

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH - TIỀN TỆ VIỆT NAM

LÊ TRUNG THÀNH *

NGUYỄN PHÚ HÀ **

TRẦN THỊ VÂN ANH ***

Tóm tắt: Giai đoạn 2012 - 2014 đánh dấu những thành công nhất định của Nhà nước trong quá trình tái cấu trúc thị trường tài chính tiền tệ, khắc phục những thất bại của thị trường trong giai đoạn 2008 - 2011. Căn cứ trên bối cảnh này, bài viết tập trung đánh giá thực trạng phát triển của thị trường tài chính - tiền tệ Việt Nam trong thời gian gần đây; phân tích quan điểm phát triển thị trường tài chính - tiền tệ trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa; đưa ra một số khuyến nghị chính sách nhằm phát triển thị trường tài chính - tiền tệ trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa.

Từ khóa: Thị trường tài chính - tiền tệ; Việt Nam; phát triển thị trường tài chính - tiền tệ.

1. Thực trạng phát triển thị trường tài chính - tiền tệ Việt Nam

1.1. Thực trạng phát triển thị trường tài chính

Thị trường tài chính (TTTC) Việt Nam được phân chia thành 3 giai đoạn: Giai đoạn một (2000 - 2005) thời kỳ trước khi có Luật Chứng khoán số 70/QH11/2006, Nhà nước đã ban hành 81 văn bản pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán (TTCK) để tạo khung pháp lý cho thị trường hoạt động, điển hình là Nghị định 48/1998/NĐ-CP và Nghị định 144/2003/NĐ-CP. Giai đoạn hai (2006 - 2012), ghi nhận một bước ngoặt quan trọng hơn trong công tác xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp lý với sự ra đời của Luật Chứng khoán số 70/QH11 ngày 29 tháng 6 năm 2006 thay cho Nghị định 48/1998/NĐ-

CP và Nghị định 144/2003/NĐ-CP. Giai đoạn ba (từ năm 2012 đến nay), đánh dấu một bước ngoặt lớn hơn khi Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định 1826/QĐ-TTg ngày 6 tháng 12 năm 2012 phê duyệt Đề án “Tái cấu trúc thị trường chứng khoán và doanh nghiệp bảo hiểm”; Quyết định số 252/QĐ-TTg ngày 1 tháng 3 năm 2012 phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020. Kết quả tái cấu trúc tính đến thời điểm hiện nay đạt được những mặt tích cực như sau:

Thứ nhất, cơ sở hàng hóa của thị trường có những bước đột phá. Chỉ trong một thời gian ngắn, Chính phủ đã rất nỗ lực trong việc điều chỉnh, ban

(*), (**), (***) Tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.

hành mới các văn bản pháp luật thay thế các văn bản cũ, trong đó tập trung vào việc đồng bộ và cải tiến cơ chế cho thị trường trái phiếu (TTTP) nhằm đáp ứng yêu cầu của nhà đầu tư, thúc đẩy quá trình đăng ký, lưu ký, giao dịch và niêm yết trái phiếu trên thị trường thứ cấp nhằm tăng cường tính thanh khoản của trái phiếu. Đó là Nghị định 58/2012/NĐ-CP ngày 20 tháng 7 năm 2012 hướng dẫn Luật chứng khoán sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán về chào bán chứng khoán, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán, dịch vụ về chứng khoán và TTCK; Thông tư 121/2012/TT-BTC ngày 26 tháng 7 năm 2012; và Thông tư 73/2013/TT-BTC hướng dẫn chi tiết một số điều về niêm yết chứng khoán tại Nghị định 58 đã và đang tăng cường và quy chuẩn về điều kiện phát hành, niêm yết chứng khoán trên thị trường. Bộ Tài chính đã ban hành 8 Thông tư trong đó có Thông tư 211/2012/TT-BTC Hướng dẫn một số điều của Nghị định 90/2011/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Ngoài ra, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cũng ban hành một số thông tư quan trọng, trong đó có Thông tư 34/2013/TT-NHNN quy định về phát hành kỳ phiếu, tín phiếu, chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu trong nước của tổ chức tín dụng (TCTD), chi nhánh ngân hàng nước ngoài.

Thứ hai, cơ sở cho nhà đầu tư tham gia thị trường có những chuyển biến tích cực hơn. Bộ Tài chính từ trước năm 2012 ban hành Thông tư 183/2011/TT-

BTC Hướng dẫn việc thành lập và quản lý Quỹ mở đã tạo cơ sở ra đời và hoạt động của các Quỹ mở đầu tư trái phiếu. Trong giai đoạn 2012 - 2013, việc tái cơ cấu hệ thống các quỹ đầu tư đã được thực hiện. Cho đến nay thì việc tái cơ cấu vẫn tiến hành thuận lợi, tâm lý của nhà đầu tư khá ổn định.

Thứ ba, cơ sở pháp lý về tổ chức kinh doanh chứng khoán đang dần hoàn thiện. Trong năm 2012 và 2013, Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đã ban hành 5 Quyết định có liên quan đến việc đồng bộ hóa các văn bản hỗ trợ tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán. Bên cạnh đó, Bộ Tài chính còn ban hành 3 Thông tư nhằm cụ thể hóa các bước thực thi văn bản pháp luật bao gồm: Thông tư 210/2012/TT-BTC ngày 30 tháng 11 năm 2012 về Hướng dẫn thành lập và hoạt động CTCK; Thông tư 212/2012/TT-BTC ngày 5 tháng 12 năm 2012 về Hướng dẫn thành lập và hoạt động Công ty quản lý quỹ; Thông tư 165/2012/TT-BTC về việc sửa đổi, bổ sung Thông tư 226/2010/TT-BTC ngày 31 tháng 12 năm 2010 về chỉ tiêu an toàn tài chính và các biện pháp xử lý đối với tổ chức kinh doanh chứng khoán không đáp ứng chỉ tiêu an toàn tài chính.

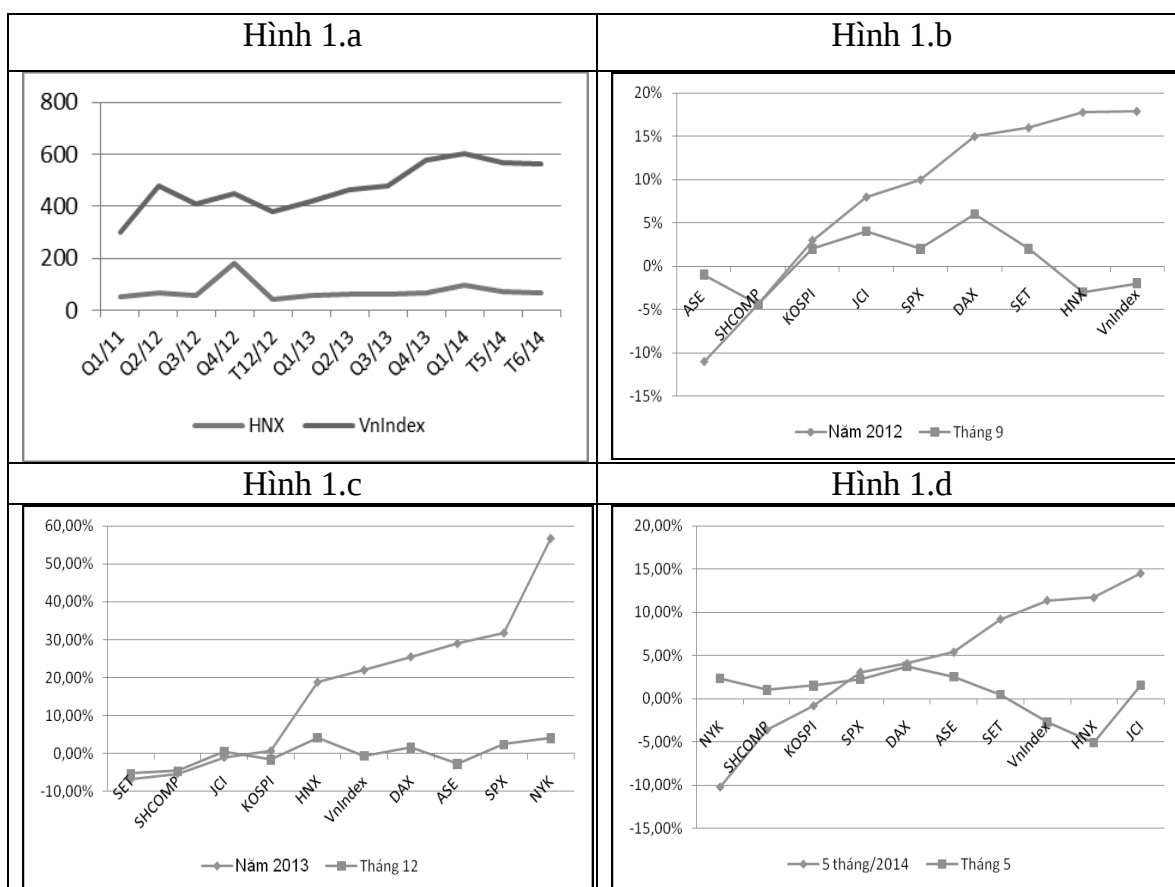
Thứ tư, cơ sở pháp lý quy định về việc tái cấu trúc các Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) và Trung tâm lưu ký chứng khoán (TTLKCK) được rà soát liên tục. Theo Báo cáo của UBCKNN quý I/2014, Bộ Tài chính trong năm

2013 đã xây dựng Đề án hợp nhất 2 SGDCK, hệ thống vay và cho vay chứng khoán (SBL). Hệ thống hạ tầng giao dịch chứng chỉ quỹ đầu tư vào chỉ số (ETF) đang được các SGDCK, TTLKCK và các bên liên quan tập trung hoàn chỉnh, đưa vào hoạt động từ đầu năm 2014. Ngoài ra, chính sách tài khóa - tiền tệ cũng đóng vai trò tích cực trong việc hỗ trợ sự phục hồi và phát triển TTTC. Bên cạnh hệ thống văn bản pháp luật quy định riêng cho TTCK và thị trường trái phiếu (TTTP), những chính sách khác của Nhà nước nhằm tháo gỡ khó khăn cho khu vực doanh nghiệp, trong đó có một bộ phận không nhỏ các doanh nghiệp (DN) niêm yết trong việc ổn định cơ cấu vốn, hạ giá thành sản phẩm, đảm bảo thu nhập cho nhà đầu tư. Hệ thống văn bản chính sách thu ngân sách Nhà nước (NSNN) như Luật sửa đổi bổ sung của Luật thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN); Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật thuế giá trị gia tăng (GTGT) tiếp tục được rà soát, tháo gỡ vướng mắc phát sinh. Đối với chính sách chi NSNN, hệ thống cơ chế, chính sách quản lý chi tiêu tài chính - ngân sách được hoàn thiện.

Xét về quy mô giao dịch trên thị trường chứng khoán, chỉ tính từ đầu năm 2012 đến nay, chỉ số chứng khoán Việt Nam trên 2 sàn GDCK được cải thiện với tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 15% (UBCK, 2014; BVSC, 2012, 2013, Q1&T5/2014; SHS, 2014). Các hình 1a, 1b, và 1c còn cho thấy diễn

biến chỉ số chứng khoán Việt Nam chuyển biến tích cực từ mức 300 điểm đầu năm 2012 lên tới 564 điểm giữa tháng 6 năm 2014. Vào các thời điểm tháng 8 năm 2012 và tháng 5 năm 2014, thị trường gặp cú sốc tương đối mạnh bởi sự kiện ông Nguyễn Đức Kiên bị bắt và xét xử trước pháp luật. Tháng 5 năm 2014 còn gắn liền với sự kiện Biển Đông liên quan đến vụ hạ đặt trái phép dàn khoan Hải Dương - 981 (HD-981) của Trung Quốc, với những nhà đầu tư có tâm lý thiếu ổn định, chưa có kinh nghiệm xử lý những thông tin loại này đã đẩy mạnh bán ra, làm sụt giảm chỉ số chứng khoán Việt Nam trong thời gian ngắn. Tuy nhiên thị trường sau đó đã được phục hồi nhờ sự tác động về mặt tâm lý và hỗ trợ của nhà đầu tư ngoại (HNX, 2014). Hình 1b cho thấy trong năm 2012, nếu so sánh tốc độ tăng trưởng của VnIndex và HNX với một số chỉ số chứng khoán tiêu biểu ở khu vực Châu Á như NKY (Nhật), KOSPI (Hàn Quốc), SHCOMP (Trung Quốc), JCI (Indonesia), SET (Thái Lan), các chỉ số chứng khoán thế giới như DAX (Đức), SPX (Mỹ), ASE (Hy Lạp) có thể nhận thấy rằng ngoại trừ TTCK Hy Lạp và Thượng Hải, các TTCK khác đều gia tăng điểm số, bao gồm Hàn Quốc (3%), Indonesia (8%), SPX-Mỹ (10%), và đặc biệt là TTCK Đức (15%), Thái Lan (16%), Việt Nam (18%). Như vậy, TTCK Việt Nam là một trong những thị trường có diễn biến tích cực nhất trong năm 2012.

Hình 1: Mức độ thay đổi chỉ số cổ phiếu VnIndex và HNX

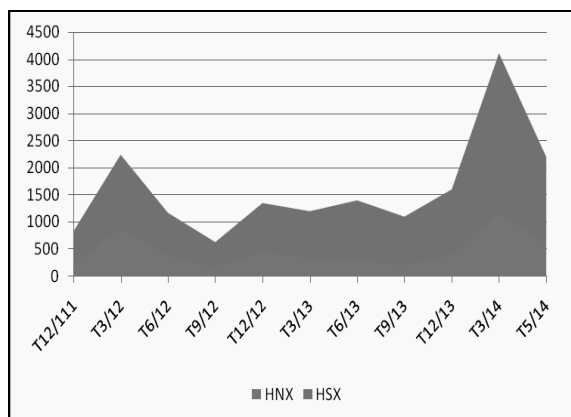


Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu dựa trên số liệu từ HOSE và HASTC.

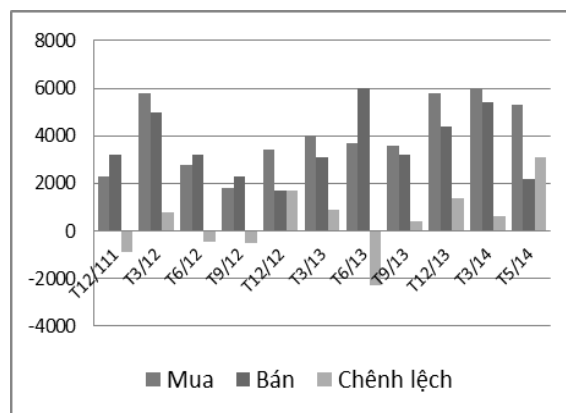
Số liệu thống kê được mô tả trên hình 2a cho thấy tính thanh khoản của thị trường được cải thiện, đặc biệt ở thời điểm tháng 3 năm 2012 với giá trị giao dịch trung bình/phiên trong quý I/2012 tăng mạnh, tuy nhiên sau đó giảm dần đến quý III và tình hình được cải thiện vào cuối năm. Riêng năm 2013, chỉ số VnIndex và HNX của Việt Nam vẫn nằm trong nhóm các chỉ số chứng khoán có mức độ tăng trưởng ổn định ở mức 18,8% và 21,9%. Mặc dù không thể so sánh được với mức độ tăng trưởng của các TTCK phát triển như Mỹ (SPX tăng

31,8%), Nhật (NKY tăng 56,7%), Đức (DAX tăng 25,5%) nhưng TTCK Việt Nam vẫn tăng mạnh hơn so với Thái Lan (nước có những bất ổn về chính trị khiến chỉ số SET giảm 6,7%), hoặc Trung Quốc (SHCOMP giảm 5,2%). Số liệu trong hình 2b cho thấy dấu ấn của năm 2013 là việc khối ngoại tăng mua ròng, tiếp tục tập trung giải ngân tại ngành hàng tiêu dùng và vật liệu cơ bản. Khối nhà đầu tư ngoại bắt đầu giải ngân vốn vào thị trường với doanh số đạt 2.606 tỷ, tăng 17,4% so với giá trị giao dịch năm 2012.

Hình 2a: Giá trị giao dịch bình quân quý giai đoạn 2012 - 5/2014



Hình 2b: Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trong quý giai đoạn 2012 - 5/2014



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu dựa trên số liệu từ HOSE và HASTC.

Xét về quy mô tăng trưởng của thị trường trái phiếu, có thể nhận thấy thị trường trái phiếu sơ cấp nói riêng trong năm 2012 sôi động hơn so với năm 2011 với khối lượng trái phiếu đầu thầu thành công tại HNX đạt 167.589 tỷ đồng, tăng 104% so với năm 2011. Trái phiếu kho bạc Nhà nước (TPKBNN) huy động thành công 114.979 tỷ đồng, chiếm 69% tổng huy động và tăng 83% so với 2011. Trái phiếu Ngân hàng Phát triển Việt Nam (TP VDB) huy động được 34.880 tỷ đồng, chiếm 21% và tăng 240% so với 2011. Trái phiếu Ngân hàng Chính sách Xã hội (TP NHCSXH) huy động 17.730 tỷ đồng, chiếm 11%, tăng 91%. Trái phiếu Kho bạc Nhà nước (KBNN) huy động được hơn 143.000 tỷ đồng, chiếm 73% tổng huy động và tăng 24% so với 2012. Trái phiếu VDB huy động hơn 40.000 tỷ đồng chiếm 21% và tăng 14,67%; TP NHCSXH đạt 7380 tỷ đồng chiếm 4% và bị giảm mạnh so với năm 2012 khoảng 58.37%. Giao dịch trái

phiếu trên thị trường thứ cấp chủ yếu bao gồm 2 loại giao dịch là Outright và Repos. Hầu hết các giao dịch Repos cho đến nay có kỳ hạn không quá 6 tháng, trong khi giao dịch Outright thường được thực hiện đối với các trái phiếu trung và dài hạn. Trong năm 2012, thị trường thứ cấp có với quy mô đạt 211.389 tỷ đồng, tăng 121.168 tỷ đồng và tăng 2,34 lần so với năm 2011. Loại trái phiếu Outright đạt mức thanh khoản cao nhất với giá trị giao dịch đạt 161.221 tỷ tăng 43% so với năm 2011. Các Ngân hàng thương mại (NHTM) không chỉ là khách hàng chính trên thị trường sơ cấp mà còn nắm giữ vai trò chủ đạo trên thị trường thứ cấp.

1.2. Thực trạng phát triển thị trường tiền tệ

Trong giai đoạn vừa qua, thị trường tiền tệ (TTTT) đã đạt được những kết quả đáng khích lệ. Điểm nổi bật được ghi nhận là khung pháp lý thiết lập phục vụ cho TTTT ngày một hoàn thiện. Các

nội dung cho hoạt động của TTTT về cơ bản đều đã được luật pháp hoá, cụ thể ở các mức độ khác nhau (Luật, Pháp lệnh, Nghị định, Quy chế, Thông tư,...) như các quy định đối với hoạt động của thương phiếu, phát hành tín phiếu và trái phiếu chính phủ, phát hành kỳ phiếu, tín phiếu, trái phiếu của các TCTD, quy định về quan hệ tín dụng giữa các tổ chức tín dụng (TCTD). Một điểm được ghi nhận khác là các nghiệp vụ trên thị trường đã từng bước được hiện đại hoá và chuẩn hoá theo tiêu chuẩn quốc tế. Cụ thể như các thành viên trên TTTT dần hình thành thói quen giao dịch cho vay, gửi tiền liên ngân hàng theo chuẩn mực quốc tế với số tiền tối thiểu là 1 tỷ VND với thời hạn tính trên cơ sở 360 ngày/năm, đối với giao dịch Repo, trái phiếu chính phủ thời hạn tính trên cơ sở 165 ngày/năm. Việc triển khai nghiệp vụ thị trường mở (OMO) cơ bản đã đáp ứng được yêu cầu đổi mới của nền kinh tế, chuyển dần từ sử dụng các công cụ tiền tệ trực tiếp sang sử dụng công cụ gián tiếp, giúp các tổ chức tín dụng đảm bảo khả năng thanh toán nhanh chóng, kịp thời. Bảng 1 cho thấy quy mô giao dịch OMO trong giai đoạn (2000 - 2012) với những giao dịch đầu tiên được thực hiện vào năm 2000. Thêm vào đó từ 2010 đến nay ngoài các ngân hàng thương mại nhà nước (NHTM NN) còn có các ngân hàng thương mại cổ phần (NHTM CP), các ngân hàng liên doanh, các ngân hàng nước ngoài tham gia vào thị trường mở. Số lượng các phiên giao dịch trên thị trường mở cũng gia tăng.

Từ khi bắt đầu triển khai nghiệp vụ này, tần suất các phiên giao dịch trên OMO được tổ chức 10 ngày/phiên và ngày giao dịch được tính theo ngày làm việc. Trong năm 2005, NHNN đã tổ chức được 159 phiên thị trường mở, tăng 36 phiên và 28,5% so với năm 2004. Đến năm 2007, 355 phiên, tăng thêm 293 phiên so với năm trước, về số tương đối đã tăng gấp 2,19 lần. Năm 2008 do NHNN thực hiện chính sách tiền tệ (CSTT) thắt chặt nên trạng thái vốn khả dụng của hệ thống TCTD luôn được đặt trong trạng thái vô cùng căng thẳng. Vì vậy OMO đã trở thành kênh hỗ trợ vốn tích cực giúp các TCTD thoát khỏi tình trạng mất thanh khoản tạm thời. Vào một số ngày đặc biệt trong 7 tháng đầu năm 2008, NHNN thường xuyên thực hiện can thiệp 2 phiên/ngày, thậm chí 3 phiên/ngày để đảm bảo thanh khoản của các ngân hàng, nâng tổng số phiên giao dịch cả năm lên 394 phiên, tăng 39 phiên so với 2007.

Bảng 1: Kết quả hoạt động nghiệp vụ thị trường mở

Năm	Số phiên	Tổng số (Tỷ VND)	Lãi suất (%)
2000	17	1.904	4,5-4,9
2001	48	3.934	3,5-5,15
2002	85	9.146	4,5-5,1
2003	107	21.184	1,58-5
2004	123	61.936	3,25-5.45
2005	158	102.479	3,7-7,4
2006	162	124.325	0.8-7,1
2007	355	417.977	3,75-8
2008	4.2	1.036.066	9-15

2009	329	966.980	9-12
2010	491	2.108.715	9-12
2011	431	2.800.872	12,73
2012	338	550.060	8-13

Nguồn: Báo cáo hoạt động NVTTM của NHNN.

Lãi suất nghiệp vụ thị trường mở biến động theo tình hình của nền kinh tế và mức lãi suất cơ bản do NHNN xác định. Năm 2000 đến 2002, mức lãi suất OMO tương đối ổn định. Năm 2004, lãi suất trên OMO tăng nhẹ, xoay quanh mức 3,20%/năm đến 5,45%/năm. Đây là năm mà NHNN thực hiện mua vào là chủ yếu. Năm 2005, lãi suất trúng thầu trên OMO dao động theo biên độ từ mức 3,7% - 7,4%/năm tùy theo thời hạn còn lại và tùy theo loại giấy tờ có giá. Trong năm 2006, lãi suất trong các phiên chào mua dao động trong khoảng từ 6,0-8,5%/năm. Sang năm 2007, đứng trước những dấu hiệu gia tăng của tỷ lệ lạm phát, NHNN đã thực hiện phiên bán hần với khối lượng giao dịch lớn. Lãi suất trúng thầu bình quân trong các phiên chào bán là 4,35%/năm. Trong giai đoạn

từ năm 1995 đến 2000, nghiệp vụ phát hành trái phiếu chính phủ (TPCP) qua NHNN đã được hình thành và đi vào ổn định với số lượng phiên giao dịch khoảng 40 phiên một năm, cao nhất là năm 1998 với 46 phiên, khối lượng trúng thầu đạt 4.020,7 tỷ VNĐ. Tổng số tiền Kho bạc Nhà nước (KBNN) huy động được để bù đắp thiếu hụt tạm thời cho NSNN đạt 15.457,8 tỷ VNĐ. Trong giai đoạn 2005 tới nay, tổng số tiền TPCP huy động được ước đạt 210 ngàn tỷ VNĐ và 14,5 triệu VNĐ với khoảng 680 phiên giao dịch và có xu hướng tăng trong thời gian vừa qua, tuy nhiên thành viên trúng thầu chủ yếu vẫn là các NHTM Nhà nước.

Có thể nói, từ khi hình thành TTTT, doanh số giao dịch bao gồm cho vay và tiền gửi bằng đồng Việt Nam và đô la Mỹ trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng liên tục gia tăng, đặc biệt 10 năm trở lại đây. Bảng 2 cho thấy doanh số cho vay, gửi tiền đều liên tục được duy trì ở mức cao phản ánh khả năng cung ứng ngân quỹ của các TCTD dư thừa vốn cho các TCTD đang thiếu hụt thanh khoản.

Bảng 2: Doanh số giao dịch trên TTTT

Đơn vị: triệu VNĐ, ngàn USD

Năm	Doanh số cho vay		Doanh số tiền gửi	
	VNĐ	USD	VNĐ	USD
2005	3.114.982	1.097.279	52.016.5479	5.412.309
2006	2.113.922	50.202	101.414.707	5.802.178
2007	23.458.546	24.560.671	9.381.802.652	244.773.306
2008	46.817.092	40.934.452	15.636.337.754	611.933.265
2009	117.042.730	68.224.087	31.272.675.508	1.223.866.529

2010	234.085.461	121.828.726	52.121.125.847	1.748.380.756
2011	334.407.802	152.285.907	86.868.536.412	2.185.475.945
2012	1.170.509.341	456.844.698	4.006.333.654	2.391.596.275

Nguồn: Báo cáo thực hiện giao dịch TTLNH của NHNN.

Vào thời điểm cuối năm 2007 và đầu năm 2008, khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu làm gia tăng giá dầu, giá vàng và các loại nguyên vật liệu và qua đó làm tăng chi phí sản xuất, lãi suất huy động từ dân cư tăng cao, NHNN đã thực hiện CSTT thắt chặt nhằm đối phó với lạm phát cao khiến cho lượng tiền cung ứng giảm. Sự điều chỉnh liên tục trong CSTT của NHNN (điều chỉnh tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tăng cường bán giấy tờ có giá (GTCG) trên OMO, yêu cầu các TCTD thực hiện mua tín phiếu bắt buộc...) đã khiến cho nhu cầu vốn của các TCTD trở nên vô cùng cấp bách. Tại thời điểm 30/6/2008 doanh số cho vay và tiền gửi bằng VNĐ đã tăng lên 8.184,298 và 190.322,905 triệu VNĐ. Doanh số cho vay và gửi tiền bằng USD là 67.800,000 và 74.515,960 ngàn USD. Đây là thời kỳ giao dịch có doanh số cao nhất tính từ năm 2005 - 2008. Từ quý VI/2008, khó khăn về vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng về cơ bản được khắc phục, vì vậy doanh số giao dịch trên thị trường cũng dần đi vào ổn định.

Việc phát hành tín phiếu, trái phiếu kho bạc (TPKB) theo phương thức đấu thầu qua NHNN trong những năm qua đã mở ra một kênh phát hành mới, huy động được hàng nghìn tỷ đồng với lãi suất và chi phí huy động thấp, đáp ứng nhu cầu chi tiêu của NSNN và các dự án

phát triển tại trung ương và địa phương. Việc phát hành này đã trở thành nguồn cung cấp hàng hóa chủ yếu cho hoạt động của nghiệp vụ thị trường mở phục vụ mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ của NHNN. Mặt khác, tín phiếu và TPKB cũng trở thành một công cụ đầu tư an toàn, có tính lỏng cao đối với NHTM.

Thực tế cho thấy, TTTT Việt Nam thời gian qua đã đóng vai trò quan trọng trong việc điều tiết cung cầu về nguồn vốn ngắn hạn nhằm hỗ trợ cho các hoạt động sản xuất, kinh doanh, dịch vụ, đời sống của các chủ thể trong nền kinh tế. Đặc biệt, thị trường đã thực hiện chức năng cân đối, điều hòa nguồn vốn giữa các ngân hàng, góp phần hỗ trợ cho các NHTM đảm bảo khả năng thanh toán, hoạt động an toàn và hiệu quả. Thông qua các hoạt động trên TTTT, Ngân hàng Nhà nước đã thực hiện điều tiết tiền tệ hỗ trợ cho quá trình xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ quốc gia.

1.3. Một số tồn tại của thị trường tài chính - tiền tệ

Thực trạng thị trường tài chính - tiền tệ (TTTC - TT) Việt Nam trong thời gian qua cho thấy có một số tồn tại vẫn chưa được khắc phục: *Thứ nhất*, các văn bản pháp lý cho hoạt động của thị trường chưa đồng bộ. Mặc dù đã được NHNN ban hành mới, điều chỉnh, bổ sung nhằm đảm bảo cho sự hoạt động và

định hướng cho sự phát triển thị trường tài chính - tiền tệ, song đến nay, hệ thống văn bản pháp quy này chưa có tính đồng bộ, thống nhất tạo hành lang pháp lý cho hoạt động của từng bộ phận thị trường. Ví dụ, Pháp lệnh Thương phiếu đã ban hành từ năm 1999, Chính phủ và NHNN đã có Nghị định và văn bản hướng dẫn song đến nay vẫn chưa đi vào cuộc sống; *Thứ hai*, công cụ tài chính trên thị trường chưa đa dạng về chủng loại và thời hạn. Ngoài Tín phiếu và TPCP bắt đầu được phát hành tương đối thường xuyên với khối lượng lớn thì các loại công cụ khác vẫn được phát hành mang tính “thí điểm” và khối lượng không đáng kể. Các công cụ phòng ngừa rủi ro, công cụ phái sinh, đặc biệt là hợp đồng kỳ hạn, giao dịch hoán đổi lãi suất, giao dịch hoán đổi tỷ giá, hợp đồng quyền chọn... hoạt động còn mang tính thí điểm. Các công cụ phát hành phần lớn chưa theo chuẩn mực quốc tế do vậy việc xác định giá mua bán gặp nhiều khó khăn và tốn nhiều thời gian do không thể áp dụng những phần mềm xác định giá sử dụng chung trên thế giới; *Thứ ba*, doanh số giao dịch trên thị trường chưa thực sự đáp ứng được yêu cầu. Doanh số hoạt động của thị trường đã tăng liên tục trong những năm gần đây, tuy nhiên doanh số giao dịch trên thị trường so với GDP và tổng tài sản có của các TCTD vẫn chiếm một tỷ trọng không đáng kể. Do thị trường thứ cấp mua, bán lại giấy tờ có giá hoạt động rất yếu cho nên doanh số hoạt động của loại nghiệp vụ này cũng không lớn; *Thứ tư*, TTTC - TT

chưa thu hút được nhiều thành viên tham gia. Các phương thức giao dịch tiên tiến trên thị trường chưa được áp dụng rộng rãi. Thị trường chưa có các thành viên như các nhà môi giới, các nhà tạo lập thị trường, các công ty đánh giá xếp hạng nên phần nào đã làm giao dịch trên thị trường sơ cấp chưa sôi động và làm hạn chế sự phát triển của thị trường. Số thành viên tham gia đấu thầu tín phiếu kho bạc còn ít và chủ yếu là các NHTM nhà nước trúng thầu (chiếm 70% khối lượng trúng thầu). Việc đó cho thấy các TCTD quy mô nhỏ không đủ điều kiện cạnh tranh với TCTD quy mô lớn nhất là trong điều kiện đầu thầu tín phiếu kho bạc thực hiện trên cơ sở lãi suất chỉ đạo; *Thứ năm*, hoạt động của thị trường tài chính Việt Nam chưa mang tính chuyên nghiệp cao. Bên cạnh đó, những hạn chế về lãi suất, cơ sở hạ tầng, hệ thống thông tin liên lạc vẫn chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển của thị trường tài chính hiện đại. Việc ứng dụng công nghệ tin học giữa NHNN với các thành viên thị trường chưa đồng bộ. Cụ thể như giữa NHNN và các NHTM chưa xây dựng được hệ thống mạng giao dịch liên ngân hàng để phục cho hoạt động của thị trường liên ngân hàng và công tác kiểm soát thị trường. Ngoài ra chưa thiết lập được các trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ của NHNN đối với các ngân hàng và của các ngân hàng với nhau.

2. Quan điểm phát triển thị trường tài chính - tiền tệ

Trên cơ sở phân tích thực trạng và chỉ rõ những bức xúc, tồn tại được nhìn

nhận như những khía cạnh tiêu cực của thị trường hiện nay, nhóm nghiên cứu khẳng định quan điểm phát triển TTTC - TT trên cơ sở 4 nội dung như sau: *Thứ nhất*, các chủ thể tham gia thị trường cần đảm bảo nguyên tắc thị trường trong phát triển thị trường tài chính - tiền tệ. Việc tôn trọng những nguyên tắc và cơ chế thị trường sẽ đảm bảo việc hoạt động khách quan, tạo điều kiện phát huy mặt tích cực, đồng thời khắc phục, hạn chế những tác động tiêu cực của thị trường; *Thứ hai*, thực hiện tự do hoá tài chính có sự quản lý vĩ mô của Nhà nước. Có thể nói xu thế hội nhập đòi hỏi phải tự do hoá tài chính song song với một nền kinh tế hiện đại, không một nhà nước nào lại không can thiệp vào TTTC - TT, mặc dù có những quan điểm về mức độ, phạm vi và công cụ can thiệp có sự khác nhau. Vì thế ở nước ta, đi liền với thực hiện tự do hoá, cần tăng cường có sự quản lý vĩ mô của nhà nước đối với TTTC - TT, *Thứ ba*, phát triển đồng bộ các bộ phận của TTTC - TT và đồng bộ với các thị trường khác, trong tổng thể chiến lược phát triển kinh tế. Do lĩnh vực tài chính - tiền tệ đóng vai trò xuyên suốt trong mọi hoạt động kinh tế - xã hội, nên mỗi thay đổi của tài chính - tiền tệ sẽ tác động ngay đến nhiều lĩnh vực, gây ra các hệ quả nhanh và mạnh. Chính vì vậy, đổi mới thị trường tài chính trước hết phải đồng bộ về mặt nội dung với đổi mới kinh tế, nếu không nền kinh tế sẽ trở nên rối loạn, khập khiễng hoặc là lãng phí các nguồn lực. Đồng thời, đổi mới thị trường tài chính - tiền tệ phải đồng bộ về lộ trình

với đổi mới kinh tế; *Thứ tư*, xây dựng và phát triển TTTC - TT là một quá trình. Trong giai đoạn hiện nay, phát triển thị trường tài chính - tiền tệ trước hết phải thiết lập môi trường thể chế lành mạnh, tạo điều kiện cho sự ra đời và phát triển đầy đủ các thị trường bộ phận.

Tuỳ thuộc vào trình độ phát triển của nền kinh tế mà yêu cầu phát triển đồng bộ các loại thị trường bộ phận của thị trường tài chính - tiền tệ sẽ có sự khác nhau. Bước đầu sự đồng bộ của thị trường tài chính - tiền tệ được hiểu là phải có đầy đủ các loại thị trường bộ phận. Khi nền kinh tế phát triển, sự đồng bộ còn thể hiện ở sự phát triển một cách tương xứng giữa các loại thị trường bộ phận cấu thành thị trường tài chính - tiền tệ và giữa thị trường tài chính - tiền tệ với các loại thị trường khác như thị trường lao động, thị trường bất động sản (BDS), thị trường hàng hoá và dịch vụ, thị trường khoa học và công nghệ, từng bước nâng cao việc phát triển một thị trường tiền tệ an toàn, đồng bộ và mang tính cạnh tranh cao nhằm tạo cơ sở quan trọng cho việc hoạch định và điều hành chính sách tiền tệ, tăng khả năng chuyển đổi cho đồng Việt Nam.

3. Một số khuyến nghị chính sách phát triển thị trường tài chính - tiền tệ Việt Nam

3.1. Đối với phát triển thị trường tài chính

Phát triển thị trường tài chính cần dựa vào 3 trụ cột chính là tăng tính hiệu quả của thị trường; củng cố các chủ thể tham gia thị trường và hoàn thiện khung quản lý, giám sát thị trường.

Thứ nhất, để tăng tính hiệu quả của thị trường, cần phát triển về số lượng và chất lượng hàng hóa của thị trường, tập trung vào các khía cạnh cụ thể như sau:

- Tăng niềm yết cổ phiếu trên thị trường tập trung, trong đó chú trọng vào cổ phiếu của các doanh nghiệp nhà nước thực hiện cổ phần hoá trong kế hoạch tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước và cổ phiếu của các công ty cổ phần, công ty liên doanh, công ty 100% vốn nước ngoài hoạt động tại Việt Nam.

- Phát hành chứng chỉ quỹ mở.

- Phát triển và đưa vào sử dụng các công cụ chứng khoán hoá.

- Gia tăng tính thanh khoản cho thị trường trái phiếu chính phủ.

- Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

- Thành lập và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh bao gồm:

- Đối với chứng khoán cơ sở là cổ phiếu: có thể cho phép đưa vào giao dịch quyền mua cổ phần và chứng quyền trong các công ty đại chúng.

- Đối với chứng khoán cơ sở là trái phiếu: công cụ phù hợp nhất sẽ là hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn đối với trái phiếu chính phủ. Các hợp đồng tương lai và quyền chọn đối với trái phiếu chính phủ được sử dụng bởi các nhà đầu tư và nhà kinh doanh trái phiếu để hạn chế tác động của rủi ro lãi suất tới giá trị danh mục đầu tư. Đây là các công cụ phức tạp nhưng hữu hiệu giúp các nhà đầu tư trên thị trường quản lý rủi ro.

- Đưa vào giao dịch các hợp đồng quyền chọn đối với chỉ số chứng khoán

thị trường.

Thứ hai, để củng cố và phát triển các chủ thể trên thị trường tài chính, cần có quy định cụ thể về hành vi và năng lực của các chủ thể tham gia thị trường đóng vai trò quyết định đến tính hiệu quả của thị trường tài chính. Các chủ thể này bao gồm các nhà đầu tư, các trung gian tài chính và các tổ chức tự quản.

Thứ ba, để hoàn thiện quản lý, giám sát thị trường tài chính, Nhà nước cần thực thi một số nội dung sau:

- Hoàn thiện khung pháp lý về thị trường tài chính theo hướng phù hợp với các nguyên tắc và thông lệ quốc tế.

- Hoàn thiện cơ chế giám sát thị trường tài chính, đảm bảo giao dịch công bằng cho các nhà đầu tư theo các nguyên tắc cơ bản do Tổ chức Quốc tế các Ủy ban Chứng khoán (IOSCO) đề xuất. Kinh nghiệm các nước và tại Việt Nam cho thấy, mô hình giám sát thị trường tài chính 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.

- Tăng cường hội nhập thị trường tài chính Việt Nam với thị trường tài chính quốc tế, đây là một quá trình tất yếu khi Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO). Quá trình này đang và sẽ diễn ra mạnh mẽ bởi các cam kết về hợp tác và mở cửa thị trường tài chính đối với các đối tác, nhà đầu tư bên ngoài được thực hiện.

3.2. Đối với phát triển thị trường tiền tệ

Trên quan điểm phát triển một thị trường tiền tệ an toàn, đồng bộ và mang

tính cạnh tranh cao nhằm tạo cơ sở quan trọng cho việc hoạch định và điều hành chính sách tiền tệ, tăng khả năng chuyển đổi cho đồng Việt Nam, các chính sách cần tập trung vào một số nội dung sau:

Thứ nhất, hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường thông qua việc rà soát và hoàn thiện các qui định hiện hành về phát hành các công cụ trên TTTT sơ cấp (như phát hành thương phiếu, chứng chỉ tiền gửi theo hướng chuẩn hoá theo thông lệ quốc tế) để tạo điều kiện thuận lợi cho các công cụ này được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Các cơ quan hành pháp cần ban hành đồng bộ văn bản hướng dẫn thực hiện các công cụ phái sinh, công cụ phòng ngừa rủi ro theo thông lệ quốc tế, đẩy mạnh các nghiệp vụ kỳ hạn và hoán đổi. Trên cơ sở đó, các cơ quan nói trên tiếp tục triển khai việc hoàn thiện các văn bản pháp lý cho việc hình thành và phát triển các thành viên chuyên nghiệp trên TTTT, nhất là các nhà tạo lập thị trường.

Thứ hai, phát triển và hoàn thiện cấu trúc TTTT thông qua nghiên cứu, xem xét nhằm xây dựng TTTT Việt Nam hoàn chỉnh (trên cơ sở các thị trường bộ phận như thị trường nội tệ, thị trường ngoại tệ, thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc, OMO...), tạo sự thống nhất giữa các thị trường bộ phận của TTTT, đảm bảo lợi ích của các thành viên tham gia thị trường, từng bước tạo kênh truyền dẫn để NHNN có thể kiểm soát và can thiệp chủ động thông qua điều tiết giá cả (lãi suất) trên TTTT, từng bước làm cho TTTT trở thành thị trường thực sự năng động, mang tính cạnh tranh cao và nhạy cảm trước những thay

đổi về chính sách của NHNN.

Thứ ba, phát triển cơ sở hạ tầng kỹ thuật và xem xét xây dựng hệ thống giao dịch tập trung dựa trên công nghệ tiên tiến và phương thức giao dịch đa dạng (sử dụng một sàn giao dịch điện tử thống nhất) đảm bảo đáp ứng được các yêu cầu khác nhau của thị trường, đồng thời xây dựng kế hoạch thành lập hệ thống giao dịch hỗ trợ thông qua các tổ chức môi giới tiền tệ tại Việt Nam. Cần phát triển một hệ thống quản lý thông tin minh bạch và tin cậy giữa các thành viên thị trường.

Thứ tư, khẩn trương tạo lập các nhà tạo lập thị trường bởi vì trong một TTTT còn nhiều hạn chế như ở Việt Nam, tình trạng cung - cầu mất cân đối xảy ra thường xuyên, vì vậy việc tạo dựng nhà tạo lập thị trường là cần thiết. Nhà tạo lập thị trường phải có sự am hiểu về thị trường cung cấp, cập nhật các thông tin về giao dịch, phải niêm yết giá chào 2 chiều (cả cho vay và đi vay) trên TTTT liên ngân hàng. Họ phải có khả năng về vốn tham gia hỗ trợ thanh khoản cho thị trường và đảm bảo các giao dịch cạnh tranh bình đẳng trong giới đầu tư, cũng như tạo ra một giá cả cân bằng ổn định cho thị trường. Vai trò này cần phải được trao cho các NHTM.

Thứ năm, đa dạng hóa hàng hóa giao dịch đồng thời tăng cường thu hút các thành viên tham gia TTTT với việc chú trọng phát triển đầy đủ các công cụ, sản phẩm quan trọng trên TTTT như repo, thương phiếu (CP), chứng chỉ tiền gửi (CDs) có thể mua bán được trên thị trường thứ cấp, tạo hành lang pháp lý, phát triển thị trường thứ cấp để các công

cụ TTTT có thể phát triển, đáp ứng được nhu cầu của thị trường. Cần có hướng dẫn cụ thể về việc chuẩn hóa các công cụ tài chính giao dịch trên TTTT và nâng cao hiệu quả của hệ thống thanh toán, lưu ký, thanh toán bù trừ và chuyển giao giấy tờ có giá nhằm gia tăng cơ hội đầu tư cho các thành viên thị trường.

Thứ sáu, hoàn thiện các nghiệp vụ NHTW tác động lên TTTT bằng việc rà soát lại lại cơ chế điều hành TTTT như chiết khấu, tái cấp vốn và thị trường mở để tăng tính linh hoạt cho việc hình thành lãi suất thị trường, tính pháp lý của việc xác nhận giao dịch, hợp đồng chuẩn áp dụng trong giao dịch cho vay, gửi tiền. Xây dựng quy chế và hướng dẫn cho việc đưa vào áp dụng các công cụ phái sinh và đầu tư tài chính, đặc biệt là thị trường kỳ hạn tiền tệ và kỳ hạn lãi suất nhằm nâng cao hiệu quả và độ sâu tài chính của thị trường.

Thứ bảy, tăng cường công tác quản lý điều hành, thanh tra, giám sát của NHNN đối với TTTT. Để nâng cao công tác quản lý, thanh tra, giám sát, NHTW và Bộ tài chính, UBCKNN, Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia cần tăng cường công tác quản lý, dự báo vốn khả dụng của hệ thống NHTM để có thể cập nhật nhanh chóng báo cáo thống kê trong từng thời kỳ, từ đó có thể chủ động can thiệp, điều tiết kịp thời vào thị trường nhằm đạt mục tiêu CSTT.

Thực tế cho thấy các nghiệp vụ của TTTT là rất mới mẻ đối với công chúng và cả các ngân hàng, vì vậy, các ngân hàng cần phải tăng cường công tác thông tin, tuyên truyền, quảng cáo để khách hàng biết được những tiện ích

mang lại khi họ tham gia các nghiệp vụ này. Đối với các ngân hàng, việc đào tạo, bồi dưỡng các cán bộ có trình độ kinh doanh, giao dịch tiền tệ để thực hiện kinh doanh trên TTTT trong nước và quốc tế là hết sức quan trọng, đảm bảo hoạt động hiệu quả và thành công của ngân hàng trên TTTT. Thêm vào đó NHTM cần đồng thời tăng cường đào tạo về kinh tế vĩ mô và kinh tế lượng, nâng cao trình độ phân tích, dự báo cho cán bộ của mình.

Tài liệu tham khảo

1. BVSC (2013), *Báo cáo năm 2013 và triển vọng 2014 của Công ty cổ phần Chứng khoán Bảo Việt*, Hà Nội, tháng 1 năm 2014.
2. BVSC (2014a), *Báo cáo Kinh tế vĩ mô và thị trường Quý I/2014*, Hà Nội, tháng 4 năm 2014.
3. Nguyễn Hồng Sơn và Lê Trung Thành (2013), *Nghiên cứu tính hiệu quả của thị trường vốn tại Việt Nam và một số khuyến nghị chính sách*, Hội thảo Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia 2013, Hà Nội.
4. SHS (2013), *Bản tin Nhà đầu tư (số năm 2013)*, *Báo cáo về thị trường của Công ty cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội*, Hà Nội, tháng 12 năm 2013.
5. Website của Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh: <http://www.hsx.vn> truy cập các ngày trong tuần từ ngày 13 tháng 6 đến ngày 20 tháng 6 năm 2014.
6. Website của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội: <http://www.hnx.vn> truy cập các ngày trong tuần từ ngày 13 tháng 6 đến ngày 20 tháng 6 năm 2014.
7. Website của Công ty cổ phần Luật Khai Phong <http://www.luatkhaiphong.com> truy cập các ngày trong tuần từ ngày 13 tháng 6 đến ngày 20 tháng 6 năm 2014.

