phải chịu các áp lực về chính trị và có khả năng thực hiện được các mục tiêu của mình

- Luật pháp về ngân hàng cũng cần quy định các tiêu chuẩn tối thiểu mà các ngân hàng phải đáp ứng; cho phép Ngân hàng trung ương có đủ linh hoạt để ấn định các quy tắc đảm bảo an toàn theo cách bắt buộc hành chính khi cần thiết, để đạt được những mục tiêu đã định cũng như được sử dụng những đánh giá định tính; trao quyền hạn thu thập và chứng thực thông tin một cách độc lập cho Ngân

hàng trung ương; và trao quyền hạn cho Ngân hàng trung ương có thể phạt trong một phạm vi nhất định khi mà những yêu cầu đảm bảo an toàn không được tuân thủ (bao gồm cả quyền loại bỏ các cá nhân ra khỏi các hoạt động ngân hàng, thực hiện lệnh cấm hoặc rút giấy phép).

- Pháp luật cũng cần bảo vệ các hoạt động giám sát của Ngân hàng trung ương theo đúng chức năng trước những trở ngại của các tổ chức và cá nhân trong quá trình thực hiện nhiệm vụ giám sát

- Xây dựng một hệ thống hợp tác giữa Ngân hàng trung ương và các cơ quan giám sát có liên quan, chia sẻ các thông tin phù hợp giữa các cơ quan chính thức, cả trong nước và nước ngoài, chịu trách nhiệm về sự an toàn và lành mạnh của hệ thống tài chính; sự hợp tác này cần được đảm bảo bởi cơ chế bảo mật đối với những thông tin giám sát và đảm bảo là các thông tin này chỉ được sử dụng cho các mục đích có liên quan tới việc giám sát hiệu quả các tổ chức có liên quan.

Đối với Ngân hàng thương mại

- Cần quy định chính xác số lượng các tổ chức tín dụng hay loại hình ngân hàng thương mại thuộc phạm vi giám sát của Ngân hàng trung ương. Cụm từ “Ngân hàng thương mại” cũng cần được định nghĩa rõ ràng và quy định cơ chế cấp phép hoạt động và phạm vi hoạt động đối với ngân hàng thương mại. Ví dụ, hoạt động nhận tiền gửi từ công chúng chỉ dành cho các ngân hàng thương mại được cấp phép và chịu sự giám sát từ Ngân hàng trung ương.

- Ngân hàng thương mại cần có sự cấp phép của Ngân hàng trung ương để hoạt động, do đó sẽ chịu sự giám sát của Ngân hàng trung ương khi muốn rút lui hoặc tham gia hệ thống ngân hàng thương mại. Các ngân hàng thương mại mới thành lập cần chịu sự giám sát của Ngân hàng trung ương về danh sách cổ đông, năng lực tài chính, cơ chế pháp lý và năng lực các cán bộ quản lý. Nếu ngân hàng thương mại không đáp ứng được đầy đủ các yêu cầu của Ngân hàng trung ương về việc đánh giá cơ cấu sở hữu của ngân hàng, thành viên hội đồng quản trị và ban giám đốc, kế hoạch hoạt động và kiểm soát nội bộ thì có thể bị Ngân hàng trung ương từ chối cấp giấy phép hoạt động ngân hàng.

Thống nhất nội dung giám sát, cách thức tổ chức giám sát

Các loại hình Ngân hàng thương mại được giám sát bởi Ngân hàng trung ương đều phải đối mặt với các loại rủi ro trong hoạt động ngân hàng. Do đó, một phần quan trọng trong hoạt động giám sát ngân hàng là Ngân hàng trung ương có quyền xây dựng và áp dụng các quy định về đảm bảo an toàn để kiểm soát các

rủi ro. Ngân hàng trung ương có thể ấn định những tiêu chuẩn an toàn tối thiểu để đảm bảo là các ngân hàng thực hiện hoạt động của mình một cách phù hợp. Tính chất linh hoạt của hoạt động ngân hàng đòi hỏi Ngân hàng trung ương phải định kỳ đánh giá các yêu cầu đảm bảo an toàn của mình và đánh giá sự phù hợp của các yêu cầu hiện tại nhằm có những điều chỉnh kịp thời hoặc đưa ra những yêu cầu mới.

Hoạt động giám sát cần được thực hiện với nội dung thống nhất cho các ngân hàng thương mại, bao gồm:

- Đánh giá mức độ đầy đủ vốn
- Đánh giá khả năng quản lý rủi ro tín dụng
- Đánh giá khả năng quản lý rủi ro thị trường
- Đánh giá khả năng quản lý rủi ro lãi suất
- Đánh giá khả năng quản lý rủi ro thanh khoản
- Đánh giá khả năng quản lý rủi ro hoạt động
- Đánh giá khả năng quản lý các loại rủi ro khác
- Đánh giá hệ thống kiểm soát nội bộ

Ngoài ra, hoạt động giám sát đòi hỏi phải thu thập và phân tích thông tin, điều này có thể thực hiện tại chỗ hoặc từ xa. Một hệ thống giám sát hiệu quả sẽ sử dụng cả hai hình thức này.

Thông thường, Ngân hàng trung ương tiến hành giám sát đối với ngân hàng thương mại thông qua 2 bộ phận chính là bộ phận theo dõi từ xa (offsite surveillance) và bộ phận thanh tra tại chỗ (onsite inspection). Hoạt động giám sát của NHTW phải là sự phối hợp chặt chẽ giữa 2 bộ phận này.

- Hoạt động theo dõi từ xa: Theo dõi hoạt động của các Ngân hàng thương mại một cách thường xuyên liên tục thông qua việc tổng hợp số liệu, phân tích tình hình hoạt động của các Ngân hàng thương mại dựa trên những báo cáo và số liệu tài chính do các NHTM cung cấp, từ đó xây dựng một hệ thống cảnh báo sớm cho các NHTM cụ thể và cho toàn hệ thống NHTM

- Hoạt động thanh tra tại chỗ: Dựa trên những thông tin cung cấp từ bộ phận theo dõi từ xa, lên kế hoạch thanh tra định kỳ hoặc đột xuất đối với các Ngân hàng thương mại nhằm xếp hạng các ngân hàng thương mại, cảnh báo các ngân hàng thương mại có nguy cơ gặp rủi ro trong hoạt động. Các cán bộ thanh tra tại

chỗ sẽ tiến hành kiểm tra những chi tiết còn nghi vấn, đánh giá và đưa ra các quyết định và yêu cầu thực hiện về hướng hoạt động và phát triển đối với các Ngân hàng thương mại có vấn đề

Yêu cầu thông tin trong hoạt động giám sát ngân hàng thương mại

Để thực hiện việc giám sát từ xa các ngân hàng một cách hiệu quả, Cơ quan giám sát của NHTW phải có được những thông tin tài chính một cách thường xuyên và những thông tin này phải được kiểm chứng định kỳ thông qua việc kiểm tra tại chỗ hoặc thông qua việc kiểm toán từ bên ngoài. Cơ quan giám sát ngân hàng phải đảm bảo là từng ngân hàng lưu trữ sổ sách kế toán đầy đủ phù hợp với các chính sách và thông lệ kế toán cho phép Cơ quan giám sát có được cách nhìn đúng đắn và công bằng về điều kiện tài chính của ngân hàng và khả năng sinh lời từ hoạt động kinh doanh. Để các tài khoản thể hiện được một cách nhìn đúng đắn và công bằng, điều quan trọng là các tài sản được định giá tại mức giá trị hiện thực và nhất quán, có tính tới giá trị hiện tại và lợi nhuận ròng có thể nhận được, đồng thời tính tới những khoản có thể phải chuyển sang dự trữ dự phòng. Điều quan trọng là các ngân hàng cung cấp thông tin theo cách thức để Cơ quan giám sát của NHTW có thể so sánh giữa các ngân hàng với nhau và các số liệu từ hệ thống thông tin quản lý nội bộ của ngân hàng cũng có thể có ích đối với cơ quan giám sát. Tối thiểu thì báo cáo định kỳ cần bao gồm bảng cân đối tài sản của ngân hàng, các khoản cho vay có vấn đề, báo cáo kết quả kinh doanh và báo cáo phân tích các loại rủi ro của ngân hàng.

Cơ quan giám sát của NHTW có thể có những sai sót khi các ngân hàng cố ý hay sơ ý cung cấp các thông tin không đúng cho quá trình giám sát. Nếu một ngân hàng cung cấp thông tin không đúng cho các cơ quan giám sát một cách cố ý hay sơ ý, cần có các biện pháp giám sát hoặc hình sự đối với cả các cá nhân liên quan và cả ngân hàng.

Các tiêu chuẩn kế toán

Để đảm bảo là các thông tin do các ngân hàng cung cấp là trung thực và rõ ràng, cơ quan giám sát sẽ cần đưa ra các hướng dẫn báo cáo, quy định rõ ràng các tiêu chuẩn kế toán trong việc lập báo cáo. Những tiêu chuẩn này cần dựa trên các nguyên tắc và quy tắc kế toán được quốc tế chấp nhận rộng rãi và cụ thể cho các ngân hàng.

Phạm vi và tần suất báo cáo

Cơ quan giám sát cần có quyền quy định phạm vi và tần suất báo cáo tùy vào mức biến động của hoạt động kinh doanh có quyền theo dõi những gì đang

diễn ra tại từng ngân hàng cụ thể, cũng như trong toàn bộ hệ thống ngân hàng. Cơ quan giám sát cần xây dựng một loạt các mẫu báo cáo cho các ngân hàng trong việc cung cấp thông tin định kỳ. Trong khi một số báo cáo có thể được cung cấp theo tháng thì một số khác có thể cung cấp theo quý hoặc theo năm. Ngoài ra, một số báo cáo có thể “mang tính đột xuất” nghĩa là chúng được cung cấp chỉ khi có những sự kiện đặc biệt xảy ra (ví dụ như đầu tư vào một công ty con). Cơ quan giám sát cần linh hoạt với các yêu cầu báo cáo. Vì vậy, họ có thể là không cần thiết nếu yêu cầu tất cả các ngân hàng cung cấp tất cả các báo cáo. Việc nộp báo cáo có thể dựa trên cơ cấu tổ chức của ngân hàng, quy mô và các loại hình hoạt động.

Đảm bảo tính chính xác của thông tin báo cáo

Chính cán bộ quản lý ngân hàng có trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ và kịp thời của các báo cáo, bảo đảm an toàn cho các báo cáo tài chính và các báo cáo khác của ngân hàng khi cung cấp cho cơ quan giám sát. Vì vậy, cán bộ quản lý của ngân hàng cần đảm bảo là các báo cáo được kiểm định và các cơ quan kiểm toán từ bên ngoài xác định là hệ thống báo cáo của ngân hàng là đầy đủ và cung cấp thông tin đáng tin cậy. Các cơ quan kiểm toán từ bên ngoài cần đưa ra quan điểm của mình về các báo cáo hàng năm và báo cáo quản lý được công bố cho các cổ đông của ngân hàng và công chúng. Những yếu kém trong các tiêu chuẩn kiểm toán ngân hàng ở một số quốc gia có thể đòi hỏi các cơ quan giám sát phải tham gia vào việc đưa ra các hướng dẫn rõ ràng về phạm vi và nội dung của các chương trình kiểm toán cũng như là các tiêu chuẩn kiểm toán được sử dụng. Trong những trường hợp xấu nhất, khi mà cơ quan giám sát không thể bằng lòng với chất lượng các báo cáo hàng năm hoặc báo cáo đánh giá, hoặc không hài lòng với công việc của cơ quan kiểm toán từ bên ngoài, họ cần có khả năng sử dụng các biện pháp giám sát để có những hành động chấn chỉnh kịp thời, và họ có thể phải bảo lưu quyền chấp thuận cho phép công khai báo cáo ra công chúng.

Khi đánh giá tính chất và mức độ thoả đáng của các công việc do kiểm toán đảm nhận và mức độ tin cậy trong các công việc đó, Cơ quan giám sát sẽ cần xem xét mức độ mà các chương trình kiểm toán đánh giá những lĩnh vực như các khoản cho vay của ngân hàng, dự trữ, dự phòng rủi ro, các tài sản có chất lượng xấu (bao gồm cả việc xử lý lãi từ các tài sản này), định giá tài sản, các hoạt động kinh doanh hoặc chứng khoán khác, các công cụ phái sinh, chứng khoán hoá tài sản và mức độ đầy đủ của kiểm soát nội bộ đối với cơ chế báo cáo tài chính. Khi có đủ khả năng và được độc lập với bộ phận quản lý, kiểm toán nội bộ có thể được sử dụng như một nguồn thông tin và có thể giúp Cơ quan giám sát hiểu hơn về ngân hàng.

Tính bảo mật của các thông tin giám sát

Dù các thành viên thị trường nên được tiếp cận với các thông tin đúng đắn và kịp thời nhưng cũng có một số loại thông tin thuộc diện nhạy cảm cần được các cơ quan giám sát ngân hàng giữ bí mật. Để xây dựng quan hệ tin cậy lẫn nhau, các ngân hàng cần biết là những thông tin nhạy cảm này sẽ được cơ quan giám sát cũng như các đối tác của cơ quan này ở trong nước và nước ngoài giữ bí mật.

Công bố thông tin

Để thị trường có thể hoạt động hiệu quả, từ đó củng cố sự ổn định và hiệu quả của hệ thống tài chính, các thành viên tham gia thị trường cần được tiếp cận với các thông tin chính xác một cách kịp thời. Vì vậy, việc công bố thông tin là một chức năng bổ sung của giám sát. Với lý do này, các ngân hàng phải công bố thông tin có liên quan đến hoạt động và các điều kiện tài chính của mình một cách toàn diện và trung thực. Những thông tin này cần được cung cấp đầy đủ và kịp thời cho những người tham gia thị trường để đánh giá mức độ rủi ro của các ngân hàng.

3. Hoàn thiện hoạt động giám sát ngân hàng thương mại

Quan niệm về sự hoàn thiện trong hoạt động giám sát ngân hàng

Hoạt động giám sát đối với Ngân hàng thương mại cần được xây dựng và hoàn thiện theo mục tiêu đặt ra của từng quốc gia. Thông thường, mục tiêu trong hoạt động giám sát của NHTW đối với NHTM là:

- Đảm bảo an toàn cho hoạt động của toàn hệ thống NHTM.
- Không làm gián đoạn hoạt động của NHTM, đảm bảo hệ thống ngân hàng là kênh dẫn vốn và cung cấp dịch vụ ngân hàng hiệu quả trong nền kinh tế.

Như vậy, hoạt động giám sát của NHTW của một quốc gia đối với hệ thống ngân hàng thương mại được đánh giá là hoàn thiện khi hoạt động giám sát NHTW của quốc gia này đạt được các mục tiêu đề ra trong hoạt động giám sát.

Đánh giá sự hoàn thiện trong hoạt động giám sát của NHTW đối với NHTM

Mức độ hoàn thiện hoạt động giám sát của NHTW đối với NHTM được đánh giá thông qua các chỉ tiêu phản ánh kết quả thực hiện các mục tiêu đề ra của hoạt động giám sát.

Mục tiêu “Đảm bảo an toàn cho hoạt động của toàn hệ thống NHTM” được thể hiện bằng các chỉ tiêu phản ánh kết quả của hoạt động giám sát bao gồm:

- *Số lượng ngân hàng được giám sát:* Số lượng các NHTM được giám sát càng nhiều thì hoạt động của toàn hệ thống NHTM càng được đảm bảo an toàn. Khi những diễn biến bất thường của từng ngân hàng riêng lẻ hoặc của một nhóm các NHTM được phát hiện, NHTW có thể có những biện pháp kịp thời nhằm ngăn chặn hoặc xử lý, trước khi những biến động này gây ra những tác động tiêu cực cho hoạt động của toàn hệ thống NHTM. Trong đó, các NHTM phải được giám sát một cách thường xuyên, liên tục và đảm bảo theo các chuẩn mực về nội dung giám sát và tần suất giám sát

- *Số lượng các vi phạm quy chế an toàn được phát hiện đúng:* Nếu các vi phạm chỉ mang tính đơn lẻ trong một số NHTM thì việc xử lý vi phạm sẽ chỉ đơn thuần trong phạm vi NHTM đó mà có thể chưa gây tác động đến hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, khi các quy chế an toàn về vốn, về dự phòng, về giới hạn tín dụng v.v. bị vi phạm với số lượng lớn, và xảy ra ở nhiều NHTM thì cũng là nguy cơ gây ra sự mất an toàn hệ thống. Phát hiện các vi phạm quy chế an toàn đòi hỏi phải chính xác, phản ánh đúng số lượng vi phạm quy chế an toàn. Khi đó hoạt động giám sát đối với NHTM mới đảm bảo đạt mục tiêu an toàn hệ thống.

- *Số lượng các NHTM được cảnh báo rủi ro:* Cảnh báo rủi ro đối với các NHTM được hiểu là việc các NHTM nằm ngoài xu hướng chung của hệ thống trong các lĩnh vực hoạt động ngân hàng sẽ được cảnh báo. Trên cơ sở đó, các NHTM nhận được cảnh báo từ bộ phận giám sát của NHTW sẽ có rà soát nhằm tìm hiểu nguyên nhân của những khác biệt này. Nếu đó là những biến động tiêu cực, có khả năng gây ra những rủi ro cho hoạt động của ngân hàng thì NHTW cùng với các NHTM sẽ đưa ra các biện pháp điều chỉnh nhằm ngăn ngừa các rủi ro có thể xảy ra cho các NHTM cũng như cho hệ thống ngân hàng. Như vậy, khi số lượng các NHTM được cảnh báo tăng, đó cũng có thể coi là một dấu hiệu ảnh hưởng đến sự an toàn của hệ thống ngân hàng.

- *Số lượng các ngân hàng bị đổ vỡ, giải thể, phá sản:* Khi số lượng các ngân hàng này gia tăng cũng là một nguy cơ cho sự an toàn hệ thống, đặc biệt là các ngân hàng bị đổ vỡ, giải thể hay phá sản lại là các ngân hàng chiếm thị phần lớn. Ngoài ra, khi số lượng các ngân hàng này tăng cũng có thể gây ra tâm lý không tin tưởng vào hệ thống ngân hàng của người gửi tiền, điều này cũng là nguy cơ gây mất an toàn hệ thống khi tâm lý rút tiền có thể bị lan truyền.

- *Chỉ tiêu an toàn vốn (hệ số CAR_Capital Adequacy Ratio = (Vốn cấp 1 + Vốn cấp 2) / Tổng tài sản đã điều chỉnh rủi ro):* chỉ tiêu này được tính cho từng NHTM, nhóm NHTM và toàn hệ thống NHTM cũng là một chỉ tiêu phản ánh

mức độ an toàn trong hoạt động của hệ thống NHTM khi chỉ tiêu này đảm bảo mức yêu cầu tối thiểu 8% (theo Basel)

Mục tiêu “Đảm bảo hệ thống ngân hàng là kênh dẫn vốn hiệu quả của nền kinh tế” được thể hiện bằng các chỉ tiêu đánh giá kết quả hoạt động giám sát ngân hàng, bao gồm:

- *Tốc độ tăng trưởng vốn huy động và tốc độ tăng trưởng tín dụng:* Chỉ tiêu này thường được tính theo năm và cho toàn hệ thống ngân hàng nhằm xác định được tốc độ tăng trưởng của năm này so với năm trước. Tuy nhiên, để tính được tốc độ tăng trưởng theo năm và cho toàn hệ thống, hoạt động giám sát của NHTW cũng cần nắm được tốc độ tăng trưởng theo kỳ (tháng/quý) của từng NHTM hoặc nhóm NHTM. Trên cơ sở đó, tốc độ tăng trưởng vốn huy động và tăng trưởng tín dụng biến động cùng chiều với tốc độ tăng trưởng kinh tế thì có thể coi là một dấu hiệu cho thấy hoạt động ngân hàng có vai trò nhất định trong sự phát triển kinh tế, hay nói một cách khác là ngân hàng được coi là kênh dẫn vốn hiệu quả trong nền kinh tế.

- *Các chỉ tiêu phản ánh chất lượng tài sản:* (Nợ xấu / Tổng dư nợ, Dự phòng / Nợ xấu) các chỉ tiêu này cũng cần được xác định theo từng NHTM, nhóm NHTM và toàn hệ thống NHTM. Với việc quy định một ngưỡng giá trị thấp (khoảng 3%) cho chỉ tiêu Nợ xấu/Tổng dư nợ, giá trị cao (khoảng 60%) cho chỉ tiêu Dự phòng/Nợ xấu, NHTW sẽ giám sát được chất lượng hoạt động cho vay, đầu tư của ngân hàng.

- *Các chỉ tiêu phản ánh thanh khoản:* (Dư nợ/Huy động; Tài sản thanh khoản/ Tổng tài sản; Vay liên ngân hàng/Tổng nguồn vốn) Các chỉ tiêu này cho thấy ngân hàng vẫn đảm bảo khả năng chi trả, giữ được sự tin tưởng của những người gửi tiền, từ đó đảm bảo khả năng huy động vốn cho nền kinh tế của hệ thống ngân hàng. Một ngưỡng giá trị cụ thể cho từng chỉ tiêu cần được xác định tùy theo từng NHTW, từ đó NHTW có căn cứ để đánh giá tính thanh khoản của hệ thống ngân hàng và so sánh giữa các nhóm ngân hàng

Ngoài ra, hoạt động giám sát của NHTW còn được đánh giá là hoàn thiện khi NHTW tiến hành thanh tra hay giám sát mà không làm gián đoạn hoạt động của NHTM, tạo điều kiện cho hoạt động ngân hàng phát huy vai trò là kênh dẫn vốn của nền kinh tế. Điều này được phản ánh thông qua các chỉ tiêu:

- *Số cuộc thanh tra tại chỗ được thực hiện:* Với việc đảm bảo được các mục tiêu đề ra, hoạt động giám sát của NHTW cần chú trọng vào hoạt động giám sát

từ xa, chỉ thực hiện các cuộc thanh tra trực tiếp khi thật cần thiết. Như vậy, số cuộc thanh tra tại chỗ được thực hiện ít mà các mục tiêu giám sát vẫn được đảm bảo điều này hoạt động giám sát ít làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của các NHTM

- *Thời gian trung bình cho một cuộc thanh tra tại chỗ:* Thời gian trung bình cho một cuộc thanh tra cần ngắn nhưng vẫn đảm bảo được các mục tiêu thanh tra, giám sát. Điều này cũng là một dấu hiệu cho thấy hoạt động giám sát của NHTW không làm ảnh hưởng nhiều đến hoạt động của NHTM.

Các chỉ tiêu phản ánh mức độ hoàn thiện của hoạt động giám sát luôn có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Do vậy, hoạt động giám sát của NHTW đối với NHTM được đánh giá là hoàn thiện khi tất cả các chỉ tiêu phản ánh mức độ hoàn thiện của hoạt động giám sát được xem xét một cách tổng thể.

4. Hoạt động giám sát ngân hàng thương mại của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Kết quả đạt được

Kết quả thứ nhất là, NHNN Việt Nam đã thực hiện theo dõi đối với phần lớn các NHTM

Định kỳ hàng tháng, hàng quý, Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng của NHNN đã tiếp nhận, xử lý thông tin số liệu về tình hình hoạt động của các TCTD từ Cục Công nghệ tin học ngân hàng và từ các NHNN chi nhánh 64 tỉnh, thành phố (nay là 63 tỉnh, thành phố); phối hợp với Cục công nghệ tin học theo dõi, và lập báo cáo về việc chấp hành chế độ thông tin báo cáo, thống kê của các TCTD theo Quyết định số 1747/2005/QĐ-NHNN và Quyết định 477/QĐ-NHNN của Thống đốc. Trên cơ sở đó, NHNN phân tích, tổng hợp số liệu phục vụ cho công tác thanh tra tại chỗ và giám sát đối với hoạt động của các TCTD.

Với sự gia tăng về số lượng và quy mô của các NHTM Việt Nam, Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng, hàng tháng, qua hệ thống mạng vi tính đã tiếp nhận, tổng hợp và xử lý số liệu báo cáo định kỳ của các NHTM (năm 2008 là 5 NHTM Quốc doanh, 38 NHTM cổ phần, 47 chi nhánh Ngân hàng nước ngoài và 6 Ngân hàng liên doanh), tiến hành giám sát, phân tích về tình hình hoạt động của từng NHTM. Kết quả giám sát được gửi tới các Vụ thanh tra tại chỗ để phối hợp trong việc thanh tra và xử lý sau thanh tra đối với các NHTM có sai phạm. Điều này cho thấy, bước đầu NHNN đã thực hiện theo dõi và thu thập thông tin

của các NHTM hoạt động tại Việt Nam và ít nhiều cũng có những đánh giá về hoạt động của từng NHTM theo các nội dung giám sát toàn diện hơn.

Các cuộc thanh tra cũng phát hiện được các sai phạm chủ yếu trong hoạt động của các NHTM như:

- Sai phạm trong hoạt động tín dụng: cụ thể là sai phạm trong việc thẩm định, xét duyệt, giám sát vốn vay lỏng lẻo; không chuyển nợ quá hạn, phân loại nợ không đúng quy định; khách hàng sử dụng sai mục đích; cho vay khách hàng nhưng hồ sơ tín dụng không đầy đủ; sai phạm liên quan đến tài sản đảm bảo như tài sản đảm bảo thiếu tính pháp lý, định giá tài sản không phù hợp, thiếu quy trình định giá thường xuyên, không thực hiện mua bảo hiểm đối với tài sản dùng cầm cố thế chấp thuộc đối tượng phải mua bảo hiểm

- Sai phạm về hạch toán kế toán, phổ biến là quy trình lưu trữ và lưu chuyển chứng từ chưa đảm bảo đúng quy định, hạch toán không đúng tính chất tài khoản, hạch toán không đầy đủ đối với tài sản đảm bảo, đối với các khoản ngoại bảng, chỉ sai chế độ quy định.

- Một số sai phạm điển hình khác như sai phạm về bảo lãnh, vi phạm các quy định về lãi suất, tỷ giá, thu phí, niêm yết tỷ giá,... không đúng quy định của NHNN

Thêm vào đó, Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng cũng có những đánh giá về việc tuân thủ một số quy định liên quan của NHNN :

Đối với việc tuân thủ Quyết định số 493/2005/QĐ-NHNN và Quyết định số 18/2007/QĐ-NHNN quy định về việc phân loại nợ, trích lập và sử dụng dự phòng rủi ro tín dụng trong hoạt động ngân hàng, chỉ một số ít các ngân hàng triển khai áp dụng hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ và thực hiện phân loại nợ. Hầu hết các NHTM phân loại nợ theo phương pháp định lượng nên không phản ánh rủi ro thực tế của danh mục tín dụng.

Đối với việc tuân thủ Quyết định số 457/2005/QĐ-NHNN quy định về tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của NHTM, việc xác định nhóm các khách hàng có liên quan hầu như chưa thể hiện và chưa có công cụ để thực hiện. Hầu hết các NHTM không phản ánh chính xác báo cáo phân tích thang đáo hạn trong 7 ngày làm việc tiếp theo, thường sử dụng số liệu chưa kiểm toán để báo cáo NHNN và không báo cáo lại sau khi đã có số liệu kiểm toán. Một số NHTM sử dụng số liệu ước tính để tính toán tài sản rủi ro thay vì số liệu thống kê thực tế.

Đối với việc tuân thủ Quyết định số 16/2007/QĐ-NHNN về ban hành chế độ báo cáo tài chính đối với TCTD, hầu hết thông tin hiện tại của các NHTM

không hỗ trợ việc lập thuyết minh về rủi ro lãi suất và rủi ro thanh khoản trong việc lập báo cáo tài chính của ngân hàng.

Đối với việc tuân thủ Nghị định 74/2005/NĐ-CP về phòng chống rửa tiền, các NHTM chưa có quy trình, nhân sự cho việc chống rửa tiền, chưa xây dựng quy trình tìm hiểu thông tin và thủ tục nhận biết khách hàng, chưa có chương trình đào tạo nhân viên trong việc phòng chống rửa tiền

Kết quả thứ hai là, việc thực hiện theo dõi đối với các NHTM được đánh giá là dựa trên những nội dung giám sát đã được điều chỉnh theo yêu cầu của sự phát triển của hoạt động ngân hàng và thông lệ quốc tế.

Hoạt động thanh tra trước kia của NHNN chỉ tập trung vào việc kiểm tra các NHTM trong việc thực hiện đúng các quy định của pháp luật về hoạt động ngân hàng như về mức vốn điều lệ, về dự trữ bắt buộc, về đảm bảo mức lãi suất theo giới hạn quy định... Các hoạt động thanh tra này chỉ phù hợp khi hệ thống ngân hàng còn nhỏ, nghiệp vụ ngân hàng còn chưa phát triển, các loại hình ngân hàng còn chưa đa dạng. Cho đến nay, cùng với đà phát triển của hệ thống ngân hàng cả về quy mô, số lượng và loại hình, hoạt động thanh tra giám sát của NHNN không chỉ dừng lại ở hoạt động kiểm tra tính tuân thủ của các ngân hàng, mà đã có được định hướng phát triển rõ ràng là phải xây dựng được hệ thống giám sát ngân hàng mang tính cảnh báo rủi ro cho hoạt động của từng ngân hàng cũng như hệ thống ngân hàng. Chính vì vậy, nội dung giám sát được xây dựng với các Quyết định 398 về hoạt động giám sát từ xa, Quyết định 06 về xếp hạng các NHTM cổ phần, Quyết định 457 về việc đảm bảo các tỷ lệ an toàn trong hoạt động ngân hàng, Quyết định 493 về phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro, ... đã phần nào đáp ứng được yêu cầu về bảo đảm an toàn cho hệ thống ngân hàng.

Các nội dung giám sát đã không chỉ tập trung vào các yếu tố định lượng mang tính truyền thống như vốn tự có, giới hạn tín dụng, chất lượng tín dụng mà đã được mở rộng cho các yếu tố định tính như theo dõi diễn biến cơ cấu nguồn vốn, tài sản, xem xét các mối quan hệ giữa vốn và sử dụng vốn; đảm bảo khả năng chi trả hay đánh giá tính thanh khoản của ngân hàng. (QĐ 398)

Các tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động ngân hàng (QĐ 457) cũng đã được tính toán dựa trên các cơ sở khoa học do các tổ chức tài chính quốc tế đưa ra, đảm bảo tính thống nhất trong quản lý vĩ mô, phân loại ngân hàng, đánh giá so sánh nhóm ngân hàng cùng loại và toàn hệ thống ngân hàng.

Các quy định xếp loại NHTM cổ phần được ban hành kèm theo QĐ 06/2008_NHNN là một quyết định mới được xây dựng dựa trên các tiêu chí

đánh giá CAMEL nhằm đưa ra các thang điểm cho các chỉ tiêu xếp loại cụ thể. Trên cơ sở đó, các NHTM cổ phần được xếp loại theo các hạng A, B, C, D với ý nghĩa từ tốt đến xấu

Kết quả thứ ba là, tổ chức giám sát được thực hiện trên cả 2 nội dung là giám sát từ xa và thanh tra tại chỗ

Trước đây, hoạt động thanh tra chủ yếu tập trung vào thanh tra tại chỗ nhằm kiểm tra tính tuân thủ của các NHTM. Hiện nay, với việc hình thành Bộ phận Giám sát và phân tích, hoạt động giám sát NHTM của NHNN đã được triển khai một cách toàn diện hơn. Hoạt động thanh tra giám sát không còn chỉ tập trung vào việc tiến hành thanh tra tại chỗ mà đã được nâng tầm với các hoạt động giám sát từ xa do Bộ phận giám sát và phân tích thực hiện. Với mục đích theo dõi thường xuyên tình trạng của từng NHTM cũng như tình trạng của hệ thống NHTM, Bộ phận giám sát từ xa đã thực hiện phân tích xu hướng của các NHTM qua các năm, so sánh theo các nhóm tương đương, từ đó có những nhận biết sớm về các rủi ro và các vấn đề tài chính để có các phương hướng và biện pháp kịp thời. Hoạt động giám sát từ xa của Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng đã đóng góp một vai trò quan trọng trong việc củng cố chất lượng cho hoạt động thanh tra tại chỗ. Từ các kết quả giám sát của bộ phận giám sát từ xa, các kế hoạch thanh tra tại chỗ định kỳ hoặc đột xuất được xây dựng nhằm thẩm tra và kiểm chứng thực tế hoạt động của từng ngân hàng cụ thể, cũng như phát hiện những sai sót hay những nguy cơ trong hoạt động kinh doanh của các ngân hàng. Sự phối hợp hoạt động giữa giám sát từ xa và thanh tra tại chỗ bước đầu là dấu hiệu phát triển trong hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam theo các nguyên tắc giám sát của quốc tế của Basel.

Nhìn chung, thời gian qua, hoạt động thanh tra giám sát ngân hàng của NHNN đã đóng một vai trò quan trọng trong việc bảo đảm tuân thủ pháp luật trong lĩnh vực tiền tệ và hoạt động ngân hàng.

Thông qua hoạt động thanh tra, giám sát, xử lý khiếu nại, tố cáo, Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng đã phát hiện nhiều vụ việc tiêu cực, vi phạm pháp luật, yếu kém về tài chính, tổ chức, quản trị và hoạt động kinh doanh tại các NHTM. Trên cơ sở đó, các yêu cầu đối với các NHTM về việc khắc phục, chấn chỉnh hay xử lý được tiến hành nhằm nâng cao sự an toàn trong hoạt động của NHTM. Ví dụ như năm 2007, 2008, NHNN đã tiến hành giám sát việc chấn chỉnh những sai phạm được phát hiện qua các cuộc thanh tra liên quan đến các hoạt động quản trị, điều hành tín dụng tại một số NHTM cụ thể; tiếp tục theo

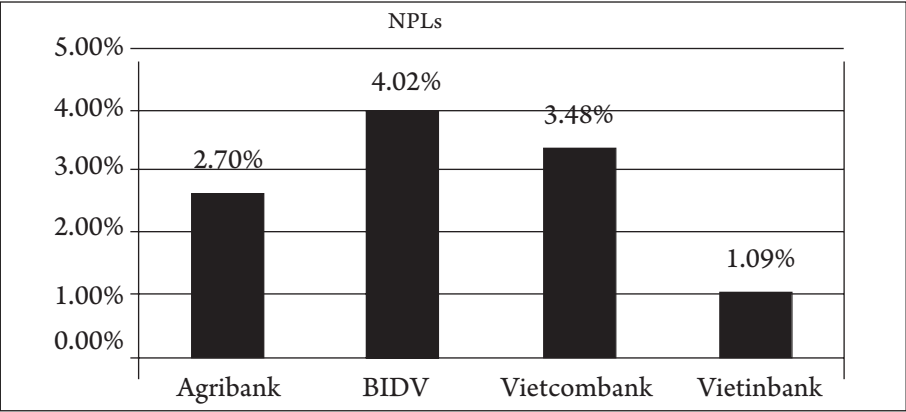
đôi giám sát chặt chẽ các hoạt động có nhiều rủi ro như cho vay đầu tư kinh doanh chứng khoán, cho vay đầu tư kinh doanh bất động sản và cho vay tiêu dùng của các TCTD, đồng thời phối hợp với các cơ quan bảo vệ pháp luật xử lý các vụ việc nổi cộm liên quan đến nhiều NHTM. Đặc biệt trong năm 2007, khi thị trường chứng khoán có tốc độ tăng trưởng quá nhanh, Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng đã thực hiện việc giám sát các ngân hàng thực hiện việc giảm dư nợ cho vay đầu tư chứng khoán xuống dưới 3% vào thời điểm 31/12/2007, theo dõi chặt chẽ những TCTD có dư nợ kinh doanh chứng khoán trên 10% so với tổng dư nợ và những TCTD có biểu hiện không giảm dư nợ cho vay kinh doanh chứng khoán để đề xuất biện pháp chấn chỉnh.

Như vậy, những tiến bộ bước đầu trong hoạt động thanh tra giám sát của NHNN Việt Nam đã góp phần bảo đảm an toàn cho hệ thống các TCTD nói chung và hệ thống các NHTM nói riêng. Kết quả này được thể hiện trong khoảng thời gian 10 năm trở lại đây, hệ thống NHTM Việt Nam không ghi nhận một trường hợp phá sản, đổ vỡ hay giải thể của một ngân hàng thương mại nào. Ngoài ra, một số chỉ tiêu phản ánh chất lượng hoạt động ngân hàng của các NHTM Việt Nam được đánh giá là khá tốt trong thời gian gần đây, cụ thể:

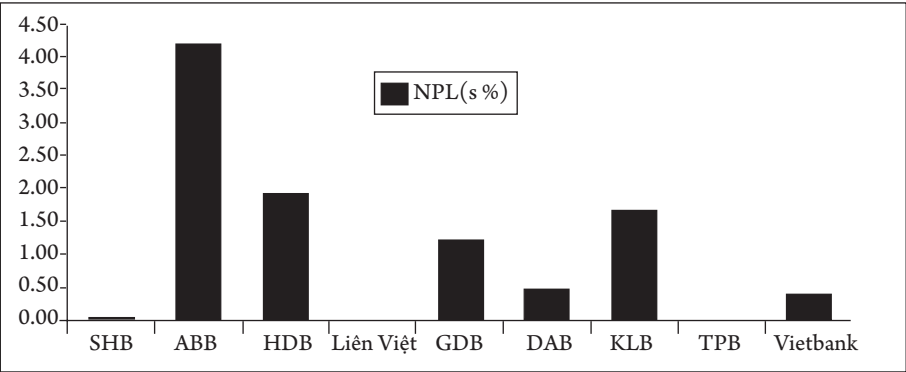
Hệ số an toàn vốn được đánh giá là một trong các chỉ tiêu được thực hiện tương đối tốt trong hệ thống NHTM Việt Nam. Năm 2008, hầu hết các NHTM đều đạt mức vốn tối thiểu trên 8% theo quy định, trong đó: khối NHTM Nhà nước có 4/5 ngân hàng có hệ số vốn trên 8% (NH Công thương 11,74%, NH Đầu tư phát triển 12,68%, NH Ngoại thương 10,01%, NH phát triển Nhà Đồng bằng Sông Cửu Long 9,44%, riêng NH Nông nghiệp và Phát triển nông thôn mới chỉ đạt 7,4%); Khối NHTM cổ phần, NH Liên doanh đều có hệ số vốn trên 8% (ACB: 12.44%; Sacombank: 12.16%; Techcombank: 14%).

Chỉ tiêu phản ánh chất lượng tài sản thông qua tỷ lệ nợ xấu cũng không có dấu hiệu đáng báo động. Với quy định tỷ lệ nợ xấu không vượt quá 3% thì phần lớn các NHTM đều có tỷ lệ này tương đối thấp. Trong năm 2008, tỷ lệ nợ xấu của nhóm NHTM NN chỉ có BIDV là ở mức trên 4%. Đối với các NHTM CP thì tỷ lệ nợ xấu trung bình còn được duy trì ở mức thấp hơn so với quy định 3%

Hình 5.1: Chỉ tiêu nợ xấu của NHTM NN



Hình 5.2: Chỉ tiêu nợ xấu của NHTM CP Nhóm 3



Bảng 5.1: Chỉ tiêu nợ xấu của các NHTMCP Nhóm 1

	ACB	Sacombank	Techcombank	Exim
Tăng trưởng dư nợ (%)	9.24	-1.04	27.03	14.75
NPL (%)	0.90	0.62	2.56	4.71
Chi phí dự phòng/LN trước dự phòng (%)	3.32	6.26	27.86	24.98
Dự phòng/Nợ xấu (%)	72.93	115.99	53.77	37.73

Nguồn ACB

NHTMCP Nhóm 1: Tổng tài sản > 45000 tỷ đồng

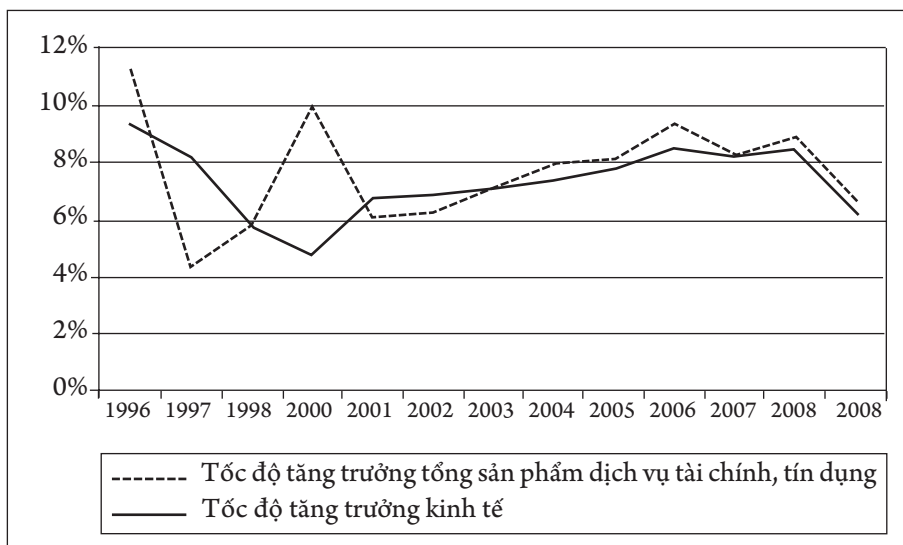
NHTMCP Nhóm 2: 15000 tỷ đồng < Tổng tài sản< 45 000 tỷ đồng

NHTM CP Nhóm 3: Tổng tài sản <= 15000 tỷ đồng

Chỉ tiêu phản ánh thanh khoản của các NHTM NN và các NHTMCP Nhóm 1 được đánh giá là tốt. Các NHTMCP Nhóm 2 được đánh giá là có khả năng thanh khoản kém, đặc biệt là trong năm 2008. Tuy nhiên, cùng với các nỗ lực tăng cường nguồn huy động khách hàng, các NHTMCP Nhóm 2 cũng tích cực tham gia huy động trên thị trường liên ngân hàng. Do vậy, mặc dù năm 2008 được đánh giá là một năm khó khăn về thanh khoản cho các NHTMCP nhóm này, nhưng nhìn chung các NHTMCP nhóm này vẫn kiểm soát được thanh khoản và không làm mất uy tín đối với khách hàng gửi tiền trong năm đó.

Ngoài ra, khi sự phát triển của các thị trường tài chính của Việt Nam còn hạn chế, hệ thống NHTM Việt Nam từ trước đến giờ vẫn được coi là kênh dẫn vốn chính của nền kinh tế. Điều này được khẳng định bằng số liệu tốc độ tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng biến động cùng chiều với tốc độ tăng trưởng kinh tế trong khoảng thời gian từ năm 2000 đến nay.

Hình 5.3: Mối quan hệ giữa tốc độ tăng trưởng kinh tế và tốc độ tăng trưởng dịch vụ tài chính, tín dụng các năm



Nguồn: NHNN

Theo Hình 3 ta thấy tốc độ tăng trưởng kinh tế chung và tốc độ tăng trưởng dịch vụ tài chính, tín dụng có mối quan hệ rất chặt chẽ, đặc biệt là từ năm 2000 đến nay. Điều này chứng tỏ, các NHTM Việt Nam được coi là những tổ chức trung gian tài chính cung cấp các dịch vụ tài chính và tín dụng lớn nhất ở Việt

Nam. Như vậy, hệ thống NHTM Việt Nam trong bối cảnh của nền kinh tế đang phát triển được coi là kênh dẫn vốn chính của nền kinh tế.

Những hạn chế của hoạt động giám sát ngân hàng ở Việt Nam

Mặc dù đã đạt được một số kết quả nhất định, nhưng hoạt động giám sát của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với Ngân hàng thương mại được đánh giá là chưa hoàn thiện, biểu hiện cụ thể là:

Các NHTM Việt Nam đã được thực hiện theo dõi nhưng chưa được giám sát một cách chặt chẽ và toàn diện theo các chuẩn mực về nội dung giám sát

Một trong các kết quả của hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam đối với NHTM là đã thực hiện theo dõi đối với phần lớn các NHTM. Tuy nhiên, hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam mới chỉ dừng lại ở việc theo dõi thông qua việc thu thập thông tin từ các báo cáo định kỳ của các NHTM, việc xử lý và phân tích thông tin vẫn chỉ mang tính đơn giản, chưa thực sự đảm bảo theo đúng ý nghĩa của việc giám sát các NHTM một cách thường xuyên liên tục và theo các nội dung giám sát toàn diện, đầy đủ.

Có thể thấy, nội dung giám sát của NHNN Việt Nam thông qua các quyết định được ban hành nhằm thanh tra giám sát hoạt động ngân hàng vẫn chưa đầy đủ. Mặc dù, hoạt động giám sát của NHNN VN được các tổ chức quốc tế đánh giá là thực hiện tốt và có quy định rõ ràng cách tính tỷ lệ đảm bảo an toàn vốn (CAR), nhưng phần lớn các yêu cầu còn lại liên quan đến việc giám sát khả năng quản trị các loại rủi ro của NHTM thì NHNN VN vẫn chưa xây dựng được những văn bản pháp lý phản ánh được những yêu cầu này.

Theo quyết định 457 về hoạt động giám sát từ xa của NHNN thì các nội dung đưa ra trong quyết định mới chỉ giám sát mang tính định lượng mà chưa có những nhận định mang tính định tính về mức độ rủi ro và khả năng quản trị rủi ro của NHTM. Ví dụ như các tiêu chí để đánh giá rủi ro tín dụng của một NHTM mới chỉ được thể hiện trong nội dung giám sát chất lượng tài sản bằng việc thống kê các khoản nợ quá hạn, hoặc trong việc giám sát giới hạn tín dụng của NHTM. Tuy nhiên, điều này là chưa đủ để đánh giá mức độ rủi ro tín dụng của NHTM vì cần phải có thêm những đánh giá định tính khác như đánh giá các tiêu chuẩn cấp tín dụng và đánh giá quy trình xem xét cấp tín dụng của ngân hàng, đánh giá mức độ công bằng trong cấp tín dụng...

Các quyết định 457 và 493 được xây dựng dựa trên cơ sở áp dụng chuẩn mực và thông lệ quốc tế vào thực tiễn hoạt động ngân hàng tại Việt Nam. Tuy nhiên,

cùng với sự phát triển ngày càng nhanh, mạnh và hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng của hệ thống ngân hàng, các quy định này đã bộc lộ nhiều điểm hạn chế và kém hiệu quả trong việc đảm bảo an toàn hoạt động và quản lý rủi ro tín dụng của các NHTM Việt Nam.

Số liệu về NHTM đổ vỡ, giải thể hay phá sản chưa phản ánh về tính bền vững cho sự an toàn của hệ thống ngân hàng

Mặc dù, trong thời gian qua, hệ thống NHTM Việt Nam không ghi nhận một trường hợp đổ vỡ, giải thể hay phá sản của một NHTM nào nhưng điều đó chưa khẳng định cho sự an toàn của hệ thống ngân hàng. Hay nói một cách khác, sự an toàn và không có đổ vỡ, giải thể, phá sản của NHTM Việt Nam trong thời gian qua chưa phản ánh là do kết quả hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam. Điều này được giải thích là do sự phát triển bước đầu của hệ thống ngân hàng Việt Nam chưa tạo ra quá nhiều rủi ro, các hoạt động của NHTM Việt Nam mới chỉ tập trung vào hoạt động truyền thống là nhận gửi và cho vay, thêm vào đó, hoạt động tín dụng của các NHTM Việt Nam vẫn đòi hỏi độ an toàn rất cao thông qua yêu cầu về tài sản thế chấp rất chặt chẽ. Điều này cho thấy, hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam còn nhiều hạn chế trong giai đoạn vừa qua nhưng hoạt động ngân hàng vẫn không gặp rủi ro nhiều. Tuy nhiên, trong thời gian tới, khi hoạt động của hệ thống ngân hàng phát triển cùng với sự hội nhập của hệ thống ngân hàng quốc tế thì hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam hiện tại có thể sẽ không còn đảm bảo được tính an toàn của hệ thống.

Hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam chưa chú trọng vào hoạt động cảnh báo sớm cho các NHTM

Cảnh báo rủi ro là hoạt động đòi hỏi NHNN Việt Nam đưa ra được danh sách và số lượng các NHTM được cảnh báo là nằm ngoài xu hướng biến động chung của hệ thống hoặc có những biểu hiện bất thường cần được điều tra, xem xét và làm rõ. Tuy nhiên, hiện nay hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam đối với NHTM vẫn chỉ mang tính theo dõi, giám sát một cách riêng lẻ đối với từng NHTM. Việc tổng hợp để thấy được các xu hướng chung của cả hệ thống ngân hàng trong từng lĩnh vực hoạt động ngân hàng vẫn còn là hạn chế của hoạt động giám sát. Chính vì vậy, việc đánh giá xu hướng chung và phát hiện ra các trường hợp nằm ngoài xu hướng trong hoạt động của hệ thống đang là những việc mà hoạt động giám sát của NHNN cần hoàn thiện.

Hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam phần nào làm gián đoạn hoạt động của các NHTM

Sự hoàn thiện trong hoạt động giám sát của NHTW đối với NHTM còn phải được thể hiện ở số cuộc thanh tra tại chỗ do NHTW thực hiện không quá nhiều, thời gian trung bình cho một cuộc thanh tra tại NHTM không quá dài, đảm bảo hoạt động thanh tra, giám sát không làm ảnh hưởng đến hoạt động của NHTM. Tuy nhiên, đối với NHNN Việt Nam, hoạt động giám sát từ xa mới được xây dựng, do vậy hoạt động này chưa phát huy được tính hiệu quả cần thiết. Điều đó cũng có nghĩa là để giám sát được các NHTM, NHNN Việt Nam phải thực hiện nhiều hơn các cuộc thanh tra tại chỗ thay vì giám sát từ xa.

Bảng 5.2. Số lượng các cuộc thanh tra của NHNN Việt Nam

Năm	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Số lượng các cuộc thanh tra	609	974	1049	1027	684	909	1179

Nguồn: NHNN

Số liệu thống kê về các cuộc thanh tra mà NHNN thực hiện qua các năm gần đây càng ngày càng tăng. Điều này một phần là do sự gia tăng về số lượng của các NHTM, nhưng sự gia tăng này là không tương xứng khi từ năm 2007 sang năm 2008, số lượng NHTM tăng thêm là 16 ngân hàng (từ 80 NHTM năm 2007 tăng lên 96 NHTM năm 2008) nhưng số lượng các cuộc thanh tra tại chỗ được thực hiện tăng thêm 160 cuộc qua 2 năm này (từ 909 cuộc lên 1179 cuộc). Điều này chứng tỏ hoạt động giám sát nói chung và giám sát từ xa nói riêng của NHNN Việt Nam còn hạn chế. Hoạt động giám sát vẫn chưa được đảm bảo theo đúng nghĩa mà vẫn chú trọng nhiều vào hoạt động thanh tra tại chỗ.

Thêm vào đó, tần suất tiến hành các cuộc thanh tra và thời gian trung bình cho một cuộc thanh tra của NHNN đối với NHTM còn được cho là quá nhiều và quá dài. Chẳng hạn như, tính riêng Thanh tra Ngân hàng ở cấp trung ương, Thanh tra Ngân hàng đã tiến hành 53 cuộc thanh tra đối với 5 NHTM NN. Như vậy, trong năm 2008, tính trung bình chưa đến 1 tuần đã có một cuộc thanh tra thực hiện đối với 1 trong 5 ngân hàng. Điều này được cho là quá nhiều và phần nào làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của các NHTM

Hạn chế trong hoạt động giám sát của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với ngân hàng thương mại có thể được lý giải bởi việc chưa tuân thủ 25 nguyên tắc giám sát của Basel.

Các nguyên tắc giám sát của Basel hiện nay vẫn đang được coi là tiêu chuẩn đánh giá hiệu quả hoạt động giám sát ngân hàng của các quốc gia. Theo sự đánh

giá của tổ chức CIDA trong khuôn khổ dự án hợp tác về cải cách ngân hàng Việt nam thì hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam mới chỉ đáp ứng được 6 trong tổng số 25 nguyên tắc giám sát của Basel. Các nguyên tắc giám sát mà NHNN VN đã đáp ứng là những nguyên tắc liên quan đến hoạt động giám sát đối với việc chuyển đổi quyền sở hữu của NHTM (nguyên tắc 4), các cuộc sáp nhập lớn của các NHTM (nguyên tắc 5), tỷ lệ đảm bảo an toàn vốn tối thiểu (nguyên tắc 6), giới hạn tín dụng đối với khách hàng lớn (nguyên tắc 10), rủi ro thanh khoản (nguyên tắc 14) và kiểm toán, kiểm soát nội bộ của NHTM (nguyên tắc 17).

Bên cạnh đó, NHNN VN đang có những xúc tiến nhằm đạt được yêu cầu của 13 nguyên tắc nữa. Trong số đó có 10 nguyên tắc là những nguyên tắc liên quan đến việc xây dựng hệ thống giám sát dựa trên rủi ro của Ngân hàng trung ương. Theo dự kiến, từ nay đến 2015, NHNN Việt Nam sẽ tiến hành các bước nhằm triển khai thực hiện hoạt động giám sát dựa trên rủi ro liên quan đến:

- Quy trình quản trị rủi ro tín dụng (nguyên tắc 7)
- Rủi ro tín dụng (nguyên tắc 8)
- Các tài sản vấn đề, dự trữ, dự phòng (nguyên tắc 9)
- Rủi ro chuyển đổi và rủi ro chính trị (nguyên tắc 12)
- Rủi ro thị trường (nguyên tắc 13)
- Rủi ro hoạt động (nguyên tắc 15)
- Rủi ro lãi suất (nguyên tắc 16)
- Thực hiện yêu cầu và kết luận thanh tra giám sát (nguyên tắc 23)
- Giám sát tổng thể (nguyên tắc 24)
- Phối hợp giám sát trong và ngoài nước (nguyên tắc 25)

Bên cạnh các nội dung giám sát dựa trên rủi ro, NHNN VN cũng đặt mục tiêu xây dựng phương pháp giám sát và kỹ thuật giám sát theo những thông lệ quốc tế do Basel đưa ra (nguyên tắc 19 và 20). Một nguyên tắc cuối cùng mà NHNN VN cũng đang tiến hành đó là nguyên tắc liên quan đến hoạt động chống rửa tiền thông qua các dịch vụ tài chính ngân hàng, nội dung này có thể coi như nguy cơ rủi ro đối với các dịch vụ tài chính của NHTM (nguyên tắc 18). Tuy nhiên, vấn đề này đòi hỏi sự tham gia phối hợp của các doanh nghiệp, các cơ quan quản lý và các NHTM, cũng như sự thống nhất trong triển khai thực hiện.

Cuối cùng là 6 nguyên tắc giám sát của Basel mà NHNN VN vẫn chưa đáp ứng được, và cần tiếp tục được làm rõ trong hoạt động giám sát. Đầu tiên là

nguyên tắc liên quan đến thông tin báo cáo giám sát (nguyên tắc 21). Điều này có thể phải phụ thuộc vào kết quả của dự án xây dựng hệ thống thông tin quản lý tài chính (FSMIS) đang được tiến hành. 5 nguyên tắc tiếp theo dường như là khó đạt được đối với NHNN VN hiện tại bởi vì nó đòi hỏi:

- NHNN VN phải có thêm quyền lực trong việc cổ phần hóa các NHTM Nhà nước và trong hoạt động cấp phép hoặc rút giấy phép hoạt động của các tổ chức tín dụng (nguyên tắc 1, 2, 3)
- Cần có một cơ quan giám sát tập trung ở cấp trung ương với quyền điều hành và xây dựng cơ chế phối hợp giữa các cơ quan giám sát chuyên ngành (nguyên tắc 11)
- Dự thảo hoặc Luật chỉnh sửa liên quan đến các vấn đề công bố thông tin, bảo mật thông tin và thống nhất chế độ kế toán (nguyên tắc 22)

Bảng 5.3. Đối chiếu việc thực hiện các nguyên tắc giám sát của Basel trong hoạt động giám sát của NHNN VN

Nguyên tắc số	Các nguyên tắc cơ bản của Basel về giám sát ngân hàng hiệu quả (xem phụ lục về nội dung nguyên tắc Basel chi tiết)	Đã đáp ứng	Đang xúc tiến	Chưa đáp ứng
1.	Chức năng, nhiệm vụ, sự độc lập, sự minh bạch và hợp tác			X
2.	Phạm vi hoạt động ngân hàng			X
3.	Các tiêu chí cấp phép			X
4.	Chuyển đổi quyền sở hữu lớn	X		
5.	Các sáp nhập cơ bản	X		
6.	An toàn vốn	X		
7.	Quy trình quản trị rủi ro		X	
8.	Rủi ro tín dụng		X	
9.	Các tài sản vấn đề, dự trữ và dự phòng		X	

Chương 5: Giám sát ngân hàng thực trạng ở Việt Nam và kinh nghiệm Quốc tế

10.	Giới hạn tín dụng với khách hàng lớn	X		
11.	Nguy cơ rủi ro đối với các bên liên quan			X
12.	Rủi ro chuyển đổi và rủi ro chính trị		X	
13.	Rủi ro thị trường		X	
14.	Rủi ro thanh khoản	X		
15.	Rủi ro hoạt động		X	
16.	Rủi ro lãi suất trong ghi sổ của ngân hàng		X	
17.	Kiểm toán và kiểm soát nội bộ	X		
18.	Phòng tránh rủi ro trong dịch vụ tài chính		X	
19.	Phương pháp giám sát		X	
20.	Kỹ thuật giám sát		X	
21.	Thông tin báo cáo giám sát			X
22.	Chế độ kế toán và công bố thông tin			X
23.	Thực hiện yêu cầu và kết luận thanh tra giám sát		X	
24.	Giám sát tổng thể		X	
25.	Phối hợp giám sát trong và ngoài nước		X	
	Tổng	6	13	6

Ghi chú:

1. Đã đáp ứng: Quy trình hiện tại của NHNN VN hoặc trong quy định đã đáp ứng được những yêu cầu căn bản của nguyên tắc Basel
2. Đang xúc tiến: NHNN VN đang trong quá trình thực hiện hoặc lên các dự thảo thực hiện có liên quan đến nguyên tắc Basel
3. Chưa đáp ứng: NHNN VN chưa có xúc tiến gì nhằm đạt được các yêu cầu của Basel

Nguồn: Dự án cải cách ngân hàng, NHNN

Việc NHNN Việt Nam chỉ đang xúc tiến, chưa đạt được hoặc chưa đáp ứng được 19 nguyên tắc cơ bản trong nguyên tắc giám sát của Basel là nguyên nhân căn bản giải thích cho vấn đề chưa hoàn thiện trong giám sát của NHNN Việt Nam. Cụ thể hơn, các vấn đề chưa giải quyết được của Ngân hàng Nhà nước bao gồm:

Cơ cấu tổ chức của Cơ quan Thanh tra, giám sát chưa hoàn thiện:

Trước đây, hoạt động giám sát của NHNN được giao chủ yếu cho bộ phận Thanh tra Ngân hàng. Trong đó, hoạt động của Thanh tra Ngân hàng chủ yếu là thực hiện thanh tra tại chỗ, hoạt động giám sát mới được thiết lập gần đây với sự thành lập của Phòng giám sát và phân tích. Điều này được khẳng định khi Dự án cải cách Ngân hàng đã đánh giá hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam chưa đạt được 3 nguyên tắc cơ bản đầu tiên của Basel về cơ cấu tổ chức của Cơ quan giám sát với các yêu cầu về chức năng, nhiệm vụ, hoạt động cấp phép và phạm vi hoạt động ngân hàng và giám sát ngân hàng.

Trên thực tế, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã tổ chức thực hiện giám sát theo 2 cấp gồm: Thanh tra NHNN; và Thanh tra Chi nhánh NHNN tỉnh, thành phố. Tại Thanh tra NHNN, thành lập phòng Giám sát phân tích chuyên thực hiện công tác giám sát từ xa. Tại các Chi nhánh NHNN tỉnh, thành phố công tác giám sát từ xa chủ yếu là kiêm nhiệm. Tổ chức công tác giám sát theo 2 cấp, thực hiện giám sát đối với cả các Chi nhánh của TCTD là không phù hợp do các chi nhánh của TCTD không phải là đơn vị hạch toán độc lập, các chỉ số tuân theo luật NH không áp dụng đối với chi nhánh, kết quả hoạt động ở các chi nhánh chịu sự điều hành của Ngân hàng mẹ.

Với sự thành lập của Cơ quan Thanh tra giám sát, về cơ bản thì bước đầu NHNN Việt Nam đã có những xúc tiến nhằm xây dựng một cơ quan Thanh tra, giám sát theo các chuẩn mực Basel đã đưa ra. Nhưng tính cho đến thời điểm hiện nay (tháng 9/2009), các quy định chi tiết liên quan đến từng bộ phận trong Cơ quan Thanh tra, giám sát này vẫn chưa được ban hành. Điều này cũng phần nào ảnh hưởng đến hoạt động giám sát của NHNN trong thời gian qua khi các hoạt

động giám sát vẫn cơ bản được duy trì theo cách thức cũ mà chưa thực sự có những thay đổi trong hoạt động giám sát theo mô hình của Cơ quan thanh tra, giám sát mới

Phương pháp giám sát chưa rõ ràng, phù hợp

NHNN VN đang muốn thay đổi phương pháp giám sát hoạt động ngân hàng nhằm theo kịp với những thay đổi và phát triển của hệ thống ngân hàng. Trong quá khứ, khi số lượng ngân hàng còn ít, loại hình ngân hàng chủ yếu là NHTM Nhà nước và chỉ tập trung vào các hoạt động truyền thống thì phương pháp giám sát mà NHNN thực hiện chủ yếu là thanh tra và kiểm tra tính tuân thủ của các NHTM đối với các quy định pháp lý về hoạt động ngân hàng thông qua các đoàn thanh tra trực tiếp đến ngân hàng. Tuy nhiên, phương pháp này hiện nay tỏ ra không còn hiệu quả đối với một hệ thống ngân hàng đã gia tăng cả về số lượng, quy mô và loại hình. Việc xác định một phương pháp giám sát phù hợp đang được đặt ra đối với NHNN VN, tuy nhiên NHNN VN vẫn chưa có quyết định chính thức về phương pháp giám sát của NHNN trong thời gian tới. Chính vì vậy, hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam được đánh giá là vẫn đang xúc tiến đối với Nguyên tắc số 19 trong các nguyên tắc giám sát ngân hàng hiệu quả của Basel về Phương pháp giám sát. Điều này cũng gây ra hạn chế đối với việc xác định nội dung giám sát vì nội dung giám sát cần được xây dựng phù hợp với phương pháp giám sát của NHNN.

Nội dung giám sát chưa đầy đủ và thiếu toàn diện

Mặc dù, hoạt động thanh tra giám sát ngân hàng bước đầu đã có những chuyển biến tích cực về nội dung giám sát, theo đó nội dung giám sát đã được mở rộng theo hướng tiếp cận dần với phương pháp giám sát dựa trên rủi ro. Tuy nhiên, với yêu cầu trong giám sát hoạt động của Ngân hàng thương mại ngày nay, hoạt động giám sát không chỉ dừng lại ở giám sát và đánh giá các loại rủi ro mà ngân hàng đang đối mặt, mà phải giám sát và đánh giá được khả năng quản trị rủi ro của ngân hàng. Hoạt động của Thanh tra NHNN hiện tại với nội dung giám sát trong hoạt động giám sát từ xa và hoạt động thanh tra tại chỗ được nêu ra trong các quyết định đã phân tích ở trên (QĐ 398, QĐ 493, QĐ 457,...) thì nội dung giám sát trong các quyết định này vẫn chưa đề cập đến hoạt động quản trị rủi ro trong nội bộ các ngân hàng cũng như việc đánh giá chiến lược quản trị rủi ro của các ngân hàng. Đây cũng là điểm mà NHNN Việt Nam được đánh giá là chưa đạt được theo yêu cầu của 10 nguyên tắc giám sát cơ bản liên quan đến các nội dung giám sát dựa trên cơ sở rủi ro mà Basel đưa ra.

Ngoài ra, nội dung giám sát của NHNN Việt Nam hiện nay cũng chưa toàn diện do các nội dung giám sát chưa được tổng hợp và đánh giá tổng thể đối với toàn hệ thống ngân hàng. Điều này giải thích cho việc NHNN Việt Nam mới chỉ thực hiện theo dõi các NHTM mà chưa thực sự giám sát theo đúng nghĩa đối với các NHTM này.

Chế độ thông tin báo cáo còn thiếu và chưa đầy đủ

Thông tin từ trước đến nay mà bộ phận giám sát từ xa sử dụng để cập nhật và phân tích được khai thác trên cơ sở nguồn thông tin của Cục Công nghệ tin học ngân hàng. Thanh tra Ngân hàng Nhà nước trung ương chỉ nhận các báo cáo tài chính trực tiếp từ các Hội sở chính Ngân hàng thương mại Nhà nước, Ngân hàng chính sách, Ngân hàng Đồng bằng sông Cửu Long, và Quỹ Tín dụng Nhân dân trung ương. Còn lại, tất cả các Ngân hàng thương mại cổ phần và các chi nhánh Ngân hàng nước ngoài, các Quỹ tín dụng Nhân dân cơ sở, Ngân hàng Liên doanh, các công ty tài chính, các công ty cho thuê tài chính, chi nhánh các Ngân hàng thương mại nhà nước đều thực hiện báo cáo thông qua Chi nhánh NHNN tỉnh, thành phố. Từ đó, Chi nhánh NHNN tỉnh, thành phố mới chuyển thông tin lên cho Cục Công nghệ tin học ngân hàng. Điều này phần nào đã làm giảm tính kịp thời và chính xác của thông tin khi bộ phận giám sát từ xa của Thanh tra ngân hàng sử dụng và khai thác thông tin từ Cục Công nghệ tin học. Bên cạnh đó, các chi nhánh và các Ngân hàng thương mại cổ phần cũng như nước ngoài, các chi nhánh Ngân hàng thương mại Nhà nước, ... hoạt động trên các địa bàn vẫn luôn phải thực hiện báo cáo thông tin cho Hội sở chính Ngân hàng của mình. Điều này có nghĩa là các ngân hàng này luôn phải duy trì 2 luồng thông tin là báo cáo cho Chi nhánh NHNN tỉnh, thành phố trên địa bàn và báo cáo cho Hội sở chính của hệ thống ngân hàng của mình. Việc phải duy trì 2 hệ thống thông tin báo cáo như vậy có thể dẫn đến sự lãng phí và trùng lặp.

Quy trình giám sát chưa chặt chẽ và thiếu trọng tâm

NHNN chưa ban hành một quy trình giám sát rõ ràng. Hiện nay hoạt động giám sát chỉ quy định là sự phối hợp giữa công tác giám sát từ xa và thanh tra tại chỗ, và phân cấp thanh tra giữa NHNN cấp trung ương và Chi nhánh NHNN tỉnh, thành phố, trong đó chỉ chú trọng đến hoạt động thanh tra tại chỗ, chưa thực sự thấy trọng tâm của hoạt động thanh tra phải là giám sát từ xa. Đây chính là điều làm cho hoạt động thanh tra giám sát của NHNN Việt Nam đối với NHTM chưa mang tính chuyên nghiệp và chưa tạo ra được sự phối hợp nhịp nhàng giữa các bộ phận.

Trình độ cán bộ giám sát chưa đáp ứng yêu cầu:

Các cán bộ thanh tra giám sát của Vụ Thanh tra NHNN chủ yếu được đào tạo các nghiệp vụ thanh tra tại chỗ, do giai đoạn trước, yêu cầu của thanh tra là thanh tra tính tuân thủ của các NHTM. Do vậy, các kiến thức chuyên môn về hoạt động giám sát từ xa liên quan đến tổng hợp, phân tích dữ liệu tổng thể, dự đoán và cảnh báo tình hình chưa được phổ biến và đào tạo có tính chuyên nghiệp đối với các cán bộ thanh tra. Ngoài ra, công tác thanh tra vẫn chưa đảm bảo được công việc đào tạo đội ngũ kế cận và đào tạo các cán bộ thanh tra trẻ.

Bên cạnh các nguyên nhân xuất phát từ phía Ngân hàng Nhà nước, còn có các nguyên nhân khách quan khác như: Các quy định pháp lý chưa hoàn thiện; Chưa có sự phối hợp giữa các cơ quan thanh tra, giám sát khác; Nhận thức của ngân hàng thương mại về lợi ích của hoạt động giám sát còn hạn chế

Có thể thấy, trong Luật Ngân hàng được Quốc hội thông qua (1997), vị thế của Thanh tra Ngân hàng được xác định là tổ chức Thanh tra chuyên ngành về Ngân hàng vừa làm chức năng Thanh tra Bộ (xét giải quyết khiếu nại, tố cáo) vừa làm chức năng thanh tra giám sát hoạt động đối với các tổ chức tín dụng với mục đích là đảm bảo an toàn hệ thống các tổ chức tín dụng, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người gửi tiền, phục vụ chính sách tiền tệ quốc gia. Tuy nhiên, Luật pháp về ngân hàng chưa quy định và phân biệt rõ khái niệm về hoạt động giám sát và hoạt động thanh tra. Trên thực tế, hoạt động của bộ phận thanh tra giám sát của Ngân hàng Nhà nước mới chỉ chú trọng đến các hoạt động thanh tra kiểm tra thực tế, mà chưa chú trọng đến vai trò của Ngân hàng Nhà nước là phải tiến hành giám sát các hoạt động của ngân hàng thương mại một cách thường xuyên liên tục. Điều này cũng một phần do quy định của pháp luật chỉ quy định về hoạt động thanh tra của Ngân hàng Nhà nước, mà chưa đưa ra khái niệm chuẩn xác về hoạt động giám sát mà Ngân hàng Nhà nước cần thực hiện. Khái niệm “giám sát” là một khái niệm rộng hơn, bao trùm hoạt động thanh tra có tính chất hỗ trợ cho hoạt động giám sát của Ngân hàng Nhà nước.

Mặc dù trong thời gian gần đây, cùng với sự thành lập của Cơ quan Thanh tra, giám sát ngân hàng, dự thảo Luật NHNN (2009) đã đề cập đến khái niệm giám sát và phân biệt giữa khái niệm giám sát và thanh tra, nhưng do Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng chưa thực sự đi vào hoạt động nên hoạt động giám sát của NHNN Việt Nam chưa được khẳng định và phân biệt rõ ràng về “thanh tra” và “giám sát”

Ngoài ra, hai bộ Luật Ngân hàng của Việt Nam đã chỉ rõ ngân hàng thương mại là một trong các đối tượng thanh tra giám sát chính của NHNN Việt Nam. Tuy nhiên, luật ngân hàng lại chưa quy định rõ khái niệm về Ngân hàng thương mại. Trong luật các TCTD chỉ có quy định về Ngân hàng là loại hình tổ chức tín dụng được thực hiện toàn bộ hoạt động ngân hàng và các hoạt động kinh doanh khác có liên quan. Theo tính chất và mục tiêu hoạt động, các loại hình ngân hàng gồm ngân hàng thương mại, ngân hàng phát triển, ngân hàng đầu tư, ngân hàng chính sách, ngân hàng hợp tác và các loại hình ngân hàng khác. Quy định này tỏ ra chưa rõ ràng khi ngân hàng thương mại được hiểu là một trong các loại hình ngân hàng nhưng không được quy định cụ thể ngân hàng thương mại là gì.

Mặt khác, theo nội dung các quy định tại Luật bổ sung một số điều của Luật các tổ chức tín dụng thì các tổ chức tín dụng trong đó bao gồm cả các ngân hàng thương mại có quyền tự chủ và tự chịu trách nhiệm trong hoạt động kinh doanh và trong quá trình quản lý của chính ngân hàng mình. Theo các quy định trên, thì trước hết các ngân hàng thương mại phải tự lo để đảm bảo phát triển kinh doanh, nhưng đồng thời cũng phải tự đảm bảo an toàn hoạt động của mình. Điều này cùng hàm nghĩa là Ngân hàng Nhà nước không can thiệp trực tiếp vào hoạt động kinh doanh của các ngân hàng thương mại. Để thực hiện được vấn đề nêu trên, NHTM thường phải có đủ năng lực tài chính, bảo đảm an toàn vốn, tổ chức hoạt động kinh doanh đúng hướng, an toàn và hiệu quả, tổ chức quản trị rủi ro và thực hiện có hiệu quả các hoạt động kiểm soát và kiểm toán nội bộ. Tuy nhiên, với chức năng giám sát đối với hoạt động của các NHTM theo các quy định của pháp luật trong luật NHNN, Ngân hàng Nhà nước, mà cụ thể là Cơ quan Thanh tra, giám sát ngân hàng, sẽ đảm nhiệm công tác giám sát đối với NHTM để đảm bảo các NHTM luôn hoạt động theo một cách thức lành mạnh và an toàn, đảm bảo việc tuân thủ luật pháp, cơ chế, quy chế của các NHTM. Điều này có nghĩa là chưa có sự rõ ràng và thống nhất giữa hai bộ luật ngân hàng về chức năng, quyền hạn và phạm vi của NHNN trong việc giám sát hoạt động của NHTM, cũng như quyền tự chủ của các NHTM được thực hiện trong phạm vi nào.

Về công tác giám sát tổng thể nói chung thì hoạt động giám sát vẫn chưa xây dựng được một hệ thống hợp tác giữa Ngân hàng trung ương và các cơ quan giám sát có liên quan, chưa chia sẻ thông tin giữa các cơ quan trong và nước ngoài chịu trách nhiệm về sự an toàn và lành mạnh của hệ thống tài chính; sự hợp tác này cần được hỗ trợ bởi những cơ chế bảo vệ tính bảo mật của những thông tin giám sát và đảm bảo là các thông tin này chỉ được sử dụng cho các mục đích có liên quan tới việc giám sát hiệu quả các tổ chức có liên quan.

Bên cạnh đó, do NHTM vẫn chịu ảnh hưởng tâm lý từ giai đoạn trước là chịu sự thanh tra của NHNN về tuân thủ các quy định luật pháp. Do vậy, các NHTM vẫn cho rằng hoạt động thanh tra giám sát của Ngân hàng Nhà nước là một hoạt động mang tính kiểm tra, và xử phạt đối với những ngân hàng không chấp hành các quy định của pháp luật. Chính vì vậy, NHTM thường có tâm lý đối phó với các yêu cầu của bộ phận thanh tra của NHNN, thiếu sự hợp tác trong quá trình giám sát, thanh tra và chấp hành sau thanh tra. Các NHTM chưa tin tưởng vào chất lượng và độ chính xác của hoạt động giám sát của NHNN, do đó NHTM chưa coi trọng các kết quả giám sát và kết luận thanh tra do NHNN đưa ra. Chính vì vậy, các kết quả của hoạt động giám sát của NHNN chưa được các NHTM coi là căn cứ để họ tự đánh giá lại hoạt động của ngân hàng và điều chỉnh các hoạt động quản trị rủi ro trong ngân hàng.

5. Hoạt động giám sát ngân hàng của một số nước trên thế giới

Giám sát ngân hàng tại Mỹ

Ở Mỹ, các ngân hàng hoạt động trong một hệ thống quản lý ngân hàng kép (dual banking system), nghĩa là cả chính quyền liên bang và tiểu bang đều có quyền kiểm soát đối với ngân hàng. Hệ thống này được thiết lập nhằm giúp chính quyền tiểu bang kiểm soát chặt chẽ hơn hoạt động ngân hàng trong phạm vi lãnh thổ của mình, đồng thời đảm bảo cho các ngân hàng được chính quyền tiểu bang và cộng đồng địa phương đối xử công bằng khi mở rộng hoạt động sang các bang khác nhau. Các cơ quan quản lý hệ thống tài chính quan trọng của Chính phủ Mỹ là Cục kiểm soát tiền tệ, Hệ thống dự trữ liên bang, Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang, Bộ Tư pháp, Ủy ban chứng khoán và hối đoái cũng có vai trò quản lý ngân hàng nhưng kém quan trọng hơn, trong khi đó Hội đồng ngân hàng bang là cơ quan quản lý cấp bang cao nhất của các ngân hàng Mỹ.

Các cơ quan quản lý ngân hàng quan trọng của Mỹ bao gồm:

- ☐ Hệ thống dự trữ liên bang – Federal Reserve System

Giám sát và quản lý thường xuyên tất cả các ngân hàng được chính quyền tiểu bang cấp giấy phép (ngân hàng bang) và các công ty sở hữu ngân hàng hoạt động tại Mỹ, cụ thể:

Quy định tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tiền gửi

Thông qua các đơn xin sáp nhập, thiết lập chi nhánh, hoặc thực hiện chức năng tín thác

Quyết định công nhận, giám sát và kiểm tra các công ty quốc tế hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng tại Mỹ

- Cục quản lý tiền tệ - Comptroller of Currency

Ban hành quyết định thành lập cho các ngân hàng nội địa mới

Giám sát và kiểm tra thường xuyên tất cả các ngân hàng nội địa

Thông qua tất cả các đơn xin sáp nhập, thiết lập chi nhánh, thực hiện chức năng tín thác

- Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang – Federal Deposit Insurance Corporation

Bảo hiểm các khoản tiền gửi cho những ngân hàng tuân thủ các quy định của công ty

Thông qua tất cả các đơn xin sáp nhập, thiết lập chi nhánh, thực hiện chức năng tín thác của những ngân hàng được bảo hiểm

Yêu cầu mọi ngân hàng được bảo hiểm tập hợp các báo cáo về tình trạng tài chính của họ

- Bộ Tư pháp – Department of Justice

Xem xét và thông qua các đề nghị sáp nhập của ngân hàng và công ty sở hữu ngân hàng. Nghiên cứu tác động của chúng đối với cạnh tranh và chấn chỉnh kịp thời nếu đề nghị này tác động tiêu cực đáng kể tới mức độ cạnh tranh trên thị trường.

- Ủy ban hối đoái và chứng khoán

Thông qua các đề nghị về việc phát hành chứng khoán của ngân hàng của các công ty sở hữu ngân hàng

- Hội đồng ngân hàng bang – State Banking Board or Commission

Ban hành giấy phép thành lập ngân hàng mới

Giám sát và kiểm tra thường xuyên tất cả các ngân hàng được cấp giấy phép của bang

Có quyền thông qua tất cả đơn yêu cầu của các ngân hàng hoạt động trong phạm vi bang về việc thành lập công ty con, tiếp quản các chi nhánh, hoặc thành lập văn phòng chi nhánh mới.

Giám sát ngân hàng tại Trung Quốc

Hoạt động quản lý và giám sát ngân hàng được điều chỉnh bởi Luật của nước Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa về quản lý và giám sát hoạt động ngân hàng (ngày 27/12/2003)

Cơ quan giám sát ngân hàng độc lập với NHTW và trực thuộc Hội đồng Nhà nước. Hệ thống giám sát tài chính của Trung Quốc theo mô hình phân tách độc lập, bao gồm 3 Ủy ban độc lập với nhau và trực thuộc Hội đồng Nhà nước: (i) Ủy ban giám sát ngân hàng thực hiện giám sát các đối tượng là NHTM, ngân hàng chính sách, HTX tín dụng, công ty quản lý tài sản, công ty tín thác và đầu tư, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính; (ii) Ủy ban giám sát chứng khoán thực hiện giám sát các sở giao dịch chứng khoán, công ty chứng khoán, quy tương hỗ và các công ty niêm yết; (iii) Ủy ban giám sát bảo hiểm thực hiện giám sát các công ty bảo hiểm và các hãng môi giới bảo hiểm.

Cơ quan giám sát ngân hàng thực hiện ban hành qui chế an toàn, giám sát (tại chỗ và từ xa), cấp phép hoạt động ngân hàng và xử lý vi phạm.

Hoạt động của cơ quan giám sát ngân hàng nhằm (i) thúc đẩy ngành ngân hàng hoạt động an toàn và lành mạnh; (ii) Duy trì niềm tin của thị trường vào hệ thống ngân hàng.

Đối tượng chịu sự quản lý và giám sát của cơ quan giám sát ngân hàng Trung Quốc bao gồm: Các tổ chức có hoạt động ngân hàng: Các NHTM, các hợp tác xã tín dụng, ngân hàng chính sách, công ty quản lý tài sản, công ty tín thác và đầu tư, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính

Giám sát ngân hàng tại Thái Lan

Một trong những hoạt động của Ngân hàng trung ương Thái Lan là đảm bảo sự hoạt động an toàn, lành mạnh và cạnh tranh cho hệ thống tài chính, từ đó tăng cường sự ổn định tài chính và đáp ứng các yêu cầu của các khu vực sản xuất và các cá nhân dân cư. Để đạt được mục tiêu đó, Ngân hàng trung ương Thái Lan tổ chức bộ phận giám sát với trách nhiệm giám sát hoạt động của các tổ chức tín dụng. Ngân hàng trung ương Thái Lan xây dựng hệ thống giám sát dựa trên phương pháp giám sát rủi ro theo những nguyên tắc và thông lệ quốc tế. Hệ thống này cho phép Ngân hàng trung ương Thái Lan có thể phát hiện và giải quyết các

vấn đề của các tổ chức tín dụng sớm ngay trong giai đoạn đầu, từ đó đảm bảo sự an toàn và lành mạnh không chỉ của các tổ chức tín dụng nói riêng mà của cả hệ thống tài chính nói chung.

Các tổ chức tài chính chịu sự giám sát của Ngân hàng trung ương Thái Lan bao gồm: các Ngân hàng thương mại Thái Lan, chi nhánh các ngân hàng nước ngoài, các công ty tài chính, các quỹ tín dụng, các công ty quản lý tài sản. Ngoài ra, Ngân hàng trung ương Thái Lan còn chịu trách nhiệm giám sát hoạt động của các tổ chức tài chính phi ngân hàng và Quỹ tín dụng quốc gia.

Ngân hàng trung ương Thái Lan cũng duy trì sự hợp tác với các tổ chức giám sát khác như:

- *Tổ chức giám sát quốc gia:* Nhằm tăng cường tính hiệu quả của công tác giám sát, Ngân hàng trung ương Thái Lan và các tổ chức giám sát khác như Bộ Tài chính, Bộ Thương mại, Ủy ban chứng khoán, Tổ chức chống rửa tiền, Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan... luôn hợp tác với nhau trong việc trao đổi các thông tin giám sát. Một Hội đồng chính sách tài chính tín dụng đã được thiết lập nhằm xây dựng và kiểm soát việc thực hiện các chính sách giám sát của các tổ chức tài chính tín dụng. Các thành viên của Hội đồng bao gồm Thống đốc Ngân hàng trung ương, là chủ tịch Hội đồng, và các đại diện của các bộ phận giám sát có liên quan từ các tổ chức nêu trên, là các thành viên Hội đồng. Ngoài ra, nhằm tăng cường sự hợp tác giữa các tổ chức giám sát quốc gia, Ngân hàng trung ương Thái Lan còn thường xuyên tổ chức các cuộc hội thảo định kỳ về việc trao đổi thông tin giám sát giữa các tổ chức giám sát quốc gia.

- *Các tổ chức giám sát nước ngoài:* Nhằm đảm bảo giám sát hoạt động của các tổ chức tài chính tín dụng của Thái Lan ở nước ngoài và các chi nhánh Ngân hàng nước ngoài ở Thái Lan, đồng thời đảm bảo tính thống nhất với các quy định và luật lệ của các tổ chức giám sát nước ngoài, Ngân hàng trung ương Thái Lan thường xuyên trao đổi thông tin, kiến thức và kinh nghiệm với các cơ quan giám sát nước ngoài có liên quan. Ngân hàng trung ương Thái Lan nhấn mạnh tầm quan trọng của mối quan hệ này không chỉ nhằm thiết lập hoạt động giám sát tổng hợp và mang tính toàn cầu mà còn là cơ sở để trao đổi những thông tin giám sát tốt và hiệu quả. Điều này là cần thiết cho việc đáp ứng mô hình đánh giá rủi ro trong khuôn khổ Basel II.

6. Bài học kinh nghiệm đối với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Hoạt động giám sát đối với ngân hàng thương mại cần tập trung thực hiện bởi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Trên cơ sở nghiên cứu 3 mô hình NHTW điển hình trên thế giới là Ngân hàng trung ương Mỹ, Ngân hàng trung ương Trung Quốc, và Ngân hàng trung ương Thái Lan, có thể thấy mô hình giám sát của Ngân hàng trung ương đối với NHTM được chia thành 3 cấp độ:

- Ngân hàng trung ương không can thiệp vào hoạt động giám sát đối với NHTM (trường hợp của NHTW Trung Quốc), mà hoạt động giám sát là do một tổ chức giám sát độc lập thực hiện

- Ngân hàng trung ương can thiệp một phần vào hoạt động giám sát đối với NHTM (trường hợp của NHTW Mỹ), phối hợp cùng các tổ chức giám sát khác để tổ chức hoạt động giám sát đối với mọi loại hình NHTM

- Ngân hàng trung ương chịu trách nhiệm chính trong hoạt động giám sát đối với Ngân hàng thương mại (trường hợp của NHTW Thái Lan)

Có thể thấy, Ngân hàng trung ương Mỹ được coi là một trường hợp điển hình trong nghiên cứu hoạt động giám sát của Ngân hàng trung ương đối với Ngân hàng thương mại trong điều kiện nền kinh tế phát triển, gắn liền với hoạt động của hệ thống ngân hàng thương mại ở mức đa dạng, phức tạp với nhiều loại hình và cấp độ Ngân hàng thương mại. Điều này đòi hỏi nhiều tổ chức cùng phối hợp thực hiện giám sát hoạt động đối với Ngân hàng thương mại. Trong khi đó, Ngân hàng trung ương Thái Lan được coi là một trường hợp điển hình trong nghiên cứu hoạt động giám sát của NHTW đối với NHTM trong điều kiện nền kinh tế đang phát triển, hệ thống ngân hàng thương mại đã có những hội nhập nhất định, tuy nhiên số lượng và loại hình NHTM còn hạn chế, các hoạt động kinh doanh và dịch vụ ngân hàng còn ở mức đơn giản tương đối so với các nước phát triển. Từ đó, toàn bộ hoạt động giám sát đối với Ngân hàng thương mại được giao chủ yếu cho Ngân hàng trung ương tổ chức và thực hiện.

Với sự tương đồng về mặt phát triển kinh tế nói chung và phát triển của hoạt động ngân hàng và hệ thống ngân hàng nói riêng, hoạt động giám sát của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có thể thực hiện theo cách thức tương tự với Ngân hàng trung ương Thái Lan. Theo đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là tổ chức chịu trách nhiệm chính trong hoạt động giám sát đối với ngân hàng thương mại.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần định hướng xây dựng hệ thống giám sát dựa trên rủi ro

Trong lịch sử, các cuộc thanh tra ngân hàng đối với các ngân hàng thương mại Mỹ thường cũng chỉ tập trung vào việc kiểm tra các hoạt động kinh doanh và giao dịch cụ thể của từng ngân hàng, đánh giá khả năng đáp ứng các yêu cầu về chính sách, thủ tục và quy định do NHTW đặt ra. Tuy nhiên, khi nền kinh tế phát triển mạnh mẽ, kéo theo sự phát triển năng động và đa dạng của ngành ngân hàng, thì các hoạt động thanh tra và kiểm tra mang tính tuân thủ và cụ thể không thể đánh giá được mức độ an toàn và lành mạnh trong hoạt động ngân hàng. Sự ra đời và phát triển của các công cụ tài chính mới và của thị trường tài chính đã làm cho hoạt động ngân hàng đứng trước nhiều rủi ro hơn. Do vậy, các cuộc thanh tra mang tính chất định kỳ và dựa trên nguyên tắc thanh tra tuân thủ đã không phản ánh được hết các nguy cơ rủi ro mà các ngân hàng thương mại có thể gặp phải. Do vậy, để đảm bảo giúp cho các ngân hàng thương mại có thể xác định, đo lường, kiểm soát được các loại rủi ro và mức độ rủi ro mà ngân hàng có thể gặp phải, phương pháp giám sát dựa trên rủi ro (risk-focused examination approach) đã được nghiên cứu và đưa ra. Trong đó, các hoạt động thanh tra cụ thể, tại chỗ đối với ngân hàng thương mại sẽ được giảm bớt khi một ngân hàng được đánh giá là tổ chức tốt hoạt động kiểm soát và quản trị rủi ro nội bộ hoặc được cho là đang duy trì được mức độ của các loại rủi ro ở mức tối thiểu, được chấp nhận. Tuy nhiên, trong trường hợp ngân hàng thương mại này được đánh giá là chưa xây dựng được hệ thống kiểm soát nội bộ và quản trị rủi ro trong phạm vi của ngân hàng ở mức an toàn thì ngân hàng thương mại này sẽ phải chịu sự giám sát hoạt động của các tổ chức giám sát có thẩm quyền như Ngân hàng trung ương.

Khi đánh giá chất lượng quản trị rủi ro và kiểm soát nội bộ của một ngân hàng thương mại, cán bộ thanh tra cần tập trung làm rõ các nội dung liên quan đến kết luận ngân hàng thương mại này có tổ chức tốt hệ thống quản trị rủi ro của mình hay không:

- Hoạt động của Ban quản lý và Hội đồng quản trị có năng động, phối hợp chặt chẽ hay không?

- Các chính sách của ngân hàng, thủ tục và các hạn mức có hợp lý và phù hợp với hoạt động của ngân hàng hay không?

- Hệ thống thông tin quản lý, hệ thống quản trị và đo lường rủi ro hoạt động có hiệu quả không?

- Các hoạt động kiểm soát nội bộ của ngân hàng có tốt không?

Mức độ đánh giá các nội dung nêu trên cũng được thay đổi phù hợp với quy mô và điều kiện của từng ngân hàng cụ thể. Đối với những ngân hàng nhỏ, các hoạt động ngân hàng chỉ tập trung vào các hoạt động truyền thống thì việc các nhà quản lý và thành viên hội đồng quản trị thường xuyên tham gia và theo dõi các hoạt động và giao dịch hàng ngày của ngân hàng có thể là đủ để kết luận ngân hàng có một hệ thống quản trị tốt. Tuy nhiên, đối với ngân hàng lớn, đa quốc gia thì đòi hỏi phải có một hệ thống quản trị rủi ro quy mô và đầy đủ, có khả năng cung cấp những thông tin cần thiết cho các nhà quản lý và Hội đồng quản trị, đồng thời hệ thống phải đo lường và đánh giá được mức độ rủi ro đối với mọi hoạt động của ngân hàng bao gồm cả dịch vụ tư vấn, đầu tư quỹ và đầu tư chứng khoán

Trong trường hợp ngân hàng bị đánh giá là không duy trì được một hệ thống quản trị rủi ro và kiểm soát nội bộ cần thiết, ngân hàng thương mại có thể bị thanh tra tại chỗ, theo đó các loại rủi ro mà ngân hàng thương mại này đang gặp phải sẽ được đánh giá và xếp hạng. Các kiến nghị từ phía đoàn thanh tra vừa mang tính chất khuyến cáo giúp cho ngân hàng thực hiện tốt hơn các hoạt động kinh doanh của mình, hoàn thiện hoạt động quản trị rủi ro và kiểm soát nội bộ, vừa mang tính cưỡng chế buộc ngân hàng thương mại này phải thực hiện nhằm tránh những đổ vỡ gây ảnh hưởng đến toàn hệ thống ngân hàng thương mại.

Như vậy, cùng với xu hướng chung của các quốc gia trên thế giới, sự hội nhập kinh tế và phát triển của hoạt động ngân hàng, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cũng cần có những định hướng xây dựng hoạt động giám sát ngân hàng theo hướng giám sát dựa trên rủi ro

Hoạt động giám sát cần mang tính liên tục và tổng hợp

Dựa trên kinh nghiệm của Ngân hàng trung ương Thái Lan, hoạt động giám sát luôn được coi là một hoạt động mang tính liên tục, điều này được thực hiện thông qua hệ thống quản trị dữ liệu của bộ phận giám sát từ xa. Hệ thống này cho phép Ngân hàng trung ương Thái Lan xác định được những ngân hàng đang đối mặt với các nguy cơ rủi ro cao trong hoạt động của mình. Trên cơ sở phân tích và tổng hợp thông tin, kết hợp với các điều kiện hoạt động cụ thể, Ngân hàng trung ương Thái Lan sẽ xây dựng các báo cáo cảnh báo sớm nhằm giúp cho các cán bộ thanh tra đánh giá tình hình và đưa ra những khuyến cáo hoặc hành động cụ thể đối với một ngân hàng thương mại cụ thể hoặc đối với toàn hệ thống ngân hàng.

Nhằm thực hiện các mục tiêu nêu trên trong hoạt động giám sát, Ngân hàng trung ương Thái Lan xây dựng nội dung cho hoạt động thanh tra tại chỗ bao gồm các khía cạnh:

- Kiểm tra tình trạng tài chính, diễn biến hoạt động kinh doanh và hoạt động quản trị rủi ro của Ngân hàng: Việc đánh giá mức độ và chất lượng quản trị rủi ro của Ngân hàng được thực hiện dựa trên 5 loại rủi ro: rủi ro chiến lược, rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường, rủi ro thanh khoản, và rủi ro hoạt động. Đánh giá mức độ các loại rủi ro này của ngân hàng sẽ làm cơ sở để Ngân hàng trung ương Thái Lan đánh giá được tình trạng tài chính và diễn biến hoạt động kinh doanh của ngân hàng thương mại. Ngoài ra, các cán bộ thanh tra cũng đánh giá mức độ an toàn vốn và hoạt động trích lập dự phòng của ngân hàng, đảm bảo rằng việc đánh giá và xếp hạng từng loại rủi ro có liên quan chặt chẽ đến việc đánh giá và xếp loại mức độ hoạt động tổng thể của ngân hàng. Cuối cùng, các cán bộ thanh tra cũng sẽ kiểm tra mức độ tuân thủ các quy định luật pháp của ngân hàng thương mại

- Kiểm tra và đánh giá hệ thống quản trị rủi ro nội bộ của ngân hàng thương mại: Nội dung này được thực hiện với mục đích đánh giá và kiểm soát sự phát triển của các công cụ hoặc mô hình được sử dụng để quản trị rủi ro và quản lý các hoạt động giao dịch hàng ngày cũng như các hoạt động chuẩn bị cho việc thực hiện các điều khoản đảm bảo an toàn vốn của tổ chức Basel II.

- Kiểm tra hệ thống quản trị dữ liệu và hệ thống công nghệ thông tin: Nội dung này nhằm tiếp cận và kiểm soát các loại rủi ro tương ứng với các hoạt động giao dịch của ngân hàng. Các loại rủi ro này có thể gây ra những ảnh hưởng xấu đến tình trạng tài chính của ngân hàng, mức độ an toàn và sự chính xác của các báo cáo tài chính. Hoạt động quản lý đối với các loại rủi ro về công nghệ thông tin cũng đảm bảo kiểm soát ngân hàng và đội ngũ nhân viên công nghệ thông tin của ngân hàng đang quản trị hoạt động ngân hàng theo hướng lành mạnh và an toàn, tuân thủ đúng với các quy định luật pháp và các yêu cầu của Ngân hàng trung ương Thái Lan. Điều này đảm bảo quyền lợi của công chúng gửi tiền trong ngân hàng, và ngân hàng giữ được hoạt động ổn định của mình.

Như vậy, hoạt động giám sát ngân hàng của Việt Nam cần rút ra bài học kinh nghiệm từ hoạt động thực tế của Ngân hàng trung ương Thái Lan. Đó là các hoạt động giám sát mang tính liên tục với các nội dung được chú trọng bao gồm: đánh giá tình trạng tài chính, diễn biến hoạt động kinh doanh và hoạt động quản trị rủi ro của Ngân hàng; đánh giá hệ thống quản trị rủi ro nội bộ của ngân hàng; hệ thống quản trị dữ liệu và hệ thống công nghệ thông tin.

7. Kết luận

Hoạt động giám sát ngân hàng có vai trò quan trọng trong việc đảm bảo sự an toàn hoạt động của hệ thống ngân hàng và thị trường tài chính nói riêng, cũng như của nền kinh tế nói chung. Điều này đã được thể hiện bằng việc Ủy ban Basel đã nghiên cứu và xây dựng các nguyên tắc giám sát ngân hàng hiệu quả, được xem như là các tiêu chuẩn quốc tế cho việc xây dựng hệ thống giám sát ngân hàng ở các quốc gia. Các nguyên tắc giám sát ngân hàng của Basel chỉ là những định hướng cơ bản cho hoạt động giám sát ngân hàng, theo đó, Cơ quan giám sát ngân hàng của từng quốc gia cần chi tiết hóa từng nguyên tắc giám sát sao cho phù hợp với điều kiện, hoàn cảnh và mô hình giám sát của quốc gia đó.

Căn cứ theo các tiêu chí đánh giá, hoạt động giám sát của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam còn chưa hoàn thiện, thể hiện ở sự chưa toàn diện của nội dung giám sát, sự hạn chế của hoạt động cảnh báo sớm hay nguy cơ tiềm ẩn cho tính bền vững của hệ thống ngân hàng. Nguyên nhân chính của hạn chế được phân tích trong nghiên cứu này là do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chưa tuân thủ 25 nguyên tắc giám sát của Basel. Điều này được chỉ ra từ sự chưa hoàn thiện trong cơ cấu tổ chức của Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng; Sự chưa rõ ràng của phương pháp giám sát; Nội dung giám sát chưa đầy đủ; Thông tin báo cáo giám sát còn thiếu và không thống nhất...

Nghiên cứu các mô hình giám sát của một số quốc gia tiêu biểu, bài học kinh nghiệm rút ra cho hoạt động giám sát ngân hàng ở Việt Nam trong thời gian tới là: (1) Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần tiếp tục là cơ quan thực hiện giám sát ngân hàng; (2) Hệ thống giám sát ngân hàng cần được định hướng rõ theo hệ thống giám sát dựa trên rủi ro; (3) Hoạt động giám sát cần được chú trọng hơn trên khía cạnh liên tục và tổng hợp

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Anh

1. Aslı D., Enrica D., Thierry T. (2008), “Banking on the principles: Compliance with Basel Core Principles and bank soundness”, *Journal of Financial Intermediation*, 17(4), pp 511-542.
2. Barth J.R.; Nolle D.E.; Phumiwasana T.; Yago G. (2003), “A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 12(2), pp. 67-120.
3. Barth, J.R; Dopico, L.G; Nolle, D.E; Wilcox, J.A. (2002), “Bank Safety and Soundness and the Structure of Bank Supervision: A Cross-Country Analysis”, *International Review of Finance*, 3(3-4), pp. 163-188.
4. Bank for International Settlements (2006), *Risk Management and Regulation in Banking: A joint workshop by the Basel Committee on Banking Supervision, the Centre for Economic Policy Research (London), and the Journal of Financial Intermediation*, *Journal of Financial Intermediation*, Basel Switzerland.
5. Bank for International Settlements (2001), *Basel II: A First Assessment: A Joint Workshop Hosted by the Basel Committee on Banking Supervision, the Centre for Economic Policy Research, London*.
6. Bank for International Settlements (2007), *Risk Transfer Mechanisms and Financial Stability: A joint workshop by the Research Task Force of the Basel Committee on Banking Supervision, the Centre for Economic Policy Research, London*.
7. Viet Capital Securities (2008), *Vietnam Banking System - Reality and Forecast, Vietnam*

8. [www. bot.org.th](http://www.bot.org.th)., Access October 2009

Tiếng Việt

9. Chính Phủ (2003), Nghị định 52/2003/NĐ-CP ngày 19/5/2003 về nhiệm vụ, quyền hạn cụ thể của NHNN Việt Nam, Hà Nội
10. Chính phủ (2006), Quyết định số 112/2006/QĐ_TTg ngày 24/5/2006

về ban hành Đề án “Phát triển ngành ngân hàng Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020”, Hà Nội.

11. Công ty chứng khoán Bảo Việt (2008), Báo cáo phân tích ngành ngân hàng, (7), Hà Nội.

12. Ernst & Young (2006), Báo cáo tự đánh giá các nguyên tắc cơ bản của Ủy ban Basel tại NHNN Việt Nam, Hà nội

13. Ngân hàng Nhà nước (1999), Quy chế giám sát từ xa đối với các Tổ chức tín dụng hoạt động tại Việt Nam, Quyết định 398/1999/QĐ_NHNN3, Hà Nội.

14. Ngân hàng Nhà nước (1999), Quy chế tổ chức và hoạt động Thanh tra Ngân hàng, Nghị định 91/1999/NĐ-CP, Hà Nội

15. Ngân hàng Nhà nước (2000), Thanh tra Nhà nước chỉ đạo và hướng dẫn về tổ chức và nghiệp vụ thanh tra đối với Thanh tra Ngân hàng, Thông tư 04/2000/TT_NHNN3, Hà Nội

16. Ngân hàng Nhà nước (2004), Quy chế tổ chức và hoạt động của Thanh tra Ngân hàng Quyết định 1675/2004/QĐ_NHNN, Hà Nội.

17. Ngân hàng Nhà nước (2004), Quy chế tổ chức và hoạt động của Vụ các Ngân hàng và Tổ chức Tín dụng phi ngân hàng, Quyết định 1130/2004/QĐ_NHNN, Hà Nội.

18. Ngân hàng Nhà nước (2004), Quy chế tổ chức và hoạt động của Vụ Chính sách tiền tệ, Quyết định 1131/2004/QĐ_NHNN, Hà Nội

19. Ngân hàng Nhà nước (2004), Quy chế tổ chức và hoạt động của Vụ Tín dụng, Quyết định 1153/2004/QĐ_NHNN, Hà Nội

20. Ngân hàng Nhà nước (2005), Quy định về các tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, Quyết định 457/2005QĐ-NHNN, Hà Nội

21. Ngân hàng Nhà nước (2005), Quy định về phân loại nợ, trích lập và sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro tín dụng trong hoạt động ngân hàng của tổ chức tín dụng, Quyết định 493/2005QĐ-NHNN, Hà Nội

22. Ngân hàng Nhà nước (2005), Kỷ yếu hội thảo khoa học lịch sử phát triển của Thanh tra Ngân hàng, Hà nội.

23. Ngân hàng Nhà nước (2008), Dự thảo nghị định về tổ chức và hoạt động của cơ quan thanh tra giám sát ngân hàng, Hà Nội

24. Ngân hàng Nhà nước (2008), Quy định về xếp loại NHTM Cổ phần tại Việt Nam, Quyết định 06/2008_NHNN, Hà Nội

25. Ngân hàng Nhà nước (2009), Dự thảo Luật các Tổ chức tín dụng, Hà Nội.

26. Ngân hàng Nhà nước (2009), Dự thảo Luật Ngân hàng Nhà nước, Hà Nội.

27. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2005, 2006, 2007, 2008), Báo cáo công tác thanh tra ngân hàng, Hà Nội.

28. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2006), Hội thảo Lịch sử phát triển và đổi mới thanh tra ngân hàng Việt Nam, Hà Nội.

29. Ngân hàng Á Châu (2009), Báo cáo phân tích ngành ngân hàng Việt Nam, (6), Hà Nội

30. Quốc hội (1997, 2003), Luật các Tổ chức tín dụng Việt Nam, Hà Nội

31. Quốc hội (1997, 2004), Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Hà Nội.

CHƯƠNG VI

HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

VIỆT NAM SAU KHỦNG HOẢNG

TÀI CHÍNH QUỐC TẾ - NHỮNG

THÁCH THỨC

ThS. Phạm Bảo Khánh

Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt nguồn từ Mỹ vào cuối năm 2007 xuất phát từ biến động của thị trường cho vay dưới chuẩn, sự xáo trộn trên thị trường sản phẩm tài chính phái sinh dẫn đến đổ vỡ của nhiều ngân hàng mà mốc quan trọng nhất là sự sụp đổ của Lehman Brothers vào mùa thu năm 2008. Trong hai năm qua, hệ thống tài chính quốc tế đã dần lấy lại ổn định nhờ các chính sách hỗ trợ của các quốc gia. Tuy vậy, thách thức và những bất ổn vẫn còn ở phía trước. Bảng tổng kết tài sản của các ngân hàng Mỹ và Châu Âu vẫn đang ở tình trạng xuống cấp với các khoản cho vay có vấn đề và cần thêm thời gian để điều chỉnh.

Hiện nay, các nhà nghiên cứu trên thế giới đang đánh giá lại hệ thống tài chính, thảo luận về việc xây dựng các mô hình hoạt động của các tổ chức tài chính hướng tới bền vững và những bài học rút ra từ các cuộc khủng hoảng tài chính. Kinh nghiệm quốc tế luôn là nguồn tham khảo quý báu đối với Việt Nam, đặc biệt khi nền kinh tế và hệ thống ngân hàng Việt Nam đã hội nhập. Bên cạnh đó, Việt Nam là nước phát triển sau so với nhiều nước, hệ thống ngân hàng Việt Nam có những đặc thù riêng. Khác với các nước khác tại Châu Á, Việt Nam chưa trải qua cuộc khủng hoảng nào trong hệ thống ngân hàng. Cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á ảnh hưởng rất ít tới hệ thống ngân hàng Việt Nam. Khác với Mỹ và Châu

Âu, trong cuộc khủng hoảng năm 2008, đợt ảnh hưởng đầu tiên xuất phát từ những xáo trộn trên thị trường sản phẩm tài chính phái sinh không ảnh hưởng tới các ngân hàng Việt Nam. Nhưng, đợt ảnh hưởng thứ hai xuất phát từ suy thoái kinh tế tới các ngân hàng Việt Nam lại thể hiện khá rõ thông qua rủi ro tín dụng tiềm ẩn lớn và khả năng sinh lời giảm. Trong bối cảnh này, việc đánh giá những đặc điểm của hệ thống ngân hàng Việt Nam và xem xét những bài học kinh nghiệm quốc tế trong điều kiện Việt Nam hiện nay là cần thiết để duy trì hệ thống ngân hàng tài chính ổn định. Xuất phát từ quan điểm đó, bài viết (i) trình bày nguyên nhân, bài học chung cho hệ thống ngân hàng tài chính rút ra từ cuộc khủng hoảng, (ii) đánh giá tóm tắt hệ thống tài chính Châu Á sau cuộc khủng hoảng năm 2008, (iii) đánh giá đặc điểm, xu hướng của các ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn 2007 – 2009 trong mối tương quan với các ngân hàng Châu Á và quốc gia khác như Mỹ. Trên cơ sở đó, đề xuất những vấn đề, thách thức mà hệ thống ngân hàng cần quan tâm. Trong điều kiện số liệu công bố từ các ngân hàng và các nguồn khác hạn chế, phương pháp chủ yếu được áp dụng là phương pháp phân tích tài chính theo các nội dung của mô hình giám sát truyền thống CAMEL.

1. Khủng hoảng tài chính và những bài học

Có khoảng 40 cuộc khủng hoảng ngân hàng từ năm 1980 đến nay. Trong đó, gần đây, có hai cuộc khủng hoảng ảnh hưởng trên phạm vi toàn cầu là cuộc khủng hoảng Châu Á năm 1997 và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xuất phát từ Mỹ năm 2008. Nguyên nhân và bài học của cuộc khủng hoảng được nghiên cứu và thảo luận sâu rộng bởi các ngân hàng trung ương, các nhà nghiên cứu và chuyên gia trên thế giới¹. Kết quả nghiên cứu về các cuộc khủng hoảng Châu Á và cuộc khủng hoảng tài chính xuất phát từ Mỹ năm 2008 đã rút ra nhiều bài học cho hệ thống ngân hàng:

Một là, trước khi xảy ra khủng hoảng, nền kinh tế tăng trưởng cao, tín dụng mở rộng, lãi suất ổn định trong thời gian dài. Điều kiện kinh tế này tạo tâm lý quá lạc quan của nhà đầu tư, ngân hàng, doanh nghiệp và cá nhân. Giá các tài sản như chứng khoán, bất động sản tăng nhanh, nhiều sản phẩm dịch vụ mới ra đời. Trong khi đó, chính sách và các quy định không đủ để đánh giá, nhận diện mức độ rủi ro và những động cơ sai lệch, đằng sau đó là sự bùng nổ tín dụng và các sản phẩm tài chính mới.

Hai là, cả hai cuộc khủng hoảng tài chính, cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á và cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 đều chứng minh rằng quan hệ tương quan giữa hệ thống tài chính, thị trường bất động sản và ổn định kinh tế vĩ mô cần

¹ IMF 2/2009, Carl-Johan Lindgren (1999), Ben S. Bernanke (2009), Paul Krugman (1998), William R White (2008).

được đặc biệt quan tâm. Các chính sách kinh tế vĩ mô đã không tính đến rủi ro hệ thống này. Hệ thống giám sát tập trung vào các tổ chức đơn lẻ nên khả năng nhận diện những xáo trộn và mối quan hệ giữa các khu vực trong thị trường là rất hạn chế.

Ba là, thông tin, số liệu và nhận thức về rủi ro của các nhà quản lý và thị trường là rất hạn chế. Điều này thể hiện rất rõ trong cuộc khủng hoảng tài chính gần đây nhất. Hơn nữa, thông tin không đồng bộ, thiếu minh bạch, khó tổng hợp và phân tích là một trong những đặc điểm chung của các nước đã từng xảy ra khủng hoảng. Thông tin thiếu bao gồm: rủi ro trong khoản mục kinh doanh của Bảng tổng kết tài sản (thông tin này không có hoặc nếu có không phản ánh đầy đủ mức độ phức tạp của sản phẩm), mối quan hệ với rủi ro ngoại bảng, rủi ro nằm ở những sản phẩm có cấu trúc phức tạp. Trong mọi trường hợp, công bố và minh bạch các thông tin vĩ mô và vĩ mô sẽ giúp tăng kỷ luật thị trường và hiệu quả của các chính sách.

Bốn là, thực hiện tái cấu trúc ngân hàng một cách chủ động góp phần làm tăng khả năng chống đỡ của hệ thống ngân hàng, tài chính với những ảnh hưởng lan truyền từ cuộc khủng hoảng. So với ba nước Châu Á xảy ra khủng hoảng vào năm 1997, Malaysia và Philippines đã thực hiện tái cấu trúc hệ thống ngân hàng vào những năm 80 và đã tránh được khủng hoảng toàn diện trong đợt khủng hoảng tài chính Châu Á.

Năm là, Các chính sách và quy định an toàn thường là cùng chiều với chu kỳ kinh tế (procyclical). Theo đó, các quy định thường nới lỏng khi nền kinh tế trong giai đoạn tăng trưởng và chặt chẽ hơn khi nền kinh tế suy giảm, điều kiện kinh tế khó khăn. Nhiều ý kiến cho rằng các chính sách này sẽ làm cuộc khủng hoảng trở nên trầm trọng hơn và đưa ra khuyến nghị nên xây dựng chính sách theo hướng ngược chiều với chu kỳ kinh tế. Theo đó, các quy định về an toàn như vốn, trích lập dự phòng v.v có thể cao hơn khi nền kinh tế tăng trưởng để tăng cường khả năng chống đỡ khi kinh tế suy giảm.

2. Hệ thống tài chính Châu Á sau cuộc khủng hoảng năm 2008

Mặc dù hệ thống tài chính Châu Á bị ảnh hưởng rất ít trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng tài chính, nhưng thời kỳ tồi tệ nhất của thị trường tài chính toàn cầu và sự sụt giảm nhu cầu đã ảnh hưởng tới thị trường tài chính Châu Á và giảm tăng trưởng kinh tế trong khu vực. Ảnh hưởng rõ nét nhất là vào quý 4/2008.

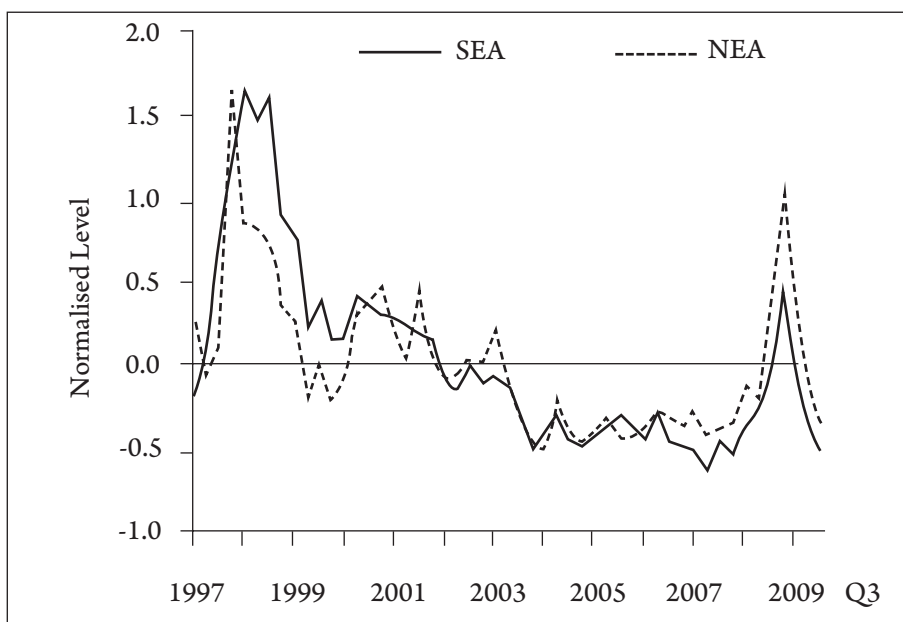
Các nhà đầu tư không muốn chấp nhận rủi ro và tăng trưởng kinh tế giảm của các nước Châu Á, đã xuất hiện làn sóng bán các tài sản tài chính đầu tư tại

Châu Á từ giữa tháng 10 năm 2008. Trên thị trường, có sự chuyển vốn ra khỏi Châu Á, biến động tỷ giá tại một số nước khá lớn như Hàn Quốc. Thị trường ngoại tệ, thanh khoản kém. Vốn bằng nội tệ cũng thiếu.

Khi những dấu hiệu khó khăn về kinh tế xuất hiện, chính phủ các nước Châu Á đã có phản ứng chính sách khá nhanh nhạy, kết hợp chính sách tiền tệ với chính sách tài khóa. Các chính sách kích thích kinh tế và hỗ trợ có quy mô lớn từ 1,2% GDP (Malaysia) đến hơn 30% GDP (Trung Quốc). Nhờ các chính sách này, từ quý 1/2009, nền kinh tế Châu Á phục hồi nhanh và mạnh mẽ hơn dự kiến. Mức độ tin tưởng của người tiêu dùng và các chỉ số kinh tế tăng nhanh. Thực tế, trong thời gian xảy ra khủng hoảng, tăng trưởng kinh tế chủ yếu dựa vào nhu cầu nội địa. Do vậy, những quốc gia dựa vào xuất khẩu phục hồi với với tốc độ chậm.

Vào thời điểm bị ảnh hưởng nặng nề nhất từ cuộc khủng hoảng, chỉ số đo lường mức độ căng thẳng của hệ thống tài chính Châu Á (AFSI) tăng tới mức hơn 1². Tuy nhiên nhờ các chính sách triển khai trên diện rộng, chỉ số AFSI

Hình 6.1: Chỉ số Asian Financial Stress Index



Nguồn: Bloomberg. Theo tính toán của MAS

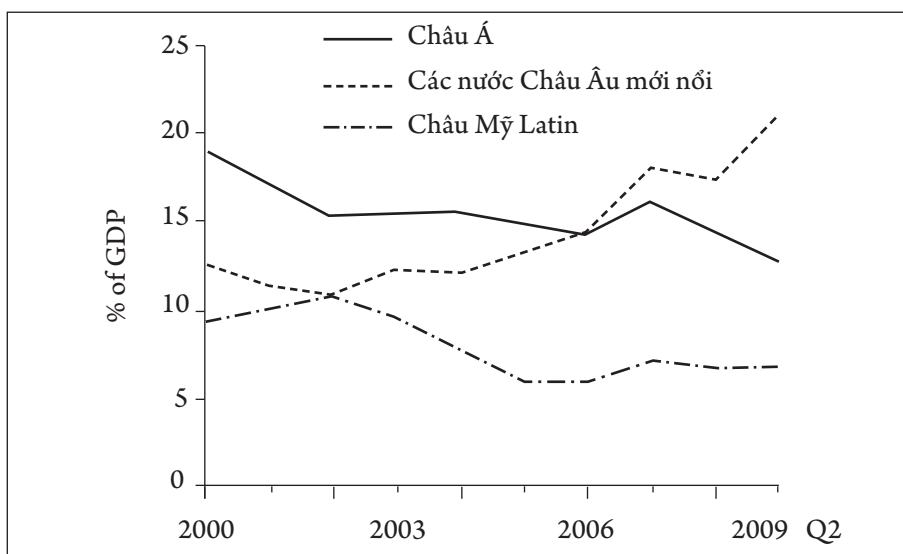
² Nguồn: Bloomberg

không đạt tới mức cao như cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á (AFSI là 1,6 vào năm 1997)³ và nhanh chóng giảm xuống mức bình thường vào quý 2 năm 2009.

Đi kèm với phục hồi kinh tế là khẩu vị rủi ro của các nhà đầu tư tăng dẫn đến giá chứng khoán Châu Á tăng nhanh. Hầu hết các thị trường chứng khoán Châu Á tăng hơn 50% trong năm 2009⁴.

Hệ thống ngân hàng Châu Á vẫn duy trì sức chống đỡ tốt ngay cả khi các ngân hàng nước ngoài cắt giảm cho vay ngoại tệ đối với Châu Á. Điều này có thể là do các tỷ lệ khoản vay nợ nước ngoài so với GDP giảm (Hình 2). Hơn nữa, Châu Á là khu vực có dự trữ ngoại tệ lớn, các khoản vay ngân hàng nước ngoài chỉ chiếm từ khoảng 7% (Trung Quốc) đến gần 50% (Hàn quốc) dự trữ ngoại tệ⁵.

Hình 6.2: Tỷ lệ vay các NH nước ngoài so với GDP



Nguồn: BIS, MAS

Ngoài ra, hệ thống ngân hàng Châu Á bước vào cuộc khủng hoảng lần này với các điều kiện tốt hơn so với cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á như vốn và tỷ lệ nợ quá hạn thấp (Bảng 1).

³ Nguồn: Bloomberg

⁴ Nguồn: Reuters

⁵ Nguồn: BIS

Bảng 6.1: Tỷ lệ nợ xấu và an toàn vốn của các NHTM

	Q4/07	Q4/08	Q1/09	Q2/09
NPL (%)				
Đông Nam Á	5.0	3.8	4.1	4.0
Đông Bắc Á	1.0	1.0	1.2	1.2
Tỷ lệ an toàn vốn (%)				
Đông Nam Á	15,8	14,2	15,1	15,5
Đông Bắc Á	12,1	12,6	13,3	13,8

Nguồn: CEIC

Trong khủng hoảng, mặc dù tăng trưởng tín dụng giảm, tín dụng vẫn duy trì ở mức khá vững, tốc độ và quy mô giảm ít hơn so với các nước G3. Tính đến tháng 9/2009, tốc độ tăng trưởng tín dụng năm của các nước Châu Á đạt từ 5% (Thái Lan) đến hơn 30% (Trung quốc). Các ngân hàng Châu Á chịu rủi ro liên quan tới những chứng khoán có vấn đề là rất ít và ít phụ thuộc vào nguồn vốn liên ngân hàng hơn so với các nước G3.

Tuy vậy, hệ thống tài chính Châu Á vẫn còn những thách thức phía trước. Việc phục hồi của hệ thống tài chính Châu Á có thể phụ thuộc vào việc phục hồi của các nước G3 trong đó những nước phụ thuộc vào xuất khẩu sẽ chịu ảnh hưởng lớn hơn. Các khoản nợ nước ngoài đến hạn vào năm 2010 cũng cần được chú ý. Đi kèm với chính sách hỗ trợ, tại một số nước, nợ quá hạn và nợ xấu bắt đầu tăng mặc dù có thể chưa thể hiện qua tỷ lệ nợ xấu do tốc độ tăng trưởng tín dụng cao.

3. Hệ thống ngân hàng Việt Nam

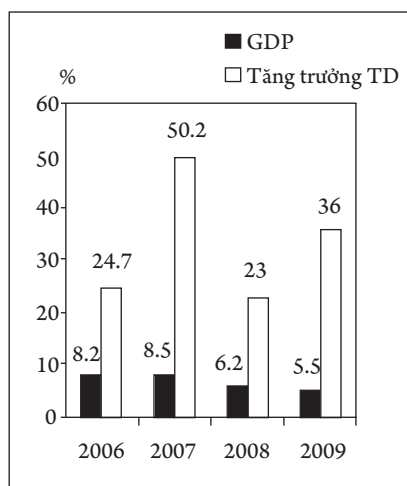
Tăng trưởng kinh tế Việt Nam phụ thuộc khá lớn vào xuất khẩu và thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu đã khiến xuất khẩu giảm, đầu tư trực tiếp nước ngoài giảm và dẫn đến tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam chậm lại trong quý 4 và quý 5 năm 2008. Trong hệ thống tài chính, huy động vốn từ nước ngoài giảm, những khoản tiền gửi lại ngân hàng nước ngoài phải rút về nước và thu nhập giảm, tình hình ngoại tệ căng thẳng hơn.

Tuy nhiên, nhờ chính sách hỗ trợ lãi suất 4% cho doanh nghiệp, giảm thuế doanh nghiệp v.v, tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2009 đạt 5,5%, thị trường chứng khoán tăng giá. Trong bối cảnh này, hệ thống ngân hàng Việt Nam năm 2009 đạt kết quả kinh doanh ước tính tốt hơn năm 2008. Tuy nhiên, xét về dài hạn, hệ thống ngân hàng Việt Nam có những đặc điểm và thách thức riêng.

Tốc độ phát triển

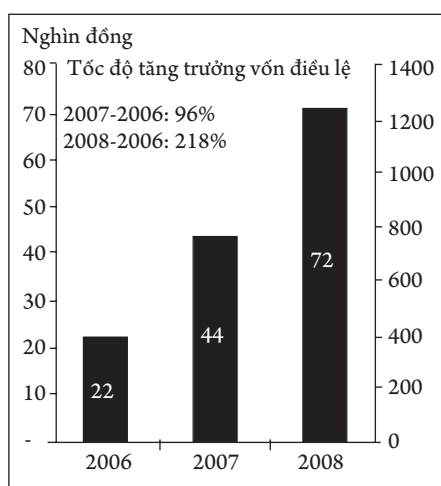
Nền kinh tế Việt nam đạt mức tăng trưởng cao liên tục trong nhiều năm cho đến hết năm 2007. Năm 2008 và 2009, tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm, nhưng so với các nước trong khu vực, là ở mức cao. Giá của các tài sản tài chính và bất động sản từ năm 2006 đến nay đạt mức cao, đặc biệt là giá bất động sản. Trong bối cảnh này, tín dụng tăng trưởng cao hàng năm, với tốc độ tăng trưởng trung bình từ 2006 đến 2009 là 33,5%/năm (Hình 3). Các ngân hàng tăng vốn, mở rộng mạng lưới chi nhánh một cách mạnh mẽ (Hình 4). Như vậy, từ năm 2006 đến nay, các ngân hàng Việt Nam đang trong giai đoạn mở rộng quy mô nhanh chóng. Trong bối cảnh này, các chính sách trong hoạt động ngân hàng đã được chỉnh sửa và ban hành mới khá nhiều nhằm đáp ứng yêu cầu về an toàn trong hoạt động ngân hàng trong giai đoạn phát triển. Các quy định về cấp phép, kế toán, sáp nhập, kiểm soát đặc biệt, kiểm soát nội bộ được chỉnh sửa. Tuy vậy, có những quy định quan trọng được chỉnh sửa với tốc độ chậm và chưa được ban hành như Luật tổ chức tín dụng từ năm 2004. Các quy định về sáp nhập, giải thể và xử lý đổ vỡ ngân hàng chưa đồng bộ và hiệu lực thi hành chưa cao.

Hình 6.3: Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: IMF, ADB, NHNN

Hình 6.4: Vốn điều lệ



Nguồn: Báo cáo của 25 ngân hàng thương mại

Trong quá trình mở rộng, có những ngân hàng chủ trương phát triển thành tập đoàn. Nhận thức chung trong dân cư là các ngân hàng lớn luôn được nhà nước hỗ trợ và không thể đổ vỡ. Điều này làm giảm hiệu quả của kỷ luật thị trường.

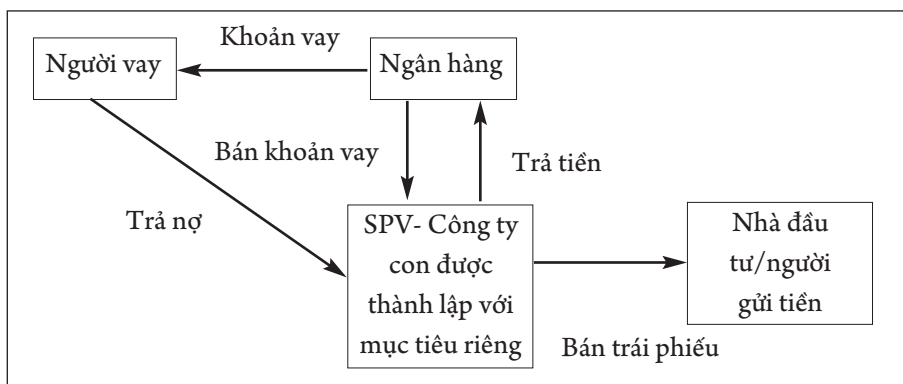
Mô hình hoạt động

Các ngân hàng thương mại ở tất cả các quốc gia đều có cùng một chức năng quan trọng là trung gian tài chính nhưng khác nhau rất lớn về mô hình hoạt động, quan điểm và khẩu vị rủi ro. Các ngân hàng Việt Nam hoạt động theo mô hình kinh doanh truyền thống, tập trung vào việc nhận tiền gửi và cho vay. Xét từ góc độ này, không có những sản phẩm phức tạp và việc nhận diện rủi ro là dễ dàng.

Tại Mỹ trong những năm qua, các ngân hàng hoạt động theo mô hình “Originate – to – distribute”. Đây là kết quả của quá trình chuyển đổi hoạt động một cách sáng tạo, cho phép ngân hàng thương mại mở rộng cho vay mà không vi phạm các quy định về hạn mức cho vay bằng cách bán hoặc bảo hiểm sản phẩm vay và có thể lách được các quy định về an toàn vốn (Hình 5). Ngược lại, tại Việt Nam, các ngân hàng vẫn hoạt động theo mô hình “Originate – to – hold”, tức là cho vay và giữ khoản vay trên bảng tổng kết tài sản. Theo mô hình này, huy động, các khoản cho vay của các ngân hàng Việt Nam là lấy từ nguồn huy động của dân cư. Trong khi đó, tại Mỹ, các khoản cho vay khi đã bán hoặc được bảo hiểm bởi những sản phẩm phái sinh sẽ tạo thêm nguồn vốn mới cho ngân hàng để cho vay tiếp. Có thể thấy, tại Việt Nam, tỷ lệ vốn huy động từ dân cư và các tổ chức kinh tế chiếm 70% trong tổng nguồn vốn huy động. Trong khi đó, tại Mỹ, tỷ lệ này khoảng 50%⁶. Xét từ góc độ này, rủi ro tại các ngân hàng Việt Nam là đơn giản, rõ ràng và dễ nhận diện hơn.

Ngoài ra, theo phân tích thị trường cho vay của Việt nam, sự phân khúc về lĩnh vực cho vay giữa các ngân hàng thương mại Việt Nam là không rõ rệt trừ ngân hàng thương mại nhà nước thực hiện chức năng trong ngành riêng. Các ngân hàng thương mại cổ phần thường cho tập trung vào các ngành như cho vay tiêu dùng, thương nghiệp và xây dựng. Đây là một trong những lý do xảy ra các cuộc cạnh tranh lãi suất khá căng thẳng giữa các ngân hàng.

Hình 6.5: Mô hình “Originate – to – distribute”



An toàn vốn

Các quy định về an toàn vốn và khả năng về vốn của hệ thống ngân hàng Việt Nam được cải thiện theo chiều hướng tốt. Trong năm 2009, vốn và tỷ lệ đòn bẩy đều tăng so với năm 2008. Bên cạnh đó, sự khác biệt về mức độ an toàn vốn giữa các ngân hàng là rất lớn.

Vốn là đệm đỡ giúp ngân hàng chống lại những tổn thất và suy giảm về lợi nhuận. Việc không duy trì mức vốn phù hợp với mức độ rủi ro của nhiều ngân hàng và việc sử dụng đòn bẩy tài chính quá nhiều được coi là một trong những yếu tố dẫn tới cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 (FSB 2009, FSA 2009).

Tại Việt Nam, các quy định về vốn và đảm bảo an toàn vốn được chỉnh sửa nhiều lần theo hướng thắt chặt, thận trọng và nâng cao yêu cầu về vốn. Đầu năm 2010, quy định về các tỷ lệ đảm bảo an toàn đang dự thảo mới với các quy định cụ thể hơn về hợp nhất v.v. Tỷ lệ an toàn vốn được quy định là 8% tuy nhiên số liệu thực tế về tỷ lệ này của các ngân hàng Việt Nam không có sẵn.

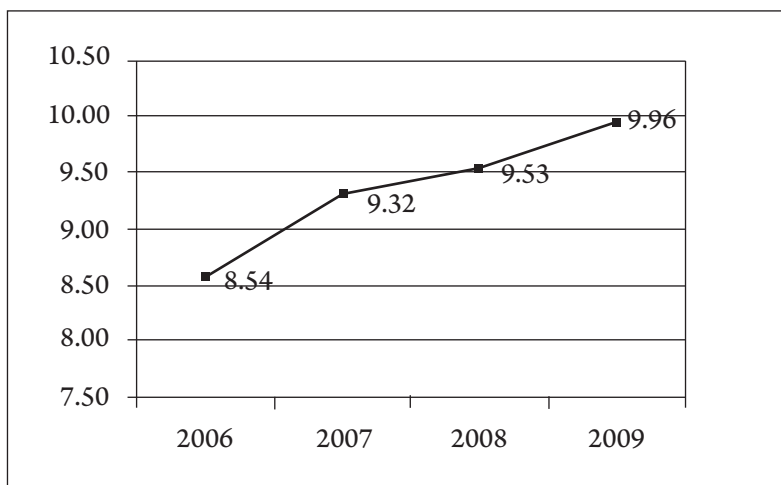
Mức vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu của các ngân hàng tăng liên tục từ năm 2006 đến 2008 với tốc độ tăng trung bình hàng năm hơn 50%⁶. Năm 2009, dự kiến mức vốn tiếp tục tăng. Việc tăng vốn của các ngân hàng trong năm 2009 chủ yếu xuất phát từ yêu cầu các ngân hàng thương mại phải đạt mức vốn điều lệ 3000 tỷ đồng vào cuối năm 2010. Ít có dấu hiệu thể hiện rằng việc tăng vốn xuất phát từ quan điểm quản lý bảng tổng kết tài sản một cách thận trọng

⁶ Báo cáo thường niên của các NH Việt Nam và FDIC năm 2008 và 2009

⁷ Báo cáo tài chính năm của 30 ngân hàng.

Tỷ lệ đòn bẩy của các ngân hàng năm 2009 cũng được cải thiện so với năm 2008 (Hình 6). Tuy nhiên, có sự phân biệt khá lớn giữa tỷ lệ cao nhất (khoảng 14%) và thấp nhất (khoảng 4%)⁸. Điều này cho thấy có những ngân hàng, chủ yếu tập trung vào những ngân hàng lớn, đã hoạt động lâu năm, đã dùng đòn bẩy tài chính rất nhiều.

Hình 6.6: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính



Ghi chú: Số liệu năm 2009 chỉ dựa trên 7 ngân hàng thương mại. Số liệu 2006, 2007, 2008 dựa trên 27 ngân hàng thương mại.

Đo lường mức vốn theo mức độ rủi ro là một vấn đề cần quan tâm tại các ngân hàng Việt Nam bởi vì việc xác định mức độ rủi ro của tài sản, đặc biệt là danh mục cho vay thường không đúng. Như vậy, Ngân hàng Nhà nước nên xem xét sử dụng thêm hạn mức tỷ lệ đòn bẩy tài chính, một tỷ lệ rất dễ tính, làm công cụ bổ sung cho tỷ lệ an toàn vốn để giúp việc giám sát được tốt hơn.

Ngân hàng Nhà nước cũng nên xem xét áp dụng chính sách “counter-cyclical” đối với yêu cầu về vốn. Theo cách này, yêu cầu về vốn phải cao hơn trong điều kiện thị trường bình thường để các ngân hàng tích lũy được vốn và giảm yêu cầu về vốn trong điều kiện thị trường khó khăn. Tuy nhiên, khi áp dụng quy định này cần phải xem xét hành vi của ngân hàng và nhà đầu tư.

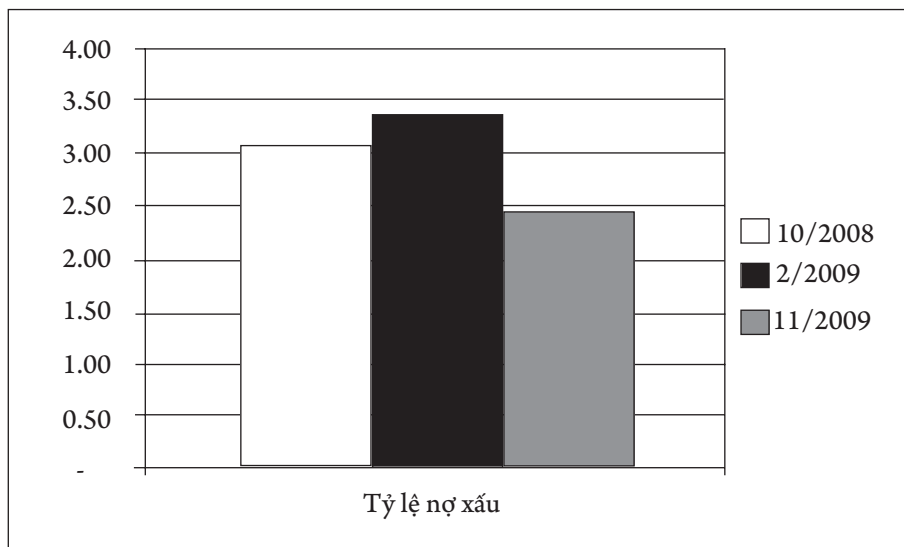
Tín dụng và rủi ro tín dụng

Tín dụng tăng trưởng cao trong 4 năm vừa qua. Năm 2009, tăng trưởng khá

⁸ Báo cáo tài chính năm 2009 của 7 ngân hàng.

với tỷ lệ 36%, cao hơn so với năm 2008 chủ yếu do chính sách hỗ trợ lãi suất 4% đối với doanh nghiệp thông qua hệ thống ngân hàng. Tuy vậy, rủi ro tín dụng và những biến động tiếp theo sau khi thực hiện hỗ trợ lãi suất cần được quan tâm và theo dõi sát sao.

Hình 6.7: Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: Bản tin cảnh báo sớm số 3 và số 15 – CIC, Trả lời phỏng vấn của UBGSTCQG

Dưới tác động của đợt suy giảm kinh tế toàn cầu, tăng trưởng kinh tế Việt Nam giảm. Theo đó, năm 2008, tình trạng nợ quá hạn tăng rõ rệt. Đầu năm 2009, tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng so với năm 2008 (Hình 7). Tuy vậy, đến tháng 10/2009, tỷ lệ nợ xấu giảm một phần là do chính sách hỗ trợ lãi suất giúp doanh nghiệp trả được nợ cũ và dư nợ tăng. So với các nước trong khu vực Đông Nam Á, tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng Việt Nam vào quý 2/2009 khoảng 3,3% thấp hơn so với mức 4% của khu vực.

Tuy vậy, có ba vấn đề liên quan tới rủi ro tín dụng cần quan tâm và theo dõi sát đối với các ngân hàng Việt Nam:

□ Thứ nhất, việc nhận diện và đo lường rủi ro tín dụng tại Việt Nam được đánh giá là chưa phù hợp trong nhiều năm qua. Phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro được thực hiện theo quy định hiện hành của ngân hàng nhà nước và chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS). So với IFRS, các quy định này kém chặt chẽ hơn bởi vì có sự chênh lệch khá lớn về nợ xấu khi ngân hàng thực hiện phân loại nợ đồng thời theo VAS và IFRS. Ngoài ra, một đặc điểm lâu đời trong hoạt

động tín dụng ở Việt Nam là rủi ro đạo đức và rủi ro tác nghiệp rất lớn. Không có công bố chính thức về nguyên nhân chính của các vụ đổ vỡ tín dụng lớn. Theo quan sát, các vụ việc đổ vỡ tín dụng trên phương tiện truyền thông năm 2007, 2008, một nguyên nhân phổ biến là giả mạo hồ sơ, đạo đức nghề nghiệp của cán bộ tín dụng, khe hở trong quy trình. Nếu không có hệ thống quản lý rủi ro tín dụng tốt, việc đo lường rủi ro tín dụng đúng mức là không dễ dàng.

□ Thứ hai, tín dụng tăng trưởng nhanh sẽ dẫn tới những vấn đề về chất lượng tín dụng. Vấn đề về chất lượng tín dụng trở nên trầm trọng hơn khi rủi ro đạo đức trong hoạt động tín dụng tại Việt Nam vốn đã cao. Nhờ chính sách hỗ trợ lãi suất trong năm, tăng trưởng tín dụng đạt 36% (Hình 3). Có ý kiến cho rằng các khoản hỗ trợ lãi suất đã được đổ vào thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản khiến hai thị trường này trong năm 2009 tăng giá mạnh. Theo quan điểm của bài viết này, mặc dù hiện tượng trên có thể xảy ra, nhưng giá trị là bao nhiêu thì chưa xác định được và cần lưu ý rằng khi có thông tin mới, thị trường chứng khoán thường biến động đầu tiên. Chỉ cần với thông tin có lợi cho các doanh nghiệp, các nhà đầu tư đã có những hành động cụ thể trước khi việc thực thi chính sách đem lại hiệu quả thực tế. Ngoài ra, nhiều ý kiến cho rằng nhiều khoản vay hỗ trợ lãi suất không được sử dụng đúng mục đích mà được gửi lại ngân hàng với lãi suất tiền gửi cao hơn lãi suất đi vay, hoặc để đảo nợ. Tuy không có con số cụ thể nào về tình trạng này nhưng quan sát thực tế cho thấy: trong những tháng đầu triển khai chương trình hỗ trợ lãi suất, mặc dù dư nợ giải ngân theo chương trình này được công bố tăng nhanh, nhưng dư nợ của các ngân hàng không tăng tương ứng. Điều này gợi ý rằng không phải tất cả các khoản vay hỗ trợ lãi suất là các khoản vay mới để đầu tư sản xuất mà có thể vay để đảo nợ.

□ Thứ ba, nợ xấu có thể đã tăng nhưng chưa phản ánh trong tỷ lệ nợ xấu do dư nợ tăng. Hơn nữa, khi ngừng các chính sách hỗ trợ, doanh nghiệp hoạt động khó khăn hơn và thị trường chứng khoán thiếu các yếu tố hỗ trợ, do đó nợ xấu có thể gia tăng.

Khả năng sinh lời

So với một số nước Châu Á như Singapore, Nhật Bản⁹, tỷ lệ ROA và ROE của hệ thống ngân hàng Việt Nam được coi là một điểm mạnh (Bảng 2).

⁹ Chênh lệch lãi suất cho vay và đi vay tại Nhật Bản nhỏ hơn 2%, BIS Review 153/2009

Bảng 6.2: Tỷ lệ ROA, ROE, chênh lệch lãi suất cho vay và đi vay

	ROA (%)			ROE (%)			Chênh lệch lãi suất cho vay và đi vay (%)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2007
Mỹ	1,33	1,1	0,33	12	10,52	3,35		3,35	3,33
Singapore	1,3	1,4	1	13,7	12,9	10,7	2,2	2,2	2,1
Việt Nam	1,33	1,38	1,22	10,46	11,72	9	4,26	4,24	3,69

Nguồn: FDIC, MAS, tính toán theo báo cáo thường niên, báo cáo tài chính của hơn 20 ngân hàng Việt nam

Do tăng trưởng kinh tế giảm và những điều kiện không thuận lợi của nền kinh tế như lạm phát đầu năm 2008 cao, kết quả kinh doanh của các ngân hàng thương mại Việt Nam năm 2008 giảm rõ rệt so với các năm trước.

Năm 2009, mặc dù lãi suất cơ bản giảm từ 12% xuống 8% và chênh lệch lãi suất cho vay, đi vay dự kiến không tăng, nhưng lợi nhuận của ngân hàng được đánh giá là cao hơn năm 2008. Điều này gợi ý rằng lợi nhuận thu được là nhờ do tăng quy mô cho vay thông qua chính sách hỗ trợ lãi suất. Lợi nhuận có nguy cơ giảm khi các chính sách hỗ trợ kết thúc. Với những rủi ro tiềm ẩn về tín dụng và những bất ổn về kinh tế phía trước, hệ thống ngân hàng Việt Nam nên tích lũy và phân bổ lợi nhuận hợp lý để bổ sung vốn trong giai đoạn này.

Thanh khoản

Xét từ góc độ cấu trúc tài sản và nguồn vốn, thanh khoản của hệ thống ngân hàng là ổn định. Tỷ lệ cho vay/huy động tiền gửi trong những năm gần đây khoảng 83% đến 95%. Tuy nhiên, cần lưu ý thanh khoản của ngân hàng có thể bị ảnh hưởng khi dòng tiền vào nhỏ hơn dự kiến do nợ xấu gia tăng trong thời gian tới.

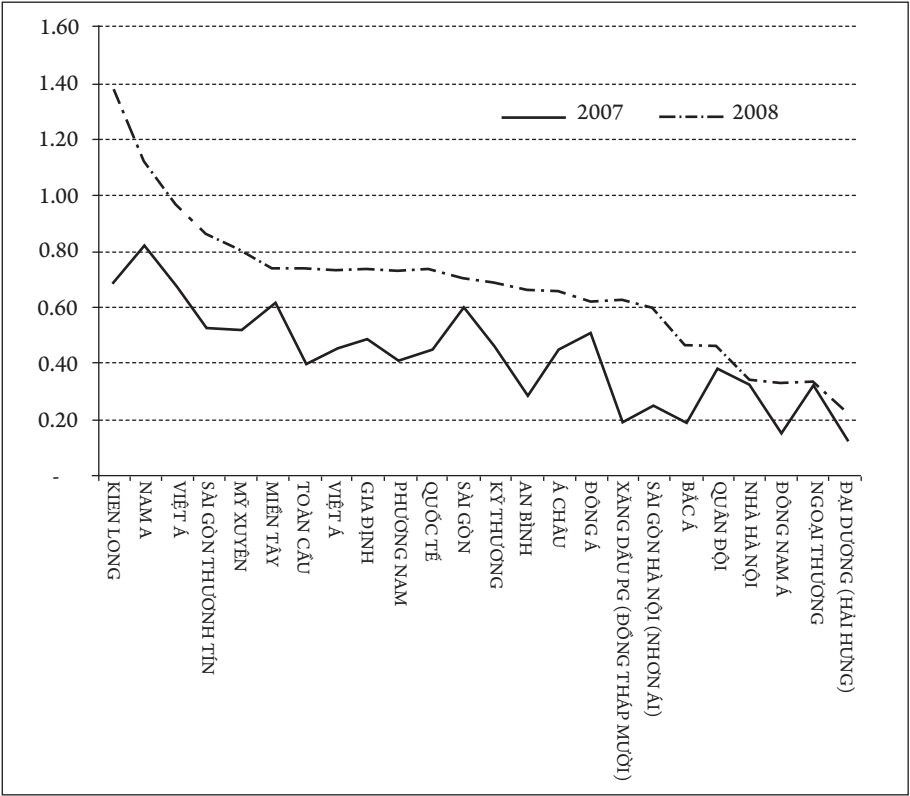
Trong 2 năm 2008, 2009, vào thời điểm cuối năm, đều xảy ra tình trạng căng thẳng thanh khoản trên thị trường ngân hàng, thể hiện qua việc tăng lãi suất huy động tiền gửi tiết kiệm và lãi suất liên ngân hàng. Điều này gợi ý rằng, việc quản lý thanh khoản của các ngân hàng chưa phù hợp với điều kiện thị trường biến động nhiều như hiện nay. Hơn nữa, có sự dịch chuyển vốn rất nhanh giữa ba thị

trường bất động sản, chứng khoán và ngân hàng. Tiền gửi tại ngân hàng của dân cư và các tổ chức kinh tế không được duy trì một cách ổn định như trước đây. Như vậy, cơ quan quản lý nhà nước và các ngân hàng thương mại cần xem xét điều chỉnh các quy định về thanh khoản và tiền gửi cho phù hợp như bổ sung thêm các quy định và điều kiện về rút tiền gửi trước hạn.

Quản trị ngân hàng

Hành vi của các ngân hàng đã vượt quá hệ thống quản lý rủi ro và các ngân hàng đã quá tự tin được coi là một trong ba lý do chính của cuộc khủng hoảng tài chính vừa qua. Tại Việt Nam, đánh giá định tính ban đầu về quản trị doanh nghiệp của 5 ngân hàng thương mại cho thấy quản trị doanh nghiệp tại các ngân hàng chủ yếu dừng ở mức tuân thủ, đảm bảo không vi phạm các quy định của pháp luật. Các thông lệ về quản trị doanh nghiệp chưa được áp dụng tốt. Khi hệ thống ngân hàng đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh, công tác quản trị này là chưa tương xứng. Tuy nhiên, trong 10 năm qua, chưa có vụ đổ vỡ ngân hàng nào tại Việt Nam và hoạt động ngân hàng có lãi. Chính vì vậy, vấn đề này chưa được ưu tiên quan tâm.

Hình 6.8: Chi phí cho nhân viên



Nguồn: Báo cáo thường niên, tài chính của ngân hàng

Chế độ đãi ngộ phải tạo động lực cho các cán bộ làm việc vì mục tiêu và lợi ích lâu dài của ngân hàng chứ không phải mục tiêu ngắn hạn. Tại Việt Nam, theo quy định hiện hành chưa đề cập tới ủy ban lương thưởng. Nhiều đánh giá cho rằng do thiếu đội ngũ nhân sự chủ chốt và dưới sức ép mở rộng quy mô, nhiều ngân hàng đã hạ tiêu chuẩn tuyển chọn hoặc đưa ra những điều kiện hấp dẫn để cạnh tranh. Điều này có thể thấy, trong thực tế năm 2008, khi hoạt động ngân hàng gặp nhiều khó khăn, khả năng sinh lời giảm nhưng chi phí tiền lương tăng đáng kể (Hình 8). Năm 2009, mặc dù dự kiến lợi nhuận của các ngân hàng rất tốt, nhưng khi xem xét chi phí tiền lương của 8 ngân hàng, điều đáng lưu ý là xu hướng tăng hay giảm chi phí lương so với năm 2008 là không rõ rệt¹⁰. Có ngân hàng chi phí tiền lương tăng mạnh so với năm 2008, ngược lại có ngân hàng chi lương giảm mạnh so với năm 2008. Vấn đề này cần có thêm số liệu. Các ngân hàng cần cân đối giữa mục tiêu mở rộng quy mô hoạt động và tài sản với việc đảm bảo duy trì đội ngũ cán bộ có đủ năng lực. Thực tế tại ngân hàng Việt Nam cho thấy tổn thất do hạn chế về nhân lực là rất lớn, ngân hàng mất nhiều thời gian và công sức để khắc phục hậu quả.

Hệ thống kiểm soát nội bộ

Hệ thống kiểm soát nội bộ đã có tại các ngân hàng Việt Nam. Ngân hàng Nhà nước đã quan tâm tới công tác kiểm soát nội bộ. Năm 2006, quy định riêng về tổ chức và yêu cầu của công tác kiểm tra, kiểm soát nội bộ tại tổ chức tín dụng đã được ban hành. Đây là văn bản riêng đầu tiên quy định về hệ thống kiểm soát nội bộ bắt đầu áp dụng một số khuyến cáo của Ủy ban Basel. Tuy nhiên, hệ thống này mới ở giai đoạn đầu so với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế. Công tác kiểm soát nội bộ thực tế còn có những hạn chế:

- Nhiều ngân hàng chưa xây dựng được văn hóa kiểm soát.
- Tình trạng các ngân hàng điều chỉnh báo cáo tài chính sau khi kiểm toán và số liệu tài chính ngân hàng công bố qua các năm có sự sai khác đáng kể cho thấy tính độc lập của bộ phận kiểm soát và vai trò về đảm bảo thông tin quản lý, tài chính tin cậy, đầy đủ và được chuyển tải kịp thời còn rất hạn chế. Điều này ảnh hưởng trực tiếp tới việc ra quyết định của ngân hàng, việc nhận diện, đo lường rủi ro và hiệu quả giám sát của cơ quan giám sát.

Hoạt động giám sát

Các quy định liên quan tới việc giám sát hệ thống tổ chức tín dụng tại Việt Nam đã có như quyết định xếp loại các tổ chức tín dụng hàng năm, quy định về tỷ lệ đảm bảo an toàn, hệ thống thông tin báo cáo và minh bạch thông tin của các

¹⁰ Theo báo cáo của 8 ngân hàng

ngân hàng. Tuy vậy, so với đòi hỏi thực tiễn, hoạt động giám sát còn có những bất cập, trong đó có hai vấn đề mà bài học kinh nghiệm quốc tế đã đề cập tới

- Các ngân hàng cổ phần đều công bố thông tin về tình hình hoạt động và tài chính hàng năm, nhưng tại một số ngân hàng, có sự sai khác về số liệu tài chính qua các năm. Đối với trường hợp ngân hàng niêm yết điều chỉnh số liệu sau kiểm toán, phản ứng của cơ quan quản lý nhà nước là yêu cầu đơn vị giải trình mà chưa có những biện pháp cứng rắn hơn với hiệu lực thi hành thực sự. Nếu lợi ích cho việc báo cáo không chính xác lớn hơn những hậu quả mà ngân hàng phải gánh chịu thì hiệu quả giám sát không cao và hiệu lực thi hành các quy định thấp.

- Mặc dù đã có quy định về xếp loại từng ngân hàng, nhưng công cụ giám sát hiện tại là chưa đủ. Chưa có quy định về giám sát rủi ro hệ thống: giám sát hệ thống ngân hàng, giám sát an toàn vĩ mô. Giám sát rủi ro hệ thống đòi hỏi phải hiểu và đánh giá được mối quan hệ phụ thuộc giữa các ngân hàng và mối quan hệ giữa nền kinh tế với thị trường tài chính. Tuy nhiên, những nghiên cứu ứng dụng về vấn đề này tại Việt Nam còn rất hạn chế.

4. Kết luận và khuyến nghị

Hệ thống ngân hàng Việt Nam hoạt động theo mô hình kinh doanh truyền thống với hoạt động chủ yếu là nhận tiền gửi và sử dụng nguồn tiền gửi để cho vay. Cơ cấu nguồn vốn huy động khá ổn định với hơn 70% vốn huy động là từ dân cư. Đặc điểm này cùng với lợi nhuận của hệ thống ngân hàng là điểm mạnh của các ngân hàng Việt Nam so với Mỹ và các nước trong khu vực.

Năm 2008, hệ thống ngân hàng Việt Nam chịu ảnh hưởng rõ nét nhất từ lạm phát trong nước và suy thoái kinh tế toàn cầu. Tuy vậy, năm 2009, dự kiến các ngân hàng Việt Nam đạt kết quả kinh doanh khả quan hơn, một phần nhờ mở rộng quy mô tín dụng do chính sách hỗ trợ lãi suất. Tuy nhiên, xét về dài hạn, hệ thống ngân hàng Việt Nam cần lưu ý tới các vấn đề sau:

- Trong bối cảnh các ngân hàng Châu Á tăng nỗ lực tăng nguồn thu, đầu tư hệ thống công nghệ thông tin để quản lý rủi ro tốt hơn trong năm 2010, mức độ cạnh tranh giữa các ngân hàng là rất lớn. Các ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam sẽ có ưu thế về công nghệ, sản phẩm dịch vụ hơn các ngân hàng Việt Nam. Do vậy, các ngân hàng Việt nam cần có chiến lược thích hợp về cạnh tranh và duy trì các lợi thế cạnh tranh hiện có.

- Vấn đề tái cấu trúc nền kinh tế Việt Nam đã được nêu và bàn bạc. Tuy nhiên, tái cấu trúc hệ thống ngân hàng chưa được đề cập tới. Việc chủ động xây dựng kế hoạch để củng cố hệ thống tổ chức tín dụng là cần thiết và nên được đưa vào kế hoạch triển khai bởi vì kinh nghiệm của các nước Châu Á cho thấy những nước chủ động tái cấu trúc sẽ đối phó với khủng hoảng tốt hơn.

- Cần chỉnh sửa và sớm ban hành các quy định mới tạo hành lang pháp lý tốt cho hoạt động ngân hàng trong cả giai đoạn bình thường lẫn khó khăn như luật tổ chức tín dụng, các quy định về sáp nhập, giải thể. Cơ quan quản lý nhà nước nên xem xét áp dụng xây dựng chính sách theo hướng “counter-cyclical”, cụ thể là thận trọng trong điều kiện thị trường mở rộng và nới lỏng khi thị trường gặp khó khăn nhất là đối với các quy định về vốn và lợi nhuận. Củng cố các quy định về quản lý rủi ro, quản trị doanh nghiệp đối với tổ chức tín dụng. Tuy nhiên khi áp dụng các quy định của Ủy ban Basel về xác định mức vốn trên cơ sở rủi ro cần tính tới điều kiện kinh tế vĩ mô và điều kiện thị trường sao cho không tạo thêm áp lực về vốn khi các ngân hàng đang gặp khó khăn. Nói cách khác, việc triển khai nên được thực hiện khi các ngân hàng hoạt động có lãi.

- Hệ thống ngân hàng Việt Nam cần thận trọng với quan điểm “ngân hàng quá lớn thì không thể đổ vỡ”. Tại Việt Nam đã có cơ chế bảo hiểm tiền gửi theo hạn mức và tổ chức bảo hiểm tiền gửi (Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam) đã được thành lập từ năm 1999. Như vậy, cơ chế bảo hiểm tiền gửi, về nguyên tắc, là sự bảo hiểm/bảo lãnh minh bạch, có giới hạn của nhà nước. Tuy vậy, tâm lý chung của người dân và của cả một số cơ quan chức năng vẫn cho rằng hệ thống ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế và quan trọng tới mức khó mà đổ vỡ. Xét từ góc độ này, thì đây là bảo lãnh ngầm. Nếu quan điểm này tồn tại lâu sẽ làm tăng rủi ro đạo đức và giảm hiệu quả kỷ luật thị trường.

- Cơ quan giám sát cần nghiên cứu và áp dụng phương pháp giám sát vĩ mô, tính tới rủi ro hệ thống. Thực tế cho thấy hành vi của từng tổ chức không giống với hành vi của hệ thống. Cần có những phương pháp để kiểm nghiệm khả năng chịu đựng của hệ thống dựa trên những diễn biến của thị trường. Để làm được điều này, cần xây dựng một đội ngũ cán bộ có đủ năng lực và phẩm chất đạo đức nghề nghiệp.

- Các cơ quan nhà nước cần rà soát và xây dựng hệ thống thông tin kịp thời, tin cậy và có tính hệ thống để đáp ứng yêu cầu về giám sát và điều hành chính sách. Ngoài ra, cần xây dựng các quy định về cung cấp và minh bạch thông tin tới công chúng và thị trường.

- Sau khi thực hiện chính sách hỗ trợ lãi suất, với việc mở rộng quy mô và nhất là sau khi kết thúc các chính sách hỗ trợ, rủi ro tín dụng có thể tăng và lợi nhuận có thể giảm. Các cơ quan quản lý nhà nước và hệ thống ngân hàng cần có kế hoạch ứng phó phù hợp. Một trong những việc có thể làm là nên trích lập dự phòng rủi ro thêm và tăng lợi nhuận giữ lại của năm 2009.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Basel committee on banking supervision. 1998, *Framework for internal control systems in banking organization*

Ben S. Bernanke, 2009. *Lessons of the financial crisis for banking supervision*.

BIS Quarterly Review, 2010. *International Banking and Financial Market Development*.

Báo cáo thường niên, báo cáo kết quả kinh doanh, báo cáo tài chính, Điều lệ của các ngân hàng thương mại.

Carl-Johan Lindgren và các tác giả khác, 1999. *Financial Sector Crisis and Restructuring, Lesson from Asia*.

FDIC Banking Quarterly Review 2006

FDIC Banking Quarterly Review 2007

FDIC Banking Quarterly Review 2008

IMF, 2009. *Initial lessons of the crisis*

Katia D'Hulster, 2009. *Crisis Response, the leverage ratio*. The World Bank Group.

Rakesh Mohan, 2008. *Global financial crisis and key risks – impact on India and Asia*.

William R White, 2008. *Past Financial Crisis, the current turmoil and the need for a new macrofinancial stability framework*.

Solomon Tadessee, 2006. *The Economic value of regulated disclosure - Evidence from banking sector*. William Davidson Institute Working paper No. 875.

Trung tâm thông tin tín dụng. Bản thông tin tín dụng

